

# **Der Rechtsverlust im Kapitalmarktrecht**

Die Auslegung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG

Dissertation der  
der Juristischen Fakultät  
der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Jahr der mündlichen Prüfung: 2011

1. Gutachter: Prof. Dr. Ulrich Noack
2. Gutachter: Prof. Dr. Christian Kersting

vorgelegt von Patrick Lieske

Einleitung .....	1
A. Einführung in das Thema .....	1
B. Ziel und Gegenstand der Untersuchung .....	4
C. Gang der Untersuchung.....	6
1. Teil: Die Sanktion des Rechtsverlusts und deren Auslegung.....	7
Kapitel 1: Die Sanktion des Rechtsverlusts.....	7
A. Die Regelung des Rechtsverlusts im deutschen Recht .....	7
I. Der Rechtsverlust als Sanktion des Unternehmensrechts .....	7
1. § 20 VII AktG.....	7
2. § 21 IV AktG.....	8
3. § 20 III AktG i.V.m. § 328 I und II AktG.....	9
4. § 67 II Satz 2 und 3 AktG .....	9
5. § 28 WpHG .....	10
a. Zweck der §§ 21 ff. WpHG .....	10
b. Inhalt der §§ 21 ff. WpHG .....	12
c. Zweck und Inhalt des § 28 WpHG.....	13
6. § 23 V WpHG .....	14
7. § 59 WpÜG .....	14
a. Standort und Ursprung des § 59 WpÜG .....	14
b. Die Pflichtangebotsregel.....	15
c. Zweck und Dogmatik des Pflichtangebots .....	16
d. Zweck und Inhalt des § 59 WpÜG .....	17
8. Zusammenfassung.....	18
II. Die Entwicklung des Rechtsverlusts in Deutschland .....	19
1. Der Ursprung des Rechtsverlusts .....	19
2. Änderungen durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz.....	20
3. Änderungen durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz .....	21
4. Änderungen durch das WpÜG .....	23
5. Änderungen durch das Risikobegrenzungsgesetz .....	24
6. Zusammenfassung.....	24
III. Verhältnis der Vorschriften.....	25
IV. Dogmatische Einordnung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG .....	27
1. Gesellschaftsrechtliche Wirkung des Rechtsverlusts .....	27
2. Straffähnlicher Charakter des Rechtsverlusts .....	29
3. Obliegenheitsverletzung .....	30

V.	Zusammenfassung von III. und IV.....	30
B.	Erscheinungsformen des Rechtsverlusts in anderen Rechtsordnungen .....	31
I.	Untersuchungsbedarf .....	31
II.	Fortgang der Untersuchung .....	32
III.	Sanktionen zur Durchsetzung der Mitteilungspflichten .....	33
1.	Vereinigtes Königreich.....	33
2.	Österreich.....	35
3.	Schweiz .....	35
IV.	Sanktionen zur Durchsetzung des Pflichtangebots .....	37
1.	Vereinigtes Königreich.....	37
2.	Österreich.....	41
3.	Schweiz .....	43
V.	Kapitalmarktrechtliche Sanktionen in den USA .....	45
VI.	Zusammenfassung.....	47
Kapitel 2:	Die Auslegung beim kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust .....	48
A.	Die Auslegung von Rechtsnormen .....	48
I.	Zweck der Auslegung und Fortgang der Untersuchung.....	48
II.	Grammatische Auslegung .....	49
III.	Systematische Auslegung.....	49
IV.	Historische Auslegung.....	49
V.	Teleologische Auslegung.....	50
VI.	Verfassungskonforme Auslegung.....	51
VII.	Richtlinienkonforme Auslegung .....	51
VIII.	Rangverhältnis.....	52
B.	Besonderheiten im Wirtschafts- und Kapitalmarktrecht.....	53
C.	Spezielle Entscheidungsregeln für die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG.....	55
I.	Berücksichtigung der Enforcementfunktion des Rechtsverlusts.....	55
1.	Die Durchsetzung der Mitteilungspflichten und des Pflichtangebots als Telos des Rechtsverlusts .....	55
2.	Andere Instrumente zur Durchsetzung der Mitteilungspflichten und des Pflichtangebots.....	57
a.	Untersuchungsbedarf .....	57
b.	Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG .....	57
aa.	Bußgeld .....	57
bb.	Schadensersatz.....	58

cc.	Verwaltungszwang.....	60
c.	Pflichtangebot nach § 35 WpÜG .....	60
aa.	Bußgeld .....	60
bb.	Verzinsungspflicht.....	61
cc.	Verwaltungszwang.....	62
dd.	§ 823 II BGB i.V.m. § 35 WpÜG und weitere Ansprüche.....	62
d.	Effektivität dieser Instrumente .....	63
3.	Abschließende Bewertung der Bedeutung der Enforcementfunktion des Rechtsverlusts .....	63
II.	Vermeidung nicht erforderlicher Belastungen für den pflichtvergessenen Aktionär ....	64
III.	Beachtung der Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Mitteilungspflichten und das Pflichtangebot .....	66
IV.	Minimierung der Belastungen Dritter .....	68
V.	Berücksichtigung der verfassungsrechtlichen Grenzen .....	70
VI.	Auswirkungen europarechtlicher Vorgaben .....	71
D.	Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung .....	72
2. Teil:	Anwendungsprobleme der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG .....	73
Kapitel 3:	Tatbestandsvoraussetzungen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG .....	73
A.	Der Begriff der Nichterfüllung.....	73
I.	§ 28 WpHG .....	73
1.	Grundsätzliches .....	73
2.	Adressaten und Zeitpunkt der Mitteilung.....	76
a.	Adressaten der Mitteilung .....	76
b.	Zeitpunkt der Mitteilung.....	77
3.	Schlechterfüllung der Mitteilungspflicht .....	79
a.	Schlechterfüllung als Fall des § 28 WpHG.....	79
b.	Kriterium des Erreichens des Informationszwecks.....	80
aa.	Fortgang der Untersuchung .....	80
bb.	Kriterien .....	81
cc.	Einzelfälle .....	82
(1)	Gesetzliche Vorgaben.....	82
(2)	Formale Mängel .....	83
(3)	Inhaltliche Mängel.....	83
(a)	Meldeschwelle .....	83
(b)	Stimmrechtsanteil .....	84

(c)	Datum .....	85
(d)	Zurechnung .....	86
(e)	Durch Erwerbsrechte erlangte Stimmrechte (§ 17 I Nr. 7 WpAIV) .....	87
(4)	Besonderheiten .....	88
II.	§ 59 WpÜG .....	90
1.	Grundsätzliches .....	90
2.	Gründe für die Unsicherheit bezüglich des Nichterfüllungsbegriffs.....	91
3.	Pflichten nach § 35 I und II WpÜG.....	91
a.	Die tatbestandliche Weite der Verweisung auf § 35 I und II WpÜG .....	91
b.	Wortlaut.....	92
c.	Korrekturbedarf aufgrund unverhältnismäßiger Ergebnisse .....	92
d.	Argumente für eine Einschränkung des § 59 Satz 1 WpÜG .....	93
e.	Die Teleologische Reduktion des § 59 Satz 1 WpÜG .....	94
f.	Fortgang der Untersuchung .....	95
4.	Anforderungen an den Pflichtverstoß .....	95
a.	Schlechterfüllung als Fall des § 59 WpÜG.....	95
b.	Kriterien .....	95
5.	Erfasste Pflichtverletzungen.....	97
a.	Veröffentlichung der Kontrollerlangung.....	97
aa.	Fristgerechte Veröffentlichung der Kontrollerlangung.....	97
bb.	Medien und Sprache.....	97
cc.	Angabe der Internetadresse.....	98
dd.	Angabe der genauen Höhe und Zusammensetzung des Anteils.....	98
(1)	Rechtsauffassung der herrschenden Meinung .....	98
(2)	Stimmrechtsanteil .....	99
(3)	Zurechnung.....	99
ee.	Weitere Vorgaben .....	100
b.	Übermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin.....	101
c.	Veröffentlichung der Angebotsunterlage .....	104
aa.	Fristgerechte Veröffentlichung der Angebotsunterlage.....	104
bb.	Veröffentlichungsmedien.....	105
cc.	Abweichungen von der übermittelten Angebotsunterlage .....	105
dd.	Weitere Vorgaben .....	105
6.	Auswirkungen der §§ 36 und 37 WpÜG auf § 59 WpÜG .....	106
a.	Wirkung der Anträge .....	106

b.	Wirkungen der Verfügungen.....	107
III.	Zusammenfassung.....	108
B.	Verschulden .....	111
I.	Begründung eines Verschuldenserfordernisses.....	111
1.	Berücksichtigung subjektiver Elemente.....	111
2.	Gesetzliche Anknüpfungspunkte für ein Verschuldenserfordernis.....	112
a.	Unverzüglichkeit.....	112
b.	Beginn der Mitteilungs- bzw. Veröffentlichungsfrist.....	113
c.	Verhältnis zu den Tagesfristen .....	114
3.	Das allgemeine Verschuldenserfordernis .....	114
4.	Keine Ausnahme für hauptversammlungsbezogene Rechte des Aktionärs .....	117
5.	Zurechnung .....	117
6.	Fortgang der Untersuchung .....	119
II.	Maßstäbe .....	119
III.	Rechtsirrtümer .....	120
1.	Voraussetzungen der Exkulpation aufgrund eines Rechtsirrtums .....	120
2.	Auswirkungen rechtsanwaltlicher Beratung.....	121
3.	Auswirkungen der Auskünfte der BaFin .....	122
4.	Vorsorgliche Meldung nach § 21 WpHG.....	124
5.	Folgen eines entschuldbaren Rechtsirrtums.....	125
IV.	Tatsachenirrtümer und sonstige Möglichkeiten der Exkulpation .....	126
1.	Informationsdefizite bei Konzernlagen.....	126
2.	Compliance.....	126
3.	Vorsorgliche Meldung nach § 21 WpHG.....	128
4.	Sonstige Entschuldigungsgründe.....	128
V.	Beweislast .....	128
VI.	Zusammenfassung.....	129
Kapitel 4:	Rechtsfolgen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG .....	130
A.	Grundsätzliches .....	130
I.	Rechtsverlust.....	130
II.	Beginn und Ende des Rechtsverlusts .....	131
1.	Beginn .....	131
2.	Ende .....	131
a.	Entscheidender Zeitpunkt.....	131
b.	Maßgeblichkeit der letzten Meldung .....	132

c.	Keine Beendigung durch ein Unterschreiten .....	132
III.	Infizierte Aktien .....	134
1.	§ 28 WpHG .....	134
a.	Betroffener Personenkreis .....	134
aa.	Grundsätzliches .....	134
bb.	Konzerndimensionale Erstreckungen .....	135
(1)	Tatbestand .....	135
(a)	§ 22 III Alt. 1 WpHG .....	135
(b)	§ 22 III Alt. 2 WpHG .....	136
(2)	Rechtsfolgen .....	140
cc.	„Für Rechnung“ gehaltene Aktien .....	142
(1)	Tatbestand .....	142
(a)	§ 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG .....	142
(b)	§ 28 Satz 1 WpHG .....	143
(2)	Rechtsfolgen .....	146
(3)	Sicherungsübereignung kein Fall des § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG .....	146
dd.	Acting in Concert .....	147
ee.	Kettenzurechnung .....	148
b.	Vorzugsaktien .....	149
2.	§ 59 WpÜG .....	150
a.	Betroffener Personenkreis .....	150
aa.	Grundsätzliches .....	150
bb.	Konzerndimensionale Erstreckungen .....	151
(1)	Tatbestand .....	151
(2)	Rechtsfolgen .....	152
cc.	Gemeinsam handelnde Personen .....	153
(1)	Tatbestand .....	153
(2)	Rechtsfolgen .....	155
dd.	„Für Rechnung“ gehaltene Aktien .....	156
(1)	Tatbestand .....	156
(2)	Rechtsfolgen .....	157
b.	Vorzugsaktien .....	158
IV.	Zusammenfassung .....	158
B.	Betroffene Rechte und die jeweiligen Auswirkungen für den Pflichtigen, die Gesellschaft und die übrigen Aktionäre .....	160

I.	Verwaltungsrechte .....	160
1.	Grundsätzliches .....	160
a.	Betroffene Rechte .....	160
b.	Maßgeblicher Zeitpunkt.....	162
c.	Zurückweisung des Aktionärs durch den Versammlungsleiter .....	162
d.	Fortgang der Untersuchung .....	163
2.	Stimmrecht.....	163
a.	Einfluss auf die Willensbildung.....	163
b.	Folgen einer unzulässigen Rechtsausübung.....	165
3.	Anfechtungsbefugnis .....	167
a.	Meinungsstand.....	167
b.	§ 245 Nr. 1-3 AktG .....	167
c.	Maßgeblicher Zeitpunkt.....	169
d.	Der Sonderfall des stimmlosen Beschlusses .....	169
e.	Prozessuale Auswirkungen.....	170
4.	Einberufungsrecht und Squeeze-Out.....	170
a.	Einberufungsrecht .....	170
b.	Squeeze-Out .....	170
II.	Vermögensrechte .....	171
1.	Grundsätzliches .....	171
2.	Dividendenanspruch.....	172
a.	Verlust des Anspruchs nach § 58 IV AktG .....	172
b.	Maßgeblicher Zeitpunkt.....	173
c.	Behandlung der Dividende des betroffenen Aktionärs .....	173
aa.	Rechtsverlust steht bei Beschlussfassung endgültig fest.....	174
bb.	Rechtsverlust steht bei Beschlussfassung nicht endgültig fest .....	174
(1)	Praktische Relevanz.....	174
(2)	Behandlung der Dividende in der Schwebezeit .....	175
(3)	Behandlung der Dividende nach Eintritt des endgültigen Rechtsverlusts..	176
d.	Folgen einer unzulässigen Rechtsausübung.....	179
3.	Bezugsanspruch bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen .....	180
a.	Verlust des Anspruchs nach § 186 I AktG .....	180
b.	Maßgeblicher Zeitpunkt.....	181
c.	Behandlung der Aktien des betroffenen Aktionärs .....	181
d.	Folgen einer unzulässigen Rechtsausübung.....	183



e.	Weitere Bezugsrechte.....	185
4.	Anspruch auf den Liquidationserlös .....	185
5.	Aktien aus einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln .....	187
a.	Verlust des Anspruchs nach § 212 AktG .....	187
b.	Folgeprobleme .....	189
6.	Sonstige Vermögensrechte .....	190
a.	Kriterien für die Behandlung sonstiger Vermögensrechte .....	190
b.	Erfasste Rechte.....	191
III.	Nicht erfasste Rechte.....	191
1.	Verwaltungsrechte .....	192
2.	Vermögensrechte .....	193
IV.	Zusammenfassung.....	193
C.	Die Ausnahme nach Satz 2.....	196
I.	Grundsätzliches .....	196
II.	Unterlassen .....	197
III.	Kein Vorsatz.....	198
1.	Keine Kenntnis der pflichtbegründenden Tatsachen .....	198
2.	Keine Kenntnis der gesetzlichen Verpflichtung.....	199
a.	Der strafrechtliche Vorsatzbegriff .....	199
b.	Der zivilrechtliche Vorsatzbegriff .....	200
c.	Der kapitalmarktrechtliche Vorsatzbegriff.....	200
d.	Stellungnahme.....	201
aa.	Systematik.....	201
bb.	Strafähnlicher Charakter der Rechtsverlusts.....	202
cc.	Historische Auslegung.....	203
dd.	Ergebnis.....	203
3.	Zurechnung .....	204
IV.	Nachholung .....	206
V.	Zusammenfassung.....	206
D.	Das Nachwirken nach § 28 I Satz 3 und 4 WpHG .....	207
I.	Zweck der Verschärfung .....	207
II.	Konkrete Auswirkungen der Verschärfung .....	208
III.	Voraussetzungen des § 28 Satz 3 WpHG .....	210
1.	Fehlerhafte Angabe der Beteiligungshöhe .....	210
2.	Grob fahrlässige Verletzung.....	211

a.	Maßstab .....	211
b.	Zeitpunkt .....	213
3.	Beweislast .....	213
IV.	Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG .....	214
V.	Behandlung von Altfällen.....	216
VI.	Zusammenfassung .....	217
E.	Exkurs: Erwerbs- und Veräußerungsverbot .....	218
I.	Kein ausdrückliches Verbot in WpHG und WpÜG .....	218
II.	Insiderinformation.....	218
III.	Verwendung.....	219
3. Teil:	Analyse des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts und daraus folgende Reformvorschläge.....	220
Kapitel 5:	Analyse der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG .....	220
A.	Untersuchungsbedarf .....	220
B.	Der Zielkonflikt beim Rechtsverlust.....	221
I.	Einführung.....	221
II.	Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen.....	221
1.	Das Anfechtungsrisiko und seine Auswirkungen auf eintragungsbedürftige Hauptversammlungsbeschlüsse .....	221
2.	Unzureichende „Gegenmittel“ der Gesellschaft .....	224
a.	Bestätigungsbeschluss nach § 244 Satz 1 AktG.....	224
b.	Freigabeverfahren .....	225
III.	Weitere Zielkonflikte .....	226
IV.	Ergebnis.....	226
C.	Die bedingte Effektivität der Sanktion des Rechtsverlusts .....	228
D.	Konsequenzen der Analyse .....	229
Kapitel 6:	Reformvorschläge.....	229
A.	Darstellung.....	229
B.	Satz 1 der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG .....	230
I.	Infizierte Aktien .....	230
1.	Betroffener Personenkreis .....	230
a.	Grundsätzliches .....	230
b.	Konzerndimensionale Erstreckungen .....	231
aa.	Kritik in der Literatur.....	231
bb.	Stellungnahme.....	232

cc.	Reformvorschläge.....	233
c.	„Für Rechnung“ gehaltene Aktien .....	234
d.	Sicherungsübereignung .....	235
aa.	Kritik in der Literatur.....	235
bb.	Stellungnahme.....	235
(1)	Zweckmäßigkeit einer Ausweitung der Sanktion.....	235
(2)	Verfassungsrechtliche Bedenken .....	236
(3)	Ergebnis .....	237
e.	Nießbrauchbestellung.....	238
aa.	Meinungsstand in der Literatur.....	238
bb.	Stellungnahme.....	239
f.	Erwerb durch Willenserklärung.....	240
aa.	Meinungsstand in der Literatur.....	240
bb.	Stellungnahme.....	241
g.	„Anvertraute“ Aktien/Bevollmächtigung.....	242
aa.	Kritik in der Literatur.....	242
bb.	Stellungnahme.....	243
h.	Acting in Concert .....	244
aa.	Rechtsverlust beim pflichtvergessenen Aktionär .....	244
(1)	Kritik in der Literatur .....	244
(2)	Telos des Rechtsverlusts.....	245
(a)	Durchsetzung der Mitteilungspflichten .....	245
(b)	Durchsetzung des Pflichtangebots .....	246
(3)	Rechtsunsicherheit bezüglich des Tatbestands des Acting in Concert.....	246
(4)	Kein Wertungswiderspruch zu den Fällen der Mehrmütterschaft .....	248
(5)	Zwischenergebnis.....	249
bb.	Rechtsverlust bei den pflichtgemäß handelnden Beteiligten .....	249
cc.	Ergebnis.....	251
i.	Kettenzurechnung .....	251
2.	Vorzugsaktien.....	252
II.	Sanktionierung gesetzlich nicht gebotener Mitteilungen.....	252
III.	Verweis auf die sog. Primärpflichten in § 59 WpÜG .....	253
IV.	Verschulden.....	253
V.	Formulierungsvorschläge.....	253
C.	Satz 2 der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG .....	254

I.	Erstreckung des endgültigen Rechtsverlusts auf die Fälle grober Fahrlässigkeit.....	254
II.	Anwendung des Satz 2 auf sämtliche Vermögensrechte.....	254
III.	Weitere Klarstellungen .....	255
IV.	Formulierungsvorschläge.....	255
D.	§ 28 Satz 3 WpHG .....	256
I.	Verlängerung des „Nachwirkens“ auf ein Jahr .....	256
II.	Erstreckung des § 28 Satz 3 WpHG auf die Fälle einer grob fahrlässig verzögerten Nachholung .....	257
III.	Einführung eines § 59 Satz 3 WpÜG .....	257
IV.	Formulierungsvorschläge.....	257
E.	§ 28 Satz 4 WpHG .....	258
I.	Reformvorschläge.....	258
II.	Formulierungsvorschlag.....	258
F.	Ergänzende Vorschläge.....	258
G.	Schlussbetrachtung .....	265
Kapitel 7:	Wesentliche Ergebnisse der Untersuchung .....	267
A.	1. Teil .....	267
I.	Kapitel 1 .....	267
II.	Kapitel 2 .....	268
B.	2. Teil .....	269
I.	Kapitel 3 .....	269
II.	Kapitel 4 .....	272
C.	3. Teil .....	276
I.	Kapitel 5 .....	276
II.	Kapitel 6 .....	277

## Einleitung

### A. Einführung in das Thema

Der Rechtsverlust ist eine Sanktion. Denn auch im Kapitalmarktrecht gilt die normative Binsenweisheit: „Dem Recht will nachgeholfen sein.“<sup>1</sup> Präzisierend gesprochen dient er dem Zweck, den jeweiligen materiellen Verhaltensgeboten zur Durchsetzung zu verhelfen. Diese sind teilweise dem Gesellschaftsrecht und teilweise der öffentlich-rechtlichen Komponente des Kapitalmarktrechts zuzuordnen.<sup>2</sup> Damit kann der Rechtsverlust als „Sanktion des Unternehmensrechts“ bezeichnet werden.

Die Sanktion des Rechtsverlusts weist auf der Tatbestands- sowie auf der Rechtsfolgenseite eine Reihe von Anwendungsproblemen auf, deren sachgerechte Lösung, trotz Anwendung der bekannten Auslegungsregeln, einige Schwierigkeiten bereitet. Dies hat seinen Grund vor allem darin, dass oftmals die konkreten Auswirkungen, welche eine bestimmte Auslegung für den pflichtvergessenen Aktionär, die Gesellschaft, deren Verwaltungsorgane und nicht zuletzt die übrigen Aktionäre hat, aufgrund der Breite des Blickwinkels nicht einfach zu erfassen sind. Auch das Interesse an der Funktionsfähigkeit<sup>3</sup> des Kapitalmarkts darf bei der Auslegung, wie immer im Kapitalmarktrecht, auf keinen Fall aus den Augen verloren werden. Es stellt quasi das Leitmotiv einer jeden kapitalmarktrechtlichen Auslegung dar und ist im Telos der jeweiligen Norm verwurzelt. Diese komplizierte Interessenlage führt häufig dazu, dass bestimmte Interessen nicht hinreichend gewürdigt, damit etwaige Spannungsfelder nicht erkannt und folglich keine sachgerechten Lösungen gefunden werden.

Erschwerend kommt hinzu, dass ein solches Spannungsfeld nicht nur zwischen den Interessen verschiedener Betroffener, sondern ebenso zwischen den Interessen innerhalb einer einzelnen Gruppe, welche vom Rechtsverlust betroffen wird, bestehen kann. So haben z.B.<sup>4</sup> die pflichtbewussten Aktionäre und die Gesellschaft ein Interesse daran, dass der pflichtvergessene Aktionär mittels der Sanktion des Rechtsverlusts angehalten wird, seine Pflichten möglichst rasch zu erfüllen, wodurch zugleich auch ein Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapital-

---

<sup>1</sup> Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 477.

<sup>2</sup> Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1221 ff.

<sup>3</sup> Zum Funktionsschutz Berding, WM 2002, 1149, 1154.

<sup>4</sup> Zu den verwendeten Abkürzungen siehe Kirchner/Pannier.

markts bewirkt wird. Gleichwohl haben sie kein Interesse daran, dass sich der Rechtsverlust des jeweiligen Aktionärs indirekt zu ihrem Nachteil auswirkt. Dieser Fall kann allerdings in der Praxis durchaus auftreten. So können z.B. Hauptversammlungsbeschlüsse bezüglich wichtiger Strukturmaßnahmen, die von einem pflichtvergessenen Aktionär mitgetragen wurden, welcher zum Zeitpunkt der Abstimmung einem Stimmrechtsverlust unterlag, mittels einer Anfechtungsklage<sup>5</sup> angegriffen und so in ihrer Wirksamkeit gefährdet werden. Dies kann mitunter, d.h. insbesondere in Zusammenhang mit einer formalen oder faktischen Registersperre (§ 127 FGG<sup>6</sup>), zu schwer kalkulierbaren Verzögerungen und damit zu schwerwiegenden wirtschaftlichen Konsequenzen für die Gesellschaft führen, welche sich naturgemäß auch zum Nachteil der übrigen Aktionäre auswirken. Auch an anderen negativen Auswirkungen, wie z.B. einem kostenträchtigen, zusätzlichen Verwaltungsaufwand, ist weder der Gesellschaft noch den übrigen Aktionären gelegen. Da diese Nachteile gleichzeitig dem Interesse an einem funktionierenden Kapitalmarkt, welches stets eng mit den Interessen der Aktionäre bzw. der Anleger verknüpft ist,<sup>7</sup> zuwiderlaufen, sieht sich der Gesetzgeber hinsichtlich des Rechtsverlusts einem Zielkonflikt ausgesetzt.<sup>8</sup>

Die sachgerechte Auflösung dieser komplizierten Interessenlage stellt das Hauptproblem bei der Lösung der verschiedenen Auslegungsfragen dar. Zudem sind stets auch die verfassungsrechtlichen Grenzen der Sanktion sowie die besonderen Bedingungen des Kapitalmarktrechts zu beachten.

Eine diese Prämissen berücksichtigende, stringente Dogmatik wurde jedoch bedauerlicherweise bislang nicht aufgezeigt. Die Lösungen kennzeichnen sich vielmehr dadurch, dass sie mehr oder weniger strukturiert versuchen, die komplizierte Interessenlage im Einzelfall hinreichend zu würdigen. Hierdurch entsteht bezüglich des Rechtsverlusts eine Rechtsunsicherheit, welche durch die geringe Zahl von höchstgerichtlichen Entscheidungen und die fehlende Bin-

---

<sup>5</sup> Nach einer empirischen Untersuchung gehört die Rüge des Meldeverstößes zu den am häufigsten vorgebrachten Anfechtungsgründen von Hauptversammlungsbeschlüssen. Vgl. Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1629, 1640 f.

<sup>6</sup> Gesetz über die Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit in der Fassung der Bekanntmachung vom 20. 5. 1898, zuletzt geändert durch Art. 6 des Gesetzes zur Umsetzung der Beteiligungsrichtlinie vom 12. 3. 2009 (BGBl. I 2009, S. 470 ff.).

<sup>7</sup> Assmann, ZBB 1989, 49, 61 f.; Berding, WM 2002, 1149, 1155; Steuer, FS Kümpel, 2003, S. 519, 523; Merkt/Rosbach, JuS 2003, 217, 220; Möllers, ZGR 1997, 334, 336; Schwarte, S. 8; Braun, S. 51.

<sup>8</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 137; ähnlich auch Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 8 f.

dungswirkung der Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)<sup>9</sup> nicht unerheblich verstärkt wird.

Darüber hinaus besteht über die konkreten Wirkungen des Rechtsverlusts bis heute keine Einigkeit. Teilweise wird er als ausreichend eingestuft, da er eine der schärfsten Sanktionen im Wirtschaftsrecht sei.<sup>10</sup> Andere hingegen schätzen das von ihm ausgehende Drohpotenzial eher gering ein.<sup>11</sup> Wiederum andere Stimmen im Schrifttum differenzieren danach, ob der Rechtsverlust bewusst in Kauf genommen wurde, um die Vorteile eines pflichtwidrigen Verhaltens genießen zu können, oder ob der pflichtvergessene Aktionär in den Rechtsverlust unbewusst hineingeschlittert ist.<sup>12</sup> Hierbei ist neuerdings zusätzlich zu beachten, dass § 28 WpHG<sup>13</sup> durch das Risikobegrenzungs-gesetz<sup>14</sup> verschärft wurde. Der dort vorgesehene Rechtsverlust kann nunmehr unter bestimmten Voraussetzungen bis zu sechs Monate nach der Heilung des Verstoßes nachwirken. § 59 WpÜG<sup>15</sup> wurde hingegen durch das Risikobegrenzungs-gesetz nicht angepasst. Dies macht die sachgerechte Lösung der Anwendungsprobleme und die Entwicklung einer stringenten Dogmatik freilich nicht einfacher.

Zugleich wird durch diese Reform allerdings die Aktualität der Thematik verdeutlicht, welcher lange Zeit keine große Aufmerksamkeit geschenkt wurde,<sup>16</sup> die in jüngster Zeit aber verstärkt in den Fokus von Schrifttum<sup>17</sup> und Rechtsprechung<sup>18</sup> gerückt ist und welcher sich deshalb auch diese Dissertation annimmt.

---

<sup>9</sup> Zur BaFin siehe Halfpap, S. 19 ff.

<sup>10</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 5; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 9; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 1; Veil, ZHR 175 (2011), 83, 86; Vetter, WM 2002, 1999, 2007; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; Zinser, NZG 2001, 391, 397; Benner-Heinacher, DB 1997, 2521, 2523; Junge, FS Semler, 1993, S. 473, 484.

<sup>11</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 1; Geibel/Süßmann-Meyer, § 35 Rn. 37; Otto, AG 1994, 167, 169; Burgard, WM 2000, 611, 615 f.; Thaeter/Brandi-Thaeter, Teil 2 § 7 Rn. 534; Prasuhn, S. 75; Mühle, S. 163.

<sup>12</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 6 f.; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 6 ff.; Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 483 f.; Siemers, S. 22, 186 f.

<sup>13</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz-WpHG), welches in Art. 1 des Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 26. Juli 1994, (BGBl. I 1994, S. 1749 ff.) enthalten ist.

<sup>14</sup> Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestoren verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz) vom 12. August 2008, (BGBl. I 2008, S. 1666 ff.).

<sup>15</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), welches in Art. 1 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. Dezember 2001, (BGBl. I 2001, S. 3822 ff.) enthalten ist.

<sup>16</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 493 f.; dem unzutreffenderweise widersprechend Fuchs/WpHG-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 1.

<sup>17</sup> Veil, ZHR 175 (2011), 83; Chachulski, BKR 2010, 281; Tautges, BB 2010, 1291; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331; ders./Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823; Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326; Schulenburg, NZG 2009,

## **B. Ziel und Gegenstand der Untersuchung**

Die ungefähre Ausrichtung des Untersuchungsgegenstandes wurde in der thematischen Einführung bereits angedeutet. Hauptziel der Untersuchung ist es, die Anwendungsprobleme der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG einer sachgerechten Lösung zuzuführen. Da diese jedoch größtenteils auf derselben komplizierten Interessenlage beruhen, werden der Behandlung der Anwendungsprobleme grundsätzlich zu beachtende Auslegungskriterien vorangestellt, die nicht nur den verschiedenen Interessen, sondern ebenfalls sämtlichen anderen Besonderheiten des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts Rechnung tragen sollen. Die Entwicklung einer stringenten Dogmatik soll dabei zugleich einen Beitrag dazu leisten, dem Rechtsanwender, welcher hinsichtlich der meisten Anwendungsprobleme nicht auf höchstrichterliche Rechtsprechung zurückgreifen und sich auch auf eine Auskunft der BaFin nicht verlassen kann, einen Ausweg aus diesem Dilemma zu ermöglichen. Zudem sollen die gewonnenen Untersuchungsergebnisse den Weg dazu ebnen, die Sanktion des Rechtsverlusts abschließend bewerten und entsprechende Reformvorschläge unterbreiten zu können.

Die genaue Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes kann hierbei in mehrerlei Richtungen erfolgen. Zunächst einmal liegt das Hauptaugenmerk der Untersuchung auf dem kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust, so dass die einen umfassenden Rechtsverlust anordnenden Vorschriften der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG im Zentrum dieser Arbeit stehen. Andere einen Rechtsverlust anordnende Tatbestände oder einem Rechtsverlust ähnelnde Sanktionen werden lediglich im Rahmen des ersten Kapitels thematisiert, um die Sanktion des Rechtsverlusts und deren Entwicklung besser einordnen zu können. Selbiges gilt für sonstige Instrumente, die eine Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Verhaltensgebote bezwecken. Sie werden im zweiten Kapitel hilfsweise cursorisch dargestellt, damit eine zutreffende Bewertung der Enforcementfunktion des Rechtsverlusts gewährleistet werden kann. Etwas anderes gilt hingegen für Rechtsansichten zu § 20 VII AktG. Auf sie wird im Verlauf der Untersuchung regelmäßig verwiesen,

---

1246; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219; Fleischer, DB 2009, 1335; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137; Vocke, BB 2009, 1600; Süßmann/Meder, WM 2009, 976; Scholz, AG 2009, 313; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481; Zickler/Falkenhausen, BB 2009, 1994; monographisch Siemers (zu § 59 WpÜG).

<sup>18</sup> LG München, AG 2009, 171; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553 (beide zu § 59 WpÜG); LG Köln, Urteil vom 5. 10. 07, Az. 82 O 114/06, BeckRS 2007, 17373 (in AG 2008, 336 sind die wesentlichen Passagen nicht abgedruckt); OLG München, Der Konzern 2010, 66; BGH, DB 2009, 1004 (jeweils zu § 28 WpHG); BGH, NZG 2009, 827 (zu § 20 VII AktG).



weil sie durchaus auf die Anwendungsprobleme der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG übertragen werden können.<sup>19</sup>

Die Abgrenzung lässt sich sodann in personeller Hinsicht fortführen. So wird sich die Untersuchung im Ergebnis auf die Auswirkungen für den pflichtvergessenen Aktionär beschränken. Freilich ist dabei einzuräumen, dass die Auswirkungen für die Gesellschaft, die übrigen Aktionäre und die Regelungsziele des Kapitalmarktrechts bei der Suche nach dem richtigen Auslegungsergebnis keinesfalls außer Acht gelassen werden dürfen. Gleichwohl werden auch durch dieses Kriterium bestimmte Rechtsfragen von der Untersuchung ausgeschlossen. Zu nennen sind hier insbesondere die Problematik der Rechtsnachfolge,<sup>20</sup> des gutgläubigen Erwerbs von Dividendenscheinen<sup>21</sup> und der Pflichten bzw. der Haftung des Emittenten und seiner Verwaltungsorgane<sup>22</sup>.

Des Weiteren weist die Abgrenzung noch eine räumliche Komponente auf. Die Frage, ob der kapitalmarktrechtliche Rechtsverlust auf Beteiligungen an Emittenten mit Sitz in einem Drittstaat Anwendung findet, ist nicht ohne ein entsprechendes Hintergrundwissen zu beantworten.<sup>23</sup> Aufgrund dessen soll sie aus dem Untersuchungsgegenstand ausgeklammert und der Einfachheit halber ein Emittent mit Sitz im Inland vorausgesetzt werden.

Zuletzt kommt der Abgrenzung auch eine konnexiale Dimension zu. Die Auswirkungen der Sanktion auf die Handlungen des Aktionärs werden nämlich nur dann untersucht, wenn die Handlungen in einem unmittelbaren Zusammenhang mit dem verlorenen Aktionärsrecht stehen. Dies ist z.B. bei einer zu Unrecht bezogenen Dividende der Fall. Weiter gehende gesellschaftsrechtliche Ausgleichs- oder Ersatzansprüche, welche aus einer unzulässigen Rechtsausübung im Allgemeinen resultieren können, werden nicht thematisiert.<sup>24</sup>

---

<sup>19</sup> Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 830, die richtigerweise auf die Harmonisierungsbestrebungen des Gesetzgebers verweisen.

<sup>20</sup> Siehe dazu Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 21 f.; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 36a; Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 11; Widder, NZG 2004, 275; ders., BB 2005, 1979; Vocke, BB 2009, 1600, 1605; BGH, DB 2009, 1004, 1008; ausführlich neuerdings auch Siemers, S. 261 ff.

<sup>21</sup> Zu diesem Thema ausführlich Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 48 f.

<sup>22</sup> Vgl. hierzu insbesondere KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 87; Quack, FS Semler, 1993, S. 581 (zu § 20 AktG); Janert, BB 2004, 169; Starke, S. 267 ff. (beide zu §§ 21 ff. WpHG)

<sup>23</sup> Ablehnend Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 4; Zickler/Falkenhausen, BB 2009, 1994; zum internationalen Kapitalmarktrecht allgemein siehe Schneider, AG 2001, 269.

<sup>24</sup> Bezüglich dieser Ansprüche anschaulich KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 86; im Kontext des § 28 WpHG Starke, S. 257 f.

### **C. Gang der Untersuchung**

Die nachfolgende Untersuchung gliedert sich dementsprechend in drei Teile. Der erste Teil (Kapitel 1-2) ist der Sanktion des Rechtsverlusts und deren Auslegung gewidmet. Um die Sanktionen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG überhaupt einordnen zu können, werden im ersten Kapitel zunächst einmal die einen Rechtsverlust anordnenden Normen und die ihnen zu Grunde liegenden materiellen Verhaltensgebote, soweit deren gesetzliche Kodifikation für die Sanktion des Rechtsverlusts von Bedeutung ist, vorgestellt. Daran anknüpfend soll versucht werden, eine genauere Vorstellung von der Sanktion zu erlangen. Hierzu wird die Entwicklung des Rechtsverlusts in Deutschland chronologisch nachgezeichnet. Danach setzt sich die Arbeit mit dem Verhältnis der Vorschriften zueinander und der dogmatischen Einordnung der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG auseinander, wobei auf letztere im Rahmen der Untersuchung immer wieder Bezug genommen wird. Zum Abschluss des ersten Kapitels soll der Frage nachgegangen werden, wie die Sanktion des Rechtsverlusts im internationalen Kontext einzuordnen ist und ob sich aus den Erscheinungsformen in anderen Rechtsordnungen eventuell sogar ein rechtsvergleichendes Argument für die Auslegung gewinnen lässt.

Die konkrete Auslegung des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts wird im zweiten Kapitel erörtert. Dabei werden zunächst die gängigen Auslegungskriterien sowie die im Wirtschafts- bzw. Kapitalmarktrecht zu beachtenden Besonderheiten thematisiert, um hierauf aufbauend „spezielle Entscheidungsregeln“ für den kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust entwickeln zu können.

Die sich daraus ergebende Dogmatik soll sodann im zweiten Teil (Kapitel 3-4) auf die Anwendungsprobleme der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG angewendet werden, weshalb die Tatbestandsseite des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts zum Gegenstand des dritten Kapitels gemacht wird. Im Rahmen dieser Ausführungen werden schwerpunktmäßig der höchst umstrittene Begriff der Nichterfüllung und das ebenso lebhaft diskutierte Verschuldenserfordernis im Fokus stehen.

Die Rechtsfolgenseite hat ihren Platz konsequenterweise im sich anschließenden vierten Kapitel. In diesem wird zunächst ein Überblick über die grundsätzlichen Auswirkungen der Sanktion gegeben. Sodann werden die vom Rechtsverlust infizierten Aktien behandelt. Nachstehend werden die betroffenen Verwaltungs-

und Vermögensrechte detailliert besprochen. Dies bedeutet, dass neben der Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen die jeweiligen Rechte verloren gehen, stets auch die Behandlung der verfallenen Rechte und die Folgen einer unzulässigen Rechtsausübung zu thematisieren sind. Gleiches gilt für die Ausnahmeregelungen der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG sowie die zeitliche Verschärfung des § 28 Satz 3 WpHG, mit deren Untersuchung das vierte Kapitel bzw. der zweite Teil endet.

Nach einem kurzen Exkurs zum Erwerbs- und Veräußerungsverbot widmet sich der dritte und letzte Teil (Kapitel 5-6) der Analyse des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts und den aus ihr folgenden Reformvorschlägen. Im Mittelpunkt der Analyse des fünften Kapitels stehen dabei der aus der dogmatischen Konzeption folgende Zielkonflikt und die Effektivität der Sanktion. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse geben zugleich die Richtung des sechsten Kapitels vor, welches sich abschließend mit Reformvorschlägen hinsichtlich des Tatbestandes und der Rechtsfolgen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG auseinandersetzt.

Am Ende der Untersuchung werden die wesentlichen Ergebnisse in einem letzten Kapitel (Kapitel 7) nochmals überblicksartig zusammengefasst.

## **1. Teil: Die Sanktion des Rechtsverlusts und deren Auslegung**

### **Kapitel 1: Die Sanktion des Rechtsverlusts**

#### **A. Die Regelung des Rechtsverlusts im deutschen Recht**

##### **I. Der Rechtsverlust als Sanktion des Unternehmensrechts**

Die Sanktion des Rechtsverlusts findet sich im deutschen Recht in acht verschiedenen Normen. Namentlich sind dies die §§ 20 VII, 21 IV AktG, § 20 III AktG i.V.m. § 328 I und II AktG, § 67 II Satz 2 und 3 AktG, §§ 28, 23 V WpHG und § 59 WpÜG.

#### **1. § 20 VII AktG**

Nach § 20 VII Satz 1 AktG bestehen Rechte aus Aktien, die einem nach § 20 I<sup>25</sup> oder § 20 IV<sup>26</sup> AktG mitteilungspflichtigen Unternehmen gehören, für die Zeit,

---

<sup>25</sup> § 20 I AktG verlangt eine Mitteilung, sobald dem Unternehmen mehr als der vierte Teil der Anteile einer Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland gehört (sog. Schachtelbeteiligung). Vgl. hierzu Burgard, S. 44 ff.; Arends, S. 10 ff.

für die das Unternehmen seiner Mitteilungspflicht nicht nachkommt, weder für das Unternehmen noch für ein von ihm abhängiges Unternehmen oder für einen anderen, der für Rechnung des Unternehmens oder eines von diesem abhängigen Unternehmens handelt.<sup>27</sup> § 20 VII Satz 2 AktG nimmt die Ansprüche nach §§ 58 IV und 271 AktG, also den Dividendenanspruch und den Anspruch auf den Liquidationserlös, von der Sanktion aus, sofern die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist. Bei der in § 20 VII AktG auftretenden Form der Sanktion handelt es sich um den „Standardfall“ des Rechtsverlusts.

Die Mitteilungspflichten nach § 20 I und IV AktG, deren Durchsetzung der in § 20 VII AktG angeordnete Rechtsverlust dient,<sup>28</sup> haben mehrere Zwecke<sup>29</sup>. Der Gesetzeszweck besteht zum einen darin, die Aktionäre, die Gläubiger und die Öffentlichkeit über geplante und bestehende Konzernbindungen besser zu unterrichten und die vielfach auch für die Unternehmensleitung selbst nicht erkennbaren wahren Machtverhältnisse in der Gesellschaft deutlicher hervortreten zu lassen. Diese Transparenz soll besonders bei Beteiligungen notwendig sein, die von Unternehmen gehalten werden, da hier die Gefahr bestünde, dass das Unternehmen seine Beteiligung zum Nachteil der Gesellschaft für seine eigenen unternehmerischen Interessen ausnutze.<sup>30</sup> Zum anderen soll durch die Mitteilungspflichten die Rechtssicherheit bei der Anwendung derjenigen Vorschriften erhöht werden, die an die Beteiligungshöhe anknüpfen. Da es sich bei diesen Zwecken durchweg um konzernrechtliche Erwägungen handelt, werden die Mitteilungspflichten des § 20 AktG<sup>31</sup> konsequenterweise dem Zivilrecht zugeordnet.<sup>32</sup>

## **2. § 21 IV AktG**

Die Ausführungen zu § 20 AktG sind auf § 21 AktG übertragbar. Den Mitteilungspflichten nach § 21 AktG liegen ebenfalls die Motive der Transparenz und

---

<sup>26</sup> § 20 IV AktG verlangt eine Mitteilung, sobald dem Unternehmen eine Mehrheitsbeteiligung gehört. Siehe hierzu z.B. Arends, S. 15 f.

<sup>27</sup> Verstöße gegen die Absätze 3, 5 und 6 haben hingegen keinen Rechtsverlust zur Folge.

<sup>28</sup> Arends, S. 17 m.w.N.

<sup>29</sup> Zu den Zwecken siehe Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 217; Burgard, AG 1992, 41, 43; Neye, ZIP 1996, 1853, 1855; Witt, S. 178; Arends, S. 9 f.; Rasch, S. 64 f., 68; Begr. RegE zu §§ 20,21 bei Kropff, S. 38; BGHZ 114, 203, 215.

<sup>30</sup> Wilhelmi, AG 1965, 187, 187; LG Hannover, AG 1993, 187, 189.

<sup>31</sup> Zur Kritik an der gesetzlichen Konzeption vgl. die ausführlichen Ausführungen bei Arends, S. 112 ff., 151 ff.

