

STELLUNGNAHME ZUR ANFRAGE DES BUNDESMINISTERIUMS DER FINANZEN ZUR EVALUATION VON § 43 WpHG

30. September 2019

An das Bundesministerium der Finanzen

übermittelt per Email an:

viib5@bmf.bund.de

Vorgelegt von:

*Initiative Minderheitsaktionäre e.V.
Leipziger Platz 9
10117 Berlin*

info@initiative-minderheitsaktionaeere.org

Vorbemerkungen

Die Initiative Minderheitsaktionäre e.V. nimmt hiermit Stellung zur Anfrage des Bundesministeriums der Finanzen zu einem etwaigem Reformbedarf bei § 43 WpHG.

Die Mitteilungspflicht für die Inhaber wesentlicher Beteiligungen liefert für Minderheitsaktionäre beschränkte zusätzliche Erkenntnisgewinne. Allerdings kann eine Kenntnis über die Absichten nach § 43 Absatz 1 Satz 3 WpHG aber auch für Kleinaktionäre wichtige Parameter für ihre Anlageentscheidungen abgeben. Da die Norm anders als das Stimmrechtsregime selbst nicht in europäischem Recht gründet, sollte zur Vermeidung einer weiteren Rechtsaufsplitterung und Erhöhung bürokratischen Aufwands von einer weiteren Verschärfung und inhaltlichen Erweiterung der Norm abgesehen werden. Der Anlagestandort Deutschland könnte sonst gegenüber seinen europäischen und außereuropäischen Wettbewerbern weitere Nachteile erleiden. Gerade Minderheitsaktionäre profitieren aber mehr davon, wenn Finanzinvestoren in Deutschland aktiv sind, als sie durch verschärfte Transparenzregeln und Sanktionen gewinnen könnten, wenn dies Investitionen in deutsche Aktien aus Sicht solcher Investoren weniger attraktiv machen würde.

Zu den Fragen des Bundesministeriums im Einzelnen:

- **Wie beurteilen Sie die Zweckmäßigkeit der Regelung insgesamt?**

Die Mitteilungspflicht nach § 43 WpHG ist für Minderheitsaktionäre weniger relevant als die Pflicht zur Abgabe von Stimmrechtsmitteilungen nach den §§ 33 ff. WpHG. Nichtsdestotrotz können gerade die Angaben nach Absatz 1 Satz 3 auch wichtige Parameter für Anlageentscheidungen von Kleinaktionären darstellen.

Da in der Vergangenheit entsprechende Meldungen einzelner Tochtergesellschaften zu Verwirrungen am Markt gesorgt haben, beispielsweise wenn diese Mitteilungen wegen zeitversetzten Erreichens der Meldeschwelle von 10% nicht parallel erfolgten, sollte § 37 Abs. 1 WpHG – die Möglichkeit einer

sogenannten Konzernmeldung – auch für Mitteilungen nach § 43 WpHG entsprechend anwendbar sein.

Eine weitere Verschärfung der Norm erscheint nicht geboten. Insbesondere hat die Aktivität von sich nicht mehrheitlich an einem Unternehmen beteiligenden Finanzinvestoren in der Regel einen positiven Effekt für Kleinaktionäre. Beispielhaft sei auf die Beteiligung von Active Ownership Capital an Stada und den dadurch initiierten Wertsteigerungsprozess verwiesen. Würden im europäischen Vergleich hier einseitig zusätzliche bürokratische Hürden geschaffen, droht ein etwaiger Mehrgewinn aus der zusätzlich gewonnenen Transparenz deutlich hinter der Gefahr einer Abschreckung von Investoren vor Investitionen in deutsche Aktien zurückzutreten. Dies gilt insbesondere bei einem in der Diskussion stehenden Rechtsverlust bei fehlerhaften Mitteilungen, zumal subjektive Absichten regelmäßig nicht klar und abschließend für jeden bestimmbar sein werden und so eine hohe und geradezu prohibitive Rechtsunsicherheit erzeugt werden könnte.