<sup>32</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1221 m.w.N.

der Rechtssicherheit zu Grunde.<sup>33</sup> Der Unterschied ist lediglich, dass § 20 AktG Mitteilungspflichten von Unternehmen jeder Rechtsform gegenüber Aktiengesellschaften behandelt, während sich § 21 AktG mit Mitteilungspflichten über Beteiligungen von Aktiengesellschaften an anderen Kapitalgesellschaften und - im Falle der Mehrheitsbeteiligung - an anderen Unternehmen gleich welcher Rechtsform befasst. Deshalb entspricht auch die Regelung des Rechtsverlusts in § 21 IV AktG der in § 20 VII AktG.<sup>34</sup>

### **3. § 20 III AktG i.V.m. § 328 I und II AktG**

Die Verletzung der Mitteilungspflicht nach § 20 III AktG<sup>35</sup>, welche der Offenlegung einer wechselseitigen Beteiligung dient, wird hingegen durch den Verlust der Privilegierung nach § 328 II AktG sanktioniert.<sup>36</sup> Diese knüpft an § 328 I AktG an, welcher für den Fall einer wechselseitigen Beteiligung eine Ausübungssperre für Rechte aus den Anteilen, welche die 25 %-Schwelle überschreiten, festgelegt. Diese Beschränkung kann das mitteilungspflichtige Unternehmen nach § 328 II AktG vermeiden, wenn es selbst eine Mitteilung nach § 20 III AktG abgibt, bevor es eine solche Mitteilung oder auf andere Weise Kenntnis von der Beteiligung erhalten hat. Es handelt sich hierbei um einen „speziellen Sonderfall“ des Rechtsverlusts.<sup>37</sup>

### **4. § 67 II Satz 2 und 3 AktG**

Seit dem Risikobegrenzungsgesetz ist ferner in § 67 II Satz 2 und 3 AktG für bestimmte Fälle der Eintragung eines Legitimationsaktionärs in das Aktienregister ein Stimmrechtsverlust vorgesehen.<sup>38</sup> Die Sanktion greift ein, sofern eine nach § 67 I Satz 3 AktG bestimmte satzungsgemäße Höchstgrenze für die Eintragung Dritter überschritten, eine satzungsgemäße Pflicht zur Offenlegung des „wahren“ Aktionärs nicht erfüllt oder einem Auskunftsverlangen nach § 67

---

<sup>33</sup> Hüffer/AktG, § 21 Rn. 1; Henn/AktR-Schubel, Kap. 14 Rn. 50; Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 18.

<sup>34</sup> Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 31; Witt, S. 193; Arends, S. 25.

<sup>35</sup> Meldung einer Schachtelbeteiligung ohne Zurechnung nach § 20 II AktG.

<sup>36</sup> Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 33; Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 13, 28; Burgard, S. 62 f.

<sup>37</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 65, die von einer besonderen Rechtsfolge für wechselseitige Beteiligungen spricht.

<sup>38</sup> Vgl. zu § 67 IV Satz 2 und 3 AktG die eingehenden Ausführungen von Marsch-Barner, FS Hüffer, 2010, S. 627, 635 ff.; siehe ferner Grigoleit/Rachlitz, ZHR 174 (2010), 12, 52 ff.; Noack, NZG 2008, 721, 724 f.; Brandt, BKR 2008, 441, 450 f.; Timmann/Birkholz, BB 2007, 2749, 2750; Diekmann/Merkner, NZG 2007, 921, 925 f.; König, BB 2008, 1910, 1913; Wilsing/Goslar, DB 2007, 2467, 2471 f.; Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1969.

IV Satz 2 und 3 AktG nicht<sup>39</sup> innerhalb einer angemessenen Frist<sup>40</sup> nachgekommen wurde. Sie dient der angemessenen Durchsetzung satzungsgemäßer Vorgaben und aktienrechtlicher Pflichten, da ohne eine Sanktionierung keine Steigerung der Transparenz des Aktienregisters erreicht werden kann.<sup>41</sup> Der Stimmrechtsverlust ist zwar verschuldensunabhängig,<sup>42</sup> das Gesetz verzichtet allerdings auf den noch im Referentenentwurf vorgesehenen Verlust sämtlicher Aktionärsrechte. Zudem erfasst die Sanktion im Falle des § 67 II Satz 2 Alt. 1 AktG nur die Stimmrechte aus den Aktien, welche die satzungsgemäße Höchstgrenze überschreiten.<sup>43</sup> Darüber hinaus endet der Stimmrechtsverlust bereits unmittelbar in dem Augenblick, in dem die Pflichtverletzung beseitigt wurde.<sup>44</sup> Der Rechtsverlust in § 67 AktG kann darum als „abgeschwächter Sonderfall“ eingeordnet werden.

## **5. § 28 WpHG**

### **a. Zweck der §§ 21 ff. WpHG**

§ 28 WpHG ist Teil des am 1.8.1994 in Kraft getretenen WpHG, welches oftmals als Grundgesetz<sup>45</sup> des deutschen Kapitalmarktrechts bezeichnet wird. Die Vorschrift befindet sich im 5. Abschnitt, welcher am 1.1.1995 in Kraft getreten ist und die Mitteilungspflichten bei Beteiligungsveränderungen<sup>46</sup> an einer börsennotierten Aktiengesellschaft gegenüber der Gesellschaft sowie der BaFin beheimatet. Die §§ 21 ff. WpHG setzen die Transparenzrichtlinie<sup>47</sup> um. Beiden

---

<sup>39</sup> Im Falle der Schlecht- und der teilweisen Nichterfüllung hängt der Eintritt des Stimmrechtsverlusts von den Umständen des Einzelfalls ab, vgl. Noack, NZG 2008, 721, 724 f.

<sup>40</sup> Nach den Gesetzesmaterialien mindestens 14 Tage, vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 14. Zum Auskunftsverlangen siehe Marsch-Barner, FS Hüffer, 2010, S. 627, 641 ff., welcher auch die Rechtsfolgen einer Teilauskunft erörtert; insoweit zustimmend Grigoleit/Rachlitz, ZHR 174 (2010), 12, 54.

<sup>41</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 14.

<sup>42</sup> Grigoleit/Rachlitz, ZHR 174 (2010), 12, 55; Marsch-Barner, FS Hüffer, 2010, S. 627, 635 f., 640 f., 644.

<sup>43</sup> Noack, NZG 2008, 721, 724, der passenderweise von einem Höchststimmrecht für Legitimationsaktionäre spricht. Vgl. daneben Marsch-Barner, FS Hüffer, 2010, S. 627, 635 f., der sich auch mit der Frage auseinandersetzt, welche Aktien der Sanktion unterfallen, wenn die Aktien des Legitimationsaktionärs zu verschiedenen Aktienbeständen gehören.

<sup>44</sup> Noack, NZG 2008, 721, 724; Marsch-Barner, FS Hüffer, 2010, S. 627, 641, 644; Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2008, 60, 63; siehe außerdem Grigoleit/Rachlitz, ZHR 174 (2010), 12, 53 ff., die sich jedoch für eine analoge Anwendung des § 28 Satz 3 WpHG aussprechen. Dem ist im Hinblick auf den in Art. 14 GG statuierten Gesetzesvorbehalt nicht zuzustimmen, vgl. Maunz/Dürig-Papier, Art. 14 GG Rn. 306.

<sup>45</sup> Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 135; Merkt/Rosbach, JuS 2003, 217, 221.

<sup>46</sup> Siehe zu den verschiedenen Informationsinteressen Bott/Schleef, ZBB 1998, 330, 330 f.; Junge, FS Semler, 1993, S. 473, 473; Burgard, AG 1992, 41, 41 ff.; ders., S. 17 ff.; Arends, S. 4 ff.

<sup>47</sup> Richtlinie 1988/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen (sog. Transparenzrichtlinie I). Nun Art. 9 ff. der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforde-

liegt dabei die Vorstellung zu Grunde, dass die Offenlegung wesentlicher Beteiligungen den Anlegerschutz verbessern, das Vertrauen der Anleger in die Wertpapiermärkte stärken und auf diese Weise zu deren reibungslosen Funktionen beitragen kann. Darüber hinaus soll nach der Vorstellung des deutschen Gesetzgebers durch die §§ 21 ff. WpHG dem Missbrauch von Insiderinformationen vorgebeugt und der Gesellschaft ein besserer Überblick über die Stimmrechtsverhältnisse, die Gesellschafterstruktur und die Beherrschungsverhältnisse verschafft werden.<sup>48</sup> Der Erwerb von Stimmrechtsquoten in der vom WpHG vorausgesetzten Höhe erfordert nämlich erhebliche Investitionen, welche in der Regel von der Absicht getragen werden, die erworbene Stimmrechtsmacht zur Einwirkung auf die Gesellschaft zu nutzen.<sup>49</sup> Durch die anschließende Veröffentlichung der Mitteilung durch den Emittenten nach § 26 WpHG können die Marktteilnehmer Rückschlüsse auf die Intensität der Unternehmenskontrolle und die Höhe des Streubesitzes ziehen.<sup>50</sup> Insbesondere wegen Letzterem besitzen die Informationen zudem ein nicht zu unterschätzendes Kursbeeinflussungspotenzial, so dass sie ein wichtiges Kriterium für die Anlageentscheidung potentieller Investoren darstellen.<sup>51</sup> Ferner dient eine frühzeitige Publizität der Aufklärung über bevorstehende Übernahmeveruche,<sup>52</sup> wobei dies nicht zu dem Schluss verleiten darf, dass die §§ 21 ff. WpHG feindliche Übernahmen erschweren oder gar verhindern sollen.<sup>53</sup> Die hier in Rede stehende Offenlegung wesentlicher Beteiligungen wird deswegen heutzutage als fester Bestandteil der Aktienkultur und einer auf Fairness und Gleichbehandlung aufbauenden Finanzmarktkultur gesehen.<sup>54</sup>

---

rungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (sog. Transparenzrichtlinie II), deren Bestandteil die Regelungen zur Beteiligungspublizität von 2001 bis 2004 waren.

<sup>48</sup> Zu den verschiedenen Zwecken vgl. Assmann/Schneider-Schneider, Vor. § 21 Rn. 14 f.; KöKo/WpHG-Hirte, § 21 Rn. 3 f.; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 1; Cahn, AG 1997, 502, 502 f.; Heppe, WM 2002, 60, 61 f.; Kümpel, Rn. 16.433 ff.; MAH/AktR-Walz, § 48 Rn. 132 f.; Hildner, S. 24 f.; Arends, S. 46 ff.; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 52.

<sup>49</sup> Cahn, AG 1997, 502, 502; Otto, AG 1994, 167, 170; Hildner, S. 19.

<sup>50</sup> Bott/Schleef, ZBB 1998, 330, 330 f.; Witt, S. 7 f.; Hildner, S. 24 f.; vgl. zum zweistufigen System der kapitalmarktrechtlichen Anteilstransparenz zudem die umfassenden Ausführungen von Tautges, BB 2010, 1291, 1291 ff., der diesem System überaus positiv gegenübersteht.

<sup>51</sup> KöKo/WpHG-Hirte, § 21 Rn. 3; Schneider, AG 1997, 81, 81; Otto, AG 1994, 167, 170; Arends, S. 5; Hildner, S. 24 f.; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 52; zuletzt auch wieder CESR, Rn. 10.

<sup>52</sup> Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1478; Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 146.

<sup>53</sup> Otto, AG 1994, 167, 170; Arends, S. 47; selbiges gilt für das schweizerische Recht, vgl. Schenker, S. 51.

<sup>54</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 764; Berding, WM 2002, 1149, 1156; Heppe, WM 2002, 60, 61; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1222, der die Mitteilungspflichten richtigerweise dem öffentlich-rechtlichen Teil des Kapitalmarktrechts zuordnet. Zur Kritik an der gesetzlichen Konzeption siehe KöKo/WpHG-Hirte, § 21 Rn.

## b. Inhalt der §§ 21 ff. WpHG

Nach § 21 I Satz 1 WpHG hat jeder<sup>55</sup>, der durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise<sup>56</sup> 3, 5<sup>57</sup>, 10, 15, 20, 25, 30, 50 oder 75 Prozent der Stimmrechte<sup>58</sup> an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat<sup>59</sup> ist (§ 2 VI WpHG), erreicht, überschreitet oder unterschreitet, dies unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der BaFin, spätestens innerhalb von vier Handelstagen unter Beachtung von § 22 I und II WpHG mitzuteilen. Diese Frist beginnt nach § 21 I Satz 3 WpHG mit dem Zeitpunkt, zu dem der Meldepflichtige Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben musste, dass sein Stimmrechtsanteil die genannten Schwellen berührt hat. Nach § 21 I Satz 4 WpHG wird diese Kenntnis allerdings zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen vermutet.<sup>60</sup> Die Art und Weise der Mitteilung wird durch § 17 f. Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) geregelt.

Das Eingreifen der Vorschrift setzt eine Veränderung der Eigentumsverhältnisse voraus, weshalb das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft noch keine Meldepflicht auslöst.<sup>61</sup> Durch das Abstellen auf die dingliche Rechtsstellung eröffnet sich jedoch die Möglichkeit, durch Einschaltung eines Dritten als dinglich Berechtigten die Meldepflichten zu umgehen.<sup>62</sup> Darum enthält § 22 I und II WpHG Bestimmungen<sup>63</sup> zur Zurechnung von Stimmrechten. Diese betreffen z.B. Aktien, die einem Tochterunternehmen, einem Dritten, der diese für Rechnung des

---

44 ff.; Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401; Kumpan, WM 2006, 797, 798 f.; Cahn, AG 1997, 502, 512; Bott/Schleef, ZBB 1998, 330, 332 f.; Burgard, S. 185 ff.; Arends, S. 121 ff.

<sup>55</sup> D.h. alle natürlichen und juristischen Personen vgl. Möllers, ZGR 1997, 334, 343; MAH/AktR-Walz, § 48 Rn. 136; Happ/AktR-Stucken, 7.03 Rn. 1; Arends, S. 48 ff.

<sup>56</sup> D.h. vor allem durch Zurechnung Begr. RegE BT/Drucks. 12/6679, S. 53. Siehe auch MAH/AktR-Walz, § 48 Rn. 142 ff.; Hildner, S. 32.

<sup>57</sup> Die erste Fassung des § 21 WpHG enthielt eine Eingangsschwelle von 5 %. Durch das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz (TUG) wurde diese auf 3 % abgesenkt.

<sup>58</sup> Dies ist ein wesentlicher Unterschied zu § 20 AktG, vgl. hierzu und zur Berechnung des Stimmrechtsanteils Heppe, WM 2002, 60, 60; Austmann, WiB 1994, 143, 146; Kümpel, Rn. 16.431; Arends, S. 50 ff.; Hildner, S. 29 ff.

<sup>59</sup> Dies können nur Emittenten sein, die ihren Sitz im Inland oder einem Drittstaat haben. Erläuternd Hutter/Kaulamo, NJW 2007, 471, 472 f.; Nießen, NZG 2007, 41, 41 f.; Renz/Rippel, BKR 2009, 265, 265 f.

<sup>60</sup> Kritisch zu der Verwendung von Meldefristen Burgard, S. 188 (zur Transparenzrichtlinie I).

<sup>61</sup> Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 87, 88; Steuer/Bauer, WM 1996, 1477, 1477; Cahn, AG 1997, 502, 506 f.; Flume, Der Konzern 2009, 385, 388.

<sup>62</sup> Austmann, WiB 1994, 143, 146; Hildner, S. 63; zum diesem Zweck metaphorisch gesprochen LG München, AG 2005, 52, 54.

<sup>63</sup> Die Zurechnungsbestimmungen werfen eine Vielzahl von Zweifelsfragen auf. Instruktiv dazu Liebscher, ZIP 2002, 1005; Lange, ZBB 2004, 22.



Meldepflichtigen hält, oder einem Dritten, mit dem der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf den Emittenten abstimmt, gehören. Sofern ein solcher Zurechnungstatbestand vorliegt, gilt der Grundsatz der doppelten Meldepflicht.<sup>64</sup> Gem. § 24 WpHG können die Mitteilungspflichten des Tochterunternehmens unter bestimmten Voraussetzungen allerdings durch dessen Mutterunternehmen erfüllt werden.<sup>65</sup> Zudem gewährt § 23 WpHG unter gewissen Voraussetzungen die Möglichkeit, Stimmrechte bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils nicht zu berücksichtigen (sog. Selbstbefreiung).<sup>66</sup>

### c. **Zweck und Inhalt des § 28 WpHG**

Der in § 28 WpHG angeordnete Rechtsverlust dient der effizienten Durchsetzung der Mitteilungspflichten nach § 21 WpHG.<sup>67</sup> Im genauen Wortlaut lautet § 28 WpHG: „Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gem. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 oder 2 zugerechnet werden, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a nicht erfüllt werden. Dies gilt nicht für Ansprüche nach § 58 Abs. 4 des Aktiengesetzes und § 271 des Aktiengesetzes, wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist. Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist nach Satz 1 bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Mitteilungspflichten um sechs Monate. Satz 3 gilt nicht, wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als 10 % des tatsächlichen Stimmrechtsanteils beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 genannten Schwellen unterlassen wird.“

Da § 28 WpHG alle Rechte aus den Aktien erfasst und durch das Risikobegrenzungsgesetz, sein zeitliches Ausmaß betreffend, nochmals verschärft wurde, kann er als ein „verschärfter Sonderfall“ des Rechtsverlusts bezeichnet werden.

---

<sup>64</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 21 Rn. 92 ff.; Schäfer/Hamann-Opitz, § 21 WpHG Rn. 36; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 30; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 4 f.; Hildner, S. 100 f.; für § 20 I, IV AktG Pentz, AG 1992, 55, 57 f.; Rasch, S. 69; BGH, NJW 2000, 3647, 3647.

<sup>65</sup> Vgl. hierzu Hildner, S. 38 ff.; Arends, S. 81 ff.

<sup>66</sup> § 23 WpHG betrifft insbesondere Aktien, die im Handelsbestand gehalten werden. Vgl. zu § 23 WpHG die einschlägigen Kommentierungen.

<sup>67</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 1; Fuchs/WpHG-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 1; Heidel-Heinrich, § 28 WpHG Rn. 1; Hildner, S. 55; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56.

## 6. § 23 V WpHG

Das Wertpapierhandelsgesetz enthält mit § 23 V WpHG allerdings noch eine weitere Vorschrift, die einen Rechtsverlust anordnet. Sie gilt für Stimmrechte aus Aktien, die bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils gem. § 23 I-IV WpHG unberücksichtigt bleiben. § 23 V WpHG stellt damit, wie der in § 67 AktG statuierte Stimmrechtsverlust, einen „abgeschwächten Sonderfall“ des Rechtsverlusts dar. Voraussetzung für das Eingreifen des Stimmrechtsverlusts ist, dass die Nichtberücksichtigung auch zu einer Befreiung von der Meldepflicht geführt hat. Der Umfang des Rechtsverlusts ist jedoch umstritten.<sup>68</sup> Selbiges gilt für die Bedeutung der Vorschrift.<sup>69</sup>

## 7. § 59 WpÜG

### a. Standort und Ursprung des § 59 WpÜG

§ 59 ist Teil des mit der Überschrift „Sanktionen“ versehenen 8. Abschnitts des WpÜG vom 1.1.2002, mit dem der Gesetzgeber, als Resultat eines lang andauernden Gesetzgebungsprozesses,<sup>70</sup> erstmals einen gesetzlich verbindlichen Rahmen für Übernahmen geschaffen hat. Das WpÜG hat den Übernahmekodex abgelöst, welcher Verstöße nicht sanktionierte und u.a. auch deshalb von vielen Unternehmen nicht anerkannt wurde.<sup>71</sup> Parallel zur Entstehung des WpÜG wurde auf gemeinschaftsrechtlicher Ebene an einer Übernahmerichtlinie gearbeitet, welche nach einem lang andauernden Gesetzgebungsprozess<sup>72</sup> am 21.4.2004 erlassen wurde. Die Übernahmerichtlinie<sup>73</sup> löste allerdings keinen

---

<sup>68</sup> Vorzugswürdig scheint nach dem Wortlaut und der ratio der Vorschrift eine sog. kleine Lösung, die nur die Stimmrechte erfasst, die zum Erreichen oder Überschreiten der Meldeschwelle geführt haben. Vgl. Assmann/Schneider-Schneider, § 23 Rn. 73 ff.; zu § 23 WpHG a.F. Arends, S. 78 f.; a.A. Hildner, S. 139 ff.

<sup>69</sup> Siehe Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 23 Rn. 23, die den Anwendungsbereich des § 23 V WpHG für nicht nennenswert halten, da die Nichtausübung der Stimmrechte nunmehr beinahe ausnahmslos auch eine Tatbestandsvoraussetzung für die Nichtberücksichtigung der Stimmrechte ist. Dagegen zu Recht Assmann/Schneider-Schneider, § 23 Rn. 66 ff., der dies mit den ansonsten zur Verfügung stehenden Vermeidungsstrategien begründet.

<sup>70</sup> Zum Gesetzgebungsprozess auf nationaler Ebene Land, DB 2000, 1747, 1747; Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 384 f.; Krause, NJW 2002, 705, 706; Zinser, NZG 2001, 391, 391 f.; Beck/AG-HB-Erwe, § 25 Rn. 1 ff.; Siemers, S. 31 ff.

<sup>71</sup> Harbarth, ZIP 2002, 321, 321; Krause, NJW 2002, 705, 706; Land, DB 2000, 1747, 1747, Arends, S. 107 f.

<sup>72</sup> Zum Gesetzgebungsprozess auf europäischer Ebene Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 387; Krause, NJW 2002, 705, 705; Letzel, BKR 2002, 293, 294; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 531; Siemers, S. 39 ff.

<sup>73</sup> Richtlinie 2004/25/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote.

Anpassungsbedarf bezüglich des Rechtsverlusts und der ihm zu Grunde liegenden Pflichtangebotsregel aus.<sup>74</sup>

## **b. Die Pflichtangebotsregel**

Nach § 35 I Satz 1 WpÜG hat jeder, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen, gem. § 10 III Satz 1 und 2 WpÜG zu veröffentlichen. Als Kontrolle gilt nach § 29 II WpÜG<sup>75</sup> das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft. Auch die Kontrollerlangung ist grundsätzlich erst nach Vollzug des Verfügungsgeschäfts gegeben.<sup>76</sup> Insofern entspricht die Rechtslage § 21 WpHG. Die Veröffentlichungsfrist beginnt gem. § 35 I Satz 2 WpÜG mit dem Zeitpunkt, zu dem der Bieter Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben musste, dass er die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat. Die nach § 30 WpÜG<sup>77</sup> zuzurechnenden Stimmrechte sind für jeden Zurechnungsstatbestand getrennt anzugeben. Zudem gilt es in Bezug auf die Veröffentlichung, die detaillierten Regelungen des § 10 WpÜG zu beachten.

Daran anschließend hat der Bieter gem. § 35 II Satz 1 WpÜG innerhalb von vier Wochen der BaFin eine Angebotsunterlage zu übermitteln und nach § 14 II Satz 1 WpÜG<sup>78</sup> ein Angebot zu veröffentlichen. Hierbei sind die genauen Vorgaben des § 14 II Satz 2, III und IV WpÜG zu berücksichtigen. Darüber hinaus enthalten § 31 I-V WpÜG i.V.m. §§ 3-7 der WpÜG-Angebotsverordnung (WpÜG-AngV) Bestimmungen zur Art und Höhe der anzubietenden Gegenleistung.<sup>79</sup> Allerdings eröffnet § 36 WpÜG die Möglichkeit auf Antrag in bestimmten Fällen Stimm-

---

<sup>74</sup> Zu den in der Richtlinie enthaltenen Vorgaben bezüglich des Pflichtangebots vgl. FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 35 Rn. 21 ff.

<sup>75</sup> Zu den Gründen für die Wahl dieses formalen Kriteriums Kiesewetter, ZIP 2003, 1638, 1638; Letzel, BKR 2002, 294, 299; Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 415; Raiser/Veil, § 45 Rn. 5.

<sup>76</sup> Dies hat seinen Grund darin, dass es unangemessen wäre, ein Pflichtangebot zu verlangen, obwohl der Vollzug des Erwerbsgeschäfts noch nicht gesichert ist, vgl. Meilicke/Meilicke, ZIP 2010, 558, 560 f.

<sup>77</sup> Die Zurechnungsvorschriften entsprechen denen des § 22 WpHG.

<sup>78</sup> Nach § 14 II 1 WpÜG ist die Angebotsunterlage unverzüglich zu veröffentlichen, wenn die BaFin die Veröffentlichung gestattet hat oder wenn seit dem Eingang der Angebotsunterlage zehn Werktage verstrichen sind, ohne dass die BaFin das Angebot untersagt hat.

<sup>79</sup> Gem. § 31 I WpÜG i.V.m. §§ 5 f. WpÜG-AngV ist bei der Bestimmung der Angemessenheit der durchschnittliche Börsenkurs zu berücksichtigen. Nach Absatz 2 muss die Gegenleistung in einer Geldleistung in Euro oder in liquiden Aktien bestehen. Gem. Absatz 3 ist eine Geldleistung zwingend anzubieten, wenn in den sechs Monaten vor der Veröffentlichung der Kontrollerlangung mindestens 5 % der Aktien gegen Zahlung einer Geldleistung erworben wurden. Die Absätze 4 und 5 regeln die Berücksichtigung von Parallel- und Nacherwerben. § 4 WpÜG-AngV enthält eine Vorschrift bezüglich von Vorerwerben. Vgl. hierzu Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 411 ff.; Beck/AG-HB-Erwe, § 25 Rn. 147 ff.; Veil/Übernahmerecht-Strunk/Salomon/Holst, S. 4 ff.

rechte nicht zu berücksichtigen.<sup>80</sup> Überdies enthält § 37 WpÜG i.V.m. §§ 8-12 WpÜG-AngV einen ermessensabhängigen Befreiungsanspruch für bestimmte Konstellationen des Kontrollerwerbs.<sup>81</sup>

### c. **Zweck und Dogmatik des Pflichtangebots**

Das Pflichtangebot gewährt den Minderheitsaktionären die Möglichkeit zu einem frühen Exit, um die Wertminderung auszugleichen, welche in Bezug auf ihre Aktien zu erwarten ist, wenn die Gesellschaft von einem Großaktionär kontrolliert wird, der seinen Einfluss unter Umständen zu ihrem Nachteil ausnutzen wird.<sup>82</sup> Sie erhalten damit die Chance, ihre Investitionsentscheidung zu korrigieren, da sich entscheidende Bedingungen der Finanzierungsbeziehung geändert haben.<sup>83</sup> Zudem gibt das Pflichtangebot, in Kombination mit den Regelungen zur Angemessenheit der Gegenleistung, allen Aktionären die Möglichkeit, an der marktüblichen Mehrvergütung für die Kontrollerlangung, dem sog. Paketzuschlag, zu partizipieren.<sup>84</sup> Die Pflichtangebotsregelung ist zum Teil auf scharfe Kritik<sup>85</sup> gestoßen, weil sie im Zusammenspiel mit den Regelungen zur Gegenleistung Unternehmensübernahmen nicht unerheblich verteuere und das deutsche Konzernrecht mit seinem ex post-Schutz ein Pflichtangebot entbehrlich mache. Da das Pflichtangebot nunmehr durch Art. 5 der Übernahmerichtlinie vorgegeben wird, hat sich diese Diskussion jedoch erledigt. Viel-

---

<sup>80</sup> Dies betrifft die Erlangung der Aktien durch Erbgang, Vermögensauseinandersetzung, Rechtsformwechsel und Umstrukturierungen innerhalb eines Konzerns, vgl. Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1092 f.; Beck/AG-HB-Erwe, § 25 Rn. 85 ff.; Siemers, S. 86 ff.; Braun, S. 143 ff; zum äußerst praxisrelevanten Fall der konzerninternen Umstrukturierung siehe neuerdings auch Veil/Übernahmerecht-Strunk/Salomon/Holst, S. 23 ff.

<sup>81</sup> Vgl. zu dieser Möglichkeit Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 417 f.; Zinser, NZG 2001, 391, 396 aktuell auch Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 534 ff.; Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1093; Veil/Übernahmerecht-Strunk/Salomon/Holst, S. 25 ff.; Siemers, S. 90 ff.; Braun, S. 162 ff.

<sup>82</sup> Paul, Der Konzern 2009, 80, 83 ff.; Schneider/Burgard, DB 2001, 963, 965; Houben, WM 2000, 1873; Zinser, NZG 2001, 391, 395; MAH/AktR-Knoll, § 52 Rn. 23; Faden, S. 6; so auch schon Rasch, S. 65 f. Die Regierungsbegründung stellt hingegen nur auf die Möglichkeit ab, die Beteiligung zu einem angemessenen Preis veräußern zu können, vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 30; insoweit kritisch Letzel, BKR 2002, 294, 295 ff.

<sup>83</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, Vor. §§ 35 bis 39 Rn. 31; Assmann, ZHR 172 (2008), 635, 640 f.; Kleindiek, ZGR 2002, 546, 558; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 530; Verse, NZG 2009, 1331, 1332; Beck/AG-HB-Liebscher, § 14 Rn. 40; Schwarte, S. 36; Braun, S. 48 f.

<sup>84</sup> Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724, 725; Paul, Der Konzern 2009, 80, 82 f.; Kiesewetter, ZIP 2003, 1638, 1638; Traugott/Schaefer, NZG 2004, 158, 158; Berger, ZIP 1991, 1644, 1647; Otto, AG 1994, 167, 172 f.

<sup>85</sup> Vgl. Letzel, NZG 2001, 260, 260 ff.; ders., BKR 2002, 293, 294 ff.; Altmeppen, ZIP 2001, 1073, 1080 ff.; Wymeersch, ZGR 2002, 520, 539 ff.; vorher schon kritisch Burgard, S. 180; zusammenfassend Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 532; Siemers, S. 18 ff.

mehr ist zu konstatieren, dass das Pflichtangebot in der Praxis heute beinahe so häufig vorkommt wie das Übernahmeangebot.<sup>86</sup>

Dogmatisch wird das Pflichtangebot teilweise dem Konzern- und teilweise dem Kapitalmarktrecht zugeordnet.<sup>87</sup> Für Letzteres spricht insbesondere, dass sich das Pflichtangebot aus der gesellschaftsrechtlichen Dogmatik heraus nur schwer erklären lässt.<sup>88</sup> Unabhängig von der Entscheidung dieser Frage, ist das Pflichtangebot unstreitig dem Unternehmensrecht zuzuordnen.

#### **d. Zweck und Inhalt des § 59 WpÜG**

Der in § 59 WpÜG statuierte Rechtsverlust dient der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots nach § 35 WpÜG, also der Durchsetzung des Pflichtangebots.<sup>89</sup> Im exakten Wortlaut liest sich § 59 WpÜG folgendermaßen: „Rechte aus Aktien, die dem Bieter, mit ihm gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen gehören oder aus denen ihm, mit ihm gemeinsam handelnden Personen oder deren Tochterunternehmen Stimmrechte gem. § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 zugerechnet werden, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Pflichten nach § 35 Abs. 1 oder 2 nicht erfüllt werden. Dies gilt nicht für Ansprüche nach § 58 Abs. 4 des Aktiengesetzes und § 271 des Aktiengesetzes, wenn die Veröffentlichung oder das Angebot nach § 35 Abs. 1 Satz 1 oder Abs. 2 Satz 1 nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist.“ § 59 WpÜG erfasst damit wie § 20 VII AktG und § 28 WpHG alle aus den Aktien resultierenden Rechte. Eine Modifikation in zeitlicher Hinsicht durch das Risikobegrenzungsgesetz hat § 59 WpÜG im Gegensatz zu § 28 WpHG bedauerlicherweise nicht erfahren. Dafür geht § 59 WpÜG in der Sanktionswirkung weiter, indem er auch Aktien von gemeinsam handelnden Personen i.S.d. § 2 V WpÜG erfasst.<sup>90</sup> Er muss damit ebenso als ein „verschärfter Sonderfall“ des Rechtsverlusts eingeordnet werden.

---

<sup>86</sup> Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 533, der einen Anteil von 42 % angibt.

<sup>87</sup> Für Ersteres Mülbart, ZIP 2001, 1221, 1222; Letzel, BKR 2002, 293, 299; Harbarth, ZIP 2002, 321, 322; Raiser/Veil, § 45 Rn. 2; für Letzteres Paul, Der Konzern 2009, 80; Habersack, ZIP 2001, 1230, 1235; Kleindiek, ZGR 2002, 546, 554 ff.; Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 297 f.; Kiesewetter, ZIP 2003, 1638, 1639; Siemers, S. 291 f.; Braun, S. 38 ff.; beide Einordnungen verknüpfend Schwark-Noack/Zetzsche, § 35 WpÜG Rn. 3 f.

<sup>88</sup> Paul, Der Konzern 2009, 80, 86 f.; Braun, S. 38 ff.; Schwarte, S. 50 ff.; Faden, S. 9 f.; Siemers, S. 291 f.

<sup>89</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 2; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 1; Bad Homburger Handbuch-Lenz, F Rn. 128; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>90</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 34; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 3; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 1; Heinrich, S. 147.

## 8. Zusammenfassung

Die Sanktion des Rechtsverlusts taucht im deutschen Recht in acht verschiedenen Normen auf. In § 20 VII AktG und § 21 IV AktG dient sie dazu, die konzernrechtlichen Mitteilungspflichten beim Erwerb einer bedeutenden Beteiligung durchzusetzen. Die Vorschriften stellen den „Standardfall“ des Rechtsverlusts dar. Der Rechtsverlust des § 328 AktG stellt hingegen einen „speziellen Sonderfall“ dar, da der Wegfall der Privilegierung des § 328 II AktG gem. § 328 I AktG lediglich Rechte aus Anteilen betrifft, welche die 25 %-Schwelle überschreiten. In § 67 II Satz 2 AktG und § 67 II Satz 3 AktG, welche durch das Risikobegrenzungs-gesetz erst vor kurzem eingeführt wurden, bezweckt der Rechtsverlust die Durchsetzung von Beschränkungen bei der Eintragung sog. Legitimationsaktio-näre in das Aktienregister. Weil er nur das Stimmrecht erfasst, handelt es sich um einen „abgeschwächten Sonderfall“.

Der kapitalmarktrechtliche Rechtsverlust des § 28 WpHG dient der Durchsetzung der Meldepflichten des § 21 WpHG. Er wurde durch das Risikobegrenzungs-gesetz in zeitlicher Hinsicht verschärft und kann somit als ein „verschärfter Sonderfall“ des Rechtsverlusts bezeichnet werden. Darüber hinaus enthält § 23 V WpHG einen Rechtsverlust für Stimmrechte aus Aktien, die bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils gem. § 23 I-IV WpHG unberücksichtigt bleiben. Wie bei § 67 AktG, handelt es sich auch bei § 23 V WpHG um einen „abgeschwächten Sonderfall“.

Zuletzt gilt es, § 59 WpÜG zu nennen, welcher ebenso die Durchsetzung kapi-talmarktrechtlicher Pflichten, nämlich des Pflichtangebots an alle Aktionäre nach § 35 WpÜG, bezweckt. Er wurde zwar durch das Risikobegrenzungs-gesetz nicht verschärft, erfasst allerdings auch die Aktien von gemeinsam handelnden Personen und ist somit in der Sanktionswirkung dem § 28 WpHG zu vergleichen. Er muss deshalb gleichfalls als ein „verschärfter Sonderfall“ eingeordnet werden.

Da der Rechtsverlust durchweg der Durchsetzung von Vorschriften dient, welche dem Unternehmensrecht zuzuordnen sind, kann er als „Sanktion des Unterneh-mensrechts“ bezeichnet werden. Ferner können die einen umfassenden Rechts-verlust anordnenden Regelungen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG unter dem Begriff des „kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts“ zusammengefasst werden.

## II. Die Entwicklung des Rechtsverlusts in Deutschland

### 1. Der Ursprung des Rechtsverlusts

Die Sanktion des Rechtsverlusts trat in Deutschland das erste Mal in § 20 VII und § 21 IV des AktG von 1965 in Erscheinung. Zeitgleich wurde außerdem § 20 III AktG eingeführt, dessen Sanktionierung § 328 II AktG dient. Der exakte Wortlaut des § 20 VII AktG a.F. lautete: „Rechte aus Aktien, die einem nach Absatz 1 oder 4 mitteilungspflichtigen Unternehmen gehören, können für die Zeit, für die das Unternehmen die Mitteilung nicht gemacht hat, durch das Unternehmen, ein von ihm abhängiges Unternehmen oder einen anderen für Rechnung des Unternehmens oder eines von diesem abhängigen Unternehmens nicht ausgeübt werden.“<sup>91</sup>

Der Rechtsverlust des Aktienrechts sah also seit jeher die Nichtausübung der aus den Aktien folgenden Verwaltungs- und Vermögensrechte vor. Auch Aktien eines abhängigen Unternehmens oder Aktien, die für Rechnung des Unternehmens gehalten werden, waren somit von Anfang an erfasst. Dies ist umso erstaunlicher, wenn man bedenkt, dass die Bestimmungen zu den am meisten und bis zuletzt umstrittenen Fragen der Aktienrechtsreform des Jahres 1965 gehörten.<sup>92</sup> So sah der Referentenentwurf aus dem Jahre 1958 überhaupt keine Sanktion vor.<sup>93</sup> Der Regierungsentwurf<sup>94</sup> bestimmte demgegenüber in § 19 III, dass nur das Stimmrecht aus denjenigen Aktien ruhen sollte, die eine Beteiligung von 25 % bzw. 50 % überstiegen. Dadurch sollte der entscheidende Bruchteil entwertet werden, der dem Großaktionär seinen Einfluss sicherte.<sup>95</sup> Die Vorschrift wurde aber zu Recht als wirkungslos eingestuft, weshalb von mehreren Abgeordneten eine Verschärfung gefordert wurde. Da der Wirtschaftsausschuss diese Einschätzung teilte, setzte selbiger schließlich eine Ausdehnung auf alle Rechte gegen den Willen des Rechtsausschusses durch.<sup>96</sup>

---

<sup>91</sup> Schäfer, BB 1966, 1004, 1005; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 219.

<sup>92</sup> Wilhelmi, AG 1965, 187, 187; Rasch, S. 64 f.; Arends, S. 112 m.w.N.

<sup>93</sup> Gessler, BB 1980, 217, 217.

<sup>94</sup> Gessler, BB 1980, 217, 217 f.; Bernhardt, BB 1966, 678, 682; BT-Drucks. IV/171, S. 104.

<sup>95</sup> Dies als elegante Lösung bezeichnend, welche den gesetzlichen Eigentumseingriff auf das geringste erforderliche Maß beschränke Schäfer, BB 1966, 1004, 1005; dagegen jüngst Veil, ZHR 175 (2011), 83, 103, der bei einer derartigen Beschränkung neue Rechtsunsicherheiten befürchtet.

<sup>96</sup> Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 221; Gessler, BB 1980, 217, 217 f.; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 281 ff.; Schäfer, BB 1966, 1004, 1005.

Insofern verwundert es nicht, dass die Sanktion schon bald nach ihrem Inkrafttreten Gegenstand lebhafter Diskussionen war.<sup>97</sup> So wurde bis zur Verba/Gelsenberg-Entscheidung<sup>98</sup> des BGH angenommen, die Sanktion des § 20 VII AktG a.F. trete ohne Rücksicht auf ein Verschulden des Meldepflichtigen ein, was danach vermehrt bestritten wurde.<sup>99</sup> Auch die Frage, ob der Rechtsverlust endgültiger Natur sei, wurde lange lebhaft diskutiert.

## 2. Änderungen durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz<sup>100</sup>

Durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz aus dem Jahre 1994, welches die Geburtsstunde des WpHG darstellte, wurde neben dem Sonderfall des § 23 IV WpHG a.F.<sup>101</sup> auch die Vorschrift des § 28 WpHG eingeführt, welche zunächst nur den Verlust des Stimmrechts kannte. Begründet wurde dies mit systematischen Überlegungen. Wenn die §§ 21 ff. WpHG allein auf die Aufdeckung des durch das Stimmrecht vermittelten Einflusspotenzials zielten, so liege es nahe, dass dessen Grundlage bei einem Verstoß entzogen würde.<sup>102</sup> Zudem orientierte sich der Gesetzgeber damit an den Stimmrechtssperren in anderen europäischen Ländern.<sup>103</sup> Diese Sanktion hielt der Gesetzgeber zur Durchsetzung der gesetzlichen Mitteilungsgebote für erforderlich (aber ebenso für ausreichend), da die Mittel des Verwaltungszwangs angesichts der Bedeutung der ordnungsgemäßen Erfüllung für die Transparenz des Kapitalmarkts und der erheblichen wirtschaftlichen Interessen, die von der Entscheidung über eine Mitteilung

---

<sup>97</sup> Schäfer, BB 1966, 229; ders., BB 1966, 1004; Bernhardt, BB 1966, 678; Falkenhausen, BB 1966, 875.

<sup>98</sup> BGHZ 69, 334.

<sup>99</sup> KöKo/AktG-Biedenkopf/Koppensteiner, § 20 Rn. 30 (1. Auflage); G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 63; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 220; Schäfer, BB 1966, 1004, 1004; schon zweifelnd KG, WM 1990, 1546, 1549. Für ein solches Erfordernis nun die h.M. Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 13; GK-Windbichler, § 20 Rn. 70; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 34. Später noch auf ein Verschulden verzichtend Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 585; Diekmann, DZWIR 1994, 13, 16; Hägele, NZG 2000, 726, 727; Witt, S. 187 f.; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496; Heppe, WM 2002, 60, 62; Wilsing, BB 1995, 2277, 2277; Wilhelm, Rn. 824; (die letzten vier Autoren zu § 28 WpHG).

<sup>100</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften vom 26. 7. 1994 (BGBl. I 1994, S. 1749 ff.).

<sup>101</sup> Siehe hierzu Hildner, S. 113 ff.; Arends, S. 73 ff.

<sup>102</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 3, der dies zu Recht als nicht überzeugend einstuft; a.A. neuerdings Veil, ZHR 175 (2011), 83, 101 f.

<sup>103</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 2; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56.



berührt würden, nicht ausreichen.<sup>104</sup> Die Sanktion wurde aber richtigerweise überwiegend als zu schwach empfunden.<sup>105</sup>

### 3. Änderungen durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz<sup>106</sup>

Wie bereits erwähnt, war es im Rahmen des § 20 VII AktG a.F. von Beginn an streitig, ob für den maßgeblichen Zeitraum ein endgültiger Rechtsverlust eintrat oder die Rechte gleichsam nur ruhten, bis die Mitteilung nachgeholt wurde.<sup>107</sup> Grund hierfür war der insoweit unklare Wortlaut der Vorschrift, welcher davon sprach, dass die Rechte für die Zeit nicht ausgeübt werden können. Die Problematik wurde in erster Linie für die Ansprüche des Aktionärs auf Dividende und auf das Bezugsrecht bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen diskutiert, während sie etwa für das Stimmrecht keine Rolle spielte, da hier eine nachträgliche Ausübung per se ausscheidet.<sup>108</sup> Durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz vom 24. 3. 1998 stellte der Gesetzgeber mit Wirkung zum 1. 4. 1998 für § 20 VII und § 21 IV AktG klar, dass die Rechte aus Aktien nicht nur für den maßgeblichen Zeitraum ruhten, sondern grundsätzlich ein endgültiger Rechtsverlust eintreten sollte.<sup>109</sup> Praktisch als Ausgleich wurde in § 20 VII AktG jedoch ein Satz 2 eingefügt, welcher in bestimmten Fällen den Dividendenanspruch und den Anspruch auf den Liquidationserlös erhalten soll und somit im Ergebnis vom endgültigen Rechtsverlust absieht, sofern der Meldepflichtige darlegt und beweist, dass die Meldung ohne Vorsatz unterblieben und nachgeholt worden ist. Hierdurch sollte angesichts der vielfältigen Schwierigkeiten, die eigene Meldepflicht zu erkennen, der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz gewahrt werden.<sup>110</sup> Des Weiteren wurden die Anwendungsbereiche des § 20 AktG und der §§ 21 ff. WpHG getrennt. Der Anwendungsbereich des § 20 AktG beschränkte

---

<sup>104</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56; vgl. in diesem Kontext auch Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 143 ff., der die vorgesehenen Sanktionen als inadäquat einstuft.

<sup>105</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 2; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 10; Möllers, ZGR 1997, 334, 343 f., 355; Otto, AG 1994, 167, 171.

<sup>106</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 24. 3. 1998, (BGBl. I 1998, S. 529 ff.).

<sup>107</sup> Für ein Ruhen Godin/Wilhelmi, § 20 Anm. 10; Müller, AG 1996, 396, 396 f.; Schäfer, BB 1966, 1004, 1006 f.; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 226 ff.; für einen endgültigen Rechtsverlust die h.M. Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 584; Diekmann, DZWIR 1994, 13, 16; Gessler, BB 1980, 217; DAV, WiB 1996, 822, 823; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 284; Burgard, S. 60. Offenlassend Rasch, S. 70; BGHZ 114, 203, 214, 218.

<sup>108</sup> Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 39; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 43.

<sup>109</sup> Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 13; GK-Windbichler, § 20 Rn. 64; Neye, ZIP 1996, 1853, 1857; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, 96, 147. Vgl. auch Witt, WM 1998, 1153, 1156 f.; Arends, S. 20 f., die der Änderung des § 20 VII Satz 1 AktG lediglich Bedeutung bezüglich der Unwirksamkeit der Stimmabgabe beimessen, gleichwohl aber über § 20 VII Satz 2 AktG auch zu einem endgültigen Rechtsverlust gelangen.

<sup>110</sup> Kritisch Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 5, 58 ff.; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 47 f.

sich seit dem gem. § 20 VIII AktG auf Aktien nicht zum amtlichen Handel (§ 21 II WpHG a.F.) zugelassener börsennotierter Gesellschaften.<sup>111</sup> Zur Begründung wurde ausgeführt, dass unterschiedliche Meldepflichten bei vergleichbaren oder teilweise identischen Sachverhalten für die betroffenen Unternehmen eine Verwaltungsbelastung darstellten, ohne dass hierdurch eine erhöhte Transparenz erzeugt würde.<sup>112</sup>

Zudem wurde durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz die Rechtsfolgenregelung des § 28 WpHG an § 20 VII AktG angeglichen, so dass dieser in Folge der Harmonisierung nunmehr auch alle aus den Aktien resultierenden Rechte erfasste. Damit wurde u.a. die Kritik an der zu schwachen Sanktion aufgenommen.<sup>113</sup> Dies geht unzweifelhaft aus der Gesetzesbegründung hervor, in der sich der Gesetzgeber auf die Bedeutung der Mitteilungspflichten für die Transparenz des Kapitalmarktes und die in der Praxis mit den Meldepflichten gewonnenen Erfahrungen,<sup>114</sup> also auf deren mangelnde Befolgung, berief. Auch die Ausnahmeregelung wurde parallel eingeführt. Zusätzlich wurde der Kreis der von der Sanktion betroffenen Aktien um diejenigen Aktien erweitert, die einem Dritten gehören und von diesem für Rechnung des Meldepflichtigen oder eines von diesem kontrollierten Unternehmens gehalten werden (§ 22 I Nr. 2 WpHG). Die Erweiterung wurde damit begründet, dass die Position des Meldepflichtigen wirtschaftlich mit der eines Eigentümers zu vergleichen sei und durch sie zugleich eine Harmonisierung mit § 20 VII AktG bewirkt werde.<sup>115</sup>

§ 28 WpHG geht ursprünglich auf Art. 15 der Transparenzrichtlinie I von 1988 zurück, wonach die Mitgliedstaaten angemessene Sanktionen für die Nichterfüllung der Mitteilungspflichten vorsehen mussten. Heute dient er der Umsetzung der Transparenzrichtlinie II von 2004, welche in Art. 28 Sanktionen verlangt, die

---

<sup>111</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 4; Arends, S. 12.

<sup>112</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 58, 147; de lege ferenda für eine Zusammenfügung der Regelungen Witt, AG 1998, 171.

<sup>113</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 2; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 40; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 498; Witt, WM 1998, 1153, 1155; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 59, 95. Zur Kritik an der fehlenden Harmonisierung vgl. Witt, AG 1997, 171; Neye, ZIP 1996, 1853, 1854; Möllers, ZGR 1997, 334, 344, 355.

<sup>114</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95; kritisch Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1220.

<sup>115</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95; zustimmend Witt, WM 1998, 1153, 1156.

wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind, was keine Änderung des § 28 WpHG veranlasste.<sup>116</sup>

#### 4. Änderungen durch das WpÜG

Seit Inkrafttreten des WpÜG im Jahre 2002 wird der Rechtsverlust in einem dritten Gesetz als Sanktion genutzt. Der die Durchsetzung des Pflichtangebots bezweckende § 59 WpÜG soll die Mittel des Verwaltungszwangs ergänzen.<sup>117</sup> Er lehnt sich dazu an § 28 WpHG an, weshalb nach dem Willen des Gesetzgebers die gleichen Grundsätze gelten sollen.<sup>118</sup> Die Vorschrift war bereits Bestandteil des Diskussions- und Referentenentwurfs, wobei diese nicht die mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen und deren Tochterunternehmen erfassten.<sup>119</sup> Die entsprechende Passage wurde erst im Regierungsentwurf eingefügt.

Heute dient § 59 WpÜG zugleich der Umsetzung des Art. 17 Satz 1 der Übernahmerichtlinie, welcher verlangt, dass die Mitgliedstaaten Verstöße gegen die zur Umsetzung der Richtlinie erlassenen Vorschriften durch geeignete Maßnahmen sanktionieren. Art. 17 Satz 2 konkretisiert diese Vorgabe, indem er verlangt, dass die Sanktionen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind. Weil § 59 Satz 1 WpÜG einen Pflichtverstoß voraussetzt und Satz 2 eine Ausnahme für die Fälle nicht vorsätzlichen Handelns enthält, ist § 59 WpÜG verhältnismäßig und richtlinienkonform.<sup>120</sup>

Für § 28 WpHG hatte das Inkrafttreten des WpÜG zunächst eine Änderung der Zurechnungstatbestände zur Folge, die der Anpassung an die Neuordnung der Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG diene.<sup>121</sup> Darüber hinaus wurde in § 21 II WpHG der Begriff des organisierten Marktes eingeführt, so dass der Anwendungsbereich von § 20 VII AktG weiter verkleinert und der des § 28 WpHG nochmals erweitert wurde.<sup>122</sup>

---

<sup>116</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 8 f.; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 1.

<sup>117</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 4; Simon, S. 255; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>118</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 3; Siemers, S. 105; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>119</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 4; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 7.

<sup>120</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 1; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 12; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 2, die jedoch die Europarechtskonformität des § 59 WpÜG angesichts seines begrenzten Abschreckungspotenzials nur unter Berücksichtigung der §§ 38, 60 WpÜG bejahen.

<sup>121</sup> Vgl. Art. 2 Nr. 1 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen sowie Witt, AG 2001, 233, 236 ff.

<sup>122</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 4; Happ/AktR-Stucken, 7.01 Rn. 1; Witt, AG 2001, 233, 234 ff.

## **5. Änderungen durch das Risikobegrenzungsgesetz**

Seine bislang letzte Änderung erfuhr § 28 WpHG durch das Risikobegrenzungsgesetz vom 12. 8. 2008. Die Vorschrift wurde merklich verschärft. Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich nunmehr die Dauer des Rechtsverlusts bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Mitteilungspflichten um sechs Monate (§ 28 Satz 3 WpHG). Satz 3 gilt jedoch nicht, wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als 10 % des tatsächlichen Stimmrechtsanteils beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 WpHG genannten Schwellen unterlassen wird (§ 28 Satz 4 WpHG). Dieses „Nachwirken“ soll nach der Intention des Gesetzgebers die Möglichkeit eines unbemerkten „Anschleichens“ zwischen zwei Hauptversammlungen erheblich einschränken.<sup>123</sup> Die Verschärfung wirft jedoch eine Reihe von Fragen auf, die es an späterer Stelle zu erörtern gilt. Zudem wurden durch das Risikobegrenzungsgesetz in § 67 II Satz 2 und 3 AktG zwei neue Tatbestände des (Stimm-)Rechtsverlusts eingeführt, auf welche bereits kurz hingewiesen wurde.

## **6. Zusammenfassung**

Die Sanktion des Rechtsverlusts wurde im deutschen Recht, nach langen Diskussionen, das erste Mal in den §§ 20 VII und 21 IV des AktG von 1965 implementiert. Am Ende eines lebhaften Gesetzgebungsprozesses erfasste der hierin angeordnete Rechtsverlust alle aus den Aktien folgenden Verwaltungs- und Vermögensrechte. Unklarheit herrschte aber insbesondere darüber, ob der Rechtsverlust endgültiger Natur sei oder gleichsam nur ein „Ruhe“ der Rechte bewirke.

Durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz wurde zwecks Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität auch in § 28 WpHG die Sanktion des Rechtsverlusts eingeführt. Die Vorschrift sah in dieser Fassung allerdings nur einen Stimmrechtsverlust vor. Durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz wurde im Jahr 1998 der angesprochene Meinungsstreit zu Gunsten eines endgültigen Rechtsverlusts entschieden, gleichsam jedoch als Ausgleich in Satz 2 eine Ausnahmegesetz eingeführt. Zusätzlich wurden die Anwendungsberei-

---

<sup>123</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 8 f., 13.

che der §§ 20 f. AktG und 21 ff. WpHG getrennt und die Rechtsfolgen des § 28 WpHG an § 20 VII AktG angeglichen, was § 28 WpHG drastisch verschärfte und eine weitestgehende Harmonisierung bewirkte.

Seit Inkrafttreten des WpÜG im Jahre 2002 dient der Rechtsverlust außerdem der Durchsetzung des Pflichtangebots nach § 35 WpÜG (vgl. § 59 WpÜG). Durch das Risikobegrenzungs-gesetz wurde auch in § 67 AktG ein Stimmrechtsverlust eingeführt. Ferner wurde die Regelung des § 28 WpHG in zeitlicher Hinsicht weiter verschärft. Generell sind somit zwei klare Tendenzen bezüglich der Sanktion des Rechtsverlusts festzustellen: Verschärfung und Ausdehnung.<sup>124</sup>

### III. Verhältnis der Vorschriften

Hinsichtlich des Verhältnisses zwischen den §§ 28 WpHG und 59 WpÜG gilt es zunächst zu beachten, dass der Anwendungsbereich der § 21 ff. WpHG mit Inkrafttreten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes vergrößert worden ist.<sup>125</sup> § 21 WpHG erfasst seitdem nicht nur Beteiligungen an Gesellschaften, deren Aktien zum Handel am amtlichen Markt zugelassen sind, sondern sämtliche Beteiligungen solcher Gesellschaften, deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, womit nach § 2 V WpHG auch der geregelte Markt von den §§ 21 ff. WpHG erfasst wird.

Da die Definition des § 2 V WpHG mit § 2 VII WpÜG vergleichbar ist, stimmen die Anwendungsbereiche des § 28 WpHG und des § 59 WpÜG grundsätzlich überein, so dass die Vorschriften gleichrangig nebeneinander stehen.<sup>126</sup> Sie knüpfen jedoch an inhaltlich unterschiedliche Pflichtverletzungen an. § 28 WpHG sanktioniert unterlassene Mitteilungen an die BaFin und den Emittenten bei Erreichen, Über- oder Unterschreiten gewisser Schwellenwerte. § 59 WpÜG knüpft dagegen an die Verletzung von Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten an, die bei Erreichen der dreißigprozentigen Kontrollschwelle entstehen.<sup>127</sup> Zudem sanktioniert § 59 WpÜG auch einen Verstoß gegen die Angebotspflicht des § 35 II Satz 1 WpÜG. Sofern der Kontrollerwerber sowohl die in § 21 WpHG statuiert-

---

<sup>124</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1220.

<sup>125</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 6 unter Verweis auf Art. 2 Nr. 1 des als Artikelgesetz konzipierten Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen (dessen Art. 1 das WpÜG bildet).

<sup>126</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 6; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 5; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 5; Witt, AG 2001, 233, 234 f.

<sup>127</sup> Diese Schwelle besteht nunmehr ebenso nach dem WpHG.

ten Mitteilungspflichten als auch die ihm nach § 35 I und II WpÜG obliegenden Pflichten nicht erfüllt, kann der Rechtsverlust nach § 28 WpHG und § 59 WpÜG somit parallel eintreten.<sup>128</sup> Dies ist z.B. der Fall, wenn eine Beteiligung von 28 % auf 31 % aufgestockt wird.<sup>129</sup> In diesem Fall leben die Rechte aus den betroffenen Aktien erst wieder auf, wenn sämtliche mittels des Rechtsverlusts sanktionierten Pflichten erfüllt wurden.<sup>130</sup> Hierfür spricht, dass die Veröffentlichungspflichten im WpHG und im WpÜG unterschiedliche Rechtssubjekte treffen, verschiedenen Fristen unterliegen, keinen identischen Inhalt haben<sup>131</sup> und aufgrund dessen am Kapitalmarkt unterschiedlich wahrgenommen werden.

Zugleich wurde durch das dritte Finanzmarktförderungsgesetz in § 20 VIII und § 21 V AktG festgelegt, dass § 20 VII und § 21 IV AktG nicht für Aktien einer börsennotierten Gesellschaft i.S.d. § 21 II WpHG gelten, so dass die Anwendungsbereiche des kapitalmarktrechtlichen- und des aktienrechtlichen Rechtsverlusts seit diesem Zeitpunkt getrennt sind. Eine kumulative Anwendung scheidet damit aus.<sup>132</sup> Die endgültige Zuweisung der Anwendungsbereiche erfolgte jedoch, wie bereits angedeutet, erst mit Inkrafttreten des WpÜG und der damit verbundenen Einführung des Begriffs des organisierten Marktes, welche den Anwendungsbereich des § 20 AktG nochmals verkleinerte.<sup>133</sup>

Auch eine parallele Anwendung von § 20 VII und § 21 IV AktG scheidet aufgrund des Vorrangs<sup>134</sup> des § 20 AktG denknotwendig aus. § 328 II AktG ist aber neben § 20 VII AktG anwendbar, sofern die Mitteilung nach § 20 III AktG (Schachtelbeteiligung ohne Zurechnung) gleichzeitig eine Mitteilung nach § 20 I AktG (Schachtelbeteiligung) beinhaltet.<sup>135</sup> Auch § 67 Satz 2 und 3 AktG sind augen-

---

<sup>128</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 14; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 1; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 4; Siemers, S. 108.

<sup>129</sup> Beispiel nach Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 6.

<sup>130</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 1.

<sup>131</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 6.

<sup>132</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 1; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 5; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 3; Hüffer/AktG, § 21 Rn. 1.

<sup>133</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 13 f.; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 4; Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 25.

<sup>134</sup> Pentz, AG 1992, 55, 55; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 216 f.; Bernhardt, BB 1966, 678, 678; Henn/AktR-Schubel, Kap. 14 Rn. 50; Rasch, S. 66.

<sup>135</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 65; Happ/AktR-Stucken, 7.01 Rn. 6; Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 28.

scheinlich neben den anderen Vorschriften anwendbar, da sie der Erhöhung der Transparenz des Aktienregisters und damit einem anderen Zweck dienen.<sup>136</sup>

#### **IV. Dogmatische Einordnung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG**

Dogmatisch wird der Rechtsverlust allgemein als Sanktionsnorm eingeordnet.<sup>137</sup>

Dabei sind drei dogmatische Aspekte besonders hervorzuheben.

##### **1. Gesellschaftsrechtliche Wirkung des Rechtsverlusts**

Erstens handelt es sich, präzisierend gesprochen, um eine zivilrechtliche Sanktionsnorm mit spezifisch gesellschaftsrechtlicher Wirkung.<sup>138</sup> Dies ist ungewöhnlich<sup>139</sup> und bedeutet, dass kapitalmarktrechtliche, also öffentlich-rechtliche Pflichtverletzungen mit rechtsgestaltenden, gesellschaftsrechtlichen Rechtsfolgen kombiniert werden.<sup>140</sup> So wird durch die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG in den Kernbereich der Mitgliedschaft eingegriffen und die Willensbildung und Entscheidungsfindung der Hauptversammlung beeinflusst.<sup>141</sup>

Dies ist nicht unproblematisch, da der Rechtsverlust z.B. zu einer fehlerhaften Gewinnausschüttung oder einer rechtswidrigen Zuteilung von Bezugsrechten führen kann, wodurch auch die Gesellschaft und die anderen Aktionäre belastet werden.<sup>142</sup> Hinsichtlich des Stimmrechtsverlusts gilt es, insbesondere die bereits erwähnte Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen zu kritisieren, welche in Kombination mit einer formalen oder faktischen Registersperre (§ 127 FGG) zu erheblichen Verzögerungen bei der Umsetzung gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen und damit zu schwerwiegenden wirtschaftlichen Konsequenzen führen kann.<sup>143</sup> Diese Gefahr hat sich mit der Änderung des § 28 WpHG

---

<sup>136</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 9, 14.

<sup>137</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 20; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 1; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 1; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 21.

<sup>138</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 1; Zickler/Falkenhausen, BB 2009, 1994, 1995; OLG Stuttgart, AG 2009, 124, 128 (jeweils zu § 28 WpHG).

<sup>139</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 2; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 4.

<sup>140</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 1; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 3; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 3; Simon, S. 255 (auch zu § 59 WpÜG).

<sup>141</sup> Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 3; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 3; Siemers, S. 21.

<sup>142</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 2; Veil, ZHR 175 (2011), 83, 88, 94 f.; Heinrich, S. 145.

<sup>143</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 8 f.; Krämer/Heinrich, ZIP 2009, 1737, 1742; Vocke, BB 2009, 1600, 1606; Scholz, AG 2009, 313, 313; Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1330, die deshalb verfassungsrechtliche Bedenken geltend machen; auf diese Gefahr bereits vor Erlass des WpHG hinweisend Happ, JZ 1994, 240, 244; zur Parallelproblematik im Rahmen des § 67 II Satz 2 und 3 AktG vgl. Noack, NZG 2008, 721, 725.

durch das Risikobegrenzungs-gesetz weiter erhöht.<sup>144</sup> Gleichwohl soll diese enge Verknüpfung gerechtfertigt sein, weil die Offenlegungspflichten nicht nur der Markttransparenz und damit dem Schutz der guten Ordnung am Kapitalmarkt, sondern gleichfalls den Informationsinteressen der Gesellschaft und der anderen Aktionären dienen.<sup>145</sup> Auch der Ausschluss gleichartiger gesellschaftsrechtlicher Mitteilungspflichten durch § 20 VIII AktG soll nicht gegen eine derartige Rechtsfolge sprechen, da hierdurch nur eine Doppelbelastung vermieden werden sollte und nicht die Informationsinteressen der Gesellschaft und der anderen Aktionäre für börsennotierte Unternehmen in Frage gestellt würden.<sup>146</sup> Dem kann jedoch entgegen gehalten werden, dass zwar die Idee, dem pflichtvergessenen Aktionär sein Einflusspotenzial zu entziehen, zu begrüßen ist, allerdings der Zielkonflikt zwischen den Interessen an der Durchsetzung der jeweiligen Pflichten und den negativen wirtschaftlichen Auswirkungen für die Gesellschaft und die anderen Aktionäre nicht geleugnet werden kann.<sup>147</sup> Des Weiteren ist zu beachten, dass Rechtsfragen bezüglich des Rechtsverlusts dadurch Gegenstand zivilrechtlicher Streitigkeiten unterschiedlichen Zuschnitts - Anfechtungsklagen, Klagen auf Dividendenzahlung etc. - sein können. Hierdurch kann es zu divergierenden oder gar konträren Entscheidungen kommen. Selbiges gilt für das Verhältnis zwischen den Entscheidungen der Zivilgerichte, der BaFin oder der Verwaltungsgerichte, so dass die Suche nach Lösungen oftmals schwer fällt.<sup>148</sup> Vor diesem Hintergrund wird das dogmatische Konzept zunehmend in Frage gestellt,<sup>149</sup> weshalb es auch im Rahmen dieser Arbeit nochmals thematisiert werden muss.

---

<sup>144</sup> Arnold, AG Report 2007, R460, R460 f.; Vocke, BB 2009, 1600, 1606; Segna, AG 2008, 311, 320; Brandt, BKR 2008, 441, 444; Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1969; relativierend Flume, Der Konzern 2009, 385, 387 f., der jedoch verschweigt, dass es den Anfechtungsklägern vornehmlich auf die Hebelwirkung ankommt.

<sup>145</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 2; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 4.

<sup>146</sup> Begr. RegE BT/Drucks. 13/8933, S. 59, 147 f.

<sup>147</sup> Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1330; Scholz, AG 2009, 313, 315; Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454, 501 (Fn. 110); Siemers, S. 22 f.

<sup>148</sup> Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1225; Veil, ZHR 175 (2011), 83, 88.

<sup>149</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 3; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; Segna, AG 2008, 311, 320; Timmann/Birkholz, BB 2007, 2749, 2752 f.; kürzlich auch wieder Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1329 f.; Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 938 (jeweils zu § 28 WpHG).



## 2. Straffähnlicher Charakter des Rechtsverlusts

Zweitens ist zu beachten, dass den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG zumindest ein straffähnlicher Charakter zukommt.<sup>150</sup> Dies ergibt sich aus der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts<sup>151</sup>, wonach eine Strafe dadurch gekennzeichnet ist, dass sie auf Repression und Vergeltung für ein rechtlich verbotenes Verhalten abzielt.<sup>152</sup> Mit dem Begriff Strafe ist somit nicht nur Strafe für kriminelles Unrecht, sondern ebenso die straffähnliche Sanktion für sonstiges Unrecht gemeint, was indirekt auch durch den Gesetzgeber anerkannt wurde, indem er bestimmte Vermögensrechte im Falle eines lediglich fahrlässigen Handelns und einer unverzüglichen Nachholung von der Sanktion ausnahm.<sup>153</sup> Für den straffähnlichen Charakter lassen sich darüber hinaus noch eine Reihe weiterer Argumente anführen. So lehnte z.B. der Bundestag die vom Bundesrat angestrebte Einschränkung der Ausnahmeregelung mit der Begründung ab, dass eine Verschärfung angesichts der mit dem Rechtsverlust verbundenen Nachteile nur bei vorsätzlichem Handeln angemessen sei.<sup>154</sup> Zudem ist der Rechtsverlust im Vergleich zur Geldbuße regelmäßig die schwerwiegendere Sanktion.<sup>155</sup> Entscheidend dürfte allerdings sein, dass der Rechtsverlust nicht nur die Verhinderung zukünftiger Verstöße bezweckt, sondern auch der Vergeltung dient, was nach der Verschärfung durch das Risikobegrenzungs-gesetz außer Frage stehen sollte.<sup>156</sup>

Insofern macht es keinen Unterschied, ob man den Rechtsverlust als Strafnorm einstuft oder nicht,<sup>157</sup> da der Rechtsverlust sich schon ob seines straffähnlichen

---

<sup>150</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 9; von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 685; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; Verse, BKR 2010, 328, 330; Becker, S. 169; a.A. Starke, S. 251.

<sup>151</sup> BVerfGE 20, 323, 331; BVerfGE 80, 244, 255; BVerfGE 84, 83, 87.

<sup>152</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7; Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1230 f.; Marsch-Barnier/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 50.

<sup>153</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7.

<sup>154</sup> Das 3. FMFG, S. 503, 518.

<sup>155</sup> Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18 f.; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144; vgl. in diesem Zusammenhang neuerdings auch EuGH, NZG 2010, 107, 110 Tz. 42, der angesichts des Schweregrads der Sanktionen, welche im Falle verbotener Insider-Geschäfte verhängt werden, diese für die Zwecke der Anwendung der EMRK als strafrechtliche Sanktionen ansieht.

<sup>156</sup> Verse, BKR 2010, 328, 330; Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1231.

<sup>157</sup> Dafür wohl Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; Mimberg, FS Hüffer, 2010, S. 663, 676; dagegen Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 479.

Charakters an den rechtsstaatlichen Grundsätzen für das Strafrecht, wie z.B. dem Schuldprinzip, messen lassen muss.<sup>158</sup>

### **3. Obliegenheitsverletzung**

Zuletzt gilt es in dogmatischer Hinsicht zu erwähnen, dass die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG in jüngster Zeit, in Anlehnung an die im Aktiengesetz vorgesehenen Fälle eines Rechtsverlusts, als Sanktion einer Obliegenheit eingeordnet wurden.<sup>159</sup> Hierfür spreche, dass das Gesetz zwar von Pflichten spricht, gleichwohl aber keine Erfüllungsansprüche oder Sanktionen für Verstöße vorsieht und der Pflichtige seine Rechte aus der Aktie nur behält, wenn er der Gesellschaft gegenüber bestimmte Verhaltensgebote befolgt.<sup>160</sup> Große praktische Auswirkungen sollte diese Einordnung jedoch nicht haben.<sup>161</sup>

### **V. Zusammenfassung von III. und IV.**

Die einen Rechtsverlust anordnenden Vorschriften können grundsätzlich nebeneinander angewendet werden, wobei der Rechtsverlust erst endet, wenn sämtliche Pflichten erfüllt wurden. Lediglich der Anwendungsbereich der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG wird vom Anwendungsbereich der §§ 20 VII bzw. 21 IV AktG durch die §§ 20 VIII, 21 V AktG getrennt. Gleiches gilt denotwendig auch für das Verhältnis zwischen § 20 VII AktG und § 21 IV AktG.

In dogmatischer Hinsicht gilt es zu beachten, dass es sich bei den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG um zivilrechtliche Sanktionsnormen mit einer spezifischen, rechtsgestaltenden, gesellschaftsrechtlichen Wirkung handelt, da sie in den Kernbereich der Mitgliedschaft eingreifen und die Willensbildung und Entscheidungsfindung der Hauptversammlung beeinflussen. Dieses Konzept ist nicht unproblematisch, da es die Gefahr der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen erhöht. Das dogmatische Konzept ist deshalb abschließend nochmals zu thematisieren. Da der Rechtsverlust zudem zumindest strafähnlichen Charakter hat, muss er

---

<sup>158</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1, 7; Verse, BKR 2010, 328, 330; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; Vetter, WM 2002, 1999, 2007; a.A. Starke, S. 251. Zu weiteren daraus folgenden Prinzipien siehe die Ausführungen zu den verfassungsrechtlichen Grenzen der Auslegung.

<sup>159</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1223 unter Verweis auf GK-Windbichler, § 20 Rn. 9 sowie Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 7.

<sup>160</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1223 ff.

<sup>161</sup> Vgl. z.B. die Ausführungen von Mülbart zum Verschuldensmaßstab und zur Zurechnung eines vorsätzlichen Verhaltens Dritter auf den Seiten 1230 und 1237.

stets auch an den rechtsstaatlichen Grundsätzen für das Strafrecht gemessen werden.

## **B. Erscheinungsformen des Rechtsverlusts in anderen Rechtsordnungen**

### **I. Untersuchungsbedarf**

Sowohl § 28 WpHG als auch § 59 WpÜG dienen der Umsetzung europäischer Richtlinien. Neben dem Gebot der richtlinienkonformen Auslegung ist deshalb grundsätzlich, unabhängig davon, dass die Herkunft einer Richtlinie aus dem Rechtssystem bestimmter Mitgliedstaaten als unbeachtlich zu gelten hat,<sup>162</sup> die Art und Weise der Umsetzung und Auslegung einer Richtlinie durch die übrigen Mitgliedstaaten bzw. deren Gerichte bei der Auslegung rechtsvergleichend zu berücksichtigen.<sup>163</sup> Die Umsetzung in anderen Mitgliedstaaten kann dabei das eigene Auslegungsergebnis bekräftigen oder Zweifel wecken.<sup>164</sup> Dies ändert sich auch nicht dadurch, dass die entsprechenden Richtlinien den Mitgliedstaaten einen weiten Spielraum bei der Ausgestaltung der Sanktionierung belassen. Sofern sich nämlich im Wege einer rechtsvergleichenden Betrachtung zeigt, dass sich die Umsetzung im deutschen Recht von der Umsetzung in den meisten anderen Mitgliedstaaten deutlich unterscheidet, so „kann“ dies ein Argument für oder gegen eine restriktive bzw. extensive Auslegung darstellen.<sup>165</sup>

Hierfür spricht, dass die rechtsvergleichende Analyse der Entwicklung oder Gestaltung von Rechtsinstituten in verschiedenen Rechtsordnungen, nicht zuletzt aufgrund der europäischen Integration und ihrer Bedeutung für die Interpretation von nationalen Vorschriften, für die Auslegung ein zunehmend bedeutsames Postulat ist.<sup>166</sup>

Zusätzlich lassen sich für dieses Ergebnis auch die Motive des deutschen Gesetzgebers anführen.<sup>167</sup> So begründete dieser die anfängliche Beschränkung des § 28 WpHG a.F. auf einen Stimmrechtsverlust damit, dass die Beschränkung in Anlehnung an die Stimmrechtssperren in Großbritannien, Frankreich und den

---

<sup>162</sup> Lutter, JZ 1992, 593, 601 f.

<sup>163</sup> Assmann/Schneider-Assmann, Einl. Rn. 99.

<sup>164</sup> Lutter, JZ 1992, 593, 604.

<sup>165</sup> Ähnlich Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 162; Vetter, WM 2002, 1999, 2009 f.; Traugott/Schäfer, NZG 2004, 158, 160 f.

<sup>166</sup> Tettinger, Rn. 213; BVerfGE 3, 225, 244; BVerfGE 34, 269, 287 f.; BVerfG, EuGRZ 2001, 150.

<sup>167</sup> Dies neuerdings auch betonend Verse, NZG 2009, 1331, 1333.

Niederlanden erfolge.<sup>168</sup> Diesem Leitbild ist der Gesetzgeber bis in die Gegenwart treu geblieben, wenn er sagt, dass sich das WpÜG an international üblichen Standards orientieren solle, und folglich z.B. die Kontrollschwelle des § 29 II WpÜG mit den Regelungen in anderen europäischen Staaten begründet.<sup>169</sup> Selbiges verdeutlicht die Gesetzesbegründung zum Tatbestand des abgestimmten Verhaltens nach § 30 II WpÜG, nach welcher § 30 II WpÜG Verhaltensweisen erfassen soll, die international unter dem Begriff des Acting in Concert zusammengefasst werden.<sup>170</sup> Zuletzt legt auch die sorgfältige rechtsvergleichende Vorbereitung des WpÜG, im Rahmen der insbesondere der englische City Code on Takeovers and Mergers (City Code) als Maßstäbe setzend angesehen wurde, eine rechtsvergleichende Betrachtung nahe.<sup>171</sup>

## II. Fortgang der Untersuchung

Deshalb soll nun zunächst einmal der Blick auf die Sanktionen zur Durchsetzung der Mitteilungspflichten der Art. 9 ff. Transparenzrichtlinie II in zwei anderen<sup>172</sup> Mitgliedstaaten gerichtet werden. Nach Art. 28 I der Richtlinie verbleibt den Mitgliedstaaten hierbei ein großer Spielraum, da sie nur sicherstellen müssen, dass bei Verstößen gegen die Vorschriften der Richtlinie zumindest geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder zivil- und/oder verwaltungsrechtliche Sanktionen gegen die verantwortlichen Personen verhängt werden können, die wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind.<sup>173</sup>

Danach soll die Rechtslage bezüglich der Durchsetzung des Pflichtangebots nach Art. 5 I der Übernahmerichtlinie in diesen Mitgliedstaaten erörtert werden. Die Vorgaben der Übernahmerichtlinie sind dabei mit denen der Transparenzrichtlinie II vergleichbar. Auch die Übernahmerichtlinie erlegt in Art. 17 den Mitgliedstaaten nur den üblichen Enforcement-Mindeststandard auf. Danach müssen die Mitgliedstaaten Sanktionen festlegen, die bei einem Verstoß gegen die einzelstaatlichen Vorschriften zur Umsetzung der Richtlinie zu verhängen sind und alle geeigneten Maßnahmen treffen, um deren Durchsetzung zu gewährleisten, wobei die Sanktionen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein müssen.

<sup>168</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 2; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56.

<sup>169</sup> Begr. RegE BT/Drucks. 14/7034 S. 28, 53.

<sup>170</sup> Begr. RegE BT/Drucks. 14/7034 S. 54; kritisch zu diesem Begriff Casper, ZIP 2003, 1469, 1470 f.; ihm im Rahmen des § 30 II WpÜG folgend LG Hamburg, ZIP 2007, 427, 429; OLG Frankfurt a.M., NJW 2004, 3716, 3718.

<sup>171</sup> Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 384 f., 388; Maier, S. 82; Matthes, S. 71.

<sup>172</sup> Das Vereinigte Königreich und Österreich.

<sup>173</sup> Kritisch bezüglich der Sanktion des § 28 WpHG deshalb Scholz, AG 2009, 313, 315 f.

Zusätzlich soll sich der Rechtslage in der Schweiz gewidmet werden, obwohl diese kein Mitglied in der EU ist, da auch das schweizerische Recht Vorschriften zur Beteiligungspublizität und zum Pflichtangebot kennt, welche es durchzusetzen gilt. Abgerundet werden sollen die rechtsvergleichenden Überlegungen mit einem Blick in die USA, deren Rechtsordnung zwar kein Pflichtangebot enthält,<sup>174</sup> deren kapitalmarktrechtliche Sanktionen jedoch ungeachtet dessen vergleichsweise herangezogen werden sollen, um die Sanktion des Rechtsverlusts abschließend im internationalen Kontext einordnen zu können.

### **III. Sanktionen zur Durchsetzung der Mitteilungspflichten**

#### **1. Vereinigtes Königreich<sup>175</sup>**

Offenlegungspflichten und daran anknüpfende Sanktionen kennt das Recht des Vereinigten Königreichs bereits seit dem Jahre 1947. Die entsprechenden Vorschriften befanden sich lange Zeit in Section (Sec.) 198 - 219 des Companies Act 1985. Seit dem 20. Januar 2007 sind diese Bestimmungen in den Disclosure and Transparency Rules (DTR) aufgegangen, die von der Financial Service Authority<sup>176</sup> (FSA) in Übereinstimmung mit der ihr in Sec. 89A des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) erteilten Ermächtigung zur Umsetzung der Vorgaben der Transparenzrichtlinie in das von ihr erarbeitete Handbook of Rules and Guidance (FSA Handbook) aufgenommen wurden.<sup>177</sup>

Gem. der DTR 5.1.2 des FSA Handbooks wird die Mitteilungspflicht bezüglich Emittenten, deren Heimatstaat das Vereinigte Königreich ist, ausgelöst, sofern die Grenze von 3 %<sup>178</sup> der Stimmrechte über- oder unterschritten wird. Bei einem über der Eingangsschwelle liegenden Stimmrechtsanteil ist zudem jede weitere Veränderung von 1 % dem Emittenten und nach DTR 5.9.1 auch der FSA

---

<sup>174</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 35 WpÜG Rn. 30; Traugott/Schäfer, NZG 2004, 158, 160; Hopt, ZHR 166 (2002), 383, 415; anders jedoch teilweise die bundesstaatlichen Übernahmegesetze, vgl. Fischer, S. 150 f.; Josenhans, S. 80 f.; Gaede, S. 115.

<sup>175</sup> Siehe hierzu vornehmlich Veil/Wundenberg, S. 123 ff.; überholt dagegen die Ausführungen bei KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 17 f.; Heinrich, S. 222; Burgard, S. 175 ff.

<sup>176</sup> Zur Organisation und den Aufgaben der FSA siehe Halfpap, S. 61 ff.

<sup>177</sup> Das ein solches Vorgehen in Deutschland nicht mit Art. 80 GG vereinbar wäre, dürfte außer Frage stehen. Zum Umsetzungsprozess vgl. auch Veil/Wundenberg, S. 88 f.

<sup>178</sup> Diese niedrige Eingangsschwelle rechtfertigt sich dadurch, dass der Mittelwert des größten Stimmrechtsblocks in britischen Aktiengesellschaften nur etwa 10 % beträgt, vgl. Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 404, die sich deswegen auch gegen die Einführung prozentualer Meldeintervalle in das WpHG aussprechen.

mitzuteilen.<sup>179</sup> Die Mitteilung hat dabei gem. DTR 5.8.3 so schnell wie möglich, spätestens jedoch bis zum Ende des zweiten Handelstages zu erfolgen. Für nicht im Vereinigten Königreich inkorporierte Emittenten, deren Heimatstaat gleichwohl das Vereinigte Königreich ist, gelten hingegen die Mindestschwellen und die Minimalfrist von vier Tagen der Transparenzrichtlinie.

Die Sanktionen im Vereinigten Königreich sind aufsichtsrechtlich geprägt. Verstöße können durch die FSA nach Sec. 91 (1B) FSMA durch die Verhängung eines Bußgelds (sog. penalty) geahndet werden, wobei es in diesem Zusammenhang hervorzuheben gilt, dass die Bemessung desselbigen im freien Ermessen der FSA steht.<sup>180</sup> Außerdem kann sie den Verhaltensverstoß unter Bekanntgabe des Namens des Meldepflichtigen veröffentlichen (sog. public censure).<sup>181</sup> Ferner kann die FSA dem säumigen Aktionär nach Sec. 89L (3) FSMA den weiteren Handel mit den entsprechenden Wertpapieren verbieten.

Eine zivilrechtliche Haftungsgrundlage existiert dagegen nicht. Selbiges gilt für einen dem deutschen Recht vergleichbaren Rechtsverlust. Gleichwohl ist diese Sanktion dem Recht des Vereinigten Königreichs nicht gänzlich unbekannt. So wird bei einem Verstoß gegen die Offenlegungspflichten der Sec. 791 ff.<sup>182</sup> des Companies Act 2006 u.a. der Verlust der Stimmrechte angeordnet.

Sofern man abschließend berücksichtigt, dass die FSA der Rechtsdurchsetzung aufgrund der in der Vergangenheit diesbezüglich geäußerten Kritik in letzter Zeit nachweislich einen größeren Stellenwert beimisst und dementsprechend die intensive Beaufsichtigung der Marktteilnehmer sowie eine glaubhafte Abschreckung durch ein rigoroses Enforcement von Regelverstößen zu ihren Maximen

---

<sup>179</sup> Die Mitteilungspflichten gehen im Vereinigten Königreich sehr weit, da sie seit dem 1. Juni 2009 über die DTR 5.1. und 5.3. z.B. auch sog. Contracts for Difference erfassen. Die Mitteilungspflicht erfasst dabei alle Finanzinstrumente, die in ihrer Wirkung dem Halten von Aktien oder Erwerbsrechten für Aktien wirtschaftlich vergleichbar sind (sog. SEE-Instrumente), so dass dem Meldepflichtigen kein Einfluss auf die Stimmrechtsausübung zukommen muss.

<sup>180</sup> Veil/Wundenberg, S. 8; Halfpap, S. 100 f. Dies ist umso bemerkenswerter, da die FSA die Festsetzung entsprechender Bußgelder auch auf eine Verletzung der sog. Principles des FSA Handbooks stützen kann, vgl. Veil/Wundenberg, S. 6, 11, 151.

<sup>181</sup> Vgl. insofern Halfpap, S. 100, 221, der auf die mit einer öffentlichen Rüge einhergehende gesellschaftliche Missbilligung hinweist.

<sup>182</sup> Diese Regelungen sehen einen Offenlegungsanspruch des Emittenten vor, wenn eine Person dazu berechtigt ist, die aus den Aktien resultierenden Rechte auszuüben, ohne dass sie der registrierte Inhaber der Aktien ist (sog. interests in shares).

erklärt hat,<sup>183</sup> sollten an der Durchsetzung der Vorgaben der Transparenzrichtlinie keine Zweifel bestehen.

## 2. Österreich<sup>184</sup>

Im österreichischen Recht haben nach § 91 I Börsegesetz 1989 (BörseG) natürliche oder juristische Personen, die unmittelbar oder mittelbar zum Handel an einem geregelten Markt zugelassene Aktien eines Emittenten, für den Österreich der Herkunftsmitgliedstaat ist, erwerben oder veräußern, unverzüglich, spätestens jedoch nach zwei Handelstagen, die Finanzmarktaufsicht (FMA), das betroffene Börseunternehmen (Wiener Börse AG) und den Emittenten über den Anteil an Stimmrechten zu unterrichten, den sie nach dieser Transaktion halten. Die Eingangsschwelle liegt bei 5 %. Die weiteren Schwellenwerte unterscheiden sich leicht von denen des WpHG.<sup>185</sup> § 91 I BörseG erfasst jedoch nur solche Änderungen der Beteiligungsverhältnisse, die auf einem Erwerbs- oder Veräußerungsvorgang beruhen.<sup>186</sup>

Sofern der Meldepflichtige die Mitteilungspflicht nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt, begeht er eine Verwaltungsübertretung, die nach § 48 I Ziff. 5 BörseG mit einer Geldstrafe bis zu 30.000 € bestraft werden kann. Zivilrechtliche Ruhensfolgen kennt das BörseG hingegen nicht. Diese Sanktionslücke kann nach der Rechtsprechung des OGH auch nicht durch eine entsprechende Satzungsbestimmung geschlossen werden.<sup>187</sup> Die Existenz zivilrechtlicher Schadensersatzansprüche ist folgerichtig auch im österreichischen Recht eher zu bezweifeln.<sup>188</sup>

## 3. Schweiz<sup>189</sup>

In der Schweiz sind die maßgeblichen Vorschriften im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) enthalten. Nach Art. 20 I BEHG hat derjenige, der direkt, indirekt<sup>190</sup> oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten

---

<sup>183</sup> Veil/Wundenberg, S. 9, 12 f., 151.

<sup>184</sup> Zur Beteiligungspublizität in Österreich vgl. insbesondere MüKo/AktG-Doralt/Diregger, § 15 Rn. 93 ff.

<sup>185</sup> § 91 I BörseG nennt zudem die Schwellen von 35, 40, 45 und 90 % sowie die nach § 27 I Ziff. 1 ÜbG durch Satzungsbestimmung unter Umständen herabgesetzte Kontrollschwelle.

<sup>186</sup> Kritisch Winner, GesRZ 2010, 7, 12.

<sup>187</sup> Die Effektivität der Durchsetzung der Vorschriften zur Beteiligungstransparenz wird deswegen skeptisch betrachtet, vgl. Winner, GesRZ 2010, 7, 12, der die Statuierung eines Stimmrechtsverlusts vorschlägt.

<sup>188</sup> Anders Diregger, GesRZ 2010, 19, 25 f.; Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 938.

<sup>189</sup> Siehe zu Rechtslage in der Schweiz Schenker, S. 60 ff.

<sup>190</sup> Meldepflichtig ist daher gem. Art. 9 III BEHV-FINMA stets die wirtschaftlich berechnete Person, welche die Stimmrechte aus den Aktien ausüben oder über deren Ausübung im eigenen Interesse bestimmen kann.

Aktien, Erwerbs- oder Veräußerungsrechte<sup>191</sup> einer Gesellschaft mit Sitz<sup>192</sup> in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind, für eigene Rechnung erwirbt oder veräußert und dadurch einen bestimmten prozentualen Grenzwert der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, berührt, dies der Gesellschaft und den betroffenen Börsen<sup>193</sup> mitzuteilen. Die Meldung hat gem. Art. 22 I BEHV-FINMA innerhalb von vier Tagen nach dem Entstehen der Meldepflicht zu erfolgen. Die Eingangsschwelle liegt bei 3 %. Die weiteren Schwellen entsprechen ungefähr denen des WpHG.<sup>194</sup> Während der Dauer des Übernahmeverfahrens gilt nach Art. 19 BEHV-FINMA aber ausschließlich die verschärfte Meldepflicht der Art. 31 BEHG, 38 ff. UEV.

Verletzungen der Meldepflicht können gem. Art. 41 BEHG mit einem Bußgeld geahndet werden. Sofern der Meldepflichtige vorsätzlich gehandelt hat, kann dieses maximal das Doppelte der wertmäßigen Differenz zwischen dem aktuellen Anteil des Pflichtigen und dem von ihm zuletzt gemeldeten Anteil betragen. Die Buße kann damit exorbitante Beträge erreichen. Ist dem Aktionär dagegen nur fahrlässiges Handeln nachweisbar, so darf das Bußgeld höchstens 1.000.000 Schweizer Franken (ca. 740.000 €) betragen.<sup>195</sup> Die Sanktion trifft gem. der Art. 6 I, 7 I des Bundesgesetzes über das Verwaltungsstrafrecht (VStrR) jedoch nicht die von der Pflichtverletzung profitierende Gesellschaft, sondern die natürliche Person, die für die Pflichterfüllung verantwortlich war.<sup>196</sup> Art. 41 BEHG hat allerdings in der Praxis bisher keine große Rolle gespielt.

---

<sup>191</sup> Die Meldepflicht des Art. 20 I BEHG geht sehr weit und knüpft nach Art. 11 I BEHV-FINMA bereits an das Verpflichtungsgeschäft an. Darüber hinaus erfasst sie über die Art. 20 II bis BEHG, 15 BEHV-FINMA auch Derivate ohne Realerfüllung, sofern diese wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben, wobei sog. Contracts for Difference sogar unabhängig von dem genauen Hintergrund des Erwerbs meldepflichtig sind. Zum genauen Ausmaß der Vorschriften vgl. Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846, 850; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 583 f.; Schenker, S. 71 ff.

<sup>192</sup> Damit ist der statuarische Sitz gemeint, wobei in der Praxis auch Gesellschaften mit ausländischem stauarischem Sitz erfasst werden, sofern sich der Sitz ihrer tatsächlichen Verwaltung in der Schweiz befindet.

<sup>193</sup> Die Börsen haben gem. den Art. 25 ff. BEHV-FINMA eine Offenlegungsstelle einzurichten, die Meldungen entgegennimmt, deren Veröffentlichung überwacht und notfalls in Kooperation mit der FINMA durchsetzt. Da auch der Emittent und die Börsen nach den Art. 20 IV, 31 IV BEHG zur Unterstützung der staatlichen Stellen verpflichtet sind, trägt ihre Tätigkeit maßgeblich zur Herstellung der Transparenz bei.

<sup>194</sup> Art. 20 I BEHG sieht statt der Schwellen von 30 und 75 % solche von 33⅓ und 66⅔ % vor.

<sup>195</sup> Kritisch Schenker, S. 192 f., der hierin eine unzulässige Kriminalisierung fahrlässiger Pflichtverletzungen sieht und auch die Geldbuße für vorsätzliches Handeln auf ein Höchstmaß von 2.000.000 reduzieren will.

<sup>196</sup> Etwas anderes gilt nach Art. 7 I VStrR lediglich, sofern die Ermittlung der natürlichen Person mit einem unverhältnismäßigen Aufwand verbunden wäre und die Strafe nicht mehr als 5.000 Schweizer Franken beträgt, vgl. auch FraKo/WpÜG-Rönnau, Vor. § 60 Rn. 34.