- **Sollte der Katalog der Angaben über Ziele und Mittelherkunft näher spezifiziert, erweitert oder gekürzt werden?**

Mitteilungen nach § 43 Abs. 1 Satz 3 WpHG geben auch für Kleinaktionäre relevante Parameter für deren Kauf- oder Verkaufsentscheidungen. Der Katalog der Angaben in Satz 3 sollte nicht verkürzt werden. Die Mittelherkunft ist hingegen in aller Regel von geringem Interesse. Da zudem auch bisher bereits sowohl die Auslegung der vom Gesetz verwendeten Begriffe, als auch der konkrete Umfang dieser Mitteilungspflicht streitig sind, kann aus Sicht der Initiative Minderheitsaktionäre die Pflicht zur Offenlegung der Mittelherkunft entfallen.

Eine Erweiterung erscheint nicht als notwendig, da der Katalog nach Satz 3 bereits alle relevanten Intentionen enthält. Wird die Absicht gefasst, ein freiwilliges Übernahmeangebot abzugeben, ist diese Absicht nach § 10 WpÜG zu veröffentlichen. Eine Erweiterung des Katalogs nach Satz 3 um diese Absicht würde deshalb regelmäßig leer laufen. Denn entweder hat der Inhaber eine solche Absicht und muss dann nach § 10 WpÜG melden oder er hat sie noch nicht

und verneint dann regelmäßig die Frage. Ein Erkenntnisgewinn für den Kapitalmarkt entsteht dadurch nicht.

- **Sollten Angaben über die mit dem Erwerb von Stimmrechten in sachlichem Zusammenhang stehenden Finanzinstrumente, z.B. Collar-Konstruktionen, verlangt werden?**

Da Einfluss sowohl über mit Stimmrechten verbundene Aktien, als auch über gehaltene Instrumente ausgeübt werden kann, erscheint es sinnvoll, die Mitteilungspflicht nicht an das Halten von Stimmrechten aus Aktien zu knüpfen, sondern auf die Summe aus Stimmrechten im Sinne des § 33 WpHG und Instrumenten im Sinne des § 38 WpHG abzustellen. Darüber hinaus sollten zur Vermeidung unnötiger Rechtsunsicherheiten und Bürokratiekosten, die Investitionen in deutsche Aktien weniger attraktiv machen würden, weitere Mitteilungspflichten vermieden werden.

- **Ist die Eingangsmeldeschwelle von 10% der Stimmrechte zweckmäßig?**

Die Eingangsschwelle von 10% der Stimmrechte – oder nach hier vertretener Auffassung von 10% der Summe aus Stimmrechten im Sinne des § 33 WpHG und aus Instrumenten im Sinne des § 38 WpHG – erscheint als angemessen und zweckmäßig. Geringeren Beteiligungen fehlt es in der Regel an Relevanz für Anlageentscheidungen von Minderheitsaktionären. Die Schwelle sollte aber auch nicht erhöht werden. Kapitalmarktrechtlich relevanter Einfluss kann nicht erst beim Erreichen der kartellrechtlichen Aufgreifschwelle ausgeübt werden.

- **Ist die Meldefrist von 20 Handelstagen angemessen?**

Damit Kapitalmarktteilnehmer angemessen auf die Absichten eines Inhabers einer wesentlichen Beteiligung reagieren können, empfiehlt sich eine verhältnismäßige Verkürzung der Frist. Denkbar wäre, auf einen Zeitraum von 10 Handelstagen nach Eintritt der entsprechenden Meldepflicht nach § 39 Abs. 1 WpHG abzustellen, wenn man der hier verfolgten Idee folgt und auch Instrumente für relevant hält. Ein zeitlicher Gleichlauf mit den – in der Sache auch für den Kapitalmarkt relevanteren – Meldepflichten nach §§ 33 ff., 38 ff.