Zusätzlich eröffnet § 20 IVbis BEHG der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), der Gesellschaft sowie ihren Aktionären die Möglichkeit, das Stimmrecht des säumigen Aktionärs definitiv oder im Wege einer superprovisorischen Verfügung durch das zuständige Zivilgericht für die (Höchst-)Dauer von fünf Jahren suspendieren zu lassen. Bei einer Verletzung der Meldepflicht im Hinblick auf ein Übernahmeangebot steht das Antragsrecht zudem der Übernahmekommission<sup>197</sup> (SÜbK) zu. Hierdurch soll verhindert werden, dass der Aktionär die unter Verstoß gegen die Meldepflicht erworbenen Aktien verwenden kann, um die Willensbildung der Generalversammlung zu beeinflussen.<sup>198</sup> Ob diese Sanktion ein Verschulden voraussetzt, ist umstritten.<sup>199</sup> Selbiges gilt für die Frage, ob sich die Suspendierung auf sämtliche Aktien bezieht.<sup>200</sup>

#### **IV. Sanktionen zur Durchsetzung des Pflichtangebots**

##### **1. Vereinigtes Königreich**

Das Vereinigte Königreich verfügt bereits seit dem Jahre 1972 über eine Pflichtangebotsregelung (sog. mandatory bid rule), die ihrer Zeit in den erst vier Jahre zuvor im Wege der Selbstregulierung der betroffenen Wirtschaftskreise erlassenen City Code on Takeovers and Mergers eingeführt wurde.<sup>201</sup> Das Regelwerk wird in seiner aktuellen Fassung als Takeover Code veröffentlicht und ist nunmehr in den die Umsetzung der Übernahmerichtlinie betreffenden Bereichen mit Gesetzeskraft ausgestattet. Nach Rule 9.1 (a) des Takeover Codes besteht für jede Person, die durch den Erwerb eines sog. interest in shares<sup>202</sup> allein oder im Zusammenwirken mit Anderen<sup>203</sup> mindestens 30 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft<sup>204</sup> erlangt, die Pflicht, sämtlichen außenstehenden Aktionären

---

<sup>197</sup> Die Übernahmekommission ist eine unabhängige eidgenössische Spezialbehörde, die als Fachbehörde allein im Übernahmerecht tätig ist.

<sup>198</sup> Andere Mitgliedschaftsrechte werden deshalb nicht von der Sanktion erfasst, vgl. Schenker, S. 186 f.

<sup>199</sup> Vgl. Schenker, S. 184, der angesichts des tiefgreifenden Eingriffs in die Eigentumsrechte einen Stimmrechtsverlust nur bei vorsätzlichem Handeln annimmt.

<sup>200</sup> Siehe hierzu Schenker, S. 187 f., der sich aufgrund des Gesetzeszwecks dafür stark macht, die Suspendierung nur im Falle eines gesetzeswidrigen Hinzuwerbs und lediglich hinsichtlich der über dem zuletzt gemeldeten Grenzwert liegenden Stimmrechte eingreifen zu lassen.

<sup>201</sup> Zur Historie des britischen Übernahmerechts siehe Baums/Thoma-Baums/Hecker, Vor. § 35 Rn. 3; Baum, RIW 2003, 421, 424; Gaede, S. 93 f.; Nyenhuis, S. 48 f.

<sup>202</sup> Die Angebotspflicht kann nach diesem Konzept sogar durch sog. Contracts for Difference ausgelöst werden, vgl. Veil/Übernahmerecht-Crawshay, S. 85 f.

<sup>203</sup> Zum Begriff des Acting in Concert siehe Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 161 f.; FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 14 ff.; Gaede, S. 96 ff.; Löhnefink, S. 39 ff.

<sup>204</sup> Nach Introduction, paragraph 3 (a) sind dies alle Publikumsgesellschaften mit Sitz im Vereinigten Königreich, auf den Kanalinseln oder Isle of Man unabhängig von ihrer Börsennotierung sowie Personengesellschaften, die

ein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien zu unterbreiten.<sup>205</sup> Selbiges gilt gem. Rule 9.1 (b) für denjenigen, der zwischen 30 und 50 % der Stimmrechte hält und auch nur eine weitere Aktie hinzuerwirbt (sog. creeper rule).<sup>206</sup> Zudem enthält der Takeover Code in Rule 8.3 eine weit über die Regelungen DTR hinausgehende Transparenzvorschrift, die denjenigen, der das wirtschaftliche Risiko aus mindestens 1 % der Anteile einer Aktiengattung trägt, verpflichtet, während des Übernahmeverfahrens jede Transaktion bezüglich dieser Aktien offenzulegen.<sup>207</sup>

Die Aufsicht über die Einhaltung der Vorschriften des Takeover Codes und die Sanktionierung von Regelverstößen obliegt dem ursprünglich als private Selbstverwaltungseinrichtung tätigen Panel on Takeovers and Mergers<sup>208</sup> (Panel), welches als Aufsichtsbehörde i.S.d. Übernahmerichtlinie bestimmt wurde und dessen Sanktionsmöglichkeiten<sup>209</sup> nunmehr gesetzlich normiert sind.

Das Panel kann nach Introduction, paragraph 11 (a) bei einem vermuteten Regelverstoß ein Verfahren vor dem Hearings Committee einleiten, das gem. Introduction, paragraph 11 (b) zu einem privaten oder öffentlichen Verweis führen kann (sog. private reprimand bzw. public censure). Die öffentliche Kritik wird dabei regelmäßig zu einem erheblichen Reputationsverlust führen.<sup>210</sup> Zudem kann das Panel den Verstoß anderen Behörden - insbesondere der FSA - melden, damit diese weitere Sanktionen veranlassen können. So kann die FSA beispielsweise zahlreiche Maßnahmen in Bezug auf genehmigungspflichtige Finanzdienstleister ergreifen, die bis zum Entzug der Genehmigung zum Betreiben des sog. investment business reichen.<sup>211</sup> Außerdem unterliegen börsenno-

---

innerhalb der letzten 10 Jahre an der Börse notiert waren oder deren Anteile auf sonstige Weise öffentlich gehandelt wurden.

<sup>205</sup> Der Anteil der Pflichtangebote ist im Vereinigten Königreich aufgrund des stark verbreiteten Streubesitzes allerdings sehr gering, vgl. Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 533; Veil/Übernahmerecht-Crawshay, S. 89, der im selben Kontext aber auf die praktische Relevanz der Befreiungstatbestände hinweist.

<sup>206</sup> Siehe hierzu Baums/Thoma-Baums/Hecker, Vor. § 35 Rn. 5; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 542; Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 301; Veil/Übernahmerecht-Crawshay, S. 84 f.

<sup>207</sup> Vgl. Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 583.

<sup>208</sup> Das Panel besteht aus dem Full Panel, dem für das Tagesgeschäft zuständigen Panel Executive, dem mit der Weiterentwicklung des Regelwerks befassten Code Committee, dem für Beschwerden zuständigen Hearings Committee sowie dem als weitere Beschwerdeinstanz eingerichteten Takeover Appeal Board, vgl. Introduction, paragraph 4 f., 7 f.; siehe ferner auch Braun, S. 272 ff.; Maier, S. 85 f.; Roßkopf, S. 164 ff.; Nyenhuis, S. 53 ff.

<sup>209</sup> Zu den Sanktionsmöglichkeiten vgl. Bittner, RIW 1992, 182, 186 f.; Braun, S. 274 ff.; Roßkopf, S. 159 ff.

<sup>210</sup> Bittner, RIW 1992, 182, 186 f.; Baum, RIW 2003, 421, 427; Braun, S. 274; differenzierend Roßkopf, S. 160; Maier, S. 95 f., die anführen, dass die Wirkung eines öffentlichen Verweises maßgeblich vom Tätigkeitsfeld des Gerügten abhängt.

<sup>211</sup> Vgl. Braun, S. 275; Maier, S. 90, 94; Elsner, S. 49 f.; siehe zu den der FSA in diesem Kontext zustehenden umfassenden Befugnissen auch die ausführlichen Ausführungen bei Halfpap, S. 78 ff.

tierte Unternehmen, die gegen die Pflichtangebotsregel verstoßen, hierdurch der Gefahr, dass die Börsennotierung vorübergehend ausgesetzt oder ihre Zulassung zur Londoner Börse sogar vollständig widerrufen wird.<sup>212</sup>

Die meisten Bieter üben jedoch keine von den Regelungen der FSA erfasste Tätigkeit aus. Das Hearings Committee kann deswegen des Weiteren eine Stellungnahme veröffentlichen, die zum Ausdruck bringt, dass der Bieter eine Person ist, die die Vorschriften des Takeover Codes missachtet. Dies hat mitunter enorme Auswirkungen, da die Regelungen der FSA und anderer Organisationen ihren Mitgliedern verbieten, für solche Personen im Rahmen einer dem Anwendungsbereich des Takeover Codes unterliegenden Transaktion tätig zu werden (sog. *could shouldering*). Der Takeover Code nimmt in diesem Zusammenhang ausdrücklich die von der FSA kontrollierten Finanzdienstleister in die Verantwortung, auf deren Mithilfe sich die FSA in Anbetracht der Möglichkeit, ihnen die Genehmigung zum Betreiben des *investment business* zu entziehen, regelmäßig verlassen kann. Durch diese Form der mittelbaren Sanktionierung wird der Bieter, da er bei einer Übernahme stets auf die Mitwirkung der Finanzdienstleister angewiesen ist, am Finanzmarkt isoliert. Weil sie ihn nicht nur in Bezug auf die aktuellen Übernahmeaktivitäten sondern auch hinsichtlich zukünftiger Transaktionen trifft, stellt sie für das Panel die *Ultima Ratio* dar.<sup>213</sup>

Darüber hinaus kann das Panel gem. Introduction, paragraph 10 (b) bei einem bevorstehenden oder bereits begangenen Regelverstoß jede Anordnung treffen, die aus seiner Sicht erforderlich ist, um ein gesetzeskonformes Verhalten der betreffenden Person sicherzustellen. So hat das Panel in der Vergangenheit z.B. schon den Verzicht auf die Ausübung der Stimmrechte oder den Verkauf erworbener Aktien angeordnet.<sup>214</sup> Selbiges gilt für einen Verzicht auf die Durchsetzung der Vorschriften des Takeover Codes zugunsten der verletzten Partei (sog. *waiver of the code*), der *de lege lata* auch unmittelbar auf Introduction, paragraph 2 (c) (ii) gestützt werden kann.<sup>215</sup> Ferner kann das Panel nach Introduction, paragraph 10 (c) vom Bieter verlangen, dass dieser den aktuellen und früheren

---

<sup>212</sup> Braun, S. 274; Maier, S. 95; Roßkopf, S. 161; Ulbricht, S. 10; Elsner, S. 51.

<sup>213</sup> Zum *could shouldering* siehe Baum, RIW 2003, 421, 427; Braun, S. 274 f.; Roßkopf, S. 162; Maier, S. 95; Elsner, S. 50 f.; vgl. ebenfalls Bittner, RIW 1992, 182, 186, die die praktische Relevanz dieser gravierenden Sanktionsform als gering einschätzt; a.A. Roßkopf, S. 222.

<sup>214</sup> Roßkopf, S. 163 (Fn. 522); Elsner, S. 52; Letzteres für das deutsche Recht vorschlagend Lutter/Schneider, ZGR 1975, 182, 207 f.; noch weitergehend Mühle, S. 165; zu Recht kritisch Burgard, S. 192.

<sup>215</sup> Siehe zu dieser Möglichkeit Bittner, RIW 1992, 182, 186; Roßkopf, S. 158 f.; Maier, S. 96.

Anlegern eine zu verzinsende Kompensation leistet, deren Größenordnung<sup>216</sup> das Panel danach bestimmt, welchen Betrag es für erforderlich erachtet, um die Anleger so zu stellen, wie diese stünden, wenn der Bieter seinen Pflichten ordnungsgemäß nachgekommen wäre.<sup>217</sup> Gem. Introduction, paragraph 10 (d) kann es dabei die Gerichte um Durchsetzung dieser Maßnahmen ersuchen.

Insgesamt steht dem Panel damit ein großes Arsenal an Sanktionsmöglichkeiten zur Verfügung, welches sich bereits in der Vergangenheit als äußerst wirksam erwiesen hat.<sup>218</sup> Dies gilt umso mehr, als dass dem Panel jüngst in Introduction, paragraph 9 gesetzliche Ermittlungsbefugnisse eingeräumt wurden.<sup>219</sup> Dazu unterliegt der Rechtsschutz gegen Entscheidungen des Panels zahlreichen Restriktionen und hat deshalb in der Vergangenheit nahezu keine Rolle gespielt.<sup>220</sup> Außerdem gilt es noch zu berücksichtigen, dass das Panel nach Introduction, paragraph 2 (b) die Regelungen des Takeover Codes über ihren Wortlaut hinaus nach ihrem Geist anwenden kann<sup>221</sup> und die von ihm verhängten Sanktionen unabhängig von einem Verschulden des Bieters eintreten<sup>222</sup>.

Diese machtvolle Position des Panels wird zuletzt auch noch durch seine Einbindung in die Londoner Finanzwelt, durch seine personelle Zusammensetzung<sup>223</sup> sowie seine überaus schnelle und unbürokratische Entscheidungsfindung<sup>224</sup> und den aus diesen Aspekten resultierenden Goodwill, den andere Organisationen ihm entgegenbringen, verstärkt.<sup>225</sup>

---

<sup>216</sup> Im Fall Guinness 75 Millionen Pfund, vgl. Bittner, RIW 1992, 182, 186.

<sup>217</sup> Eine derartige Verbindung von Repression und Restitution de lege ferenda befürwortend Halfpap, S. 221 f., der anführt, dass auf diese Weise das Problem der unklaren zivilrechtlichen Haftung gelöst werden könne.

<sup>218</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 8; Roßkopf, S. 163, 234; Braun, S. 274 ff.; Nyenhuis, S. 56 f.; Matthes, S. 72; Elsner, S. 48 ff.

<sup>219</sup> Zuvor war das Panel auf die freiwillige Mitarbeit der Betroffenen oder die Zusammenarbeit mit anderen Organisationen angewiesen, vgl. Roßkopf, S. 164, 175 f., 229.

<sup>220</sup> Bittner, RIW 1992, 182, 187; Baum, RIW 2003, 421, 427 f.; Siemers, S. 123 f.; Roßkopf, S. 204 ff.; Elsner, S. 53 f.; Braun, S. 277 ff.

<sup>221</sup> Diesen Aspekt betonend Ulbricht, S. 11; Matthes, S. 72; Nyenhuis, S. 50 f.; Löhnefink, S. 37; Roßkopf, S. 156 ff.; Braun, S. 280, der meint, dass die nunmehr bestehende gesetzliche Basis zu Einschränkungen bei der Interpretation der Regelungen führen wird; a.A. vor der Umsetzung der Richtlinie Ulbricht, S. 12.

<sup>222</sup> Vgl. Roßkopf, S. 159.

<sup>223</sup> Baum, RIW 2003, 421, 426 f.; Maier, S. 85; Matthes, S. 72; Roßkopf, S. 163, 166, 222; Nyenhuis, S. 59; Braun, S. 272, vgl. auch Introduction, paragraph 4 (a).

<sup>224</sup> Baum, RIW 2003, 421, 426; Roßkopf, S. 169 f.; Nyenhuis, S. 54; Braun, S. 273.

<sup>225</sup> Elsner, S. 52.

## 2. Österreich<sup>226</sup>

In Österreich muss nach § 22 I Übernahmegesetz (ÜbG) derjenige, der eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung an einer Zielgesellschaft<sup>227</sup> erlangt, dies der Übernahmekommission<sup>228</sup> (ÜbK) unverzüglich mitteilen und innerhalb von 20 Börsentagen ab der Kontrollerlangung ein Angebot für alle Beteiligungspapiere abgeben. Die Kontrollschwelle liegt in Österreich gem. § 22 II ÜbG bei 30 % der auf die ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte, so dass dem ÜbG nunmehr ebenfalls ein formeller Kontrollbegriff zu Grunde liegt.<sup>229</sup> Die Angebotspflicht knüpft dabei grundsätzlich auch an den passiven Kontrollerwerb an.<sup>230</sup> Sie greift zudem gem. § 22 IV ÜbG ein, wenn eine Beteiligung zwischen 30 und 50 % innerhalb eines Zeitraums von 12 Monaten durch einen Hinzuerwerb um mindestens 2 % aufgestockt wird.<sup>231</sup> Außerdem ordnet § 26a ÜbG an, dass bereits eine Beteiligung von über 26 % der ÜbK anzuzeigen ist und dass in diesem Fall die diese Schwelle übersteigenden Stimmrechte vorbehaltlich einer gesetzlichen oder einer durch die ÜbK bewilligten Ausnahme nicht ausgeübt werden können.<sup>232</sup>

Auch das Sanktionsgefüge wurde durch den Gesetzgeber<sup>233</sup> jüngst grundlegend geändert.<sup>234</sup> § 34 I ÜbG sieht nunmehr einen ex lege eintretenden und sämtliche

---

<sup>226</sup> Ausführlich Winner, ÖJZ 2006, 559.

<sup>227</sup> Nach § 2 ÜbG gilt auch die Pflichtangebotsregel nur für Beteiligungspapiere, die von einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Österreich ausgegeben wurden und an einer österreichischen Börse zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

<sup>228</sup> Bei der Übernahmekommission handelt es sich gem. § 28 I ÜbG um eine bei der Wiener Börse AG eingerichtete Kollegialbehörde richterlichen Einschlags, vgl. auch Kalss, NZG 1999, 421, 430 sowie Winner, GesRZ 2010, 7, 9, der die Rolle der ÜbK positiv bewertet, da sie den Minderheitsaktionären erfolgreich zur Durchsetzung ihrer Rechte ver helfe.

<sup>229</sup> Zu dem bis zum Jahre 2006 geltenden materiellen Kontrollbegriff und zu der vorwiegend durch die verfassungsrechtlichen Bedenken des VfGH motivierten Einführung eines formellen Kontrollbegriffs siehe Winner, ÖJZ 2006, 659, 659 ff.; ders., GesRZ 2010, 7, 9, der sich in Bezug auf den konkreten Schwellenwert überaus kritisch äußert, da in der Praxis bereits mit einer wesentlich geringeren Beteiligung ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden könne; vgl. hierzu ferner FraKo/WpÜG-Haarmann, § 29 Rn. 6.

<sup>230</sup> Baums/Thoma-Hecker, Vor. § 35 Rn. 49; Kalss, NZG 1999, 421, 423; Braun, S. 306. § 22b ÜbG nimmt aber gewisse Sachverhalte, in denen die Kontrollerlangung dem Bieter nicht zuzurechnen ist, von der Angebotspflicht aus und ordnet für diese Fälle lediglich eine Mitteilungspflicht an, wobei der Aktionär in diesem Fall grundsätzlich nicht mehr als 26 % der Stimmrechte ausüben darf; kritisch abermals Winner, ÖJZ 2006, 659, 663.

<sup>231</sup> Zur österreichischen Creeping-in-Regelung vgl. FraKo/WpÜG-Haarmann, § 29 Rn. 8; Braun, S. 307 f.

<sup>232</sup> Sog. gesicherte Sperrminorität. Siehe hierzu FraKo/WpÜG-Haarmann, § 29 Rn. 9; Gaede, S. 109; Braun, S. 308 f., der die Regelung für zu weitgehend hält; gegenteilig Winner, ÖJZ 2006, 659, 661.

<sup>233</sup> Grund hierfür waren wiederum verfassungsrechtliche Bedenken des VfGH sowie Zweifel an der Zweckmäßigkeit eines ex lege eintretenden Stimmrechtsverlusts bei geringfügig rechtswidrigen Übernahmeangeboten, vgl. FraKo/WpÜG-Rönnau, Vor. § 60 Rn. 32.

Aktien erfassenden Stimmrechtsverlust<sup>235</sup> nur noch bei besonders groben Verletzungen vor, bei denen entweder ein erforderliches Pflichtangebot gar nicht oder unter Verletzung der Preisbildungsvorschriften der §§ 16, 26 ÜbG abgegeben wurde.<sup>236</sup> Nach § 34 II ÜbG hat die ÜbK das Ruhen des Stimmrechts darüber hinaus aufzuheben, sobald ein den gesetzlichen Vorschriften entsprechendes Angebot gestellt oder eine Verletzung der Preisbildungsvorschriften kompensiert wurde. Selbiges gilt, sofern die Rechtsverletzung im konkreten Einzelfall die Vermögensinteressen der Anleger nicht gefährdet hat oder eine Gefährdung durch Bedingungen oder Auflagen beseitigt werden kann.<sup>237</sup> Alle anderen Pflichtverletzungen führen gem. § 34 III ÜbG nur dann zu einem Stimmrechtsverlust, wenn die ÜbK das Ruhen aus Gründen des Anlegerschutzes durch einen konstitutiven Bescheid ausspricht. Dabei hat die ÜbK allerdings gleichzeitig festzulegen, unter welchen Bedingungen oder Auflagen sie den Stimmrechtsverlust durch einen neuerlichen Bescheid aufheben wird.<sup>238</sup>

Daneben begehen der Bieter und die Mitglieder seiner Verwaltungsorgane gem. § 35 ÜbG eine Verwaltungsübertretung, die mit einer Buße von 5.000 bis zu 50.000 € geahndet werden kann.<sup>239</sup> Ob den Aktionären daneben auch zivilrechtliche Ansprüche zustehen, ist in Anbetracht des ihnen in § 33 I Nr. 1 und 2 ÜbG eingeräumten Rechts, unter gewissen Umständen eine Nachprüfung der Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften erwirken zu können,<sup>240</sup> aber zweifelhaft.<sup>241</sup>

Eine wesentliche Besonderheit des österreichischen Rechts stellt § 26b I ÜbG dar. Danach kann jeder Beteiligungsinhaber einen Feststellungsbescheid über

---

<sup>234</sup> Vgl. KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 7 f.; zur alten Rechtslage siehe Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 10 f.; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 8 f.; Kalss, NZG 1999, 421, 430; Siemers, S. 134 ff.

<sup>235</sup> FraKo/WpÜG-Rönnau, Vor. § 60 Rn. 32; Braun, S. 313; die praktische Relevanz des Stimmrechtsverlusts scheint allerdings gering zu sein, vgl. Winner, GesRZ 2010, 7, 10 f.; kritisch auch Dregger, GesRZ 2010, 19, 20, der an der Wirksamkeit der Sanktion u.a. deshalb zweifelt, weil ihre Durchsetzung der rechtzeitigen Initiative eines anfechtungsberechtigten Beteiligungspapierinhabers bedarf.

<sup>236</sup> Ob der Stimmrechtsverlust ein Verschulden voraussetzt, ist streitig, vgl. Winner, ÖJZ 2006, 659, 668 (Fn. 81); auf ein solches Erfordernis verzichtend FraKo/WpÜG-Rönnau, Vor. § 60 Rn. 32.

<sup>237</sup> Ob dies rückwirkend geschehen kann, war bereits im Rahmen des § 34 II ÜbG a.F. streitig, vgl. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 11.

<sup>238</sup> Zu den diesbezüglichen Möglichkeiten vgl. § 34 V ÜbG i.V.m. 25 II ÜbG; gegen eine aufsichtsrechtliche Ausgestaltung neuerdings auch Veil, ZHR 175 (2011), 83, 107 f., der u.a. zahlreiche Bedenken bezüglich der genauen Konstruktion äußert.

<sup>239</sup> Der Verwaltungsstraftatbestand wirkt angesichts der niedrigen Strafsätze aber wohl kaum abschreckend, vgl. auch FraKo/WpÜG-Rönnau, Vor. § 60 Rn. 32; Kalss, NZG 1999, 421, 430; Braun, S. 313; Siemers, S. 134.

<sup>240</sup> Die Entscheidung der ÜbK bindet dabei auch die Zivilgerichte, vgl. Baums/Thoma-Hecker, Vor. § 35 Rn. 69.

<sup>241</sup> Braun, S. 314 f.; a.A. Dregger, GesRZ 2010, 19, der auf die Regelung des § 29 II ÜbG verweist und im Ergebnis zwischen sog. Alt- und Neuanlegern differenziert.

seine Angebotspflicht beantragen. Stellt die ÜbK daraufhin seine Angebotspflicht fest, so kann der Bieter entweder ein Pflichtangebot herauslegen oder den Erwerb der kontrollierenden Beteiligung nach § 26b III ÜbG innerhalb von 20 Börsentagen rückabwickeln und damit den Sanktionen der §§ 34, 35 ÜbG entgehen, sofern er den Feststellungsantrag unverzüglich nach der Kontrollerrlangung gestellt hat und seine Stimmrechte während des Bestehens der kontrollierenden Beteiligung nicht ausübt.

Eine weitere Besonderheit besteht darin, dass die ÜbK nach § 33 I Nr. 3 ÜbG auf Antrag des Bieters, der Zielgesellschaft oder ihrer Beteiligungsinhaber<sup>242</sup> mit Wirkung für und gegen die Antragsberechtigten feststellen kann, ob ein Stimmrechtsverlust nach § 34 I ÜbG eingetreten ist. Ihre Entscheidung bindet die Zivilgerichte, welche über Anfechtungsklagen, die auf ein angebliches Ruhen von Stimmrechten gestützt werden, zu entscheiden haben.<sup>243</sup> Dem entspricht die Regelung des § 29 II ÜbG, nach der die Gerichte bei übernahmerechtlichen Vorfragen einen Feststellungsbescheid der ÜbK einzuholen haben.

### 3. Schweiz<sup>244</sup>

Auch das schweizerische Recht enthält in Art. 32 I Satz 1 BEHG eine Pflichtangebotsregelung. Die dort geregelte Angebotspflicht erstreckt sich auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft<sup>245</sup>. Sie besteht für jeden, der direkt, indirekt<sup>246</sup> oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten so viele Beteiligungspapiere erwirbt<sup>247</sup>, dass er den Grenzwert von einem Drittel der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, überschreitet. Die Einführung des Pflichtangebots war allerdings sehr umkämpft, weshalb das BEHG den Zielgesellschaften in Art. 32 I

---

<sup>242</sup> Diese sind gem. § 33 II Ziff. 4 nur antragsberechtigt, wenn sie allein oder gemeinsam mit anderen Beteiligungsinhabern über Aktien mit einem Nennbetrag oder einem anteiligen Betrag von einem Hundertstel des Grundkapitals verfügen oder Beteiligungspapiere im anteiligen Betrag von mindestens 70.000 € halten.

<sup>243</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 12; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 546; Siemers, S. 136, 303, die sich de lege ferenda für eine solche Lösung stark machen, vgl. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 8 f.; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 541 f.; Siemers, S. 304, 314; siehe zudem Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 315 f.; Vocke, BB 2009, 1600, 1606, die auf diesem Wege der Anfechtungsproblematik Herr werden wollen.

<sup>244</sup> Vgl. vornehmlich Schenker, S. 205 ff.

<sup>245</sup> Es muss sich insofern gem. Art. 22 I BEHG wiederum um eine Gesellschaft handeln, die ihren tatsächlichen Verwaltungssitz in der Schweiz hat und deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Schweizer Börse kotiert sind, vgl. auch Nobel/Drenckhan, WM 2006, 1129, 1130 f.

<sup>246</sup> Als Erwerb gilt nach Art. 30 BEHV-FINMA i.V.m. Art. 9 III BEHV-FINMA erneut jede Transaktion, die dazu führt, dass der Bieter nach wirtschaftlicher Betrachtung über die Stimmrechte verfügen kann, wobei für die Zwecke des Pflichtangebots jedoch gem. Art. 32 II BEHV-FINMA allein das Verfügungsgeschäft maßgeblich ist.

<sup>247</sup> Trotz dieses insoweit missverständlichen Wortlauts wird auch der passive Kontrollerwerb von der Regelung erfasst, vgl. Braun, S. 336.

Satz 2 BEHG die Möglichkeit einräumt, die Kontrollschwelle durch eine entsprechende Satzungsbestimmung auf bis zu 49 % anzuheben (sog. Opting-up) oder die Angebotspflicht gem. Art. 22 II, III BEHG unter gewissen Voraussetzungen<sup>248</sup> vollständig auszuschließen (sog. Opting-out).<sup>249</sup>

Nach Art. 3 I der Übernahmeverordnung (UEV) überprüft die SÜbK auch die Einhaltung der Pflichtangebotsregel. Sie kann dabei zwar nach Art. 61 UEV auf Antrag oder von Amts wegen über den Bestand der Angebotspflicht vorab verbindlich entscheiden, hat jedoch wohl keine Möglichkeit, den Bieter anschließend zur Abgabe eines Angebots zu zwingen.<sup>250</sup>

Nach Art. 32 VII BEHG kann sie aber - wie auch die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre - beim zuständigen Gericht<sup>251</sup> am Sitz der Zielgesellschaft beantragen, dass sämtliche<sup>252</sup> Stimmrechte des seine Angebotspflicht vernachlässigenden Bieters suspendiert werden, wobei die Sanktionierung im Gegensatz zu Art. 20 IVbis BEHG allerdings bereits endet, wenn der Bieter seiner Angebotspflicht nachgekommen ist.

Weil das BEHG bezüglich einer Verletzung der Angebotspflicht auch keine Geldbuße vorsieht, liegt die Durchsetzung der Angebotspflicht damit letztendlich eher auf zivilrechtlicher Ebene bei den Aktionären, die ihren Anspruch auf Übernahme ihrer Aktien gegen Zahlung des nach den Art. 40 ff. BEHV-FINMA zu ermittelnden gesetzlichen Mindestpreises gerichtlich durchsetzen können.<sup>253</sup>

Weitaus komfortabler ist die Lage der Minderheitsaktionäre indes, sofern der Bieter ein Angebot abgegeben hat, welches den materiellen Vorschriften widerspricht. In diesem Fall bleibt das Angebot in ihrem Interesse grundsätzlich bestehen und wird nur inhaltlich den entsprechenden Vorschriften angepasst.

---

<sup>248</sup> Die Opting-out-Klausel muss als generell abstrakte Norm definiert werden und darf im Falle einer nachträglichen Einführung den Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre nicht verletzen, weshalb sie nicht im Hinblick auf eine konkret bevorstehende Transaktion in die Satzung aufgenommen werden darf.

<sup>249</sup> Dies wurde damit begründet, dass die Abschaffung der Angebotspflicht Kontrollübernahmen erleichtere und infolgedessen eine disziplinierende Wirkung auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft habe, siehe insofern auch Nobel/Drenckhan, WM 2006, 1129, 1131; Schenker, S. 531 ff.; Braun, S. 336.

<sup>250</sup> Schenker, S. 540 m.w.N.; a.A. zur alten Rechtslage FraKo/WpÜG-Rönnau, Vor. § 60 Rn. 34; Baums/Thoma-Baums/Hecker, Vor. § 35 Rn. 86.

<sup>251</sup> Eine derartige Konstruktion im Interesse der Rechtssicherheit befürwortend Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1329 f., die vorschlagen, den Rechtsverlust erst nach einer vorherigen Einzelfallprüfung durch die BaFin oder ein Gericht eintreten zu lassen.

<sup>252</sup> Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 546.

<sup>253</sup> Siehe Baums/Thoma-Baums/Hecker, Vor. § 35 Rn. 88; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 546; Schenker, S. 541 ff.; die Existenz eines solchen Anspruchs offenlassend Braun, S. 342.



Bei gravierenden Mängeln ist das Angebot durch die SÜbK zu untersagen, so dass die Aktionäre nach Art. 26 BEHG i.V.m. Art. 16 UEV die Möglichkeit haben, innerhalb eines Jahres von der Annahme zurückzutreten und bereits abgewickelte Verkäufe rückgängig zu machen.<sup>254</sup>

## V. Kapitalmarktrechtliche Sanktionen in den USA

Nach Sec. 13 (d) (1) des Security Exchange Act 1934 (SEA) ist jede Person, die direkt oder indirekt<sup>255</sup> mehr als 5 % einer registrierungspflichtigen Anteilsgattung einer börsennotierten Aktiengesellschaft erworben hat, verpflichtet, dies der Gesellschaft, den betroffenen Wertpapierbörsen und der Securities and Exchange Commission (SEC)<sup>256</sup> mitzuteilen. Die Einreichung des entsprechenden SEC Schedule 13D, auf welchem von Seiten des Aktionärs auch noch weitere Informationen hinsichtlich seiner Beteiligung preisgegeben sind,<sup>257</sup> hat im Falle der erstmaligen Überschreitung der Eingangsschwelle innerhalb von zehn Tagen (sog. ten day window)<sup>258</sup> und bei einer sich daran anschließenden wesentlichen Veränderung des Anteilsbesitzes<sup>259</sup> oder der erteilten Auskünfte gem. Sec. 13 (d)(2) SEA unverzüglich zu erfolgen.<sup>260</sup>

Durchsetzungsinstanz für das bundesstaatliche Kapitalmarktrecht der USA ist die im Jahre 1934 zur Beaufsichtigung des Wertpapierhandels gegründete SEC, der weitreichende Regelungskompetenzen eingeräumt sind.<sup>261</sup> Zu ihren Aufgaben gehört es, Vorschriften zur Ausführung und Durchsetzung der US-amerikanischen Kapitalmarktgesetze zu erlassen (sog. rules and regulations)

---

<sup>254</sup> Diese Regelung ist für den Bieter sehr belastend, weil sie einer Call-Option zum Rückkauf der Aktien gleichkommt, vgl. Schenker, S. 330 f.

<sup>255</sup> Meldepflichtig ist nach SEC Rule 13d-3 (a) der wirtschaftliche Eigentümer (sog. beneficial owner), der das Stimmrecht ausübt, über An- und Verkauf der Anteile entscheidet oder gem. SEC Rule 13d-3 (d) 1 eine Option hält, die ihn zum Erwerb von Anteilen innerhalb von 60 Tagen berechtigt. Gleiches gilt nach SEC Rule 13d-3(b) für eine Person, die die Anteilszurechnung absichtlich verhindert, um die Mitteilungspflichten zu umgehen, vgl. auch Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 582; Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501, 1508.

<sup>256</sup> Zur Organisation und den Aufgaben der SEC siehe Halfpap, S. 116 ff.

<sup>257</sup> Z.B. Angaben in Bezug auf die Herkunft der verwandten Mittel und die mit dem Erwerb verfolgten Zwecke, insbesondere im Hinblick auf einen möglichen Kontrollerwerb, vgl. Möllers/Holzner, NZG 2008, 166, 168; Merkt/Göthel, Rn. 1331; Fischer, S. 164; Gaede, S. 116 f.

<sup>258</sup> Siehe hierzu KöKo/WpHG-Hirte, § 21 Rn. 41; Möllers/Holzner, NZG 2008, 166, 169; Merkt/Göthel, Rn. 1333.

<sup>259</sup> Nach SEC Rule 13d-2 wird eine solche Änderung vermutet, wenn der Aktionär 1 % oder mehr Anteile hinzuerwirbt.

<sup>260</sup> Zu den US-amerikanischen Mitteilungspflichten und den Ausnahmen für sog. passive Investoren vgl. allgemein KöKo/WpHG-Hirte, § 21 Rn. 39 ff.; Möllers/Holzner, NZG 2008, 166, 168 f.; Merkt/Göthel, Rn. 1331 ff.; Heinrich, S. 236 ff.; Gaede, S. 116 ff.; Fischer, S. 161 ff.

<sup>261</sup> Zu den Regelungsbefugnissen der SEC siehe insbesondere Halfpap, S. 126 ff.; für einen kurzen Überblick außerdem KöKo/WpHG-Hirte/Heinrich, Einl. Rn. 130.

sowie die gesetzlichen Normen durch allgemeingültige releases oder einzelfallbezogene no action letters auszulegen. Zudem kann die SEC aufsichtsrechtliche Ermittlungsverfahren einleiten, die im Falle eines Verstoßes die Beantragung einer zivilrechtlichen Verbotsverfügung zur Folge haben können.<sup>262</sup>

Diese Möglichkeit spielt vornehmlich bei einer Verletzung der Mitteilungspflichten eine wichtige Rolle. So können die SEC, die Gesellschaft oder die beteiligten Anleger gegen den Meldepflichtigen im Wege der Privatklage<sup>263</sup> vorgehen, deren häufigstes Begehren der Anspruch auf vorläufige Unterlassung<sup>264</sup> der Gesetzesverletzung (sog. injunctive relief) ist. Daraus resultierend können die Gerichte den Meldepflichtigen zur Abgabe einer den gesetzlichen und tatsächlichen Voraussetzungen entsprechenden Mitteilung (sog. curative disclosure) verpflichten. Darüber hinaus können die Gerichte bei einem entsprechenden Antrag die Zahlung einer Geldstrafe, die Suspendierung des Meldepflichtigen gegenüber zukünftigen Akquisitionen, die Rückgängigmachung des Erwerbsgeschäfts (sog. rescission), die Herausgabe der erzielten Gewinne (sog. disgorgement) oder den Verlust der Stimmrechte anordnen. Zuletzt kommt auch die Gewährung von Schadensersatzansprüchen zugunsten geschädigter Anleger in Betracht. Wenngleich die Anforderungen in diesem Zusammenhang sehr hoch sind,<sup>265</sup> ist die disziplinierende Wirkung dieser Ansprüche aufgrund der weit verbreiteten Vergleichspraxis<sup>266</sup> ebenfalls nicht zu vernachlässigen.

Sofern durch die Verhängung der Sanktionen Marktirritationen drohen, sind die Gerichte aber eher zurückhaltend. Selbiges gilt für Verfahren im Rahmen des einstweiligen Rechtsschutzes (sog. preliminary injunctive relief). Auf der anderen Seite werden die dem säumigen Aktionär drohenden Gefahren jedoch durch die prozessualen Besonderheiten des US-amerikanischen Rechts merklich vergrößert.<sup>267</sup> Zu nennen sind hier u.a. die Möglichkeit der Sammelklage, das Fehlen einer dem § 91 ZPO entsprechenden Kostenvorschrift, die umfassenden Akten-

---

<sup>262</sup> Vgl. hierzu wiederum Halfpap, S. 132 ff., 214 f., der darauf hinweist, dass die meisten Ermittlungsverfahren aufgrund der mächtigen Stellung der SEC auf informellem Wege beendet werden.

<sup>263</sup> Zu dieser Sanktionsmöglichkeit siehe Möllers/Holzner, NZG 2008, 166, 170; Merkt/Göthel, Rn. 1336 f.; Heinrich, S. 251 ff.; Halfpap, S. 139 ff.; Gaede, S. 118 f.; Beurskens, S. 115 ff.; Burgard, S. 170 ff.

<sup>264</sup> Früher wurde den Aktionären dabei das notwendige standing zur Durchsetzung dieses Anspruchs nicht zuerkannt, diese Auffassung scheint allerdings überholt, vgl. Möllers/Holzner, NZG 2008, 166, 170.

<sup>265</sup> Merkt/Göthel, Rn. 1337; Möllers/Holzner, NZG 2008, 166, 170; Beurskens, S. 115 ff.; Heinrich, S. 254 f.

<sup>266</sup> Beurskens, S. 153.

<sup>267</sup> Siehe hierzu Fischer, S. 215 f.; Josenhans, S. 90.

einsichtsrechte und nicht zuletzt die Unberechenbarkeit der Gerichtsentscheidungen.

## VI. Zusammenfassung

Die Art und Weise der Durchsetzung der Mitteilungspflichten nach den Art. 9 ff. der Transparenzrichtlinie II und des Pflichtangebots nach Art. 5 I der Übernahmerrichtlinie in anderen Mitgliedstaaten muss trotz des den Mitgliedstaaten eingeräumten Umsetzungsspielraums bei der Auslegung des Rechtsverlusts rechtsvergleichend berücksichtigt werden. Hierfür spricht der Wille des deutschen Gesetzgebers, sich im Kapitalmarktrecht an ausländischen Regelungen zu orientieren, welcher in der sorgfältigen rechtsvergleichenden Vorbereitung des WpÜG exemplarisch zum Ausdruck kommt. Bildlich gesprochen geht es darum, die Position des Rechtsverlusts auf der Landkarte der Sanktionen zur Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Pflichten bestimmen zu können. Deshalb können in diesem Kontext auch die Sanktionen in der Schweiz, welche kein Mitgliedstaat ist, betrachtet werden. Selbiges gilt für die kapitalmarktrechtlichen Sanktionen in den USA, deren Rechtsordnung kein Pflichtangebot kennt.

Rechtsvergleichend fällt dabei auf, dass keine der beispielhaft dargestellten Rechtsordnungen einen ex lege eintretenden Rechtsverlust, der alle Rechte aus den Aktien erfasst, kennt.<sup>268</sup> Gleichwohl sind insbesondere die Sanktionen im Vereinigten Königreich vergleichbar. Diese treten zwar nicht automatisch ein, angesichts der Befugnis der FSA, ein Bußgeld in unbegrenzter Höhe zu verhängen oder den weiteren Handel mit den Wertpapieren zu verbieten, und aufgrund des umfassenden Sanktionsarsenals, welches dem Panel zur Durchsetzung des Takeover Codes zur Verfügung steht und das sich in Anbetracht der machtvollen Position desselbigen in der Vergangenheit als äußerst wirksam erwiesen hat, sind sie teilweise jedoch sogar schärfer.<sup>269</sup> Selbiges gilt für die Suspendierung des Stimmrechts für die Dauer von fünf Jahren nach § 20 IVbis des schweizerischen BEHG<sup>270</sup> und die mannigfaltigen zivilrechtlichen Sanktionen, welche dem säumigen Aktionär in den USA drohen. Anders stellt sich die Rechtslage jedoch in Österreich dar, da das BörseG nur eine überaus geringe Geldstrafe

---

<sup>268</sup> Bezüglich der Sanktionen in anderen Mitgliedstaaten vgl. Veil, ZHR 175 (2011), 83, 90 f., 101 ff.

<sup>269</sup> Kritisch Siemers, S. 126, die aufgrund des weiten Ermessens des Panels, unkalkulierbarer Rechtsfolgen und der Rechtssetzungsbefugnis des Aufsichtsorgans an der Rechtsstaatlichkeit dieses Systems zweifelt.

<sup>270</sup> Ähnlich Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27a; a.A. insoweit Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 938, die auf das Antragserfordernis und die Möglichkeit, einen Vorabentscheid einzuholen, verweisen.

anordnet und das ÜbG zwar an mehreren Stellen zumindest einen Stimmrechtsverlust vorsieht, dieser jedoch zahlreichen Einschränkungen unterliegt und stets spätestens mit der Pflichterfüllung durch den Bieter endet.

Damit ist die Erscheinungsform des Rechtsverlusts in den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG zwar als „einzigartig“ einzustufen, dennoch drohen in anderen Staaten ebenso weitreichende Sanktionen, so dass aus der rechtsvergleichenden Analyse kein Argument gegen eine extensive Auslegung gefolgert werden kann.

## **Kapitel 2: Die Auslegung beim kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust**

### **A. Die Auslegung von Rechtsnormen**

#### **I. Zweck der Auslegung und Fortgang der Untersuchung**

Unter Auslegung versteht man in der Rechtswissenschaft die Sinnerschließung von Rechtsnormen, Verträgen oder Willenserklärungen. Als Auslegung von Rechtsnormen verfolgt sie den Zweck, den im Gesetzeswortlaut objektivierten Willen des Gesetzgebers zu ermitteln (sog. objektive Theorie).<sup>271</sup> Sie geschieht nach methodischen Gesichtspunkten mit dem Ziel, dem Auslegungsergebnis den Anspruch auf Richtigkeit und Nachprüfbarkeit zu geben.<sup>272</sup> Die Auslegung hat damit „den Charakter eines Diskurses, in dem [...] Gründe geltend gemacht werden und schließlich die besseren Gründe den Ausschlag geben sollen.“<sup>273</sup> In Anlehnung an Savigny<sup>274</sup> wurde ein Kanon von im Wesentlichen vier Auslegungskriterien entwickelt. Die grammatische, die systematische, die historische und die teleologische Auslegung.<sup>275</sup> Daneben werden auch die verfassungs- und die richtlinienkonforme Auslegung häufig zu den gängigen Auslegungskriterien gezählt.

Im Folgenden werden zunächst die gängigen Auslegungskriterien erläutert. Danach wird auf einige Besonderheiten im Wirtschafts- und Kapitalmarktrecht hingewiesen. Hierauf aufbauend soll versucht werden, spezielle Entscheidungsregeln für den kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust zu entwickeln, die eine

---

<sup>271</sup> Heute h.M. Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 40; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 135 ff.; BVerfGE 1, 299, 312; BVerfGE 11, 126, 129 f.; BVerfGE 62, 1, 45; anders MüKo/BGB-Säcker, Einl. Rn. 116 ff.; Wank, S. 31 ff.

<sup>272</sup> Lutter, JZ 1992, 593, 595; Larenz, S. 319.

<sup>273</sup> BVerfGE 82, 30, 38 f.

<sup>274</sup> Savigny, S. 213 ff.

<sup>275</sup> Staudinger-Coing/Honsell, Rn. 138 ff.; Zippelius, S. 42 ff.; Engisch, S. 91; besonders anschaulich BGH, JZ 2000, 627.

stringente Dogmatik erkennen lassen, den Rechtsanwender bezüglich der verschiedenen Auswirkungen des Rechtsverlusts sensibilisieren und damit zu einer sachgerechten Lösung der zahlreichen Anwendungsprobleme führen. Zugleich soll die Sanktion des Rechtsverlusts hierdurch ein Mehr an Rechtssicherheit erlangen, um für die Praxis handhabbarer zu werden.

## **II. Grammaticische Auslegung**

Ausgangspunkt jeder Auslegung ist die grammatische Auslegung. Sie ermittelt den Wortsinn der fraglichen Norm nach dem allgemeinen umgangssprachlichen Sprachgebrauch und dem besonderen juristischen Sprachgebrauch.<sup>276</sup> Ein eindeutiger Wortsinn ist grundsätzlich bindend, erübrigt jedoch nicht die Anstrengung weiterer Auslegungsbemühungen, da der Gesetzeszweck oder die Verfassung im Einzelfall eine abweichende Auslegung gebieten können.<sup>277</sup>

## **III. Systematische Auslegung**

Die systematische Auslegung beruht auf dem Gedanken, dass die Rechtsordnung als Ganzes widerspruchsfrei aufgebaut ist. Regelungen, die in einem sachlichen Zusammenhang stehen, sind deshalb so zu interpretieren, dass sie logisch miteinander vereinbar sind.<sup>278</sup> Sie bezieht den Standort der Norm im Gesetz, ihre Stellung und Funktion im Gefüge der Rechtsinstitute sowie ihr Zusammenspiel mit anderen Vorschriften innerhalb der Normordnung mit in die Überlegungen ein,<sup>279</sup> so dass von der Stellung der Norm im Regelungsgefüge auf ihren Inhalt geschlossen werden kann. Allerdings darf auch bei der systematischen Auslegung von einem eindeutigen Ergebnis abgewichen werden, sofern die ratio legis dies erfordert.<sup>280</sup>

## **IV. Historische Auslegung<sup>281</sup>**

Die historische Auslegung betrachtet die Entstehungsgeschichte der Norm, also die Gesetzesmaterialien und andere feststellbare Erwägungen bei Erlass des

---

<sup>276</sup> Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 139 ff.; Larenz, S. 320 ff.; Tettinger, Rn. 208; Engisch, S. 92 ff.

<sup>277</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 41; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 141; Wank, S. 53 f.; Tettinger, Rn. 208; Zippelius, S. 47; BGHZ 2, 176, 184 f. Ob es sich in diesem Fall noch um Auslegung oder schon um Rechtsfortbildung handelt, kann indes zweifelhaft sein, vgl. Larenz, S. 322.

<sup>278</sup> BVerfGE 48, 246, 257.

<sup>279</sup> Tettinger, Rn. 209; Larenz, S. 324 ff.

<sup>280</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 42; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 145.

<sup>281</sup> Sie beinhaltet die dogmengeschichtliche Auslegung, welche sich mit den Entwicklungslinien der bisherigen Regelungen auseinandersetzt sowie die genetische Auslegung, die auf die Gesetzesmaterialien zurückgreift.

Gesetzes.<sup>282</sup> Hierdurch kann auf die Regelungsabsicht des historischen Gesetzgebers geschlossen werden. Für die Entscheidung von konkreten Auslegungsproblemen ist sie jedoch in der Regel unergiebig. Sie ist vor allem für die Ermittlung des Gesetzeszwecks hilfreich.<sup>283</sup> Dies darf aber nicht dazu verleiten, die Vorstellungen des historischen Gesetzgebers im Ergebnis dem objektiven Gesetzesinhalt gleichzusetzen. Dieser Wille „muss“ nämlich nur dann „entscheidend“ berücksichtigt werden, sofern er im Gesetz selbst einen hinreichend bestimmten Ausdruck gefunden hat.<sup>284</sup> Zudem kann die teleologische Auslegung über die Vorstellungen des historischen Gesetzgebers hinausgehen.<sup>285</sup>

## V. Teleologische Auslegung

Die teleologische Auslegung will ergründen, welche Interessenbewertung bzw. welcher Sinn und Zweck in der Norm zum Ausdruck kommt (sog. *ratio legis*).<sup>286</sup> Dabei bezieht sie sich auf den objektiv in der Norm zum Ausdruck kommenden Zweck, welcher sich mit der Zeit und den sich wandelnden Lebensverhältnissen ändern kann.<sup>287</sup> Aufgrund ihrer Vielfältigkeit gewinnt sie immer größere Bedeutung für eine in sich stimmige Interpretation.

Bei diesem Auslegungskriterium geht es zunächst einmal darum, die Widerspruchsfreiheit im Verhältnis zu anderen Teilen der Rechtsordnung sowie die Freiheit von sonstigen Wertungswidersprüchen zu gewährleisten. Weiter ist zu hinterfragen, ob das so erreichte Verständnis der Norm als sachgemäße Lösung eines Lebensbereichs - als gerecht - angesehen werden kann.<sup>288</sup> Auch Aspekte der Rechtssicherheit gilt es an dieser Stelle zu berücksichtigen.<sup>289</sup> Ebenso sind unerwünschte Nebenfolgen und Gesetzesumgehungen durch die teleologische Auslegung zu vermeiden.<sup>290</sup> In Zweifelsfällen sind die Auslegungsalternativen und ihre praktischen Konsequenzen herauszuarbeiten, um danach sorgfältig

---

<sup>282</sup> Tettinger, Rn. 211; Larenz, S. 328 ff.; Wank, S. 64 f.

<sup>283</sup> Palandt-Heinrichs Einl., Rn. 45; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 161; Tippach, WM 1993, 1269, 1273; Tettinger, Rn. 211.

<sup>284</sup> Anzinger, WM 2011, 391, 395; Tettinger, Rn. 211 unter Verweis auf BVerfGE 11, 126, 130 f.; ähnlich Wank, S. 33; a.A. MüKo/BGB-Säcker, Einl. Rn. 108, 116, der eine subjektivistische Betrachtungsweise präferiert.

<sup>285</sup> Lutter, JZ 1992, 593, 595; a.A. Larenz, S. 328.

<sup>286</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 46; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 149; Tettinger, Rn. 212; BGHZ 2, 176, 184; BGHZ 18, 44, 49; BGHZ 54, 264, 268; BGHZ 78, 263, 265; BGHZ 87, 381, 383.

<sup>287</sup> Zippelius, S. 51; BGHSt 10, 157, 159 f.

<sup>288</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 46; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 149; Larenz, S. 334; Lutter, JZ 1992, 593, 595 f.

<sup>289</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 46; Tettinger, Rn. 212.

<sup>290</sup> Wank, S. 68 f.

abzuwägen, welche der Alternativen am zweckmäßigsten bzw. gerechtesten ist und sich deshalb am besten in den Gesamtzusammenhang der Rechtsordnung einfügt. Diese Abwägung führt dabei häufig nicht zu eindeutigen Ergebnissen in dem Sinne, dass eine Alternative richtig oder falsch ist. Oftmals ist eine Wertung vorzunehmen, welche der „vertretbaren“ Alternativen die sachgerechteste und plausibelste ist und deshalb präferiert werden sollte.<sup>291</sup>

## **VI. Verfassungskonforme Auslegung**

Nach der verfassungskonformen Auslegung, die als Unterfall der systematischen Auslegung begriffen werden kann, hat von mehreren Auslegungsmöglichkeiten diejenige den Vorrang, nach der die Norm mit der verfassungsrechtlichen Wertordnung in Einklang zu bringen ist. Somit sind bei der Auslegung immer auch die Grundrechte und andere im Grundgesetz verankerte Staatsstrukturprinzipien, wie das Demokratie-, das Rechtsstaats- und das Sozialstaatsprinzip, zu berücksichtigen.<sup>292</sup> Dies lässt sich mit der Rangordnung der Rechtsquellen begründen, die es verbietet, dass niederrangiges Recht mit höherrangigem Recht kollidiert. Sofern die Auslegung mehrere Deutungen zulässt, ist damit diejenige geboten, die zu einem verfassungsgemäßen Ergebnis führt.<sup>293</sup>

## **VII. Richtlinienkonforme Auslegung**

In unserer heutigen Rechtsordnung sind viele Normen des nationalen Rechts durch verbindliche Vorgaben aus EG-Richtlinien (Art. 249 III EG-Vertrag (EGV)) europäisch geprägt. Bei diesen Normen gilt das Gebot der richtlinienkonformen Auslegung. Nach diesem haben die nationalen Gerichte bei der Anwendung des innerstaatlichen Rechts, ab Ablauf der Umsetzungsfrist, dieses so weit wie möglich anhand des Wortlauts und des Zwecks der einschlägigen Richtlinie auszulegen, um Art. 249 III EGV nachzukommen.<sup>294</sup> Diese Pflicht betrifft das gesamte nationale Recht, unabhängig davon, ob es vor oder nach der Richtlinie

---

<sup>291</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 46 unter Verweis auf BGHZ 56, 26, 33; BGHZ 57, 245, 248; BGHZ 82, 182, 185. Vgl. auch Zippelius, S. 59 f.

<sup>292</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 42; MüKo/BGB-Säcker, Einl. Rn. 132; Larenz, S. 341; Tettinger, Rn. 258; BVerfGE 40, 88, 94.

<sup>293</sup> MüKo/BGB-Säcker, Einl. Rn. 132; Larenz, S. 339; Wank, S. 59; BVerfGE 69, 1, 55; BVerfGE 83, 201, 215.

<sup>294</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 43; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 198; MüKo/BGB-Säcker, Einl. Rn. 137; EuGH Slg. 1984, 1891, 1909 (von Colson & Kamman); EuGH Slg. 1990, 4135, 4185 f. (Marleasing); EuGH Slg. 2004, 8355 (Pfeiffer); EuGH ZIP 2006, 2141, 2141 f. (Monomeles Protodikeio Thessaloniki).

erlassen wurde.<sup>295</sup> Der richtlinienkonformen Auslegung kommt somit ein Vorrang gegenüber den Auslegungsmethoden des nationalen Rechts zu.<sup>296</sup>

Bezüglich der Auslegung der Richtlinien kommt vor allem der teleologischen Auslegung eine besondere Bedeutung zu.<sup>297</sup> Mittels dieser ist zu klären, welche objektiven Zwecke und Ziele die Richtlinie verfolgt, wie die einzelnen Normen den ihnen zugedachten Platz am besten ausfüllen können, so dass eine sachgerechte und widerspruchsfreie Regelung erreicht wird, und wie sie die größtmögliche Wirkung i.S.d. Gemeinschaftsrechts entfalten (sog. *effet utile*<sup>298</sup>). Bei diesem Vorgehen können insbesondere die Erwägungsgründe behilflich sein, da sie sowohl die Beweggründe der Verwaltung als auch die des Gesetzgebers wiedergeben.<sup>299</sup>

## VIII. Rangverhältnis

Grundsätzlich stehen die verschiedenen Auslegungskriterien in keinem festen Rangverhältnis.<sup>300</sup> Vielmehr ergänzen sie sich. Damit ist auf der einen Seite kein Auslegungskriterium verzichtbar und auf der anderen Seite kein Auslegungskriterium für sich allein ausreichend. Gleichwohl muss festgehalten werden, dass der Wortsinn und insbesondere die *ratio legis* besonders gewichtige Kriterien darstellen.<sup>301</sup> Jedoch kann auch dies nur eine Faustregel sein, da die Gewichtung der Auslegungskriterien, wie bereits aufgezeigt wurde, vom Einzelfall abhängig ist. So kann auch ein eindeutiger Wortlaut das Auslegungsergebnis nur bestimmen, sofern nicht doch teleologische Erwägungen eine Abweichung gebieten. Selbiges gilt für die teleologische Auslegung, die zwar die vorgenannten Kriterien

---

<sup>295</sup> Bach, JZ 1990, 1108, 1112; Lutter, JZ 1992, 593, 595; EuGH Slg. 1990, 4135, 4185 f. (Marleasing); EuGH Slg. 2004, 8835 (Pfeiffer).

<sup>296</sup> Bach, JZ 1990, 1108, 1111; Lutter, JZ 1992, 593, 604. Vgl. auch die ständige Rspr. des EuGH, EuGH Slg. 1984, 1891, 1909 (von Colson und Kamann); EuGH Slg. 1987, 3969, 3986 f. (Kolpinghuis Nijmegen); EuGH Slg. 1990, 4135, 4158 f. (Marleasing); EuGH Slg. 1994, 3325, 3357 (Faccini Dori). Dagegen Di Fabio, NJW 1990, 947, 949 ff., der befürchtet, dass ansonsten der Gestaltungsspielraum des nationalen Gesetzgebers „systemwidrig“ kassiert werde.

<sup>297</sup> Lutter, JZ 1992, 593, 602; Bach, JZ 1990, 1108, 1112; Tippach, WM 1993, 1269, 1273; EuGH Slg. 1982, 3415, 3430 (C.I.L.F.I.T).

<sup>298</sup> Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 50a; Bach, JZ 1990, 1108, 1112; EuGH Slg. 1974, 1337, 1348 (van Duyn); EuGH Slg. 1988, 4689, 4723 (Moormann).

<sup>299</sup> Tippach, WM 1993, 1269, 1273; Lutter, JZ 1992, 593, 600; EuGH Slg. 1980, 813, 823 (van Walsum); EuGH Slg. 1983, 3781, 3791 ff. (Merck).

<sup>300</sup> Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 154; Lutter, JZ 1992, 593, 596; Larenz, S. 343 ff.; Wank, S. 71; Engisch, S. 100 ff., 120 ff.; Bydlinski, S. 553 ff.

<sup>301</sup> Lutter, JZ 1992, 593, 596; Wank, S. 71; Larenz, S. 345. Siehe außerdem Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 46; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 153, die die Auffassung vertreten, dass zugunsten der teleologischen Auslegung ein Primat bestehe.



stets verdrängen kann, weshalb ihr eine besonders wichtige Rolle zukommt, welche aber auch unter gewissen Umständen der Höchststrangigkeit der Verfassung oder den Vorgaben einer europäischen Richtlinie Rechnung tragen muss. Damit handelt es sich bei der Auslegung schließlich immer um eine Wertungsfrage, deren Beantwortung durch das Ziel der Auslegung entscheidend beeinflusst wird.<sup>302</sup> Die Suche nach dem richtigen Auslegungsergebnis gestaltet sich folglich als ein dynamisches Zusammenspiel der im Einzelfall unterschiedlich zu gewichtenden Auslegungskriterien.

## **B. Besonderheiten im Wirtschafts- und Kapitalmarktrecht**

Nach wie vor ist das Kapitalmarktrecht ein sehr junges Rechtsgebiet. Es hat sich erst durch das Inkrafttreten des WpHG, als zweite tragende Säule des Kapitalmarktrechts neben dem Börsengesetz, als eigenständiges Rechtsgebiet in Deutschland etabliert.<sup>303</sup> Dies führt dazu, dass bei der Anwendung dieser Normen leider mehr Methodenunsicherheit herrscht als in anderen Rechtsgebieten, so dass es dem Rechtsanwender im Kapitalmarktrecht schwer fällt, den Rechtsstoff durch Systembildung handhabbar zu machen<sup>304</sup> und einen roten Faden aufzuzeigen.<sup>305</sup> Ungeachtet dessen soll kurz auf bestimmte Besonderheiten des Wirtschafts- und Kapitalmarktrechts hingewiesen werden.

Im Wirtschaftsrecht erlangt die aus den USA stammende „ökonomische Analyse des Rechts“<sup>306</sup> eine größere Bedeutung. Diese hält die optimale Allokation von Ressourcen für ein Hauptziel der Rechtsanwendung und -gestaltung. Nach ihr ist im Zweifel die ökonomisch effizienteste Lösung auch die rechtlich richtige. Eine Bestätigung erlangt diese Entscheidungsregel durch Forderungen, sich im Kapitalmarktrecht stärker auf die ökonomische Gesetzesfolgenabschätzung zu konzentrieren,<sup>307</sup> nach der vor dem Erlass eines neuen Gesetzes neben den Bürokratiekosten auch sämtliche anderen positiven und negativen Regulierungseffekte abgeschätzt werden, um etwaige Zielkonflikte, welche insbesondere bei komplexen wirtschaftlichen Zusammenhängen leicht verkannt werden

---

<sup>302</sup> Wank, S. 35.

<sup>303</sup> Berding, WM 2002, 1149, 1149.

<sup>304</sup> Assmann, ZHR 172 (2008), 635, 642.

<sup>305</sup> Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 631.

<sup>306</sup> Vgl. Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 38 f.; eher kritisch Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 199.

<sup>307</sup> Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 631; Fleischer, FS von Rosen, 2008, S. 595.

können, rechtzeitig aufzudecken.<sup>308</sup> Auch wenn die ökonomische Analyse des Rechts nicht unbestritten ist, muss im Wirtschafts- sowie im Kapitalmarktrecht zumindest die Pflicht bestehen, das Ergebnis der Auslegung stets gleichfalls dahingehend zu hinterfragen, ob es die mannigfaltigen ökonomischen Interessen der Betroffenen hinreichend gewürdigt hat.<sup>309</sup>

Für das WpHG und das WpÜG gilt es zusätzlich zu beachten, dass die Auslegung durch deren Zuordnung zu unterschiedlichen Rechtsmaterien, namentlich dem öffentlichen Aufsichtsrecht, dem Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht und dem Zivilrecht, bestimmt wird. D.h. es müssen die differenzierenden Auslegungsregeln der jeweiligen Rechtsmaterie berücksichtigt werden. So markiert z.B. das straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Analogieverbot<sup>310</sup> nach Art. 103 II GG die Grenze der Auslegung für Rechtsnormen, deren Missachtung straf- oder bußgeldbewehrt ist.<sup>311</sup> Ob die nach dem Analogieverbot bestehende und im möglichen Wortsinn liegende Auslegungsgrenze unter Berufung auf teleologische Erwägungen im Einzelfall überschritten werden darf, sofern es lediglich um die zivilrechtliche Ahndung eines Verstoßes gegen die entsprechenden Normen geht, ist umstritten (sog. gespaltene Auslegung).<sup>312</sup> In Bezug auf die Auslegung des Rechtsverlusts kann dieser Streit jedoch, wie im Folgenden noch gezeigt werden wird, dahinstehen.<sup>313</sup>

Daneben gilt es grundsätzlich noch zu berücksichtigen, dass auch die Regelungen des WpHG und des WpÜG nur dann am Maßstab des Grundgesetzes gemessen werden dürfen, wenn das Gemeinschaftsrecht dem deutschen Gesetzgeber einen Spielraum bei der Umsetzung belassen hat.<sup>314</sup> Dies sollte bei der Sanktionierung der materiellen Verhaltensgebote allerdings außer Zweifel stehen.

---

<sup>308</sup> Fleischer, FS von Rosen, 2008, S. 595, 602, 610; Ennuschat, DVBL 2004, 986, 992 f.

<sup>309</sup> Vgl. auch MüKo/BGB-Säcker, Einl. Rn. 134; Sudmeyer, BB 2002, 685, 686.

<sup>310</sup> BVerfGE 25, 269; BVerfGE 92, 1, 12. Aus der Literatur Schönke/Schröder-Eser, § 1 Rn. 24 ff.; KaKo/OWiG-Rogall, § 3 Rn. 51 ff.

<sup>311</sup> Assmann/Schneider-Assmann, Einl. Rn. 94; KöKo/WpÜG-Hirte/Heinrich, Einl. Rn. 98; Casper, ZIP 2003, 1469, 1473; Janert, BB 2004, 169, 170; anders ist dies z.B. im schweizerischen Recht, wo eine am Zweck des Gesetzes orientierte und über den Wortlaut hinausgehende Auslegung vorgenommen wird, vgl. Schenker, S. 52 f.

<sup>312</sup> Dafür Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 9 ff.; zuletzt auch wieder Hammen, Der Konzern 2009, 18, 20 f.; dagegen Assmann/Schneider-Assmann, Einl. Rn. 95; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, Vor. §§ 21 bis 30 Rn. 25; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1009; BGH, NZG 2006, 945, 947; EuGH, WM 2006, 612, 614 f.; siehe ferner Markwardt, ZIP 2003, 1492, 1492.

<sup>313</sup> Siehe hierzu die Ausführungen zu den verfassungsrechtlichen Grenzen der Auslegung.

<sup>314</sup> KöKo/WpHG-Hirte/Heinrich, Einl. Rn. 109 ff.

- C. Spezielle Entscheidungsregeln für die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG**
- I. Berücksichtigung der Enforcementfunktion des Rechtsverlusts**
- 1. Die Durchsetzung der Mitteilungspflichten und des Pflichtangebots als Telos des Rechtsverlusts**

Der Zweck des Rechtsverlusts liegt in der Durchsetzung der jeweiligen materiellen Verhaltensgebote. Deshalb ist es mehr als treffend, wenn *Uwe H. Schneider* in diesem Kontext die normative Binsenweisheit formuliert: „Dem Recht will nachgeholfen sein.“ Anders ausgedrückt: „Wenn das Recht keine Krallen hat, um sich gegen den Pflichtvergessenen durchzusetzen, wenn das Recht sich nicht mit Kraft entfalten kann, so bleibt es auf der Strecke.“<sup>315</sup>

Auf selbigem Grundgedanken beruhen die Überlegungen des Gesetzgebers bei den Einführungen und Verschärfungen der einen Rechtsverlust anordnenden Tatbestände.<sup>316</sup> Insbesondere die Verschärfungen begründete der Gesetzgeber mit der mangelnden Beachtung der materiellen Verhaltensgebote. Auch beim Erlass des WpÜG berief sich der Gesetzgeber u.a. auf die mangelnde Bereitschaft der Kapitalmarktteilnehmer, sich den Regeln des freiwilligen Übernahmekodex zu unterwerfen.

In diese Richtung argumentieren auch die Gerichte. So führt das OLG Dresden aus, dass der Rechtsverlust durch aner kennenswerte Belange der anderen Aktionäre und der Öffentlichkeit legitimiert sei. Durch die Beschneidung der Rechte solle im Interesse der sich pflichtgemäß verhaltenen Aktionäre und der Öffentlichkeit die Rechtstreue gefördert und mittels einer einschneidenden Sanktion auf die Einhaltung der Pflichten hingewirkt werden.<sup>317</sup> Auch das KG Berlin<sup>318</sup> führte zu § 20 VII AktG a.F. hinsichtlich der Anforderungen an einen Rechtsirrtum aus, dass die Auslegung einer Sanktionsvorschrift immer die Gefahr berücksichtigen müsse, dass diese wegen auftauchender Beweisschwierigkeiten nicht mehr ernst genommen werde.

---

<sup>315</sup> Zum kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 477.

<sup>316</sup> Bericht des Abgeordneten Wilhelmi, zu BT-Drucks. IV/3296; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933 S. 95; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 27, 68; Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 13 f.

<sup>317</sup> OLG Dresden, BB 2005, 680, 683 (zu § 20 VII AktG).

<sup>318</sup> KG, WM 1990, 1546, 1549.

Dieses Leitmotiv wird dadurch bestätigt, dass die Erfüllung kapitalmarktrechtlicher Pflichten oftmals mit erheblichen wirtschaftlichen Interessen in Zusammenhang steht, weil durch sie die Realisierung so mancher Vorhaben anerkanntermaßen erschwert bzw. verteuert wird.<sup>319</sup> Somit liegt der Versuch nahe, sich diesen Pflichten zu entziehen, weshalb der Kampf gegen die Vermeidung kapitalmarktrechtlicher Pflichten oftmals quijoteske Züge trägt.<sup>320</sup>

All dies spricht insgesamt dafür, die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG eher extensiv auszulegen, da kapitalmarktrechtliche Pflichten nur ernstgenommen werden, wenn die Sanktionen bei ihrer Verletzung greifen.<sup>321</sup> Anders gesprochen gibt es keinen vernünftigen Sinn, Pflichten zu begründen, aber die Rechtsfolgen für den Fall ihrer Verletzung so auszugestalten, dass ihnen nur eine Appellfunktion zukommt.<sup>322</sup> Dabei liegt ein „Gebot einer extensiven Auslegung“ im Kapitalmarktrecht umso näher, da dem Telos einer Norm hier eine besondere Stellung beizumessen ist.<sup>323</sup> Zwar soll gleichwohl nicht verschwiegen werden, dass der Telos auch eine restriktive Auslegung gebieten kann, sofern die mit dem Rechtsverlust verfolgten Belange im Einzelfall eine Beschneidung der Rechte nicht rechtfertigen können.<sup>324</sup> Generell muss jedoch festgehalten werden, dass aufgrund des Normzwecks die Sanktion durch die Auslegung nicht wesentlich geschwächt werden darf.<sup>325</sup>

---

<sup>319</sup> Zur Beteiligungstransparenz nach dem WpHG Eidenmüller, DStR 2007, 2116, 2119; Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 405; zum WpÜG Letzel, NZG 2001, 260, 260 f.; Falkenhausen, NZG 2010, 1213, 1213; Hopt, FS von Rosen, 2008, S. 537, 541; vgl. zu § 20 VII AktG unbedingt auch Burgard, S. 55, der deshalb eine strenge Auslegung für angebracht hält; zum ausländischen Recht vgl. Merkt/Göthel, Rn. 1317; Schenker, S. 183.

<sup>320</sup> So in Bezug auf §§ 21 ff. WpHG Burgard, BB 1995, 2069, 2069; Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 3; LG München, AG 2005, 52, 54. Zuletzt ferner Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 7; Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 406 ff., die ausführlich auf die gesetzgeberischen Gestaltungsmöglichkeiten eingehen.

<sup>321</sup> Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 586; speziell zu § 28 WpHG Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 558; DAV, WiB 1996, 822, 823; Hildner, S. 157; zu § 20 VII AktG schon Gessler, BB 1980, 217, 220.

<sup>322</sup> Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 283 f.; Burgard, S. 60; Arends, S. 118 (jeweils zu § 20 VII AktG); kritisch bezüglich der vorgesehenen Sanktionen deswegen Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 143 ff.

<sup>323</sup> Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 601; Borges, ZIP 2007, 357, 359; Hildner, S. 26; vgl. auch Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, Vor. §§ 21 bis 30 Rn. 23, die insofern von einer funktionsorientierten Auslegung der §§ 21 ff. WpHG sprechen.

<sup>324</sup> OLG Dresden, BB 2005, 680, 684, das im Falle eines stimmlos gefassten Hauptversammlungsbeschlusses hinsichtlich § 20 VII AktG eine Ausnahme vom Verlust der Anfechtungsbefugnis macht.

<sup>325</sup> Für den Zinsanspruch nach § 38 WpÜG Borges, ZIP 2007, 357, 359.

## **2. Andere Instrumente zur Durchsetzung der Mitteilungspflichten und des Pflichtangebots**

### **a. Untersuchungsbedarf**

Da die Bedeutung der Enforcementfunktion des Rechtsverlusts stark davon abhängt, welche anderen Instrumente zur Durchsetzung der materiellen Verhaltensgebote zur Verfügung stehen, soll im Folgenden der Frage nachgegangen werden, ob die Mitteilungspflichten und das Pflichtangebot ebenso auf anderem Wege effektiv durchgesetzt werden. Hierzu wird sich mit den wichtigsten Möglichkeiten überblicksartig auseinandergesetzt. Anschließend ist die Bedeutung der Enforcementfunktion des Rechtsverlusts erneut zu bewerten. Sollte sich herausstellen, dass es auch andere effektive Instrumente zur Erfüllung dieser Aufgabe gibt, so spräche dies dafür, bei der Auslegung in Zweifelsfällen anderen Entscheidungsregeln den Vorzug zu geben. Hierbei handelt es sich letztendlich um eine Form der systematischen Auslegung, da das Zusammenspiel der Normen der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG mit anderen Vorschriften innerhalb der Normordnung untersucht wird.<sup>326</sup>

### **b. Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG**

#### **aa. Bußgeld**

Im Kontext dieser Betrachtung ist zunächst das Bußgeld zu nennen. Nach § 39 II Nr. 2 e), IV WpHG kann die vorsätzliche oder leichtfertige Unterlassung oder Schlechterfüllung der Mitteilungspflicht mit einem Bußgeld bis zu 1.000.000 € geahndet werden.<sup>327</sup> Die Höhe scheint aber angesichts der von der Mitteilungspflicht betroffenen wirtschaftlichen Interessen und des geringen Entdeckungsriskos verschwindend gering.<sup>328</sup> Zwar besteht für die BaFin nach § 17 IV OWiG die Möglichkeit, eine höhere Geldbuße zu verhängen, wenn der gesetzliche Buß-

---

<sup>326</sup> Tettinger, Rn . 209; ähnlich auch Vonnemann, AG 1991, 352, 353.

<sup>327</sup> Das zuvor vorgesehene Bußgeld in Höhe von 200.000 € wurde jüngst durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz; kurz AnsFuG) vom 5. April 2011 (BGBl. I 2011, S. 538 ff.) mit sofortiger Wirkung erhöht. Der Diskussions- und der Regierungsentwurf sahen lediglich eine Erhöhung auf 500.000 € vor. Siehe zu dieser Sanktionsmöglichkeit auch die detaillierten Ausführungen bei Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823.

<sup>328</sup> Zur früheren Rechtslage Burgard, WM 2000, 611, 615; Schneider, AG 1997, 81, 86; Meilicke/Meilicke 558, 565; Markwardt, ZIP 2003, 1492, 1492; Tautges, BB 2010, 1291, 1294; Mühle, S. 163 f., wobei sich an dieser Einschätzung durch die Erhöhung des Bußgeldrahmens nichts ändern sollte, vgl. Veil, ZHR 175 (2011), 83, 85 f., 99; Brouwer, AG 2010, 404, 407; Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 687 (jeweils zum Diskussionsentwurf) sowie die nachfolgenden Ausführungen zum Bußgeld nach § 60 I Nr. 1 a), III WpÜG unter C. I. 2. c. aa.

geldrahmen nicht ausreicht, um den wirtschaftlichen Vorteil des Pflichtigen abzuschöpfen, doch hat diese Option in der Praxis keine Bedeutung, da es sich bei ihr nur um eine Sollvorschrift handelt und die Gewinne zudem vielfach erst viel später eingefahren werden.<sup>329</sup> Beachtenswerter erscheint da für Unternehmen schon der Reputationsschaden, der durch die Verhängung eines Bußgeldes verursacht wird.<sup>330</sup> Allerdings wird der Nachweis eines leichtfertigen Handelns in der Regel nicht leicht fallen. Dies bestätigt eine Entscheidung des OLG Frankfurt a.M.<sup>331</sup> zu § 60 WpÜG. Obwohl der Vorstand trotz eines erheblichen Transaktionsvolumens und komplizierter Rechtsfragen die Einholung eines Rechtsrats nicht für erforderlich hielt, nahm das Gericht an, dass keine Leichtfertigkeit vorliege. Damit ist das angedrohte Bußgeld angesichts der wirtschaftlichen Interessen und der Beweisschwierigkeiten nicht sehr effektiv.

#### **bb. Schadensersatz**

Als weitere Sanktionsmöglichkeit kommt ein privatrechtliches Vorgehen geschädigter Anleger oder des Emittenten in Betracht.<sup>332</sup> So könnten insbesondere die Anleger Ersatz für solche Vermögenseinbußen geltend machen, die sie durch die Nichtveröffentlichung der Information erlittenen haben, da sie z.B. die Aktien an den säumigen Aktionär oder einen Dritten „zu billig“ veräußert haben. Dafür müsste § 21 WpHG oder § 28 WpHG jedoch Schutzgesetzcharakter zukommen, wofür man ihnen eine individualschützende Wirkung beimessen müsste.

---

<sup>329</sup> Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 483; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 828; Tautges, BB 2010, 1291, 1294; Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 145, der auf das Analogieverbot sowie die Schwierigkeit, den erlangten Vorteil zu bemessen, verweist; ähnlich zuletzt gleichfalls Veil, ZHR 175 (2011), 83, 99, der daher vorschlägt, der BaFin die Schätzung des Vorteils zu ermöglichen; a.A. Heppe, WM 2002, 60, 62 f.; wohl auch Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2030; Schanz, DB 2008, 1899, 1900; Hildner, S. 60, 157 f.

<sup>330</sup> Für das WpÜG Zinser, NZG 2001, 391, 397; Beckmann/Kersting/Mielke-Mielke, D 31; zweifelnd Cahn, ZHR 167 (2003), 262, 267.

<sup>331</sup> OLG Frankfurt a.M., NZG 2006, 792, 794; strenger neuerdings OLG Frankfurt a.M., NZG 2010, 583, 584, das bezüglich einer Verkennung des Anwendungsbereichs des WpÜG Leichtfertigkeit annahm, weil der Vorstand trotz seiner bisherigen geschäftlichen Tätigkeiten keine hinreichende Kenntnis der einschlägigen Vorschriften des WpÜG hatte, so dass er angesichts des nicht unbedeutenden Gesamtumfangs der Transaktion nicht auf die Einholung eines fachkundigen Rates verzichten durfte. Ob damit jedoch eine grundsätzliche Kehrtwende vollzogen wurde, scheint zweifelhaft.

<sup>332</sup> Auch die zivilrechtliche Haftung ist ein Instrument der Rechtsdurchsetzung, siehe Veil, ZHR 175 (2011), 83, 88 ff., der diesem Instrument angesichts der vielen ungelösten Rechtsfragen aber keine nennenswerte Bedeutung beimisst; ähnlich Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 52 f.; Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 145, der anführt, dass der Überraschungseffekt des verdeckten Beteiligungsaufbaus sowie eine damit zusammenhängende Kontrollerlangung erhalten bleiben.

Dies wird für § 28 WpHG von der h.M. zu Recht verneint, da § 28 WpHG selbst Sanktionsvorschrift ist.<sup>333</sup> Bei § 21 WpHG ist das Meinungsbild geteilt.<sup>334</sup> Auch die Rechtsprechung hat zu der Frage bis jetzt keine Stellung bezogen.<sup>335</sup> Vorzugswürdig scheint aber die Ansicht, die den Schutzgesetzcharakter verneint, da § 21 WpHG, wie die meisten kapitalmarktrechtlichen Normen, wohl nur einen Schutz der überindividuellen Interessen des Anlegerpublikums bezweckt und die Vorgaben der Transparenzrichtlinie II keine zivilrechtlichen Sanktionen gebieten.<sup>336</sup> Selbst wenn man § 21 WpHG jedoch individualschützende Wirkung beimisst, käme der Geltendmachung eines Anspruchs aus § 823 II BGB i.V.m. § 21 WpHG keine entscheidende disziplinierende Wirkung zu. Die Begründung des Schadens wird nämlich im Regelfall sehr schwer fallen, weil seine Berechnung auf der hypothetischen Erfüllung der Mitteilungspflicht und einem hypothetischen Kurswert basiert, welcher bei Aktien anerkanntermaßen von zahlreichen Faktoren abhängt.<sup>337</sup> Ferner werden die Aktionäre von dem Verstoß im Regelfall keine Kenntnis haben oder zumindest durch das nicht unerhebliche Prozessrisiko davon abgehalten werden, den Anspruch klageweise geltend zu machen.<sup>338</sup> Selbiges kann mit Sicherheit für einen auf § 826 BGB oder § 823 II BGB i.V.m. § 263 StGB gestützten Anspruch behauptet werden.

Die unklare Rechtslage und die bestehenden Beweisschwierigkeiten haben damit zur Konsequenz, dass auch drohende Ersatzansprüche den Meldepflichtigen nicht effektiv zu einem gesetzeskonformen Verhalten anhalten.

---

<sup>333</sup> So die h.M. Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 60; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 20; HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 3; Sudmeyer, BB 2002, 685, 691; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 842; Henn/AktR-Sprecht-Jonen/Wuntke, Kap. 13 Rn. 273; Starke, S. 265 ff.

<sup>334</sup> Den Schutzgesetzcharakter annehmend Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 79 ff.; Starke, S. 261 ff.; Becker, S. 169 f. Verneinend hingegen Schwark-Schwark, § 21 WpHG Rn. 21; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 54; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 60; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 841 f.

<sup>335</sup> Offenlassend LG Hamburg, ZIP 2007, 427, 432.

<sup>336</sup> Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 842; Bruns/Kümpel-Kümpel/Veil, Rn. 297. Gegen die Schutzgesetzzeigenschaft lassen sich zudem die §§ 37 b, c WpHG anführen (vgl. die nachstehenden Ausführungen zur Parallelproblematik des § 35 WpÜG).

<sup>337</sup> Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 35; MAH/AktR-Knoll, § 52 Rn. 10 (zu § 20 AktG); Heinrich, S. 152 f.; Mühle, S. 164.

<sup>338</sup> Mühle, S. 164.

## **cc. Verwaltungszwang**

Ob der Gesellschaft ein Anspruch auf Offenlegung zusteht, ist ob des umstrittenen Charakters der §§ 21 ff. WpHG ebenfalls streitig.<sup>339</sup> Dies ist wohl gleichfalls zu verneinen. Im absoluten Regelfall fehlt es der Gesellschaft allerdings ohnehin an einer entsprechenden Kenntnis des meldepflichtigen Sachverhalts.

Anders gestaltet sich dies jedoch bei der BaFin. Um den Sachverhalt richtig ermitteln zu können, stehen ihr nach § 4 III WpHG umfassende Ermittlungsbefugnisse zu.<sup>340</sup> Stellt sich hierbei ein meldepflichtiger Sachverhalt heraus, so kann die BaFin gem. § 4 II Satz 1 WpHG einen Verwaltungsakt erlassen, der dem Meldepflichtigen aufgibt, eine gesetzeskonforme Mitteilung abzugeben. Sie kann diesen sodann auch mit Hilfe von Zwangsmitteln durchsetzen. Hier kommt insbesondere die Ersatzvornahme auf Kosten des Pflichtigen nach § 4 VI WpHG in Betracht.<sup>341</sup> Sofern einer vollziehbaren Anordnung nach § 4 III Satz 1 WpHG zuwidergehandelt wird, droht zudem gem. § 39 III Nr. 1 a) WpHG ein Bußgeld von maximal 50.000 €. Die praktische Bedeutung wird indes gering sein,<sup>342</sup> da die BaFin in der Regel keine Kenntnis von der Schwellenberührung haben wird. Sollte dies einmal anders sein, wird der Meldepflichtige seinen Pflichten auch freiwillig nachkommen.<sup>343</sup>

## **c. Pflichtangebot nach § 35 WpÜG**

### **aa. Bußgeld**

Nach § 60 I Nr. 1 a), III WpÜG kann eine unterlassene oder fehlerhafte Veröffentlichung der Kontrollerlangung oder eine unterlassene bzw. fehlerhafte Veröffentlichung der Angebotsunterlage mit einem Bußgeld bis zu 1.000.000 € geahndet werden. Dieser Bußgeldrahmen soll die wirtschaftlichen Interessen, die regelmäßig mit Unternehmensübernahmen und den betroffenen Kernvorschriften des WpÜG verbunden sind, reflektieren.<sup>344</sup> Er geht deshalb über das übliche Maß hinaus, scheint aber insbesondere bei Transaktionswerten im

---

<sup>339</sup> Dafür Assmann/Schneider-Schneider, § 21 Rn. 94; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 21 Rn. 60; Zimmermann, ZIP 2009, 57, 62. Dagegen Schwark-Schwark, § 21 WpHG Rn. 22; Schäfer/Hamann-Opitz, § 21 WpHG Rn. 41.

<sup>340</sup> Siehe Halpap, S. 39 ff.

<sup>341</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 2; Kuthe/Rückert/Sicking-Sudmeyer, 8. Kap. Rn. 136, 144.

<sup>342</sup> Selbiges gilt konsequenterweise für die mit den Verfügungen der BaFin eng in Zusammenhang stehende „Prangervorschrift“ des § 40b WpHG, vgl. Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 841.

<sup>343</sup> Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 479.

<sup>344</sup> Begr. RegE BT-Drucks 14/7034, S. 68 f.



Milliardenbereich nur einen begrenzten Anreiz zu liefern.<sup>345</sup> Zwar ist hier gleichfalls ein etwaiger Reputationsschaden nicht außer Acht zu lassen. Doch wirken sich die Anforderungen, welche an den Nachweis der Leichtfertigkeit gestellt werden, wiederum restriktiv auf den Bußgeldtatbestand aus. Dem Bußgeld kommt damit auch im WpÜG keine große disziplinierende Wirkung zu.

#### **bb. Verzinsungspflicht**

Entsprechendes gilt für die Bewertung der Verzinsungspflicht nach § 38 WpÜG.

Nach dieser Norm hat der Bieter, sofern er entgegen § 35 I Satz 1 WpÜG die Kontrollerlangung nicht veröffentlicht, entgegen § 35 II Satz 1 WpÜG kein Angebot abgibt oder ihm ein Angebot i.S.d. § 35 II Satz 1 WpÜG untersagt worden ist, den Aktionären der Zielgesellschaft für die Dauer des Verstoßes Zinsen auf die Gegenleistung in Höhe von fünf Prozentpunkten über dem Basiszinssatz des § 247 BGB zu zahlen. Aufgrund der Höhe der Zinsen kann diese Verpflichtung eine durchaus erhebliche finanzielle Sanktion darstellen und damit der Einhaltung der gesetzlichen Verpflichtung Nachdruck verleihen.<sup>346</sup> Problematisch ist jedoch, dass die h.M.<sup>347</sup>, welcher die Rechtsprechung nahezu stehen scheint,<sup>348</sup> in § 38 WpÜG keinen selbständig durchsetzbaren Anspruch der Minderheitsaktionäre sieht und die Gegenleistung nur zugunsten solcher Aktionäre erhöht, die ein bereits abgegebenes Pflichtangebot angenommen haben. § 38 WpÜG kann demnach keine kontrollierende Funktion erfüllen, sofern ein Pflichtangebot, welches die Aktionäre auch nicht durchsetzen können,<sup>349</sup> gar nicht abgegeben wird.<sup>350</sup> Zwar ist diese Ansicht durchaus angreifbar, da die von der h.M. angeführte Passage der Regierungsbegründung<sup>351</sup> auch als schlichter Hinweis auf die Bemessungsgrundlage verstanden werden kann,<sup>352</sup> erschwerend kommt allerdings hinzu, dass die Aktionäre auf der einen Seite

---

<sup>345</sup> Krause, NJW 2002, 705, 714; Cahn, ZHR 167 (2003), 262, 267; Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 144; Siemers, S. 185 f.; vgl. auch Zinser NZG 2001, 391, 397, der ein Bußgeld in Höhe von 5.000.000. € vorschlägt.

<sup>346</sup> Möller, AG 2002, 170, 175; Beckmann/Kersting/Mielke-Mielke, D 43; Pöttsch, S. 51; Siemers, S. 184.

<sup>347</sup> Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 35 Rn. 3 f.; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 38 Rn. 4, 32; Schwark-Noack/Zetzsche, § 38 WpÜG Rn. 10; Pohlmann, ZGR 2007, 1, 18 f.; Siemers, S. 183; Simon, S. 222; a.A. Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 35 Rn. 1 f.; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 38 Rn. 1; Ehrliche/Ekkenga/Oechsler-Ekkenga § 38 Rn. 9; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 548 f.; Faden, S. 296 f.

<sup>348</sup> BGH, BB 2006, 2432, 2433.

<sup>349</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 35 Rn. 5; Assmann/Pöttsch/Schneider-Krause/Pöttsch, § 35 Rn. 252 f.

<sup>350</sup> Habersack, ZHR 166 (2002), 619, 622; Borges, ZIP 2007, 357, 359; Langenbacher, § 18 Rn. 163 f.;

Thaeter/Brandi-Thaeter, Teil 2 § 7 Rn. 538 ff.; Buck-Heeb, Rn. 560; Beckmann/Kersting/Mielke-Mielke, D 45.

<sup>351</sup> Begr. RegE BT-Drucks 14/7034, S. 61.

<sup>352</sup> Borges, ZIP 2007, 357, 359; Pöttsch, S. 51.

beweispflichtig sind, auf der anderen Seite aber keinen entsprechenden Auskunftsanspruch gegen den Bieter haben. Insofern würde es ihnen sowieso schwer fallen, die Kontrollerlangung einschließlich ihres Zeitpunktes nachzuweisen.<sup>353</sup> Selbiges gilt im Hinblick auf ein etwaiges Verschulden des Bieters.<sup>354</sup>

#### **cc.            Verwaltungszwang**

§ 4 I Satz 3 WpÜG gibt der BaFin die Möglichkeit, grundsätzlich alle Anordnungen<sup>355</sup> zu treffen, die geeignet und erforderlich sind, um Missstände zu beseitigen oder zu verhindern. Um derartige Missstände überhaupt aufdecken zu können, räumt ihr § 40 WpÜG entsprechende Ermittlungsbefugnisse ein. Die Generalklausel des § 4 I Satz 3 WpÜG wird in einzelnen Bestimmungen (z.B. § 15 WpÜG) konkretisiert. Ob der BaFin jedoch dadurch die Befugnis zusteht, den Bieter nach den Vorschriften des Verwaltungsvollstreckungsgesetzes zu einem Pflichtangebot anzuhalten, ist streitig. Dies wird teilweise angenommen.<sup>356</sup> Auch die BaFin ist der Auffassung, hierzu ermächtigt zu sein.<sup>357</sup> Die wohl h.M. lehnt dies aber ab.<sup>358</sup> Dies ist überzeugend, da die besonderen Rechtsfolgen eines Verstoßes abschließend geregelt und der Regierungsbegründung zu § 35 WpÜG keine Anhaltspunkte für eine solche Möglichkeit zu entnehmen sind.