WpHG dürfte hingegen unverhältnismäßig sein und eher fehlerhafte bzw. inhaltslose Mitteilungen provozieren.

- **Sollen die Ausnahmen von der Meldepflicht u.a. für Kapitalverwaltungsgesellschaften und bestimmte ausländische Verwaltungs- sowie Investmentgesellschaften modifiziert und weitere Ausnahmen geschaffen werden?**

Für Minderheitsgesellschafter sind auch die Beweggründe für die Anlageentscheidungen von Kapitalverwaltungsgesellschaften etc. von Interesse. Aus Transparenz- und Gleichheitsgesichtspunkten erscheint es sinnvoll, die bestehenden Ausnahmen eher abzubauen, diese jedenfalls aber nicht zu erweitern.

- **Wird von der Option einer Satzungsregelung Gebrauch gemacht und wie ist die Option zu bewerten?**

Die Initiative Minderheitsaktionäre hat keine empirische Untersuchung zu dieser Frage angestellt. In der Praxis sind aber entsprechende Optionen eher selten anzutreffen. Zum Schutz von Kleinaktionären wäre zu empfehlen, für die nachträgliche Einführung oder Änderung einer solchen Option in der Satzung der Gesellschaft einen zustimmenden Sonderbeschluss derjenigen Aktionäre zu verlangen, die am Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung von einer Meldepflicht nicht betroffen sind.

- **Sollte die Verletzung der Meldepflicht sanktioniert werden, beispielsweise durch ein Bußgeld der BaFin gemäß § 120 WpHG oder den Verlust von Stimmrechten gemäß § 44 WpHG?**

Die Verletzung der Mitteilungspflicht nach § 43 WpHG wird bisher in der Praxis nicht als ein Problem wahrgenommen. Die Einführung von Sanktionen dürfte auch kontraproduktiv sein. Sie könnte dazu führen, dass deutsche Aktien aus der Sicht von Finanzinvestoren an Attraktivität verlieren. Eventuelle Mehrgewinne aus erhöhter Transparenz würden deutlich hinter die Gefahr einer Abschreckung von Investoren zurückzutreten. Dies gälte insbesondere bei einem Rechtsverlust

bei fehlerhaften Mitteilungen und vor dem Hintergrund, dass in den letzten Jahren § 44 WpHG in mehreren Fällen auch anlässlich bestehender Aktionärsstreite auf Hauptversammlungen missbraucht zu worden sein scheint. Würde man nun auch Mitteilungen nach § 43 WpHG dem § 44 WpHG unterstellen, droht angesichts der mangelnden klaren und objektiven Abgrenzbarkeit subjektiver Absichten eine geradezu prohibitive Rechtsunsicherheit. Dies gilt insbesondere auch für die Frage der Notwendigkeit und der Rechtzeitigkeit einer Aktualisierung nach Absatz 1 Satz 2. Diese mangelnde objektive und eindeutig nachprüfbare Faktenlage unterscheidet Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen von den objektiv überprüfbaren Stimmrechtsmitteilungen. Es ist angesichts der Unterschiede in ihrer Natur daher nicht angemessen, dieselben Rechtsfolgen bei Fehlern anzuordnen. Das gleiche gilt mit Blick auf die Opt-Out-Möglichkeit. Es wirkt unangemessen, Sanktionen und Rechtsverluste für die Verletzung einer Norm vorzusehen, deren Anwendbarkeit im Belieben der Hauptversammlung steht.

Das bereits bisher im Gesetz vorgesehen "naming and shaming" erscheint als ausreichend, den Inhaber wesentlicher Beteiligungen zu einer Erfüllung seiner Mitteilungspflichten nach § 43 WpHG anzuhalten.

Initiative Minderheitsaktionäre e.V.
Leipziger Platz 9
10719 Berlin
Deutschland
Telefon: +49 30 5490 5621
Email: info@initiative-minderheitsaktionäre.org

Vertreten durch:
Robert Peres (Vorsitzender des Vorstands)