#### **dd.            § 823 II BGB i.V.m. § 35 WpÜG und weitere Ansprüche<sup>359</sup>**

Auch ein Anspruch aus § 823 II BGB i.V.m. § 35 WpÜG scheidet nach zutreffender Ansicht konsequenterweise aus, da auch § 35 WpÜG keinen individualschützenden Charakter hat.<sup>360</sup> Dieses Ergebnis kann durch einen Umkehrschluss aus

---

<sup>353</sup> Cahn, ZHR 167 (2003), 262, 269; Beckmann/Kersting/Mielke-Mielke, D 44.

<sup>354</sup> Prasuhn, S. 75.

<sup>355</sup> Grundlegend zur allgemeinen Anordnungsbefugnis der BaFin Halpap, S. 41 ff.

<sup>356</sup> KöKo/WpÜG-Hasselbach, § 35 Rn. 257; Schwark-Noack/Zetzsche, § 35 WpÜG Rn. 51; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 546 f.; Raiser/Veil, § 45 Rn. 24; Faden, S. 298 ff; zuletzt auch wieder Falkenhausen, NZG 2010, 1213, 1214, der aber anmerkt, dass es einer solchen förmlichen Anordnung bisher nicht bedurfte.

<sup>357</sup> Vgl. hierzu das Schreiben der BaFin an Gerhard Schmid in der Sache Schmid/France *Télécom*, *abgedruckt bei Seibt, RWS-Forum Gesellschaftsrecht 2003*, S. 337, 345.

<sup>358</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 35 WpÜG Rn. 242; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 35 Rn. 295; Cahn, ZHR 167 (2003), 262, 267 f.

<sup>359</sup> Zur begrenzten Sanktionswirkung der hier nicht behandelten §§ 12 f. WpÜG vgl. Siemers, S. 173 ff.

<sup>360</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 35 WpÜG Rn. 54; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 85; Pohlmann, ZGR 2007, 1, 12 f.; Falkenhausen, NZG 2010, 1213, 1215, der der BaFin aber die Befugnis zuspricht, den Aktionär im Falle einer vorsätzlichen Verzögerung zu einer zusätzlichen Kompensation zu verpflichten, um dessen Vorerwerbe angemessen berücksichtigen zu können. Dafür jedoch KöKo/WpÜG-Hasselbach, § 35 Rn. 272 ff.; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 34.; Seibt, ZIP 2004, 1829, 1835; Manz/AG-Suß/Thies, Rn. 1730.

der im Rahmen des vierten Finanzmarktförderungsgesetzes<sup>361</sup> statuierten Schadensersatzpflicht für fehlerhafte Ad-Hoc-Mitteilungen (§§ 37 b, c WpHG) und einen Blick auf § 38 WpÜG, der einen pauschalierten Zinsanspruch zur Folge hat, welcher etwaige Schäden der Aktionäre ausgleichen soll, untermauert werden.<sup>362</sup>

Selbiges muss für einen aus § 826 BGB abgeleiteten Kontrahierungszwang<sup>363</sup> oder einen aus § 35 WpÜG konstruierten Erfüllungsanspruch<sup>364</sup> gelten. Auch ein außervertraglicher Abfindungsanspruch wirkt sehr konstruiert,<sup>365</sup> da es letztendlich immer die Wertung des § 35 WpÜG zu beachten gilt, der den Aktionären keinen individuellen Anspruch zubilligt, sondern nur einen kapitalmarktrechtlichen Funktionenschutz bezweckt, welcher den Aktionären lediglich als Rechtsreflex zugutekommt.<sup>366</sup>

#### **d. Effektivität dieser Instrumente**

Die Untersuchung der wichtigsten Instrumente zur Durchsetzung der materiellen Verhaltensgebote hat gezeigt, dass diese nicht mit einer hinreichenden Effektivität für die Einhaltung der Mitteilungspflichten und des Pflichtangebots sorgen können. Dies hängt hauptsächlich mit den bestehenden Rechtsunsicherheiten und Beweisschwierigkeiten zusammen. Teilweise ist dieses Ergebnis aber auch auf die zurückhaltende Gesetzgebung zurückzuführen. So bieten insbesondere die angedrohten Bußgelder keinen hinreichenden Anreiz zu einem gesetzeskonformen Verhalten.

### **3. Abschließende Bewertung der Bedeutung der Enforcementfunktion des Rechtsverlusts**

Dies hat zur Konsequenz, dass dem Rechtsverlust der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG eine zentrale Rolle bezüglich der Durchsetzung der Mitteilungspflichten und des

---

<sup>361</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 26. 6. 2002 (BGBl. I 2002, S. 2010 ff.).

<sup>362</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 85; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 52.

<sup>363</sup> Vgl. Faden, S. 306 f. Fehlgehend Thaeter/Brandi-Thaeter, Teil 2 § 7 Rn. 540

<sup>364</sup> Assmann/Pötzsch/Schneider-Krause/Pötzsch, § 35 Rn. 252; Falkenhausen, NZG 2010, 1213, 1215; Pohlmann, ZGR 2007, 1, 11 f.; a.A. Seibt, ZIP 2004, 1829, 1835.

<sup>365</sup> Dafür aber Mülbart/Schneider, WM 2003, 2301. Dagegen zu Recht Pohlmann, ZGR 2007, 1, 11 f.

<sup>366</sup> Faden, S. 302 f.

Pflichtangebots zukommt.<sup>367</sup> Der Telos des Rechtsverlusts gebietet deshalb in der Regel, um eine konsequente Exekution des Normenprogramms zu gewährleisten, eine extensive Auslegung („Gebot der extensiven Auslegung“).

## **II. Vermeidung nicht erforderlicher Belastungen für den pflichtvergessenen Aktionär**

Andererseits muss bei der Auslegung aber auch beachtet werden, dass der Rechtsverlust eine erhebliche Belastung für den pflichtvergessenen Aktionär darstellt. Er bewirkt einen äußerst gravierenden Eingriff in das Anteilseigentum,<sup>368</sup> weshalb teilweise, unter Hinweis auf das Übermaßverbot, sogar verfassungsrechtliche Bedenken erhoben wurden.<sup>369</sup>

Diese Problematik hat auch der Gesetzgeber erkannt. So stand z.B. hinter der Einführung der Ausnahmeregelung des § 28 Satz 2 WpHG die Überlegung, dass der Verlust der Vermögensrechte unverhältnismäßig sei, sofern es am Vorsatz fehle.<sup>370</sup> Konsequenterweise wurde deshalb auch der Vorschlag des Bundesrates, zumindest in Fällen grob fahrlässiger Nichtmeldung den Anspruch auf Dividende und Liquidationserlös auszuschließen, vom Bundestag abgelehnt.<sup>371</sup> Mit der gleichen Begründung wurde zudem die Begrenzung des verschärften Rechtsverlusts nach § 28 Satz 3 WpHG auf die Fälle vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Pflichtverletzungen erklärt.<sup>372</sup> Insbesondere wegen der Ausnahmeregelungen der §§ 28 Satz 2 WpHG, 59 Satz 2 WpÜG kann den verfassungsrechtlichen Bedenken somit nicht gefolgt werden. Gegen sie lässt sich ferner auch die Anknüpfung an Pflichtverletzungen anführen.<sup>373</sup> Gleichwohl scheint es nicht

---

<sup>367</sup> So neuerdings auch Veil, ZHR 175 (2011), 83, 90; Siemers, S. 283; ähnlich Möllers, ZGR 1997, 334, 355; Scholz, AG 2009, 313, 313; a.A. Kämmerer, FS Hopt, 2010, S. 2043, 2058 f., der meint, dass der Rechtsverlust in seiner Zielrichtung und Wirkkraft einer Geldbuße nicht ebenbürtig sei, da er grundsätzlich durch die Nachholung der geforderten Handlung entfallt und daher keine echte materiellrechtliche Sanktion darstelle.

<sup>368</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 7; Mülbelt, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1220; Scholz, AG 2009, 313, 316; Wilsing, BB 1995, 2277, 2279; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2238 (jeweils im Kontext des § 28 WpHG). Zum Schutz des Anteilseigentums vgl. BVerfG, AG 1999, 566, 567.

<sup>369</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1, der u.a. die Beweislastumkehr in Satz 2 moniert. Siehe auch MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 9, welcher die Anknüpfung an den Tatbestand des Acting in Concert und den Verlust des Anspruchs auf den Liquidationserlös bemängelt.

<sup>370</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 5.

<sup>371</sup> Das 3. FMFG, S. 503, 518.

<sup>372</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 13.

<sup>373</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 2; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 1; Zinser, NZG 2001, 391, 397; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 494.

ausgeschlossen, dass das Bundesverfassungsgericht über kurz oder lang die Gelegenheit bekommt, sich zu dieser Frage zu äußern.<sup>374</sup>

Nichtsdestotrotz bedarf jeder durch einen Rechtsverlust vermittelte Eingriff in die durch Art. 14 GG eigentumsrechtlich geschützten Mitgliedschaftsrechte des Aktionärs einer Rechtfertigung. Demnach muss auch die Sanktion des Rechtsverlusts im Einzelfall einer Verhältnismäßigkeitsprüfung standhalten.<sup>375</sup> Dafür muss bei einer Gesamtabwägung zwischen der Schwere des Eingriffs in das durch Art. 14 GG geschützte Anteilseigentum und dem Gewicht und der Dringlichkeit der den Eingriff rechtfertigenden Gründe die Grenze der Zumutbarkeit gewahrt bleiben.<sup>376</sup> Diese Schranke darf bei der Auslegung der einen Rechtsverlust anordnenden Normen niemals unbeachtet bleiben.

Neben den verfassungsrechtlichen Gesichtspunkten lässt sich hierfür auch noch ein teleologisches Argument anführen. Die Gefahr der Verstrickung in nicht unbeachtliche Folgen kann sich nämlich auch lähmend auf den Kapitalmarkt und dessen Funktionsfähigkeit auswirken.<sup>377</sup> Allzu drakonische Sanktionen können, in Kombination mit der Angst, in diese unversehens hineinzurutschen, Investoren dazu verleiten, sich vom Finanzmarkt abzuwenden und diesem die benötigte Liquidität zu entziehen. Hierdurch würde die Kapitalallokation gestört, die Volkswirtschaft geschädigt und damit das Ziel des Rechtsverlusts, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu stärken, konterkariert.

Deshalb muss jedes Auslegungsergebnis ebenso dahingehend überprüft werden, ob der sich daraus ergebende Umfang des Rechtsverlusts im Einzelfall nicht doch einen unverhältnismäßigen Eingriff in das Anteilseigentum des Aktionärs darstellt.<sup>378</sup> Nur so können nicht erforderliche Belastungen des säumigen Aktionärs, die dem deutschen Finanzmarkt schaden können, vermieden werden.

---

<sup>374</sup> Vocke, BB 2009, 1600, 1607 (zu § 28 WpHG).

<sup>375</sup> Veil, ZHR 175 (2011), 83, 102 f.; Scholz, AG 2009, 313, 316; OLG Dresden, BB 2005, 680, 683 unter Verweis auf BVerfGE 100, 289, 301 f.

<sup>376</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 5; Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 477.

<sup>377</sup> OLG Frankfurt a. M., NJW 2004, 3716, 3718 (zu § 59 WpÜG).

<sup>378</sup> Deshalb für eine restriktive Interpretation Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 12; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1250.

### III. Beachtung der Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Mitteilungspflichten und das Pflichtangebot

Juristen sind es gewohnt, mit der Unsicherheit im Tatsächlichen und im Rechtlichen zu leben. Für den betroffenen Bürger und für die betroffenen Unternehmen ist dieser Zustand nahezu unerträglich. Sie können es nicht nachvollziehen, wenn ein Rechtskundiger erklärt, es sei unklar, ob eine Norm zur Anwendung komme oder wie diese auszulegen sei.<sup>379</sup> Diese Rechtsunsicherheit lässt sich jedoch oftmals nicht vermeiden, da der Gesetzgeber darauf angewiesen ist, mit abstrakt gehaltenen Normen zu operieren, um die Vielfalt der Sachverhalte erfassen zu können.<sup>380</sup>

Dessen ungeachtet ist nicht von der Hand zu weisen, dass die Mühlen des Gesetzgebers immer schneller mahlen und die Qualität der Gesetze dadurch bedauerlicherweise nicht gerade verbessert wird, so dass die Gesetze immer öfter keinen verlässlichen Rahmen für die Organisation der Unternehmen und das Handeln ihrer Organe vorgeben. Dieses Phänomen ist insbesondere im Kapitalmarktrecht zu beobachten. Die Unternehmen und ihre Berater können mit diesem Tempo kaum noch Schritt halten.<sup>381</sup>

Ein Paradebeispiel hierfür sind die Zurechnungsnormen der §§ 22 WpHG, 30 WpÜG, mittels derer einer nicht bezifferbaren Vielzahl von Umgehungsmöglichkeiten die Grundlage entzogen werden soll.<sup>382</sup> Schon heute sind die Zurechnungsnormen derart kompliziert, dass die an der Transaktion beteiligten Aktionäre und ihre Rechtsberater selbst bei größter Sorgfalt nicht sicher sein können, wirklich alle Zurechnungen erfasst zu haben.<sup>383</sup> Dabei kann sich die Rechtsunsicherheit sowohl aus tatsächlichen als auch aus rechtlichen Gründen ergeben. Aus tatsächlichen Gründen insbesondere, da viele Konzerne aus unzähligen Gesellschaften bestehen, so dass schon die versäumte Meldung einer Tochter-

---

<sup>379</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 757.

<sup>380</sup> So in Bezug auf § 22 WpHG Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 2; Arends, S. 130 f.

<sup>381</sup> So die mahnenden Worte von Hofmann-Becking, DB Status:Recht 2008, 19, 19; vgl. ferner Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 7; Happ, FS K. Schmidt, 2009, S. 545, 546 ff.; Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 297 sowie Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 632, der von einem „Normendickicht“ spricht.

<sup>382</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 759 ff.; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1005; Cahn, AG 1997, 502, 503 ff.; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 460; LG München, AG 2005, 52, 54; a.A. Marsch-Barner/Schäfer-Drinkuth, § 60 Rn. 201, der von „recht klar formulierten Zurechnungstatbeständen“ spricht.

<sup>383</sup> Hofmann-Becking, DB Status:Recht 2008, 19, 20; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; Veith, DB Status:Recht 2009, 4, 4; vgl. darüber hinaus Bedkowski, BB 2009, 1482, 1483, die anmerkt, dass die Fragen häufig so komplex wären, dass es „die“ richtige Antwort nicht gebe; so auch Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 314.

oder Enkelgesellschaft die Muttergesellschaft zu einem Irrtum hinsichtlich ihrer eigenen Pflichten verleiten kann. Aus rechtlichen Gründen hingegen, weil die Zurechnungstatbestände recht unglücklich gefasst sind und häufig vermeintlich clevere Konstruktionen zur Umgehung der Pflichten gewählt werden, bei denen die Zurechnung zweifelhaft ist.<sup>384</sup>

Hierfür charakteristisch ist eine Entscheidung des LG München.<sup>385</sup> Dieses führt aus, dass die vorliegende Unternehmensverschachtelung sehr kompliziert gewesen sei und nicht einmal die Beklagte selbst darzustellen vermochte, wie die Beteiligungen und Unterbeteiligungen der vielen hier verbundenen Gesellschaften zusammenhingen. Für die Kammer wäre ein ganz ungewöhnlich hoher Zeitaufwand erforderlich gewesen, um überhaupt den Sachverhalt nachvollziehen zu können, geschweige denn, die damit verbundenen zahlreichen und besonders schwierigen Rechtsfragen lösen zu können.

Erschwerend kommt hinzu, dass zu den meisten Auslegungsfragen zumindest keine höchstrichterliche Rechtsprechung vorliegt.<sup>386</sup> Diese Problematik wurde durch die Neuregelung des abgestimmten Verhaltens im Rahmen des Risikobegrenzungsgesetzes sogar weiter verschärft.<sup>387</sup>

Die BaFin erweist sich in der Praxis zwar als sehr hilfsbereit, eine Auskunft der BaFin entfaltet aber keine Bindungswirkung gegenüber den Gerichten.<sup>388</sup> Teilweise wird den Auskünften der BaFin gleichwohl eine erhebliche Bedeutung beigemessen.<sup>389</sup> In der Praxis sind Entscheidungen, die auf die Verwaltungspraxis

---

<sup>384</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 760.

<sup>385</sup> LG München, AG 2005, 52, 52; vgl. ferner LG Köln, AG 2005, 696, 699. (jeweils zu § 22 WpHG)

<sup>386</sup> Veil, ZHR 175 (2011), 83, 93 f., 96; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335. Zum Problem divergierender Gerichtsentscheidungen siehe KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 5; Bedkowski, BB 2009, 394, 396; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1225. Vgl. auch Schneider, ZGR 2007, 440, 441, der meint, dass eine Tendenz zu erkennen sei, dass durch die Gerichte zunehmend kapitalmarktrechtlich geprägte Fragestellungen zu entscheiden seien. Zugleich aber davor warnt, die Aussagen vorschnell zu verallgemeinern.

<sup>387</sup> Hofmann-Becking, DB Status:Recht 2008, 19, 20.

<sup>388</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 21 Rn. 91a; Bedkowski, BB 2009, 394, 400; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18; BGH, NZG 2008, 300, 303; siehe auch Bedkowski, BB 2009, 394, 399 f., 1482 ff., die vorschlägt, der BaFin eine persuasive authority einzuräumen, um die Gerichte zu verpflichten, sich mit der Rechtsauffassung der BaFin auseinanderzusetzen.

<sup>389</sup> Vgl. nur KöKo/WpÜG-Hirte/Heinrich, Einl. Rn. 101; Vocke, BB 2009, 1600, 1602; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1482 ff., die ausführlich auf die (angebrachten) Auswirkungen des Emittentenleitfadens auf Gerichtsentscheidungen eingeht.

der BaFin eingehen, aber leider eher selten.<sup>390</sup> Trotz der aufsichtsrechtlichen Bemühungen steht der Betroffene somit vor einem zusätzlichen Dilemma.<sup>391</sup>

Diese Rechtsunsicherheit ist in Kombination mit einer Sanktion wie der des Rechtsverlusts als höchst problematisch einzustufen.<sup>392</sup> Deshalb sollen die in Bezug auf die Mitteilungspflichten und das Pflichtangebot bestehenden Rechtsunsicherheiten zu einer weiteren speziellen Entscheidungsregel führen. Danach muss die Auslegung immer auch den Rechtsunsicherheiten Rechnung tragen, welche bezüglich der materiellen Verhaltensgebote, die den §§ 28 WpHG und 59 WpÜG zugrunde liegen, bestehen. Hierbei drängt es sich geradezu auf, derartige Erwägungen im Rahmen der Zurechnungsproblematik und der subjektiven Tatbestandselemente zu berücksichtigen.

#### **IV. Minimierung der Belastungen Dritter**

Bei der Auslegung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG ist außerdem zu beachten, dass diese sich nicht zu Lasten Dritter auswirken sollen.<sup>393</sup>

Diese Gefahr hat gleichfalls wiederum der deutsche Gesetzgeber gesehen. So hat er bei der Einführung des § 27 a WpHG durch das Risikobegrenzungs-gesetz von einem Rechtsverlust vorerst abgesehen, um der Gefahr zu begegnen, dass ein Stimmrechtsverlust und die damit verbundene Möglichkeit der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen missbräuchlich ausgenutzt werden und zur weitgehenden Lähmung der Beschlussfassung des Emittenten führen. Die im

---

<sup>390</sup> Vorbildlich in Bezug auf § 28 WpHG LG Krefeld, AG 2008, 754, 755; OLG Düsseldorf, AG 2009, 535, 536; hinsichtlich § 59 WpÜG KG, AG 2009, 30, 37 f.; anders dagegen LG Köln, Urteil vom 5. 10. 07, Az. 82 O 114/06, BeckRS 2007, 17373 (in AG 2008, 336 sind die maßgeblichen Passagen nicht abgedruckt); OLG München, Der Konzern 2010, 66, 69 ff.

<sup>391</sup> Vgl. Scholz, AG 2009, 313, 313, welcher auf den Erlass der WpAIV und die veröffentlichten Merkblätter hinweist.

<sup>392</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 5, der die Sanktion infolgedessen auf vorsätzliche Pflichtverletzungen beschränken will; siehe zu diesem Problem ferner Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; Merkner/Sustmann, NZG 2009, 813, 814; Eidenmüller, DStR 2007, 2116, 2119; Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 314 f.; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18; Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 298; Hofmann-Becking, DB Status:Recht 2008, 19, 20; DAV, WiB 1996, 764, 765; Bernhardt, BB 1966, 678, 678 f.; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1483; neuerdings auch wieder eingehend Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1329 f.

<sup>393</sup> Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 477; Scholz, AG 2009, 313, 315. Vgl. ferner Koch, ZIP 2008, 1260, 1262, der hinsichtlich des passiven Kontrollerwerbs richtigerweise feststellt, dass Stimmrechtsausübungshindernisse den Pflichtverstoß des pflichtvergessenen Aktionärs sanktionieren sollen und sich daher nur zu seinem Nachteil auswirken dürfen.



Interesse des Emittenten eingeführte Offenlegungspflicht könnte auf diese Weise dessen eigenen Interessen zuwiderlaufen.<sup>394</sup>

Deshalb ist auch Heinsius beizupflichten, wenn er in Bezug auf § 20 VII AktG a.F. postuliert, dass sich der Rechtsanwender bei der Entscheidung zwischen mehreren Auslegungsmöglichkeiten genauestens mit den Konsequenzen befassen müsse, zu denen sie bezüglich der einzelnen Rechte für den Aktionär, aber auch für die Gesellschaft und die übrigen Aktionäre führten.<sup>395</sup> Daran anknüpfend formuliert Heinsius weitergehend, dass die Interpretation der Vorschrift des Rechtsverlusts keinesfalls zu negativen Folgen für die Gesellschaft und die anderen Aktionäre führen dürfe.<sup>396</sup> Dieses Bestreben ist grundsätzlich begrüßenswert, da es geradezu Paradox wäre, denjenigen, zu deren Gunsten die Sanktion implementiert wurde, durch die Sanktion zu schaden.<sup>397</sup> Gleichwohl ist zu beachten, dass der Gesetzgeber bei der Verschärfung des § 28 WpHG durch das Risikobegrenzungs-gesetz abermals dem Anliegen, die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten zu verbessern, den Vorrang eingeräumt hat. Insofern kann es nur *ein* Ziel der Auslegung sein, die Belastungen der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre durch den Rechtsverlust möglichst gering zu halten. Insofern bleibt es dabei, dass im Kapitalmarktrecht und speziell beim Rechtsverlust, wie auch sonst, der teleologischen Betrachtung der Vorzug gebührt. In deren Rahmen ist dann der wertende Ausgleich mit anderen Interessen zu suchen,<sup>398</sup> so dass es im Einzelfall abzuwägen gilt, ob einer konsequenten Exekution des Normenprogramms mittels einer extensiven Auslegung nicht ausnahmsweise die Belange der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre entgegenstehen.

---

<sup>394</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 13.

<sup>395</sup> Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 222. Die Schlussfolgerung, dass deshalb § 20 VII a.F. lediglich im Sinne eines „Ruhens“ der Rechte zu verstehen sei, ist freilich bedenklich.

<sup>396</sup> Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 229.

<sup>397</sup> Es handelt sich insofern um eine Art *argumentum ad absurdum*. Vgl. Palandt-Heinrichs, Einl. Rn. 52; Staudinger-Coing/Honsell, Einl. Rn. 150.

<sup>398</sup> Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 601.

## V. Berücksichtigung der verfassungsrechtlichen Grenzen

Wie bereits festgestellt wurde, weist der Rechtsverlust zumindest einen strafähnlichen Charakter auf. Er muss sich deshalb an den rechtsstaatlichen Grundsätzen des Strafrechts messen lassen.<sup>399</sup> Dies hat verschiedene Konsequenzen.

Zunächst einmal folgt nach der ständigen Rechtsprechung des BVerfG aus Art. 2 I GG i.V.m. dem Rechtsstaatsprinzip sowie aus Art. 1 I GG, dass jede staatliche Strafe oder strafähnliche Sanktion auf Seiten des Täters Vorwerfbarkeit, also Schuld, voraussetzt.<sup>400</sup>

Zudem ist bei der Auslegung der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG aufgrund deren strafähnlichen Charakters das straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Analogieverbot<sup>401</sup> (Art. 103 II GG) zu beachten, so dass der Wortlaut die Grenze der zulässigen Auslegung bestimmt.<sup>402</sup> Das Analogieverbot gilt daneben auch für die Auslegung der materiellen Verhaltensgebote. Dessen Geltung ist nämlich auch für Rechtsnormen anerkannt, deren Missachtung straf- oder bußgeldbewehrt ist.<sup>403</sup> Zwar ist umstritten, ob die Wortlautgrenze unter Berufung auf teleologische Erwägungen im Einzelfall überschritten werden darf, sofern es lediglich um die zivilrechtliche Ahndung eines Verstoßes gegen die entsprechenden Normen geht (sog. gespaltene Auslegung).<sup>404</sup> Angesichts des strafähnlichen Charakters des Rechtsverlusts kann diese zweifelhafte Ausnahme aber nicht greifen.<sup>405</sup> Deshalb ist das Analogieverbot auch bezüglich der Auslegung der §§ 21 ff. WpHG und der 29 ff. WpÜG stets zu beachten.

---

<sup>399</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1, 7; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; Becker, S. 169; von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 685 (Letztere zu § 59 WpÜG); a.A. Starke, S. 251. Noch weitergehend Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482, die deshalb eine restriktive Interpretation des § 28 WpHG präferieren.

<sup>400</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1, 7; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18 f.; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1230 f.; BVerfGE 50, 205, 214; BVerfGE 80, 82, 87.

<sup>401</sup> Schönke/Schröder-Eser, § 1 Rn. 24 ff.; KaKo/OWiG-Rogall, § 3 Rn. 51 ff.; BVerfGE 25, 269; BVerfGE 92, 1, 12.

<sup>402</sup> Für § 28 WpHG Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 Rn. 1, 7; Sudmeyer, BB 2002, 685, 691; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482. Für § 59 WpÜG von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 685. Vgl. ferner Veil, ZHR 175 (2011), 83, 96 f., der zu Recht kritisiert, dass die Gerichte bislang dem Analogieverbot größtenteils keine große Aufmerksamkeit geschenkt haben. A.A. Burgard, S. 57, 107 f., der § 20 VII AktG nicht nur hinsichtlich seiner Wirkung erweitert, sondern diesen auch auf andere Verhaltensgebote analog anwendet.

<sup>403</sup> Assmann/Schneider-Assmann, Einl. Rn. 94; KöKo/WpÜG-Hirte/Heinrich, Einl. Rn. 98.

<sup>404</sup> Dafür Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 9 ff.; Hammen, Der Konzern 2009, 18, 20 f.; Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 9; Oechsler, ZIP 2011, 449, 452; Tautges, BB 2010, 1291, 1294; dagegen Assmann/Schneider-Assmann, Einl. Rn. 95; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1483 (Fn. 19); Veil/Dolff, AG 2010, 385, 389 f.; Casper, ZIP 2003, 1469, 1473 (Fn. 45); Löhnefink, S. 182 f.; BGH, NZG 2006, 945, 947; EuGH, WM 2006, 612, 614 f.

<sup>405</sup> Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 937; Veil/Dolff, AG 2010, 385, 390; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 459; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1009; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 544; im Ergebnis auch Schäfer/Hamann-

Des Weiteren bewirkt der strafähnliche Charakter des Rechtsverlusts, dass das straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Rückwirkungsverbot des Art. 103 II GG zur Anwendung kommt.<sup>406</sup> Selbiges muss konsequenterweise für den Bestimmtheitsgrundsatz gelten.<sup>407</sup>

Zuletzt gilt es aus verfassungsrechtlicher Sicht zu beachten, dass für Vermutungs- bzw. Anscheinsregeln und Beweiserleichterungen im Ordnungswidrigkeitenrecht kein Raum ist, da sie den Grundsatz der freien Beweiswürdigung der §§ 71 OWiG, 261 StPO einschränken würden.<sup>408</sup> Die Unzulässigkeit von Beweisvermutungen muss nach den voranstehenden Ausführungen darum konsequenterweise auch für den Rechtsverlust und die jeweiligen materiellen Verhaltensgebote gelten. Damit ist grundsätzlich derjenige beweisbelastet, der sich auf die Sanktion des Rechtsverlusts beruft und hieraus ihm günstige Rechtsfolgen ableitet.<sup>409</sup>

## **VI. Auswirkungen europarechtlicher Vorgaben**

Da das Gebot der richtlinienkonformen Auslegung unabhängig davon gilt, ob das nationale Recht vor oder nach der Richtlinie erlassen wurde, sind sowohl § 28 WpHG als auch § 59 WpÜG vorrangig richtlinienkonform auszulegen. Die Transparenzrichtlinie II und die Übernahmerichtlinie verlangen allerdings nur Sanktionen, die wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind. Sie enthalten damit nur den üblichen Enforcement-Mindeststandard und belassen den Mitgliedstaaten einen großen Spielraum. Gleichwohl legt Erwägungsgrund 37 der Transparenzrichtlinie II eher eine extensive Auslegung der Sanktionen nahe. Danach sollten Verstöße durch Sanktionen geahndet werden, die ausreichend

---

Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1376; Prasuhn, S. 184 f., die wegen der gravierenden Rechtsfolgen eine „zu extensive Auslegung“ ablehnt; offenlassend Verse, NZG 2009, 1331, 1334 (Fn. 31); Siemers, S. 290; a.A. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 9, die einfach darauf abstellen, dass § 28 WpHG eine gesellschaftsrechtliche Rechtsfolge ist; unzutreffend auch Tautges, BB 2010, 1291, 1294 f., der darüber hinaus noch anführt, dass § 28 WpHG in der Regel keine gravierende Sanktion darstelle; im Ergebnis wohl auch LG Düsseldorf, ZIP 2010, 1129, 1131.

<sup>406</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144 (in Bezug auf § 28 WpHG).

<sup>407</sup> Veil/Dolff, AG 2010, 385, 390.

<sup>408</sup> OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2238 (zu § 22 WpHG), das insofern auch auf die mit der Sanktion des Rechtsverlusts verbundenen Folgen hinweist.

<sup>409</sup> Im Ergebnis ebenso Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1008 f.; Pentz, ZIP 2003, 1478, 1481; Seibt, ZIP 2004, 1829, 1834, die insoweit anführen, dass es sich um ein einheitliches Sanktionssystem handele; wie hier von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 702 f.; Siemers, S. 300, die zu Recht auf die belastenden Folgen einer Pflichtverletzung abstellen; a.A. Löhnefink, S. 185, 191 ff., der dadurch eine effektive Normbefolgung gewährleisten will; ähnlich neuerdings auch Oechsler, ZIP 2011, 449, 453, der bei § 30 II WpÜG aufgrund dessen Schutzzweck einen auf allgemeinen Erfahrungssätzen beruhenden Indizienbeweis genügen lassen will.

abschreckend sind und konsequent vollstreckt werden, um die Einhaltung der Richtlinie zu gewährleisten. Nach Erwägungsgrund 28 bedarf es hierzu zusätzlich einer effektiven Aufsicht. In die gleiche Richtung tendieren die Erwägungsgründe 5, 15 und 27 der Übernahmerichtlinie. Deshalb spricht die richtlinienkonforme Auslegung grundsätzlich eher für eine extensive Auslegung der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG.

#### **D. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung**

Bei der Auslegung von Rechtsnormen geht es darum, den objektiven Willen des Gesetzgebers zu erfassen. Um dieses Ziel zu erreichen, sind im Wesentlichen sechs Auslegungsmethoden anzuwenden. Zu nennen sind hier die grammtische, die systematische, die historische, die teleologische, die verfassungskonforme und die richtlinienkonforme Auslegung. Grundsätzlich stehen diese Auslegungskriterien in keinem festen Rangverhältnis zueinander. Gleichwohl muss festgehalten werden, dass die Bestimmung der Wortlautgrenze und insbesondere die teleologische Auslegung besonders gewichtige Kriterien darstellen. Insbesondere im Wirtschafts- bzw. Kapitalmarktrecht muss das Auslegungsergebnis stets dahingehend hinterfragt werden, ob es auch sämtlichen ökonomischen Interessen hinreichend Rechnung trägt. Jedoch kann auch hier im Einzelfall aufgrund verfassungsrechtlicher Erwägungen eine Abweichung geboten sein.

Für den Rechtsverlust im Speziellen gilt es zu berücksichtigen, dass dessen Telos, auf die Einhaltung der jeweiligen materiellen Verhaltensgebote hinzuwirken, grundsätzlich eine extensive Auslegung gebietet („Gebot der extensiven Auslegung“). Hierfür sprechen die praktischen Erfahrungen mit den kapitalmarktrechtlichen Pflichten, die Motive des deutschen Gesetzgebers und die Erwägungsgründe der entsprechenden Richtlinien. Zudem wird dieses Gebot dadurch bestätigt, dass die sonstigen Instrumente, mit denen auf eine Einhaltung der Pflichten hingewirkt werden soll, vornehmlich aufgrund bestehender Rechtsunsicherheiten, nicht effektiv sind.

Aufgrund des schweren Eingriffs in das durch Art. 14 GG geschützte Anteilseigentum muss allerdings jedes Auslegungsergebnis auch dahingehend überprüft werden, ob nicht im Einzelfall in unverhältnismäßiger Weise in das Anteilseigentum des Aktionärs eingegriffen wird. Auch die Rechtsunsicherheiten in Bezug auf die materiellen Verhaltensgebote, welche insbesondere durch die komplizierten

Zurechnungsregeln ausgelöst werden, müssen bei der Auslegung zu Gunsten des säumigen Aktionärs beachtet werden.

Zusätzlich muss es das Ziel der Auslegung sein, die Belastungen der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre möglichst gering zu halten. Dies kann eine Abwägung dahingehend erforderlich machen, ob einer konsequenten Exekution des Normenprogramms mittels einer extensiven Auslegung oder den Belangen der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre der Vorrang einzuräumen ist.

Aus verfassungsrechtlichen Gründen gelten für die §§ 28 WpHG und 59 WpÜG darüber hinaus das Schuldprinzip, das Analogieverbot und das Rückwirkungsverbot des Art. 103 II GG. Außerdem ist die Anwendung von Beweisvermutungen unzulässig.

Im weiteren Verlauf der Arbeit gilt es, die gerade entwickelte Dogmatik auf die zahlreichen Anwendungsprobleme anzuwenden. Deshalb werden im weiteren Verlauf der Untersuchung die Tatbestandsvoraussetzungen und die Rechtsfolgen des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts in den Fokus gerückt, um ein detailliertes Bild der Sanktion zu zeichnen. Dabei soll bei umstrittenen Fragen in der Weise vorgegangen werden, dass die verschiedenen Auffassungen und ihre Argumente dargestellt und unter besonderer Berücksichtigung der vorgenannten „speziellen Entscheidungsregeln“ detailliert bewertet werden. Grundsätzlich wird die Darstellung dabei nicht zwischen § 28 WpHG und § 59 WpÜG differenzieren. Sofern dies erforderlich ist, wird allerdings ein getrennter Aufbau gewählt.

## **2. Teil:      Anwendungsprobleme der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG**

### **Kapitel 3:   Tatbestandsvoraussetzungen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG**

#### **A.           Der Begriff der Nichterfüllung**

##### **I.           § 28 WpHG**

###### **1.           Grundsätzliches**

Nach dem Wortlaut von § 28 Satz 1 WpHG tritt der Rechtsverlust ein, sofern die Mitteilungspflichten nach § 21 I oder I a WpHG nicht erfüllt werden. § 21 I WpHG behandelt die bereits vorgestellten Mitteilungspflichten beim Erreichen, Über- oder Unterschreiten bestimmter Stimmrechtsschwellen. § 21 I a WpHG

behandelt den Spezialfall der Meldepflicht im Anschluss an die erstmalige Zulassung der Aktien zum Handel an einem organisierten Markt. Die Nichterfüllung dieser Pflichten ist das zentrale Tatbestandsmerkmal.

Damit wird durch § 28 WpHG, im Gegensatz zu § 20 VII AktG, auch die fehlende Mitteilung des Unterschreitens einer Meldeschwelle sanktioniert.<sup>410</sup> Die Bedeutung dieses Unterschieds dürfte aber gering einzustufen sein, da dem pflichtverگessenen Aktionär in vielen Fällen die Aktien nicht mehr gehören werden.<sup>411</sup>

Nicht erfasst wird indes die Veröffentlichung der Mitteilung durch den Emittenten, was zweifelsohne systemgerecht ist, da eine Pflichtverletzung des Emittenten nicht durch einen Rechtsverlust beim Aktionär sanktioniert werden darf.<sup>412</sup>

§ 28 WpHG greift ebenfalls nicht bei einer Verletzung der für Finanzinstrumente<sup>413</sup> geltenden Mitteilungspflicht des § 25 WpHG ein.<sup>414</sup> Die h.M. führt insoweit u.a. an, dass zum Zeitpunkt des Meldeverstößes keine Aktien gehalten werden.<sup>415</sup> Ob dieses Argument überzeugt, kann an dieser Stelle noch dahinstehen, weil der Wortlaut des § 28 Satz 1 WpHG nur auf die Mitteilungspflicht des § 21 I WpHG Bezug nimmt.<sup>416</sup>

Umstritten ist indes, ob dies auch gilt, sofern gem. § 25 I Satz 3 WpHG eine Zusammenrechnung der Stimmrechte und der Finanzinstrumente stattfindet.<sup>417</sup>

Die Beantwortung dieser Frage ergibt sich ebenfalls aus dem Wortlaut des § 28 Satz 1 WpHG. Nach diesem ist auf die Nichterfüllung der sich aus § 21 I WpHG

---

<sup>410</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 4; Hildner, S. 56; kritisch Happ, JZ 1994, 240, 245; Witt, S. 267; befürwortend Neye, ZIP 1996, 1853, 1857; Arends, S. 119; Burgard, S. 52 f., die in Bezug auf § 20 VII AktG de lege ferenda ein solche Sanktion einfordern; vgl. hierzu jüngst auch Veil, ZHR 175 (2011), 83, 103.

<sup>411</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5.

<sup>412</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 5; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 88; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 498; Schäfer, BB 1966, 229, 231; Korff, AG 2008, 692, 698; Arends, S. 90 f.

<sup>413</sup> Aufgrund des AnsFuG werden ab dem 1. Februar 2012 auch sonstige Instrumente von der Meldepflicht erfasst, vgl. hierzu nur Möllers/Wenninger, NJW 2011, 1697, 1700.

<sup>414</sup> Korff, AG 2008, 692, 698; Brandt, BKR 2008, 441, 444; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 558 f.; Scholz, AG 2009, 313, 313; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 481 f.; BDI, S. 8.

<sup>415</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 25 Rn. 18; Schwark-Schwark, § 25 WpHG Rn. 19; Assmann/Schneider-Schneider, § 25 Rn. 80; Korff, AG 2008, 692, 698; Brandt, BKR 2008, 441, 444; Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 9; Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 558 f.

<sup>416</sup> Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 408; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 834; Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 9; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 183; vgl. aber die Ausführungen unter Kapitel 6 F.

<sup>417</sup> So Scholz, AG 2009, 313, 314; Korff, AG 2008, 692, 698; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; a.A. Wilsing/Goslar, DB 2007, 2467, 2471; König, BB 2008, 1910, 1913, der allerdings dem Irrtum unterliegt, dass auch im Rahmen des § 21 WpHG eine Zusammenrechnung stattfindet, vgl. König, BB 2008, 1910, 1912.

ergebenden Pflichten abzustellen, so dass die Verletzung einer aus § 25 WpHG resultierenden Mitteilungspflicht aufgrund des Analogieverbots per se keinen Rechtsverlust auslösen kann. Die Zusammenrechnung wird in § 25 I Satz 3 WpHG angeordnet, weshalb sie auch nur eine Mitteilungspflicht nach § 25 I Satz 1 WpHG auslöst und die Mitteilungspflicht des § 21 WpHG unberührt lässt.<sup>418</sup> Der Eintritt eines Rechtsverlusts ist deswegen nach dem Wortlaut des § 28 Satz 1 WpHG eindeutig ausgeschlossen.<sup>419</sup>

Selbiges gilt konsequenterweise bei Verstößen gegen die durch das AnsFuG eingeführte und am 1. Februar 2012 in Kraft tretende Meldepflicht nach § 25a I Satz 1 WpHG.<sup>420</sup> Ob im Rahmen des § 25a WpHG auch de lege ferenda weiterhin von einer Sanktionierung mittels des Rechtsverlusts abgesehen sollte, muss jedoch gleichfalls an späterer Stelle noch erörtert werden,<sup>421</sup> zumal sich der Finanzausschuss die Einführung abschreckenderer Sanktionen ausdrücklich vorbehalten hat.<sup>422</sup>

Auch ist § 28 WpHG nicht anwendbar, wenn eine Mitteilungspflicht irrtümlich angenommen und infolgedessen eine gesetzlich nicht erforderliche Stimmrechtsmitteilung abgegeben wurde. In diesem Fall fehlt es schon an der Nichterfüllung einer Mitteilungspflicht, so dass der Aktionär de lege lata<sup>423</sup> lediglich gem. § 4 I Satz 3 WpHG von der BaFin zur Korrektur seiner irreführenden Mitteilung veranlasst werden kann.<sup>424</sup>

Ob die Mitteilungspflicht dadurch ausgelöst wird, dass der Meldepflichtige die Stimmrechte selbst hält oder diese ihm nach § 22 WpHG zugerechnet werden, spielt auf der Ebene der Tatbestandsvoraussetzungen des § 28 WpHG keine

---

<sup>418</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 25 Rn. 64; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; Brandt, BKR 2008, 441, 444; Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 558 f.; Korff, AG 2008, 692, 695; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1800 f.; a.A. nur König, BB 2008, 1910, 1912.

<sup>419</sup> Korff, AG 2008, 692, 698; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143; Scholz, AG 2009, 313, 314; Zimmermann, ZIP 2009, 57, 60 (Fn. 37).

<sup>420</sup> Krause, AG 2011, 469, 482; Möllers/Wenninger, NJW 2011, 1697, 1701; zum Diskussionsentwurf schon Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 687; Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1482; Brandt, BKR 2010, 270, 275.

<sup>421</sup> Vgl. hierzu wiederum Kapitel 6 F.

<sup>422</sup> Siehe Bericht des Finanzausschusses BT-Drucks. 17/4739, S. 13; kritisch Krause, AG 2011, 469, 483.

<sup>423</sup> Vgl. jedoch die Ausführungen unter Kapitel 6 B. II.

<sup>424</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 9; Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1238; für eine Erfassung dieses Falls im Wege der Analogie dagegen Tautges, BB 2010, 1291, 1294 ff., der aber fälschlicherweise von der Zulässigkeit einer solchen Analogiebildung ausgeht und dessen Begründung zudem in Bezug auf die Planwidrigkeit der Regelungslücke nicht überzeugt.

Rolle.<sup>425</sup> Einer anderen Auslegung steht der Wortlaut entgegen, der von Mitteilungspflichten nach § 21 I WpHG spricht, welche jedoch nach dem Wortlaut des § 21 I Satz 1 WpHG auch durch eine Schwellenberührung „auf sonstige Weise“, also vor allem durch Zurechnung, ausgelöst werden können.<sup>426</sup> Zudem würde ein derartiges Normverständnis zu Umgehungen geradezu einladen und damit dem Telos des § 28 WpHG widersprechen. Die Unterscheidung zwischen den Zurechnungstatbeständen wird damit erst bei der Frage relevant, welche Aktien von der Rechtsfolge betroffen sind.

## **2. Adressaten und Zeitpunkt der Mitteilung**

### **a. Adressaten der Mitteilung**

Die Mitteilung hat gem. § 21 I Satz 1 WpHG gegenüber dem Emittenten und der BaFin zu erfolgen. Wird die Mitteilungspflicht lediglich gegenüber einem der Adressaten erfüllt, so reicht dies nach der h.M. nicht aus, um einen Rechtsverlust zu vermeiden.<sup>427</sup> Dies ist uneingeschränkt zu befürworten. Zum einen gewährleistet die Sanktionierung der Mitteilung an die BaFin eine wirkungsvolle Kapitalmarktaufsicht und zum anderen spricht § 28 WpHG von „Mitteilungspflichten“, womit nach der Gesetzeshistorie auf die verschiedenen Adressaten der Mitteilung und nicht auf die verschiedenen Absätze des § 21 WpHG verwiesen wird.<sup>428</sup> Eine teleologische Reduktion des § 28 WpHG in der Weise, dass die fehlende Mitteilung an die BaFin keinen Rechtsverlust auslöst, ist deshalb abzulehnen.<sup>429</sup> Die doppelte Meldung stellt für den Pflichtigen auch keine zusätzliche Belastung dar. Insofern ist durch den Rechtsverlust beiden Mitteilungspflichten Nachdruck zu verleihen.

---

<sup>425</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 9; Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 87, 91; Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 30; Starke, S. 248; a.A. Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; Heinrich, S. 146, die auch im Tatbestand nur Stimmrechte erfassen, deren Zurechnung auf § 22 I Nr. 1 oder 2 WpHG beruht. Siehe argumentativ gleichfalls Jäger, WM 1996, 1356, 1359, die § 28 WpHG generell nicht eingreifen lassen will, wenn die Mitteilungspflicht aufgrund einer Zurechnung nicht richtig erfüllt wurde, da die Richtlinie keine konkreten Vorgaben enthielte und bezüglich der Zurechnungstatbestände zu große Rechtsunsicherheiten bestünden.

<sup>426</sup> Begr RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 53.

<sup>427</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 4; Heidel-Heinrich, § 28 WpHG Rn. 3; Arends, S. 90.

<sup>428</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 12; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 11; Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 87, 92.

<sup>429</sup> So aber Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1226, der behauptet, dass es § 28 WpHG allein um die Absicherung der Mitteilung an den Emittenten gehe.



Der Meldepflichtige wird gleichfalls nicht durch den Umstand begünstigt, dass der Emittent oder die BaFin auf andere Weise von der mitteilungspflichtigen Beteiligung erfahren.<sup>430</sup> Hierzu führte der BGH im Rahmen des § 20 VII AktG a.F. aus, dass die Vorschriften über die Mitteilungspflichten zwingendes Recht seien, auf deren Einhaltung nicht verzichtet werden könne, da die Gesellschaft erst dann verpflichtet sei die Beteiligung bekannt zu machen, wenn diese ihr schriftlich mitgeteilt worden sei.<sup>431</sup> Auch der Wortlaut des § 28 WpHG ist insoweit eindeutig. Darüber hinaus wäre es ungerecht, den pflichtvergessenen Aktionär von derartigen Zufälligkeiten profitieren zu lassen. Vielmehr würde hierdurch die Gefahr geschaffen, dass dieser sich in dahingehende Schutzbehauptungen flüchtet.

Auch die Mitteilung der Kontrollenerlangung nach den §§ 35 I, 29 II WpÜG ersetzt die Mitteilung nach § 21 I WpHG nicht, sofern i.V.m. der Erlangung der Kontrolle ein oder mehrere Schwellenwerte überschritten wurden.<sup>432</sup> Auch dies ist konsequent. Die zusätzlichen Belastungen für den Aktionär sind wiederum gering. Überdies gilt es zu beachten, dass die Mitteilungen, auch wenn sie ausnahmsweise den gleichen Inhalt haben sollten, z.B. weil der Stimmrechtsanteil von 28 % auf 31 % gestiegen ist, weiterhin unterschiedlichen Zwecken dienen und deshalb unterschiedlich wahrgenommen werden. Sofern nur eine Mitteilung abgegeben würde, bestünde deshalb die Gefahr, dass bestimmte Kapitalmarktteilnehmer nicht hinreichend informiert werden. Deswegen bedürfen beide Pflichten stets einer effektiven Durchsetzung.

#### **b. Zeitpunkt der Mitteilung**

Hinsichtlich des Zeitpunkts soll es allein auf den Zugang der Mitteilung beim Emittenten und bei der BaFin ankommen.<sup>433</sup> Ob die Mitteilung vor der Haupt-

---

<sup>430</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 24; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 6; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 10; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; Happ/AktR-Stucken, 7.03 Rn. 9; Starke, S. 248; Arends, S. 90; Burgard, S. 54 (zu § 20 VII AktG); OLG Schleswig, AG 2006, 120, 122; a.A. KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 34 (2. Auflage); wohl auch Scholz, AG 2009, 313, 318 f., der für den Fall, dass eine Mitteilung von Personen vorgenommen wurde, deren Handeln dem Pflichtigen nicht zuzurechnen ist, von einem Rechtsverlust absehen will, da der mit ihm verfolgte Zweck erreicht sei.

<sup>431</sup> BGHZ 114, 203, 213 f.; bestätigt durch BGH, NJW 2000, 3647, 3648; dem zustimmend Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 582; zuletzt auch wieder Tautges, BB 2010, 1291, 1292 sowie LG Düsseldorf, ZIP 2010, 1129, 1131.

<sup>432</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 24.

<sup>433</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 6; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 13; Arends, S. 90, 92; LG Karlsruhe, AG 1998, 99, 100; KG, AG 2009, 30, 38.

versammlung veröffentlicht werden kann, sei unerheblich, solange die Mitteilung unverzüglich, spätestens innerhalb von vier Handelstagen erfolge.<sup>434</sup>

Es erscheint jedoch bedenklich, allein auf den Zugang bei den Adressaten abzustellen, wird hierdurch dem Meldepflichtigen doch die Möglichkeit eröffnet, die Mitteilungspflichten geschickt zu umgehen. Stockt er seine Beteiligung nämlich erst kurz vor der Hauptversammlung auf und teilt dies sodann unverzüglich mit, so wird es dem Emittenten unter Umständen nicht gelingen, die Information noch vor der Hauptversammlung zu veröffentlichen. Zwar würde in der Regel auch eine Veröffentlichung vor der Hauptversammlung nichts an der Entscheidung der Aktionäre bezüglich ihrer Teilnahme ändern können (vgl. § 123 II 3 AktG), dennoch werden die anwesenden Aktionäre dadurch auf der Hauptversammlung erstmalig mit dem Einfluss des Aktionärs konfrontiert und faktisch überrascht, was ihnen eine gewissenhafte Vorbereitung auf die Hauptversammlung erschwert. Die Sanktion des Rechtsverlusts wird hierdurch geschwächt. Deshalb führt das LG München<sup>435</sup> hinsichtlich § 59 WpÜG aus, dass ein Aktionär, der die Kontrolle bewusst erst wenige Stunden vor der Hauptversammlung erlange, sich nicht darauf berufen könne, dass eine unverzügliche Veröffentlichung nicht mehr „ohne schuldhaftes Zögern“ möglich gewesen sei, da sonst der Schutzzweck des WpÜG beliebig unterlaufen werden könne. Gleichwohl ist zu berücksichtigen, dass die zitierte Entscheidung den Gesichtspunkt der Umgehung bei der Konkretisierung des Begriffs der Unverzüglichkeit berücksichtigt. Sofern der Meldepflichtige aber unzweifelhaft unverzüglich handelt, weil er die Schwellenberührung direkt mitteilt, scheidet eine derartige Argumentation aus.<sup>436</sup> Auch ein mögliches „Nachwirken“ des Rechtsverlusts nach § 28 Satz 3 und 4 WpHG ist damit bedeutungslos, da erst gar kein Rechtsverlust eingetreten ist. Eine andere Auslegung würde zwar dem Gesetzeszweck entsprechen, allerdings über den möglichen Wortsinn des § 21 WpHG hinausgehen und damit einen nicht zu rechtfertigenden Verstoß gegen das Analogieverbot darstellen. Deshalb ist diese Umgehungsmöglichkeit bedauerlicherweise hinzunehmen, so dass allein der Zugang beim Emittenten und der BaFin maßgeblich ist.

---

<sup>434</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 26; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 6; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 22; HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 2; LG Karlsruhe, AG 1998, 99, 100; KG, AG 2009, 30, 38.

<sup>435</sup> LG München, BKR 2003, 810, 812.

<sup>436</sup> Siehe auch Wand/Tillmann, AG 2005, 227, 232, die in Bezug auf § 20 AktG feststellen, dass hierin eine bewusste Entscheidung des Gesetzgebers zum Ausdruck komme, die Interessen der Öffentlichkeit und Gläubiger weniger stark zu berücksichtigen.

### 3. Schlechterfüllung der Mitteilungspflicht

#### a. Schlechterfüllung als Fall des § 28 WpHG

Bezüglich des zentralen Tatbestandsmerkmals der Nichterfüllung wird vornehmlich darüber gestritten, ob dadurch nur ein vollständiges Unterlassen der Mitteilung oder auch die falsche, unvollständige oder nicht formgerechte Mitteilung (sog. Schlechterfüllung) von § 28 WpHG erfasst wird. Die Diskussion ist darin begründet, dass § 39 II Nr. 2 e) WpHG zwischen einer „nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig“ gemachten Mitteilung unterscheidet, wohingegen § 28 WpHG lediglich von der Nichterfüllung der Mitteilungspflichten spricht.

Unter Hinweis auf diesen Formulierungsunterschied vertritt Hüffer<sup>437</sup> die Ansicht, dass eine Nichterfüllung i.S.d. § 28 WpHG nur dann vorliege, wenn die gebotene Mitteilung vollständig unterlassen wurde. Hierfür spreche auch die Regierungsbegründung, welche nur diesen Fall anspreche. Im Ergebnis stellt Hüffer aber die fehlerhafte Mitteilung der fehlenden Mitteilung gleich, weil die inhaltlich falsche Mitteilung ein Unterlassen der richtigen Mitteilung darstelle.

Die h.M. subsumiert die Schlechterfüllung hingegen zu Recht unter den Wortlaut des § 28 WpHG.<sup>438</sup> Ausgangspunkt der Überlegungen ist dabei, dass der Tatbestand von § 28 WpHG auf die Nichterfüllung der Mitteilungspflichten abstellt, deren Umfang nun mal von § 21 WpHG bestimmt wird.<sup>439</sup> Wollte der Gesetzgeber nur die unterlassene Mitteilung erfassen, so hätte er einen anderen Wortlaut gewählt. Dieses Ergebnis wird durch den neu eingeführten § 28 Satz 3 WpHG bestätigt.<sup>440</sup>

Zum Teil wird des Weiteren argumentiert, die abweichende Formulierung habe ihren Grund in dem im Ordnungswidrigkeitenrecht geltenden Bestimmtheits-

---

<sup>437</sup> Hüffer/AktG, § 20 Rn. 22, der darüber hinaus auch auf Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56 verweist. Sympathisierend Scholz, AG 2009, 313, 314, der jedoch trotzdem der h.M. folgt, da andernfalls der Informationszweck verfehlt würde.

<sup>438</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 16 ff.; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 12; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 3; Schmidt/Lutter-Veil, Anh. § 22 § 28 WpHG Rn. 4; Arends, S. 90; Hildner, S. 56 f.; LG Köln, AG 2008, 336, 337; KG, AG 2009, 30, 38; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 558.

<sup>439</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 2; Sudmeyer, BB 2002, 685, 691; Arends, S. 90; a.A. Scholz, AG 2009, 313, 314, der den Begriff der Nichterfüllung im Sinne eines Unterlassenen versteht. Der von ihm herangezogene Vergleich zu Satz 2 weist aber offensichtlich in die gegenteilige Richtung.

<sup>440</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 5; Scholz, AG 2009, 313, 314; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1246 (Fn. 2).

grundsatz, weshalb § 39 II Nr. 2 WpHG den Inhalt der Mitteilungspflichten konkretisiere.<sup>441</sup> Dem ist zwar entgegenzuhalten, dass dieser Grundsatz wegen seines strafähnlichen Charakters auch für § 28 WpHG gilt und deshalb die Formulierung des § 39 II Nr. 2 WpHG im Umkehrschluss eher eine restriktive Interpretation des § 28 WpHG nahelegt. Allerdings lässt sich der Formulierungsunterschied zumindest dadurch erklären, dass sich die Aufzählung in § 39 II Nr. 2 WpHG auf alle dort genannten Bußgeldtatbestände bezieht und damit in erster Linie der redaktionellen Entlastung dient.<sup>442</sup>

Zudem spricht die Rechtsansicht des BGH<sup>443</sup> für eine Subsumtion der Fälle der Schlechterfüllung unter § 28 WpHG. Der BGH misst nämlich im Rahmen der Parallelvorschrift des § 20 VII AktG die Relevanz eines Mangels oder einer Unvollständigkeit allein am Informationszweck der Mitteilung. Dieses Normverständnis deckt sich auch mit dem Telos des § 28 WpHG. Deshalb überzeugt es nicht, an die inhaltlich falsche und daher zu Informationszwecken unter Umständen ebenso unbrauchbare Mitteilung, welcher eventuell sogar eine irreführende Wirkung zukommt, keinen Rechtsverlust zu knüpfen.<sup>444</sup> Das Interesse an gesetzeskonformen Mitteilungen wäre so nicht hinreichend geschützt, weil die Sanktion ohne Probleme umgangen werden könnte.<sup>445</sup>

Hierfür lässt sich zuletzt auch die Tatsache anführen, dass die Fälle einer nicht rechtzeitigen Mitteilung trotz des Wortlauts von § 39 II Nr. 2 e) WpHG allgemein unter § 28 WpHG subsumiert werden. Dies verdeutlicht, dass es sich bei der Beurteilung, welche Fehler eine Nichterfüllung i.S.d. § 28 WpHG darstellen, nur um eine wertende Betrachtung handeln kann, zumal die Entscheidung, ob eine Mitteilung nicht oder nicht fristgemäß abgegeben worden ist, nicht leicht zu treffen ist.

## **b. Kriterium des Erreichens des Informationszwecks**

### **aa. Fortgang der Untersuchung**

Wann durch die Mitteilung der Informationszweck erfüllt wird, wird freilich ganz unterschiedlich beurteilt. Eine umfassende Kasuistik hat sich noch nicht heraus-

---

<sup>441</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 5; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1332 f.

<sup>442</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 12.

<sup>443</sup> BGHZ 114, 203, 215 bestätigt durch BGH, NJW 2000, 3647, 3648.

<sup>444</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 27; Scholz, AG 2009, 313, 314; Fiedler, S. 127; Hildner, S. 56.

<sup>445</sup> Buck-Heeb, Rn. 324; Fiedler, S. 127.

kristallisiert, was aufgrund der denkbaren Varianten inhaltlicher Fehler auch unmöglich erscheint.<sup>446</sup> Deshalb sollen im Folgenden die Kriterien präzisiert werden, um sodann die wichtigsten Fälle einer fehlerhaften Mitteilung zu thematisieren.

## **bb. Kriterien**

Wie bereits erwähnt, kommt es bei der Beurteilung der Relevanz eines Meldefehlers entscheidend darauf an, ob der Informationszweck durch die Mitteilung erreicht wird. Die Mitteilungen müssen somit derartig unrichtig sein, dass von einer Nichterfüllung der Mitteilungspflicht ausgegangen werden kann. Geringfügige Fehler, die den Informationszweck nicht in Frage stellen, müssen bei § 28 WpHG unbeachtlich bleiben.<sup>447</sup> D.h. konkret, rein formale Mängel oder inhaltliche Ungenauigkeiten, welche weder beim Emittenten noch bei den Kapitalmarktteilnehmern und der BaFin Fehlvorstellungen in Bezug auf die Kursentwicklung oder die Stimmrechtsverhältnisse hervorrufen, lösen keinen Rechtsverlust aus.<sup>448</sup> Hierdurch wird zugleich gewährleistet, dass die Sanktion den pflichtvergessenen Aktionär nicht über das erforderliche Maß hinaus belastet. Dies ist im Hinblick auf die Härte der Sanktion und den deswegen stets zu wahrenen Verhältnismäßigkeitsgrundsatz von großer Wichtigkeit.<sup>449</sup> Auch der bestehenden Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Mitteilungspflichten kann auf diese Weise Rechnung getragen werden.<sup>450</sup> Ferner wird durch die Anknüpfung an die Verursachung von Fehlvorstellungen vermieden, dass jeder noch so kleine Fehler die Gefahr der Anfechtung weiter erhöht.<sup>451</sup> Dies entspricht im Ergebnis auch dem Telos des § 28 WpHG, da sich bei geringfügigen Fehlern der Nutzen, den der Meldepflichtige aus seinem nicht gesetzeskonformen Verhalten zieht, im Regelfall als sehr gering erweisen wird. Entscheidend ist damit allein, ob durch

---

<sup>446</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 13; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 138.

<sup>447</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 12; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 498; Heinrich, S. 146; KG, AG 2009, 30, 38; OLG Düsseldorf, AG 2006, 202, 205; OLG Frankfurt a.M., ZIP 2008, 138, 142. Siehe überdies Hüffer/AktG, § 20 Rn. 22, der insofern zu den gleichen Ergebnissen wie die h.M. gelangt.

<sup>448</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 5; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 3; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; Fiedler, S. 128; Hildner, S. 56 f. Siehe ferner KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 28, die kritisieren, dass der Gesellschaft mit diesem Kriterium wenig Greifbares an die Hand gegeben wird.

<sup>449</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 5, der in diesem Kontext zudem auf die Wertung des § 28 Satz 4 WpHG verweist; vgl. dazu Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1376 f.

<sup>450</sup> So jüngst auch Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 5.

<sup>451</sup> Gleichwohl ist hier Vorsicht geboten, weil sich dieses Problem nicht allein durch eine restriktive Handhabung des Rechtsverlusts lösen lässt. Fehlgehend deshalb Scholz, AG 2009, 313, 315.

die Mitteilung die Beteiligungsverhältnisse transparent werden, d.h. ob die Mitteilung dazu geeignet ist, durch den Emittenten veröffentlicht zu werden.<sup>452</sup>

Welche Maßstäbe hierbei anzulegen sind, wird uneinheitlich beurteilt.<sup>453</sup> Eine Festlegung auf einen genauen Maßstab scheint allerdings nicht sinnvoll, da im Endeffekt immer eine Abwägung zwischen der Beeinträchtigung des Informationszwecks und den Interessen des Meldepflichtigen vorgenommen werden muss.<sup>454</sup> Nur durch diese Abwägung kann gewährleistet werden, dass in einem verfassungsrelevanten Bereich, wie dem des Rechtsverlusts, sachgerechte Ergebnisse erzielt werden. Zu strenge Maßstäbe dürfen demnach nicht angelegt werden.<sup>455</sup> Die Interessen des säumigen Aktionärs sind bei der Abwägung aber selbstverständlich nicht mehr zu beachten, sofern er vorsätzlich gegen das Gesetz verstoßen hat.<sup>456</sup>

## **cc. Einzelfälle**

### **(1) Gesetzliche Vorgaben**

Die Mitteilung nach § 21 I WpHG muss zwingend schriftlich erfolgen, um der Mitteilungspflicht zu genügen. Dies geht aus § 18 WpAIV hervor. Da es bei den Mitteilungen nach § 21 I WpHG jedoch nicht auf die Beweisfunktion der Unterschrift ankommt, genügt jedwede schriftliche Mitteilung, die die Person des Meldepflichtigen erkennen lässt.<sup>457</sup> Auch die Mitteilung mittels Telefax wird deshalb gem. § 18 WpAIV als ausreichend erachtet. Aus inhaltlicher Sicht verlangt § 17 I WpAIV, neben der deutlich hervorgehobenen Überschrift „Stimmrechtsmitteilung“, die Nennung des Namens sowie der Anschrift des Mitteilungspflichtigen und des Emittenten, der über-, unterschrittenen oder erreichten Schwelle, der Höhe des nunmehr gehaltenen Anteils und des Datums, an dem die Schwelle berührt wurde. Seit dem 1.3.2009 ist nach § 17 I Nr. 7 WpAIV zudem anzugeben, ob und wie viele Stimmrechte durch Ausübung eines

---

<sup>452</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 13.

<sup>453</sup> Zur präventiven Vermeidung von Nachlässigkeiten und im Interesse der Rechtssicherheit für die Geltung strenger Maßstäbe KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 28; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 3. Dagegen Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 12; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; Scholz, AG 2009, 313, 315, die eine weniger strenge Auslegung präferieren.

<sup>454</sup> Ähnlich Scholz, AG 2009, 313, 315, welcher zu Recht bemerkt, dass die Reichweite des § 28 Satz 1 WpHG dort endet, wo der Schutzzweck nicht mehr relevant berührt wird.

<sup>455</sup> Scholz, AG 2009, 313, 315, der allerdings eine zu restriktive Handhabung präferiert und diese auch noch unzutreffenderweise mit der „strapazierenden“ Auslegung des Begriffs der Nichterfüllung begründet.

<sup>456</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 13; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5.

<sup>457</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 25; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5.

Erwerbsrechts i.S.d. § 25 WpHG erlangt wurden.<sup>458</sup> § 17 II WpAIV enthält zusätzlich Regelungen zur Veröffentlichung zugerechneter Stimmrechte. Hierdurch wird das Programm der Mitteilung detailliert festgelegt.

## **(2) Formale Mängel**

Rein formale Mängel, wie z.B. eine unvollständige oder fehlerhafte Anschrift des Meldepflichtigen oder offensichtliche Schreibversehen, stellen keine Nichterfüllung i.S.d. § 28 WpHG dar.<sup>459</sup> Dies ist in Bezug auf die Anschrift auch darauf zurückzuführen, dass diese nach den §§ 17, 19 WpAIV nicht in der anschließenden Veröffentlichung erscheint und damit naturgemäß keine Fehlvorstellung bei den Kapitalmarktteilnehmern hervorrufen kann.<sup>460</sup> Auch eine nicht gesetzeskonforme Überschrift ist nach den obigen Ausführungen unbeachtlich, solange die Mitteilung hinreichend dokumentiert ist.<sup>461</sup> Selbiges gilt für die für Nennung des Meldepflichtigen und des Emittenten, sofern die Beteiligten mit hinreichender Sicherheit identifiziert werden können.

## **(3) Inhaltliche Mängel**

### **(a) Meldeschwelle**

Die fehlende oder falsche Angabe der tangierten Meldeschwelle ist in jedem Fall ein relevanter Mangel.<sup>462</sup> Der Gesetzgeber hat nämlich mit den klar definierten Meldeschwellen per Gesetz entschieden, ob die Information von den Anlegern bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigt worden wäre.<sup>463</sup> Die Angabe der Meldeschwelle ist damit von großer Bedeutung für die Information des Publikums.

---

<sup>458</sup> § 17 I Nr. 7 WpAIV wird jedoch im Rahmen des AnsFuG zum 1. Februar 2012 aufgehoben, vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 17/3628, S. 15. Zur Auslegung dieser Vorschrift zutreffend Bedkowski, BB 2009, 1482, 1485 f.; siehe außerdem Arnold, AG Report 2009, R207, R208.

<sup>459</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 29; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 19; Scholz, AG 2009, 313, 316; OLG Düsseldorf, AG 2006, 202, 205, welches bei einem offensichtlichen Schreibversehen keinen relevanten Fehler annahm; ähnlich zuletzt auch wieder OLG Düsseldorf, AG 2010, 711, 712, das in einer unvollständigen Anschrift keinen relevanten Fehler sah.

<sup>460</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 138.

<sup>461</sup> Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 498; Scholz, AG 2009, 313, 316.

<sup>462</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 29; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 5; OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 22.03.07, Az. 12 U 77/06, Tz. 65.

<sup>463</sup> Veil, ZBB 2006, 162, 169.

## (b) Stimmrechtsanteil

Ebenso ist die nicht korrekte Angabe des genauen Stimmrechtsanteils grundsätzlich geeignet, einen Rechtsverlust auszulösen.<sup>464</sup> Sofern die Angabe der genauen Höhe des Anteils ernsthaft als unbeachtlich eingestuft wird, kann dem also nicht gefolgt werden. Etwas anderes gilt auch nicht unter dem Gesichtspunkt, dass durch das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz (TUG) zusätzliche Meldeschwellen eingeführt wurden.<sup>465</sup> Fehler hinsichtlich der absoluten Zahl der Stimmrechte vermögen allerdings grundsätzlich keinen Rechtsverlust auszulösen. § 17 Nr. 5 WpAIV ist insoweit eindeutig.<sup>466</sup> Etwas anderes kann aber dann gelten, wenn durch die inhaltliche Abweichung unklar wird, welche Angabe richtig ist.<sup>467</sup> In diesem Fall liegt nämlich eine mehrdeutige Meldung vor.<sup>468</sup>

Für die Beurteilung, ob ein fehlerhaft angegebener Stimmrechtsanteil im Einzelfall einen relevanten Fehler begründet, ist die relative Abweichung vom wahren Stimmrechtsanteil maßgebend, wobei keine Schwellenwerte berührt sein dürfen.<sup>469</sup> Der durch die Beteiligung verkörperte wirtschaftliche Wert ist irrelevant, da die §§ 21, 28 WpHG keine Aufklärung über den Unternehmenswert bezwecken.<sup>470</sup> Deshalb werden jedenfalls Rundungsfehler bei der zweiten Nachkommastelle unbeachtlich sein.<sup>471</sup> Die Toleranzgrenze wird allerdings bei einer Abweichung von 10 % liegen. Dies kann der Wertung des § 28 Satz 4 WpHG entnommen werden.<sup>472</sup> Die gegenteilige Auffassung<sup>473</sup>, welche hierin lediglich einen Mindestmaßstab sieht, würde öffentlichkeitsscheue Aktionäre geradezu dazu animieren, geringfügige Beteiligungsveränderungen nicht

---

<sup>464</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 138; Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1229, für den jedoch eine falsche Angabe hinsichtlich der Höhe des Anteils sub specie § 28 Satz 2 WpHG unschädlich ist.

<sup>465</sup> Dies offenlassend KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 29.

<sup>466</sup> Scholz, AG 2009, 313, 316; LG München, ZIP 2004, 167, 168. Zur Rechtslage vor der WpAIV vgl. Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 87, 92; Happ/AktR-Stucken, 7.03 Rn. 5; Hildner, S. 34 (Fn. 68).

<sup>467</sup> Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1248 (Fn. 39).

<sup>468</sup> Siehe hierzu die Ausführungen unter (4).

<sup>469</sup> Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1333; ähnlich KG, AG 2009, 30, 38, das aber auch die absolute Abweichung berücksichtigt.

<sup>470</sup> KG, AG 2009, 30, 38; zustimmend neuerdings Scholz, AG 2009, 313, 316.

<sup>471</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 14; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; früher schon Falkenhagen, WM 1995, 1005, 1005 (Fn. 4); a.A. LG München, ZIP 2004, 167, 168.

<sup>472</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 139; fehlgehend - weil gegen den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz verstoßend - Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 838, die aus der Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG den Schluss ziehen, dass die gerichtliche Praxis, auch bei geringfügigen Unrichtigkeiten hinsichtlich der Stimmrechtshöhe von einem Rechtsverlust abzusehen, nicht aufrecht erhalten werden könne.

<sup>473</sup> Scholz, AG 2009, 313, 316.



mitzuteilen. Zwischen diesen Grenzen muss es im Ergebnis aber allein auf den Grad der am Kapitalmarkt hervorgerufenen Fehlvorstellung ankommen. Auch eine allgemeine Unterscheidung danach, ob man es mit einem zu hoch angegebenen Anteil oder einem zu niedrig angegebenen Anteil zu tun hat, scheidet deshalb aus.<sup>474</sup> Zwar können Abweichungen von ein bis zwei Prozentpunkten wohl regelmäßig noch toleriert werden,<sup>475</sup> sofern dem Meldepflichtigen kein Vorsatz zur Last fällt. Im Einzelfall können jedoch auch solch geringe Abweichungen einen relevanten Fehler darstellen, wenn sie von rechtlicher Bedeutung sind, etwa weil der Aktionär in Wahrheit bereits über 95 % der Anteile verfügt und deshalb die Möglichkeit zur Durchführung eines Squeeze Outs hat oder weil die faktischen Mehrheitsverhältnisse in der Gesellschaft stark beeinflusst werden. Andersherum können größere Abweichungen im Einzelfall unbeachtlich sein, sofern sie auf einer fehlerhaften Einschätzung bezüglich einer schwierigen Rechtsfrage beruhen und die Mehrheitsverhältnisse nicht entscheidend beeinflussen.

### **(c) Datum**

Die Nennung des Datums sagt zwar nicht unmittelbar etwas über das Einflusspotenzial des Aktionärs aus, gleichwohl stellt ein fehlendes oder falsches Datum stets einen relevanten Mangel dar. Die BaFin soll durch diese Angabe nämlich erkennen können, ob der Aktionär seiner Pflicht fristgerecht nachgekommen ist.<sup>476</sup> Selbiges gilt für den Emittenten, der frühzeitig erkennen möchte, ob Aktionärsrechte nicht bestehen, um z.B. eine Auszahlung von Dividenden an solche Aktionäre zu vermeiden. Hierfür ist die Angabe des Datums unentbehrlich.<sup>477</sup> Im Falle der Nennung eines späteren Datums ergibt sich dies zudem aus der Tatsache, dass der Kapitalmarkt für einen gewissen Zeitraum über die tatsächliche Höhe des Anteils im Unklaren gelassen wird, was mit einer falschen Angabe des Stimmrechtsanteils vergleichbar ist.<sup>478</sup> Aber auch bei der Nennung

---

<sup>474</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 138 f.

<sup>475</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 14; KG, AG 2009, 30, 38; OLG Frankfurt a.M., Urteil vom 22.03.07, Az. 12 U 77/06, Tz. 65.

<sup>476</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 94, ferner soll hierdurch ein erhöhter Verwaltungsaufwand vermieden werden.

<sup>477</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 18 f.; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 29; Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1229, für den jedoch ein fehlerhaftes Datum sub specie § 28 Satz 2 WpHG unschädlich ist; ferner Hildner, S. 34; a.A. mit zweifelhaftem Verweis auf die Regierungsbegründung Scholz, AG 2009, 313, 318.

<sup>478</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 139.

eines früheren Datums kann nichts anderes gelten, da die Gesellschaft über den Zeitpunkt in die Irre geführt wird, ab welchem dem Meldepflichtigen die Rechte aus den Aktien zustehen.<sup>479</sup>

#### **(d) Zurechnung**

Hinsichtlich der Fehler bei der Angabe zugerechneter Stimmrechte ist die Beurteilung ungleich schwieriger. In diesem Kontext wird z.B. vertreten, dass das Weglassen nur eines Unternehmens in der Zurechnungskette stets ein relevanter Fehler sei.<sup>480</sup> Einer derart extensiven Auslegung kann allerdings nicht zugestimmt werden. Insbesondere bei Zurechnungsfällen ist nämlich immer auch den bestehenden Rechtsunsicherheiten Beachtung zu schenken. Hierfür spricht ferner, dass durch eine Umschichtung keine erneute Meldepflicht ausgelöst wird.<sup>481</sup> Deshalb wird im Einzelfall genau abzuwägen sein, ob bei einem Fehler in der Zurechnungskette der Informationszweck derart in Mitleidenschaft gezogen wurde, dass sich die Sanktion des Rechtsverlusts als verhältnismäßig erweist.<sup>482</sup>

Wird z.B. eine Zurechnung in der richtigen Höhe mitgeteilt, beruft sich der Meldepflichtige hierbei jedoch auf einen rechtlich nicht zutreffenden Zurechnungstatbestand, so wird man ihm dies wohl nachsehen müssen. Dies legt zumindest die Einführung des § 28 Satz 3 WpHG nahe, der für einen nachwirkenden Rechtsverlust voraussetzt, dass die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist. Die bestehenden Rechtsunsicherheiten können in diesem Fall nämlich eindeutig schwerer wiegen als die Desinformation des Kapitalmarkts. Auch geringe Fehler bei der Höhe des zuzurechnenden Anteils können im Einzelfall unbeachtlich sein, sofern der Gesamtstimmrechtsanteil richtig beziffert wird und keine Irreführung des Kapitalmarkts zu befürchten ist.<sup>483</sup> Selbiges muss

---

<sup>479</sup> Anders wohl Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 139.

<sup>480</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 29; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 22; HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 2; Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 87, 96; LG Hamburg, AG 2002, 525, 526 f.; a.A. zu Recht Scholz, AG 2009, 313, 317.

<sup>481</sup> Sudmeyer, BB 2002, 685, 688 f.; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1013; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 181; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596, 626; Happ/AktR-Stucken, 7.03 Rn. 5; Hildner, S. 34 f.; Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.3.1; LG München, ZIP 2004, 167, 169; OLG Frankfurt a.M., NZG 2010, 389, 389. Argumentativ identisch nun auch Scholz, AG 2009, 313, 317.

<sup>482</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5; Scholz, AG 2009, 313, 317.

<sup>483</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 15. Vgl. argumentativ auch Jäger, WM 1996, 1356, 1359.

nach den vorherigen Ausführungen konsequenterweise für geringe Abweichungen in Bezug auf den Gesamtstimmrechtsanteil gelten.<sup>484</sup>

**(e) Durch Erwerbsrechte erlangte Stimmrechte (§ 17 I Nr. 7 WpAIV)**

Im Gegensatz zu den bereits behandelten Fehlern ist eine fehlerhafte Angabe der durch die Ausübung eines Finanzinstruments i.S.d. § 25 WpHG erlangten Stimmrechte nicht dazu geeignet, einen Rechtsverlust auszulösen.<sup>485</sup>

Zwar könnte dagegen angeführt werden, dass ohne diese Angabe unklar bleibt, ob die Aktien im Markt neu erworben oder lediglich bereits gehaltene Finanzinstrumente ausgeübt und damit der Bestand der Finanzinstrumente verringert wurde.<sup>486</sup> Allerdings würde eine Sanktionierung den Rechtsunsicherheiten, welche in Bezug auf den neu geschaffenen § 25 WpHG bestehen,<sup>487</sup> nicht hinreichend Rechnung tragen. Zudem wäre es widersprüchlich, Fehler bezüglich einer Mitteilung über den Erwerb der Finanzinstrumente nicht mit einem Rechtsverlust zu sanktionieren, dahingegen aber Fehler hinsichtlich der Veröffentlichung einer Reduzierung dieser Position mit einem Rechtsverlust zu ahnden. Daneben gilt es im Unterschied zur Zurechnungsproblematik zu beachten, dass der Kapitalmarkt bei einem Verstoß gegen § 17 I Nr. 7 WpAIV niemals im Hinblick auf den Inhaber der Stimmrechte getäuscht wird. Angesichts dessen wird die mittels § 21 WpHG bezweckte Transparenz, deren Sicherstellung § 28 WpHG de lege lata allein dient, nicht wirklich in Mitleidenschaft gezogen, weshalb der Eintritt eines Rechtsverlusts darüber hinaus auch unverhältnismäßig wäre.

---

<sup>484</sup> Im konkreten Ergebnis zu weitgehend Scholz, AG 2009, 313, 317, der eine Abweichung von 10 % tolerieren will, sofern keine Meldeschwelle berührt wurde.

<sup>485</sup> Arnold, AG Report 2009, R207, R208; fehlgehend dagegen Vocke, BB 2009, 1600, 1601, 1604. Die Regierungsbegründung enthält in Bezug auf die Anwendung des § 28 WpHG jedoch keinen Hinweis, siehe Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 15.

<sup>486</sup> Zum Zweck und der daraus folgenden einschränkenden Auslegung des § 17 I Nr. 7 WpAIV vgl. die zutreffenden Ausführungen von Brandt, BKR 2008, 441, 444; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1485 f.

<sup>487</sup> Instruktiv Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 665; siehe auch Vocke, BB 2009, 1600, 1601, 1604 der allerdings nichtsdestotrotz in § 17 I Nr. 7 WpAIV im Hinblick auf § 28 Satz 1 und 3 WpHG eine relevante Fehlerquelle sieht.

#### (4) Besonderheiten

Im Folgenden ist noch kurz auf einige Besonderheiten einzugehen.

Eine mehrdeutige Meldung wird in aller Regel nicht genügen, um den Rechtsverlust nach § 28 WpHG zu vermeiden.<sup>488</sup> Der Gesellschafter muss seine Beteiligung vielmehr so bekannt machen, dass in der Öffentlichkeit keinerlei Zweifel entstehen.<sup>489</sup> Nur so genügt er dem Informationszweck. Deshalb ist die Angabe des Erreichens einer bestimmten Schwelle und eines aktuellen Stimmrechtsanteils, der dieser widerspricht, nicht ausreichend.<sup>490</sup> Selbiges kann gelten, wenn die Angabe der absoluten Stimmrechte der Angabe des prozentualen Stimmrechtsanteils in einer Weise widerspricht, die dazu geeignet ist, am Kapitalmarkt eine relevante Unsicherheit hinsichtlich des tatsächlichen Stimmrechtsanteils zu verursachen. Wann von einer solchen Unsicherheit ausgegangen werden kann, bestimmt sich nach den Grundsätzen bezüglich der Relevanz fehlerhaft angegebener Stimmrechtsanteile.<sup>491</sup>

Teilweise wird in diesem Zusammenhang vertreten, dass eine irreführende Mitteilung auch dann vorliege, wenn aus der Mitteilung nicht deutlich hervorgehe, in welchem Umfang sich die Beteiligung reduziert habe.<sup>492</sup> Bei einer genauen Betrachtung kann dem allerdings nicht zugestimmt werden. Selbiges muss für eine Aufstockung der Beteiligung gelten. Es ist zwar richtig, dass eine solche Angabe grundsätzlich wünschenswert ist, dennoch kann ihr Fehlen keinen Rechtsverlust zur Folge haben. Hierfür spricht zum einen der Wortlaut des § 17 I Nr. 4 WpAIV, der nur von der „Schwelle, die berührt wurde“, spricht.<sup>493</sup> Diesen gilt es aufgrund des strafähnlichen Charakters des Rechtsverlusts unbedingt zu beachten. Zudem wird durch das Fehlen dieser Angabe der Kapitalmarkt nicht in die Irre geführt. Vielmehr werden die Kapitalmarktteilnehmer nur dazu gezwungen, die letzte Stimmrechtsmitteilung des Meldepflichtigen (z.B. über die

---

<sup>488</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 16; restriktiver KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 29.

<sup>489</sup> BGHZ 114, 203, 215 (zu § 20 VII AktG).

<sup>490</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 14.

<sup>491</sup> Siehe zuvor (b).

<sup>492</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 138. Siehe auch Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 14, die als Beispiel den Fall anführen, dass bei einer Reduzierung von 80 % auf 4 % nur das Unterschreiten der 5 %-Schwelle angegeben wird.

<sup>493</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 34; Bedkowski, BB 2009, 394, 395, die insoweit die Verwaltungspraxis der BaFin kritisiert.

Internetpräsenz der BaFin) in Erfahrung zu bringen. Diese geringe Belastung rechtfertigt keinen Rechtsverlust.

Auf der anderen Seite soll nach einer Ansicht kein Rechtsverlust eintreten, wenn zunächst eine falsche Mitteilung abgegeben wurde, diese aber innerhalb der Frist von vier Handelstagen richtig gestellt wurde.<sup>494</sup> Auch dem kann nicht gefolgt werden. Freilich ist an dieser Ansicht zu begrüßen, dass es nicht ungerrecht erscheint, sofern der Meldepflichtige durch seine falsche Mitteilung, welche er noch innerhalb der Frist von vier Handelstagen korrigiert, einen Rechtsverlust vermeiden kann. Die falsche Mitteilung hemmt dann praktisch die Frist der Unverzüglichkeit bis zum Ablauf der Viertagesfrist. Kritisch ist hieran jedoch zu bemerken, dass die Frist des § 21 I Satz 1 WpHG, wie im weiteren Verlauf noch gezeigt werden wird, nicht in jedem Falle ausgeschöpft werden darf. Ferner muss auch in diesem Fall das Kriterium des Informationszwecks beachtet werden. Wird dieser durch die falsche Mitteilung erheblich beeinträchtigt oder zieht der Meldepflichtige aus der „kurzfristigen“ Verwirrung des Kapitalmarktes vielleicht sogar noch einen Vorteil, so ist ein Rechtsverlust durchaus angemessen. Dieser ist auch nicht in der Regel bedeutungslos, da er nur für einen kurzen Zeitraum eintritt. Wenn die falsche Mitteilung nämlich vorsätzlich erfolgte, kann der Rechtsverlust unter bestimmten Bedingungen nachwirken. Durch diese Auslegung wird damit zugleich verhindert, dass der Meldepflichtige die Frist des § 21 I Satz 1 WpHG durch eine bewusst falsche Mitteilung umgehen kann. Diese Lösung ist auch angemessen, sofern der Meldepflichtige lediglich versehentlich eine falsche Mitteilung abgibt. In diesem Fall werden sich für ihn nämlich in aller Regel keine Nachteile ergeben, da die Rechte in der kurzen Zeit sehr wahrscheinlich nicht ausgeübt werden.

Auch im umgekehrten Fall greift nach dem Kriterium des Informationszwecks die Sanktion des Rechtsverlusts. Der Aktionär geht seiner Rechte also gleichfalls dann verlustig, wenn er zunächst eine richtige Mitteilung abgibt, der eine fehlerhafte Meldung nachfolgt. Die erste Meldung wird in dieser Konstellation praktisch durch die zweite Meldung aufgehoben.<sup>495</sup>

Zuletzt ist darauf hinzuweisen, dass auch dann, wenn der Aktionär von der Möglichkeit der Selbstbefreiung nach § 23 WpHG Gebrauch macht, die Sanktion

---

<sup>494</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 16.

<sup>495</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 5a.

des § 28 WpHG eingreifen kann. Dies gilt jedoch nur, sofern die Voraussetzungen der Befreiung nicht vorliegen und der Pflichtige aufgrund der vorgenommenen Befreiung eine Mitteilung nach § 21 WpHG unterlassen hat.<sup>496</sup>

## **II. § 59 WpÜG**

### **1. Grundsätzliches**

Nach dem Wortlaut des § 59 Satz 1 WpÜG setzt die Sanktion des Rechtsverlusts aus tatbestandlicher Sicht voraus, dass der Bieter die Pflichten nach § 35 I oder II WpÜG nicht erfüllt. § 35 I WpÜG verpflichtet den Bieter die Tatsache der Kontrollerlangung zu veröffentlichen. § 35 II WpÜG betrifft die Pflicht, der BaFin eine Angebotsunterlage zu übermitteln und diese anschließend zu veröffentlichen. Ein Bieter ist nach der Legaldefinition in § 2 IV WpÜG (auch) eine natürliche oder juristische Person oder Personengesellschaft, die zur Abgabe eines Angebots verpflichtet ist.

Die Anwendungsprobleme des § 59 Satz 1 WpÜG gleichen denen des § 28 Satz 1 WpHG. Im Mittelpunkt der Diskussion steht auch hier die Frage, wie der Begriff der Nichterfüllung zu verstehen ist, also welche Pflichtverletzungen zu einem Rechtsverlust führen. Die Lösung gestaltet sich bei § 59 Satz 1 WpÜG aus dogmatischer Sicht zwar schwieriger, beruht im Grunde genommen jedoch auf demselben Argumentationsmuster. Daneben gilt es bei § 59 WpÜG außerdem zu klären, wie sich die §§ 36 und 37 WpÜG auf die Sanktion auswirken können.

Klar sollte indes sein, dass es für den Eintritt des Rechtsverlusts keine Rolle spielt, ob der Bieter die Kontrolle dadurch erlangt hat, dass er selbst 30 % der Stimmrechte hält oder diese ihm ganz oder teilweise nach § 30 WpÜG zugerechnet werden. § 35 WpÜG erfasst nämlich ausdrücklich auch die mittelbare Kontrollerlangung. Zudem wäre § 59 WpÜG andernfalls zu leicht zu umgehen. Insofern decken sich die Überlegungen mit denen zur Parallelproblematik im Rahmen des § 28 WpHG.<sup>497</sup>

Eine weitere Parallele zu § 28 WpHG ergibt sich für den Fall, dass der Bieter irrtümlich annimmt, den Pflichten des § 35 I und II WpÜG zu unterliegen und

---

<sup>496</sup> Assmann-Schneider-Schneider, § 23 Rn. 71; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 23 Rn. 23.

<sup>497</sup> So im Ergebnis auch Siemers, S. 227.

infolgedessen ein gesetzlich nicht erforderliches Angebot abgibt. Auch bei § 59 WpÜG hat dies keinen Rechtsverlust zur Folge.

## **2. Gründe für die Unsicherheit bezüglich des Nichterfüllungsbegriffs**

Die Konkretisierung des Begriffs der Nichterfüllung gestaltet sich hinsichtlich § 59 WpÜG gleich aus zweierlei Gründen besonders problematisch. Zum einen ist unklar, wie der Verweis auf die Absätze 1 und 2 des § 35 WpÜG zu verstehen ist, also welche Pflichten von § 59 Satz 1 WpÜG erfasst sind. Zum anderen ist streitig, welche Anforderungen an den Pflichtverstoß zu stellen sind, mithin in welchen Fällen die Schlechterfüllung der erfassten Pflichten zu einem Rechtsverlust führt.<sup>498</sup>

## **3. Pflichten nach § 35 I und II WpÜG**

### **a. Die tatbestandliche Weite der Verweisung auf § 35 I und II WpÜG**

§ 59 Satz 1 WpÜG ordnet den Verlust der Aktionärsrechte für die Zeit an, für welche die Pflichten nach § 35 I oder II WpÜG nicht erfüllt werden. Während § 38 Nr. 1 und Nr. 2 WpÜG ausdrücklich auf Verstöße gegen die Pflicht zur Veröffentlichung des Kontrollerwerbs nach § 35 I Satz 1 WpÜG und gegen die Pflicht zur Veröffentlichung eines Angebots nach § 35 II Satz 1 WpÜG verweisen und § 38 Nr. 3 WpÜG mittelbar Verstöße gegen die Pflicht zur Übermittlung einer Angebotsunterlage an die BaFin sanktioniert, ist der Verweis in § 59 Satz 1 WpÜG damit vergleichsweise pauschal. Dies verwundert auch so lange nicht, wie die sog. Primärpflichten zur Veröffentlichung der Kontrollerlangung gem. § 35 I Satz 1 WpÜG und zur Übermittlung und anschließenden Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 35 II Satz 1 WpÜG in Bezug genommen werden.<sup>499</sup> § 35 I und II WpÜG verweisen in ihren Sätzen 4 und 2 aber ebenso auf bestimmte Absätze der §§ 10 und 14 WpÜG, welche Vorgaben bezüglich der Art und Weise der Veröffentlichung bzw. Übermittlung der Kontrollerlangung und der Angebotsunterlage enthalten. Diese verfahrensrechtlichen Bestimmungen ergänzen die Primärpflichten, indem sie als flankierende Vorgaben einem geordneten Angebotsverfahren dienen.<sup>500</sup> Sie werden deshalb auch als sog.

---

<sup>498</sup> Ausführlich zu diesen Fragen neuerdings auch Siemers, S. 190 ff.

<sup>499</sup> Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 4; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 7; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 10; siehe auch Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 15 und Siemers, S. 190, die von Hauptpflichten sprechen.

<sup>500</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 11; Begr. RegE BT-Drucks, 14/7034, S. 28 (Ziele des Gesetzes).

Nebenpflichten titulierte.<sup>501</sup> Ob Verstöße gegen diese verfahrensrechtlichen Vorgaben zu einem Rechtsverlust führen, ist zweifelhaft und stellt zugleich eines der wichtigsten und umstrittensten Anwendungsprobleme des § 59 WpÜG dar.<sup>502</sup> Unabhängig von den folgenden Ausführungen dürfte es sich für die Praxis deshalb empfehlen, etwaige nicht erfüllte Pflichten nach den §§ 10 und 14 WpÜG, sofern dies möglich ist, nachträglich zu erfüllen.<sup>503</sup>

#### **b. Wortlaut**

Der weite Wortlaut des § 59 Satz 1 WpÜG legt erst einmal nahe, sämtliche Verstöße gegen Verpflichtungen, die sich aus den §§ 35 I und II WpÜG ergeben, mit einem Rechtsverlust zu sanktionieren.<sup>504</sup>

#### **c. Korrekturbedarf aufgrund unverhältnismäßiger Ergebnisse**

Dann wäre aber gem. der §§ 35 I Satz 4, 10 V Satz 2 bzw. 35 II Satz 2, 14 IV Satz 2 WpÜG auch die Pflicht des Vorstandes der Zielgesellschaft erfasst, den Betriebsrat bzw. die Arbeitnehmer über die Mitteilung des Bieters zu unterrichten und diesen die Angebotsunterlage zu übermitteln. Damit könnte der Vorstand der Zielgesellschaft einen Rechtsverlust beim Bieter bewirken, was angesichts des damit verbundenen Drohpotenzials ein untragbares Ergebnis wäre.<sup>505</sup> Ebenso würden rein formale Pflichten, wie die fehlende Übersendung eines Veröffentlichungsbelegs nach § 35 II Satz 2 i.V.m. § 14 III Satz 2 WpÜG, übertrieben hart sanktioniert.<sup>506</sup> Aufgrund des stets zu beachtenden Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes wäre dies ein verfassungsrechtlich höchst problematisches Ergebnis.

Ein weiteres Argument gegen die Sanktionierung der Verletzung verfahrensrechtlicher Pflichten ergibt sich aus § 59 Satz 2 WpÜG. Dieser erfasst nämlich nur die Nachholung der Pflichten des § 35 I Satz 1 und II Satz 1 WpÜG. Die Nachholung sonstiger sich aus § 35 WpÜG ergebenden Verfahrenspflichten ist hingegen in § 59 Satz 2 WpÜG nicht vorgesehen. Somit könnte es zu unverhältnismäßigen Ergebnissen kommen, wenn der Bieter seine Primärpflichten erfüllt und dem isolierten Verstoß gegen eine der Verfahrenspflichten kein sonderlich starkes

---

<sup>501</sup> Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 9; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 15; Siemers, S. 190.

<sup>502</sup> Nicht eindeutig insoweit KG, AG 2009, 30, 37.

<sup>503</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 11.

<sup>504</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 13; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 7;

Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 7.

<sup>505</sup> Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 4; Beckmann/Kersting/Mielke-Mielke, D 33; Siemers, S. 192.

<sup>506</sup> Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 4; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 14.



Gewicht beizumessen ist<sup>507</sup> - ein nicht einmal seltener Fall, wenn man bedenkt, dass die Beteiligten von der Kontrollerlangung und der Abgabe des Pflichtangebots regelmäßig trotz des Verfahrensfehlers Kenntnis erlangen werden - .<sup>508</sup> Damit würde der Verstoß gegen die sog. Primärpflichten in Bezug auf die in § 59 Satz 2 WpÜG genannten Vermögensrechte privilegiert, der schwächere Verstoß gegen die sog. Nebenpflichten hingegen nicht.<sup>509</sup> Deshalb ist im Ergebnis entweder Satz 2 teleologisch zu erweitern oder Satz 1 teleologisch zu reduzieren.

#### **d. Argumente für eine Einschränkung des § 59 Satz 1 WpÜG**

Vorzugswürdig erscheint eindeutig Letzteres. Hierfür spricht zum einen, dass Satz 2 präziser formuliert ist, weshalb davon auszugehen ist, dass die vollumfängliche Verweisung in § 59 Satz 1 WpÜG mit ihren Konsequenzen dem Gesetzgeber nicht hinreichend bewusst gewesen ist, so dass es sich insofern bei Satz 1 um ein Redaktionsversehen handelt.<sup>510</sup> Zum anderen ist anzuführen, dass einige Verhaltenspflichten, wie z.B. die Benachrichtigung der Börsen und der BaFin vor der Veröffentlichung der Kontrollerlangung nach § 35 I Satz 4 i.V.m. § 10 II WpÜG oder das Verbot der Vorabveröffentlichung nach den §§ 35 II Satz 2, 14 II Satz 2 WpÜG, aufgrund ihres Normzwecks gar nicht nachgeholt werden können. Die unumgängliche Folge wäre ein zeitlich unbegrenzter Rechtsverlust, was nicht nur wiederum unverhältnismäßig wäre, sondern auch vom Gesetzgeber, ausweislich des Wortlauts von § 59 Satz 1 WpÜG, nicht gewollt war.<sup>511</sup> Zudem provozieren die zahlreichen Nebenpflichten Verfahrensfehler geradezu, so dass erhebliche Unsicherheiten über den Eintritt der Sanktionswirkung zu befürchten wären.<sup>512</sup> Hierbei ist ferner zu bedenken, dass eine Sanktionierung jedes Verfahrensfehlers mit erheblichen Anfechtungsrisiken verbunden wäre.<sup>513</sup> Dieses

---

<sup>507</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 13; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 8; Marsch-Barner/Schäfer-Drinkuth, § 60 Rn. 53 (1. Auflage).

<sup>508</sup> Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 9; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 9.

<sup>509</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 19; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 15; Siemers, S. 191 f., die insofern zu Recht von einem Wertungswiderspruch spricht.

<sup>510</sup> Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 10; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 19; a.A. Siemers, S. 190, die meint, dass dies eher gegen eine Beschränkung des Anwendungsbereichs des § 59 Satz 1 WpÜG spreche; definitiv fehlgehend Beckmann/Kersting/Mielke-Mielke, D 33, der in beiden Sätzen ein Redaktionsversehen sieht.

<sup>511</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 8; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 14; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 9; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 2.

<sup>512</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 14; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 14.

<sup>513</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 15; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 9. Gleichwohl ist bei diesem Argument wiederum Vorsicht geboten, da eine restriktive Auslegung allein keine tragfähige Lösung bietet.

Ergebnis wird auch durch die Regierungsbegründung<sup>514</sup> bestätigt, welche sich nur auf die in § 35 I Satz 1 und II Satz 1 WpÜG ausdrücklich genannten Pflichten bezieht.<sup>515</sup> Da auch der Telos des § 59 WpÜG keine „unbedingte“ Sanktionierung sämtlicher Verfahrensfehler gebietet, wird § 59 Satz 1 WpÜG von der h.M. zur Recht teleologisch reduziert.<sup>516</sup>

#### e. Die Teleologische Reduktion des § 59 Satz 1 WpÜG

Streit besteht lediglich hinsichtlich des Ausmaßes der tatbestandlichen Einschränkung. Die heute wohl h.M. reduziert den Anwendungsbereich des § 59 Satz 1 WpÜG, mit leichten terminologischen Abweichungen, auf die Verletzung der sog. Primärpflichten.<sup>517</sup> Andere hingegen wollen keine ausnahmslose teleologische Reduktion des § 59 Satz 1 WpÜG vornehmen, da die Verfahrenspflichten mit den Primärpflichten teilweise in einem so engen Zusammenhang stünden, dass die Nichterfüllung der Verfahrenspflichten der Nichterfüllung der Primärpflichten gleichstehe. Deswegen sei auf die spezifische Zweckrichtung der Verhaltenspflichten und ihre Bedeutung für die Durchsetzung der Primärpflichten abzustellen, weshalb eine Einzelanalyse notwendig sei.<sup>518</sup>

Zwar ist dieser Auffassung zu Gute zu halten, dass z.B. die Veröffentlichung in den vorgeschriebenen Medien eine durchaus bedeutende Verfahrensvorschrift darstellt, gleichwohl ist ihr nicht zu folgen.<sup>519</sup>

Einer solchen Lösung bedarf es nämlich schon aus systematischen Gründen nicht. Dies hat seinen Grund darin, dass die wichtigsten Verfahrenspflichten die Art und Weise vorgeben, in der die Primärpflichten zu erfüllen sind und folglich stets eine Schlechterfüllung der Primärpflichten vorliegt, welche auch im Rahmen des § 59 WpÜG unter bestimmten Voraussetzungen einen Rechtsverlust auszulösen vermag. Dies ist angesichts der vielen Gründe für eine teleologi-

---

<sup>514</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>515</sup> Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 3; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 10; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 17; Siemers, S. 191; a.A. Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 13.

<sup>516</sup> A.A. insoweit nur Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 13, der auch die sog. Nebenpflichten erfassen will und sich dabei unverständlicherweise auf die Regierungsbegründung beruft.

<sup>517</sup> Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 10; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 14; Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 3 f.; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 21; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 11; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 15; Siemers, S. 191 ff.

<sup>518</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 23; zustimmend Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1227; ähnlich auch Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 8.

<sup>519</sup> Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 4, die richtigerweise auch auf die bei einer solche Abgrenzung drohende Rechtsunsicherheit abstellen.

sche Reduktion die dogmatisch elegantere Lösung.<sup>520</sup> Im Ergebnis ändert sich hierdurch allerdings nicht viel, was sich darin zeigt, dass die Gegenansicht den Begriff der Schlechterfüllung schutzzweckorientiert an Hand des jeweils einschlägigen Pflichtenkreises definiert.<sup>521</sup>

#### **f. Fortgang der Untersuchung**

Im weiteren Verlauf der Untersuchung soll deshalb die Frage im Mittelpunkt stehen, unter welchen Voraussetzungen die Schlechterfüllung der Primärpflichten eine Nichterfüllung i.S.d. § 59 WpÜG darstellt.

### **4. Anforderungen an den Pflichtverstoß**

#### **a. Schlechterfüllung als Fall des § 59 WpÜG**

Aufgrund der Formulierungsunterschiede zwischen den §§ 38 und 60 I WpÜG und dem § 59 Satz 1 WpÜG könnte man vermuten, dass der Rechtsverlust nur eintritt, sofern die Erfüllung der Primärpflichten vollständig unterlassen worden ist.<sup>522</sup> Die unterschiedlichen Formulierungen mit dem ordnungswidrigkeitsrechtlichen Bestimmtheitsgrundsatz zu erklären, erscheint aufgrund des strafähnlichen Charakters des Rechtsverlusts wiederum problematisch.<sup>523</sup> Jedoch kann auch im Rahmen des § 59 Satz 1 WpÜG die Schlechterfüllung der Nichterfüllung in ihrer praktischen Wirkung gleichstehen,<sup>524</sup> weshalb eine Erfüllung i.S.d. § 59 Satz 1 WpÜG ebenso grundsätzlich voraussetzt, dass die Pflichten in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wurden.<sup>525</sup>

#### **b. Kriterien**

Das genaue Ausmaß der tatbestandlichen Erfassung der Fälle der sog. Schlechterfüllung wird sich auch beim wertpapierübernahmerechtlichen Rechtsverlust nur mit Hilfe des Telos des Rechtsverlusts klären lassen, welcher untrennbar mit dem Telos der ihm zu Grunde liegenden materiellen Verhaltensgebote verbun-

---

<sup>520</sup> So müsste z.B. § 59 Satz 2 WpÜG, selbst wenn nur nachholbare Nebenpflichten unter § 59 Satz 1 WpÜG subsumiert würden, in Bezug auf die erfassten Nebenpflichten teleologisch erweitert werden.

<sup>521</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 13, 43.

<sup>522</sup> Zu Recht kritisch Siemers, S. 192 f., die sich angesichts der vergleichbaren Diskussion bei § 28 Satz 1 WpHG eine Klarstellung des Gesetzgebers gewünscht hätte.

<sup>523</sup> So aber KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 12; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 25; Siemers, S. 193.

<sup>524</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 13; Siemers, S. 193.

<sup>525</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 12; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 8; Bad Homburger Handbuch-Lenz, F Rn. 130; Siemers, S. 193 ff.

den ist. Daneben gilt es zudem, die „speziellen Entscheidungsregeln“ zu beachten. Hier ist insbesondere die Wahrung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes, die Beachtung der Rechtsunsicherheit bezüglich der Zurechnungsregeln und die Minimierung der Belastungen für Dritte zu nennen. Freilich verlieren die Interessen des Bieters auch bei der Anwendung des § 59 Satz 1 WpÜG an Wert, sofern er vorsätzlich handelt. Insofern entspricht die Problematik wiederum der des § 28 WpHG. Zuletzt gilt es bei § 59 WpÜG, zusätzlich die systematischen Besonderheiten des WpÜG zu beachten.

Eine relevante Schlechterfüllung liegt demnach vor, wenn der mit der Veröffentlichungspflicht verfolgte Publikationszweck verfehlt wird.<sup>526</sup> Welche Angaben genau erforderlich sind und welche konkreten Fehler zu einem Rechtsverlust führen, ergibt sich aus dem Sinn und Zweck der jeweiligen Normen, d.h. insbesondere ihrer Bedeutung für die Anleger, welche durch die Veröffentlichung informiert werden sollen.<sup>527</sup>

Formale Fehler, die den Informationszweck nicht beeinträchtigen, sind deshalb als unbeachtlich einzustufen.<sup>528</sup> Selbiges gilt für sonstige kleinere Ungenauigkeiten, wenn durch sie die Information der Kapitalmarktteilnehmer nicht beeinträchtigt wird.<sup>529</sup> Eine solche Beeinträchtigung wird jedoch anzunehmen sein, wenn durch die Nichtbeachtung der einzelnen Verfahrenspflichten relevante Informationsasymmetrien entstehen, die es im Hinblick auf die Gefahr des Insiderhandels unbedingt zu vermeiden gilt. Ebenso vermag eine erhebliche Verzögerung des Angebotsverfahrens, welche die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft beeinträchtigen und zu Marktverzerrungen führen kann, eine tatbestandliche Schlechterfüllung zu begründen.<sup>530</sup> Gleiches gilt für inhaltliche Fehler, die am Kapitalmarkt eine wesentlich falsche Vorstellung hervorrufen und damit die Allokationsfunktion des Kapitalmarkts erheblich beeinträchtigen.<sup>531</sup> Marktteilnehmer, die im Vertrauen auf die inhaltliche Richtigkeit der entsprechenden Veröffentlichungen Wertpapiere der Zielgesellschaft erworben oder veräußert

---

<sup>526</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 13; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 11.

<sup>527</sup> Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 8; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 26; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 13.

<sup>528</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 15.

<sup>529</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 12; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 10; Siemers, S. 195, die eine Berufung auf den Rechtsverlust in diesem Fall als rechtsmissbräuchlich betrachtet.

<sup>530</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 26 f.; ihm folgend Siemers, S. 193 f., die zusätzlich noch darauf hinweist, dass die Aktionäre im Falle einer Verzögerung Gefahr laufen, Zinsverluste zu erleiden.

<sup>531</sup> Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 12; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 29; Siemers, S. 194.

haben, können diese Transaktionen nämlich später in der Regel nur unter Inkaufnahme von erheblichen Verlusten rückabwickeln.<sup>532</sup>

Insofern lässt sich allerdings eine Einzelanalyse der in den §§ 10 und 14 WpÜG enthaltenen Vorgaben, bei welcher gleichfalls den anderen Auslegungskriterien Rechnung zu tragen ist, nicht vermeiden.

## **5. Erfasste Pflichtverletzungen**

### **a. Veröffentlichung der Kontrollerlangung**

#### **aa. Fristgerechte Veröffentlichung der Kontrollerlangung**

Eine nicht fristgerechte Veröffentlichung der Kontrollerlangung nach § 35 I Satz 1 und 2 WpÜG löst unzweifelhaft einen Rechtsverlust aus. Es macht also keinen Unterschied, ob die Veröffentlichung vollständig unterbleibt oder zu spät erfolgt.<sup>533</sup> Dies gebietet schon der Wortlaut des § 59 Satz 1 WpÜG, da bei einer nicht fristgerechten Veröffentlichung die Pflichten nun mal für eine gewisse Zeit nicht erfüllt werden.<sup>534</sup> Zudem wird dieses Ergebnis durch teleologische Erwägungen bestätigt, weil es durch die nicht fristgerechte Veröffentlichung zu Informationsasymmetrien und Marktverzerrungen kommen kann. Überdies wäre es nahezu unmöglich, zwischen einer nicht vorgenommenen und einer verspäteten Mitteilung zu differenzieren.

#### **bb. Medien und Sprache**

Nach § 35 I Satz 1 WpÜG i.V.m. § 10 III Satz 1 WpÜG hat die Veröffentlichung der Kontrollerlangung durch Bekanntgabe im Internet und über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem<sup>535</sup>, welches weit verbreitet ist, in deutscher Sprache zu erfolgen. Nach allgemeiner Meinung kann ein Verstoß gegen diese Vorgaben grundsätzlich einen Rechtsverlust nach § 59 WpÜG begründen, da es sich um einen schweren formalen Fehler handelt.<sup>536</sup> Angesichts der Bedeutung der Veröffentlichungsmedien für die Erreichung des

---

<sup>532</sup> Siemers, S. 194.

<sup>533</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 12; Siemers, S. 197 f.

<sup>534</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 15; Marsch-Barner/Schäfer-Drinkuth, § 60 Rn. 53 (1. Auflage).

<sup>535</sup> Den Anforderungen des § 10 III Satz 1 Nr. 2 WpÜG genügen nur Informationsverbreitungssysteme, die Nachrichten grundsätzlich in einer in Minuten bemessenen Reaktionszeit veröffentlichen, weshalb der elektronische Bundesanzeiger kein geeignetes Medium darstellt, vgl. OLG Frankfurt a.M., NZG 2010, 583, 583.

<sup>536</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 35; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 26; Bad Homburger Handbuch-Lenz, F Rn. 130; Siemers, S. 197 f.

Publikationszwecks ist dem zuzustimmen. Die Veröffentlichungssprache betreffend ist dies damit zu begründen, dass die am deutschen Kapitalmarkt tätigen Anleger nicht mehr, aber auch auf keinen Fall weniger als eine Mitteilung in deutscher Sprache erwarten können.

**cc.           Angabe der Internetadresse**

Nach § 35 I Satz 1 i.V.m. § 10 III Satz 2 WpÜG hat der Bieter zusätzlich die Internetadresse anzugeben, unter der die nachfolgende Angebotsunterlage veröffentlicht wird. Dadurch soll ein unmittelbarer und rascher Zugriff auf die für die Beurteilung des Angebots maßgeblichen Daten ermöglicht werden.<sup>537</sup> Zum Teil wird vertreten, dass eine fehlende Angabe der Internetadresse einen Rechtsverlust zur Folge habe.<sup>538</sup> Unter Hinweis darauf, dass der Fehler nach der Veröffentlichung der Angebotsunterlage überholt sei, wird die Sanktionswirkung teilweise allerdings auf das Zeitfenster zwischen der Veröffentlichung der Kontrollerlangung und der Veröffentlichung der Angebotsunterlage beschränkt.<sup>539</sup> Gegen die zweite Auffassung spricht jedoch, dass die Angabe der Internetadresse auch über das Informationsverbreitungssystem erfolgen muss. Die Angebotsunterlage wird in diesem jedoch nicht veröffentlicht, so dass die Nachholung unter Publizitätsgesichtspunkten nicht sinnlos erscheint, da der Hinweis auf die Veröffentlichung der Angebotsunterlage somit in einem weiteren Medium erfolgt. Dennoch wird man im Ergebnis feststellen müssen, dass die Beeinträchtigung des Publikationszwecks nicht erheblich genug ist, um unter verfassungsrechtlichen Maßstäben einen Rechtsverlust zu rechtfertigen. Ein Verstoß gegen § 10 III Satz 2 WpÜG löst folglich keinen Rechtsverlust aus.

**dd.           Angabe der genauen Höhe und Zusammensetzung des Anteils**

**(1)           Rechtsauffassung der herrschenden Meinung**

Nach § 35 I Satz 1 und 3 WpÜG hat der Bieter die genaue Höhe seines Stimmrechtsanteils, ggf. unter Nennung der jeweils einschlägigen Zurechnungstatbestände, zu veröffentlichen. Die Regelung ist an § 22 II WpHG a.F. angelehnt und dient der besseren Kontrolle durch die BaFin.<sup>540</sup> Eine Verletzung dieser Vorgaben

---

<sup>537</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 40.

<sup>538</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 35; dem zustimmend Siemers, S. 198.

<sup>539</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 27; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 9.

<sup>540</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 28; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 54.

soll nach der h.M. einen Rechtsverlust zur Folge haben, da sie den Informationskern darstellten.<sup>541</sup> Ausnahmen sollten nur bei rein formalen Fehlern, wie z.B. einer falschen Adresse oder offensichtlichen Unrichtigkeiten, zugelassen werden, sofern der Informationszweck im Einzelfall nicht beeinträchtigt werde.<sup>542</sup>

## **(2) Stimmrechtsanteil**

Dem kann nicht gefolgt werden. Eine fehlerhafte Angabe der Höhe des Anteils muss entgegen der h.M. nicht zwangsläufig zu einem Rechtsverlust führen. Vielmehr ist die von der h.M. statuierte Ausnahme extensiv anzuwenden. Es kommt damit auch im Rahmen des § 59 WpÜG entscheidend darauf an, ob der Informationszweck trotz des Fehlers gewahrt wird. Dabei gilt es im WpÜG bezüglich der zulässigen Abweichung des angegebenen Anteils vom wahren Anteil zu berücksichtigen, dass § 35 WpÜG vorwiegend einen effektiven Minderheitenschutz bezweckt. Sofern der Bieter seine Kontrollerlangung veröffentlicht hat, ist „diesem“ Regelungsziel hinreichend genügt. Das Pflichtangebotsverfahren wird dann seinen weiteren Verlauf nehmen. Die Herstellung von Transparenz ist hingegen kein primäres Regelungsziel des § 35 WpÜG. Diese Aufgabe kommt den Vorschriften der §§ 21 ff. WpHG zu. Insofern scheint es angemessen, § 59 WpÜG nicht eingreifen zu lassen, sofern das Überschreiten der Kontrollschwelle veröffentlicht wurde und die falsche Angabe bezüglich der Anteilshöhe nach den zu § 28 WpHG entwickelten Maßstäben unbeachtlich ist. Eines darüber hinaus gehenden Schutzes durch das WpÜG bedarf es nicht.

## **(3) Zurechnung**

Das Normverständnis der h.M. überzeugt auch in Bezug auf die Zurechnungstatbestände nicht. Es trägt den bestehenden Rechtsunsicherheiten in keiner Weise Rechnung. Aus verfassungsrechtlicher Perspektive wäre es aber unangemessen, den Bieter einem Rechtsverlust zu unterwerfen, wenn die von ihm angegebene Gesamthöhe der wahren Lage entspricht und ihm kein Vorsatz zur Last fällt, was bei Zurechnungsfällen durchaus nicht auszuschließen ist. Dieses Normverständnis lässt sich ergänzend durch die Tatsache untermauern, dass auch im Rahmen der §§ 29 ff. WpÜG durch eine Umschichtung keine neue Verpflichtung des

---

<sup>541</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 28; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 14; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 10; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 35; Siemers, S. 198.

<sup>542</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 28; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 10; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 35.

Zurechnungssubjekts ausgelöst wird.<sup>543</sup> Darüber hinaus müssen dem Bieter ferner sogar geringe Fehler hinsichtlich der gemeldeten Gesamthöhe im Einzelfall nachgesehen werden, sofern diese durch eine schwierige Rechtsfrage bezüglich der Zurechnungstatbestände oder eine komplexe Konzernstruktur verursacht wurden und keine wesentliche Beeinträchtigung des Informationszwecks zu befürchten ist. Unterstützend kann hierfür wiederum die in der Regelung des § 28 Satz 3 WpHG zum Ausdruck kommende Intention des Gesetzgebers angeführt werden. Dieses Dilemma berücksichtigen auch Kremer und Oesterhaus<sup>544</sup>, die vorschlagen, dass der Bieter den streitigen Sachverhalt erläutern soll, so dass ein Rechtsverlust wegen mangelnden Verschuldens ausscheide. Dogmatisch betrachtet sprechen jedoch die besseren Gründe dafür, Fehler hinsichtlich der Zurechnung unter den genannten Voraussetzungen schon auf tatbestandlicher Ebene aus dem Anwendungsbereich des § 59 WpÜG herauszunehmen. Sofern die Rechtsunsicherheit nämlich tatsächlicher Natur ist, nützt dem Bieter die vorgeschlagene Lösung wenig. Außerdem werden an die Exkulpation sehr hohe Anforderungen gestellt, weshalb es vorzugswürdig erscheint, bereits das Vorliegen des Tatbestandes zu verneinen.

#### **ee. Weitere Vorgaben**

Vor der Veröffentlichung hat der Bieter des Weiteren nach § 35 I Satz 4 i.V.m. § 10 II 1 WpÜG die Geschäftsführungen der betroffenen Börsen und die BaFin von der Kontrollerlangung zu unterrichten. Dadurch soll zum einen sichergestellt werden, dass - soweit erforderlich - eine Kursaussetzung verfügt werden kann. Zum anderen soll hierdurch eine effektive Überwachung durch die BaFin gewährleistet werden.<sup>545</sup> Problematisch ist, dass eine Nachholung in diesen Fällen offensichtlich sinnlos ist, weil es sich um einen sog. Sequenzfehler handelt.<sup>546</sup> Da ein endgültiger Rechtsverlust dem Wortlaut und dem Zweck des § 59 WpÜG jedoch widerspricht, wird hieraus teilweise gefolgert, dass der Rechtsverlust auf den Zeitraum bis zur Veröffentlichung der Kontrollerlangung zu beschränken sei.<sup>547</sup> Dies ist allerdings geradezu paradox, da es durch die Veröffentlichung erst zu dem Sequenzfehler kommt, mithin vorher gar keine Pflichtverletzung festge-

---

<sup>543</sup> Schwark-Noack/Zetsche, § 35 WpÜG Rn. 10; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1014 ff.

<sup>544</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 29.

<sup>545</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 40.

<sup>546</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 15; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 30; Siemers, S. 196 f.

<sup>547</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 30.



stellt werden kann. Richtig dürfte deshalb sein, § 59 WpÜG auf die unterlassene Vorabveröffentlichung gar nicht erst anzuwenden, zumal Verstöße nach § 60 I Nr. 2 a) WpÜG bußgeldbewehrt sind<sup>548</sup> und ein Rechtsverlust aufgrund der geringen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt unverhältnismäßig wäre.

Selbiges muss für einen Verstoß gegen das Verbot der Vorabveröffentlichung nach § 35 I Satz 4 i.V.m. § 10 III Satz 3 WpÜG, welches die Einheitlichkeit der Veröffentlichungswege gewährleisten soll, gelten.<sup>549</sup> Auch hier ist das in § 60 I Nr. 3 WpÜG angedrohte Bußgeld ausreichend. Die Tatsache, dass hierdurch unter Umständen gravierende Informationsasymmetrien entstehen können, ändert an diesem Ergebnis nichts, da es keine primäre Aufgabe des Rechtsverlusts darstellt, das Hervorrufen dieses Zustandes zu sanktionieren. Diese Aufgabe fällt vielmehr den Insiderregeln zu. Im Gegenteil könnte man sogar argumentieren, dass durch die Vorabveröffentlichung bezüglich der Kontrollerlangung ein „Mehr“ an Publizität vorliegt.

Auch ein Verstoß gegen die Pflicht zur Übersendung der Veröffentlichung an die Geschäftsführungen der betroffenen Börsen und die BaFin vermag keinen Rechtsverlust auszulösen. Die Pflicht dient nach der Regierungsbegründung lediglich der besseren Überwachung durch die BaFin.<sup>550</sup> Diese kann die Veröffentlichung aber ebenso den Veröffentlichungsmedien entziehen und deren Übersendung anschließend mit den verwaltungsrechtlichen Instrumenten durchsetzen.<sup>551</sup> Eine Beeinträchtigung des Publikationszwecks geht mit dieser Pflichtverletzung nicht einher. Das in § 60 I Nr. 4 WpÜG angedrohte Bußgeld ist deshalb ausreichend. Gleiches gilt für die Pflicht des Bieters, den Vorstand der Zielgesellschaft unverzüglich zu unterrichten.<sup>552</sup>

## **b. Übermittlung der Angebotsunterlage an die BaFin**

§ 35 II Satz 1 WpÜG bestimmt, dass der Bieter innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung der Kontrollerlangung der BaFin eine Angebotsunterlage zu übermitteln hat. Durch diese Regelung soll sichergestellt werden, dass diese ihre

---

<sup>548</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 32 f.; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 8; Siemers, S. 196 f.

<sup>549</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 31; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 42; Siemers, S. 199.

<sup>550</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 40.

<sup>551</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 33; im Ergebnis auch Siemers, S. 200, die anführt, dass der Rechtsverlust, da der Pflichtverstoß in den meisten Fällen lediglich in einer verspäteten Übersendung liege, auf wenige Tage beschränkt sei. Dieses Argument vermag jedoch allein nicht zu überzeugen.

<sup>552</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 34; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 44; zustimmend wiederum Siemers, S. 200.

Funktion als Evidenzzentrale wahrnehmen und die Angebotsunterlage überprüfen und gestatten kann.<sup>553</sup> Die Bedeutung der Überprüfung ist dabei keinesfalls zu unterschätzen, da eine fehlerhafte Angebotsunterlage später nicht korrigierbare Transaktionen verursachen kann.<sup>554</sup>

Nichtsdestotrotz wird teilweise vertreten, dass die Nichtübermittlung der Angebotsunterlage keinen Rechtsverlust zur Folge habe. Werde die Angebotsunterlage nicht übermittelt, so habe die BaFin das Angebot nach § 15 I Nr. 3 WpÜG zu untersagen, so dass der Bieter im Endeffekt seine Pflicht zur Abgabe eines Angebots an alle außenstehenden Aktionäre verletze. Der Schutzzweck des § 59 WpÜG, die Herauslegung eines Angebots sicherzustellen, werde somit gewahrt.<sup>555</sup>

Aufgrund des Zwecks der Übermittlung behauptet eine zweite Ansicht, dass stets eine beachtliche Schlechterfüllung vorliege, wenn die Angebotsunterlage nicht, nicht rechtzeitig oder nicht in der vorgeschriebenen Form übermittelt werde. Selbiges solle gelten, sofern der Bieter die Angebotsunterlage veröffentliche, ohne sie vorher der BaFin übermittelt zu haben. Nur so könnten Verzögerungen im Pflichtangebotsverfahren effektiv bekämpft werden.<sup>556</sup>

Gegen die erste Ansicht spricht, dass die BaFin im Falle eines Verstoßes gegen die Übermittlungspflicht zwar das Angebot untersagen kann, die Angebotspflicht ausweislich der §§ 35 II Satz 1, 14 II Satz 1 WpÜG jedoch eine bereits übermittelte Angebotsunterlage voraussetzt.<sup>557</sup> Der Bieter könnte somit das Pflichtangebot erheblich verzögern oder theoretisch sogar vollständig umgehen, ohne einen Rechtsverlust zu fürchten. Deshalb muss eine unterlassene oder nicht fristgerechte Übermittlung der Angebotsunterlage grundsätzlich geeignet sein, einen Rechtsverlust auszulösen, ohne dass es einer Untersagung durch die BaFin bedarf.<sup>558</sup> Die erste Ansicht ist somit abzulehnen.

Diese Argumentation lässt sich auf die Übermittlung einer nicht ordnungsgemäßen Angebotsunterlage aber nicht eins zu eins übertragen, weshalb auch die zweite Ansicht nicht das richtige Normverständnis trifft. Vielmehr ist davon

---

<sup>553</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 44.

<sup>554</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 47, Siemers, S. 200 f.

<sup>555</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 36; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 13.

<sup>556</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 47 ff.; Siemers, S. 201, 204.

<sup>557</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 21; fehlgehend Siemers, S. 204 f.

<sup>558</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 47 ff.; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 13; Siemers, S. 204 f.

auszugehen, dass bei einer nicht ordnungsgemäßen Angebotsunterlage eine Untersagungsverfügung der BaFin unverzichtbar ist, um den Rechtsverlust auszulösen.<sup>559</sup>

Zwar wird hiergegen teilweise pauschal eingewandt, die Möglichkeit der Untersagung passe nicht auf das Pflichtangebot.<sup>560</sup> Dem ist allerdings die Regierungsbegründung<sup>561</sup> zu § 35 II WpÜG entgegenzuhalten. Diese geht nämlich davon aus, dass die BaFin, sofern der Bieter keine oder eine fehlerhafte Angebotsunterlage übermittelt, die Angebotsunterlage zu untersagen habe, so dass der Bieter in diesem Fall gegen seine Angebotspflicht aus § 35 II WpÜG verstoße. Dies verdeutlicht, dass es dem Gesetzgeber bei der Sanktionierung der Nichteinhaltung der Pflichten des § 35 I und II WpÜG gerade nicht um die Sanktionierung einer fehlerhaften Angebotsunterlage ging.<sup>562</sup> Die Schlechterfüllung ist demnach kein Fall der Nichterfüllung, kann eine solche aber hervorrufen, weil der Bieter gem. § 15 III WpÜG die Angebotsunterlage nicht mit Erfüllungswirkung veröffentlichten kann, wenn die BaFin das Angebot nach § 15 I Nr. 1 und 2 WpÜG untersagt hat.<sup>563</sup> Dies wird durch einen Vergleich mit § 38 Nr. 3 WpÜG, welcher an eine untersagte Angebotsunterlage anknüpft, bestätigt.

Dagegen könnte eventuell noch vorgebracht werden, dass in konsequenter Umsetzung der Regierungsbegründung auch bei einer nicht oder nicht fristgerecht übermittelten Angebotsunterlage eine Untersagung zu erfolgen habe, bevor ein Rechtsverlust eintreten kann. Eine derartige Argumentation würde allerdings den Unterschied zwischen einer fehlerhaften Angebotsunterlage und einer nicht oder nicht fristgerecht übermittelten Angebotsunterlage außer Acht lassen. Bei einer fehlerhaften Angebotsunterlage ergibt sich der Verstoß nämlich aus den §§ 11 WpÜG, 2 AngV i.V.m. § 39 WpÜG und nicht aus § 35 II WpÜG.<sup>564</sup> Insofern kann bei einer fehlerhaften Angebotsunterlage allein die Untersagung des Angebots eine relevante Pflichtverletzung bzw. Schlechterfüllung begrün-

---

<sup>559</sup>Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 5; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 14; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 36, 41 ff.; Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 143 f.; a.A. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 50 ff.; ihm abermals folgend Siemers, S. 204 f.; in diese Richtung zuletzt auch OLG Frankfurt a.M., AG 2008, 87, 89; vgl. ferner Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 15, der zwar eine Untersagungsverfügung voraussetzt, den Rechtsverlust aber ex lege eintreten lassen will.

<sup>560</sup>Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 50.

<sup>561</sup>Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 60.

<sup>562</sup>KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 43.

<sup>563</sup>Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 5.

<sup>564</sup>KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 41; dies ignorierend Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 51 f.

den.<sup>565</sup> Unterstützend kann für diese Ansicht darüber hinaus angeführt werden, dass es überzogen wäre, jede Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit mit einem Rechtsverlust zu sanktionieren.<sup>566</sup> Insofern gebietet auch der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz, bei einer fehlerhaften Angebotsunterlage eine Untersagungsverfügung der BaFin vorzusetzen.

Dieser Grundsatz geht sogar so weit, dass im Falle der Gestattung der Angebotsunterlage durch die BaFin kein Rechtsverlust eintreten kann.<sup>567</sup> Ein anderes Ergebnis wäre mit rechtsstaatlichen Grundsätzen nicht vereinbar. Eine wesentliche Verminderung des Schutzniveaus geht hiermit nicht einher, da die BaFin die wichtigsten Angaben, insbesondere diejenigen bezüglich der Angemessenheit der Gegenleistung, auf ihre Vereinbarkeit mit den gesetzlichen Anforderungen prüft. Sonstige inhaltliche Ungenauigkeiten, die gleichfalls Fehlvorstellungen am Kapitalmarkt bewirken, sind vor dem Hintergrund der Gestattung zu vernachlässigen.<sup>568</sup>

### **c. Veröffentlichung der Angebotsunterlage**

Die Pflicht zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach den §§ 35 II Satz 1, 14 II Satz 1 WpÜG ist der idealtypische Fall, auf dessen Sanktionierung es § 59 Satz 1 WpÜG ankommt.<sup>569</sup>

#### **aa. Fristgerechte Veröffentlichung der Angebotsunterlage**

Aufgrund des Wortlauts des § 59 Satz 1 WpÜG ist auch im Rahmen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage die nicht rechtzeitige Veröffentlichung vom Tatbestand erfasst.<sup>570</sup> Die Veröffentlichung hat deshalb unbedingt unverzüglich nach der Gestattung oder nach Eintritt der Gestattungsfiktion zu erfolgen.

---

<sup>565</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 43; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 5; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 14; a.A. wiederum Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 52.

<sup>566</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 14; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 36.

<sup>567</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 43; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 14; dagegen Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 58, der anführt, dass der Bieter ansonsten nicht angehalten werden könne, sein mangelhaftes Pflichtangebot inhaltlich nachzubessern; im Ergebnis ebenso Siemers, S. 206.

<sup>568</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 14.

<sup>569</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 37.

<sup>570</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 57; Marsch-Barner/Schäfer-Drinkuth, § 60 Rn. 53 (1. Auflage).

**bb. Veröffentlichungsmedien**

Auch eine Veröffentlichung außerhalb der in den §§ 35 II Satz 2, 14 III Satz 1 WpÜG vorgesehenen Medien begründet eine beachtliche Schlechterfüllung.<sup>571</sup> Der Bieter hat aus diesem Grunde die Angebotsunterlage im Internet sowie im elektronischen Bundesanzeiger<sup>572</sup> zu veröffentlichen, um dem Publikationszweck gerecht zu werden und einem Rechtsverlust zu entgehen.

**cc. Abweichungen von der übermittelten Angebotsunterlage**

Selbiges soll für Abweichungen von der Angebotsunterlage, welche der BaFin übermittelt und von dieser gestattet wurde, gelten.<sup>573</sup> Dieser Aussage kann so allerdings nicht generell zugestimmt werden. Mit Blick auf den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz ist nämlich auch hier stets zu prüfen, ob die Interessen der Kapitalmarktteilnehmer durch die Abweichung nachhaltig berührt werden.

**dd. Weitere Vorgaben<sup>574</sup>**

Ein Verstoß gegen die Pflicht zur Übersendung eines Beleges an die BaFin nach den §§ 35 II Satz 2, 14 III Satz 2 WpÜG führt hingegen nicht zu einem Rechtsverlust. Diese Pflicht dient nur der Erleichterung der Kontrolle durch die Behörde, so dass das in § 60 I Nr. 5 WpÜG angeordnete Bußgeld als ausreichend angesehen werden sollte.

Dasselbe muss für einen Verstoß gegen das in den §§ 35 II Satz 2, 14 II Satz 2 WpÜG statuierte Verbot der Vorabveröffentlichung gelten. Da der Verstoß nicht korrigierbar wäre, muss die Sanktion sich auch hier auf das in § 60 I Nr. 3 WpÜG angedrohte Bußgeld beschränken.

Zuletzt zieht darum konsequenterweise auch ein Verstoß gegen die Pflicht, die Angebotsunterlage unverzüglich nach der Veröffentlichung dem Vorstand der Zielgesellschaft zu übermitteln, keinen Rechtsverlust nach sich. Es gilt allerdings wiederum das obligatorische Bußgeld zu berücksichtigen (§ 60 II Nr. 2 b) WpÜG).

---

<sup>571</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 38; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 57; Siemers, S. 205 f.

<sup>572</sup> Hierin liegt der wesentliche Unterschied zur Regelung des § 10 III Satz 1 WpÜG.

<sup>573</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 57; gleichfalls wiederum Siemers, S. 206.

<sup>574</sup> Detailliert KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 38 ff.; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 63 ff.

## 6. Auswirkungen der §§ 36 und 37 WpÜG auf § 59 WpÜG

Nach § 36 WpÜG kann der Bieter, wenn er die Aktien in Folge der darin beschriebenen Begebenheiten erlangt hat, einen Antrag auf Nichtberücksichtigung von Stimmrechten stellen. Darüber hinaus gewährt § 37 WpÜG i.V.m. den §§ 8 ff. AngV dem Bieter für bestimmte Konstellationen der Kontrollerlangung die Möglichkeit, eine ermessensabhängige Befreiung von den Pflichten des § 35 I und II WpÜG bei der BaFin zu beantragen. Ein solcher Antrag führt in den meisten Fällen auch zu einer Befreiung, so dass diese eindeutig die Regel, das Pflichtangebot hingegen die eher seltene Ausnahme darstellt.<sup>575</sup> Zuletzt lässt § 20 WpÜG Befreiungen für Aktien zu, die zum Handelsbestand gehören. Bei allen diesen Möglichkeiten stellt sich die Frage, wie sie sich auf § 59 WpÜG auswirken. Dabei soll im Folgenden zwischen den vom Bieter gestellten Anträgen und den von der BaFin erlassenen Verfügungen unterschieden werden.

### a. Wirkung der Anträge

In Bezug auf den Antrag wird vor allem darüber diskutiert, ob ein vom Bieter gestellter Antrag, der nicht innerhalb der Fristen des § 35 I und II WpÜG beschlossen wurde, einen Rechtsverlust ausschließt, bis die BaFin über diesen entschieden hat. Präziser formuliert, ob dem Antrag des Bieters ein Suspensiv-effekt zukommt.<sup>576</sup>

Die h.M. nimmt einen solchen Suspensiveffekt an, solange es sich nicht um einen rechtsmissbräuchlichen Antrag handelt. Der Rechtsverlust tritt deshalb bis zur Bescheidung des Antrags grundsätzlich nicht ein.<sup>577</sup> Eine andere Ansicht hingegen lehnt die suspendierende Wirkung ab.<sup>578</sup> Gegen diese ablehnende Haltung spricht indessen, dass es unverhältnismäßig wäre, den Aktionär mit den wirtschaftlichen Folgen eines Pflichtangebots zu belasten, bevor über dessen

---

<sup>575</sup> Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 535 f., der darauf hinweist, dass in den letzten Jahren nur 3,6 % der Anträge abgelehnt wurden und 433 Befreiungen nur 85 Pflichtangebote gegenüberständen.

<sup>576</sup> Eine Unterscheidung zwischen Anträgen nach § 36 WpÜG und solchen gem. § 37 WpÜG erübrigt sich in Bezug auf die vorgenannte Fragestellung, weil beide im Falle einer positiven Bescheidung die Pflichten des § 35 WpÜG abwenden, vgl. Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1092.

<sup>577</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 18; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 34; Pohlmann, ZGR 2007, 1, 14 (unter Verweis auf LG München, ZIP 2004, 167, 168, das für den Fall des § 36 WpÜG u.a. angeführt hat, dass es sich in diesem Fall um eine gebundene Entscheidung handelt); Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1093 ff.; Braun, S. 113 ff.

<sup>578</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 15 (Fn. 27); Wackerbarth/Kreße, NZG 2010, 418, die eine Lösung über eine vorläufige Gestattung, welche notfalls im einstweiligen Rechtsschutz durchgesetzt werden könne, vorschlagen, da nur so eine effektive Missbrauchskontrolle gewährleistet werden könne.

Notwendigkeit rechtsverbindlich entschieden wurde.<sup>579</sup> Dies gilt umso mehr, da der Bieter die durch ein angenommenes Pflichtangebot entstandenen vertraglichen Verpflichtungen erfüllen muss, ohne dass der nachträgliche Wegfall der Angebotspflicht ihm eine Rückabwicklung ermöglichen würde.<sup>580</sup> Außerdem ließe sich ansonsten kaum erklären, warum die Antragsfrist des § 8 Satz 2 WpÜG-AngV der Frist des § 35 I Satz 1 WpÜG entspricht.<sup>581</sup> Ferner lässt sich gegen die Ablehnung eines Suspensiveffekts die daraus resultierende Rechtsunsicherheit einwenden. Fände z.B. in diesem Zeitraum eine Hauptversammlung statt, so wüssten die Organe der Zielgesellschaft nicht, ob dem Bieter die Rechte aus seinen Aktien zustehen. Zur Schaffung der benötigten Rechtssicherheit böte sich zwar an, den Bieter den Folgen des Rechtsverlusts zu unterwerfen, bis die BaFin über seinen Antrag entschieden hat. Jedoch würde der Bieter dann eventuell sanktioniert, ohne dass dies erforderlich wäre. Ein solches Ergebnis würde nicht nur gegen den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz, sondern gegen sämtliche rechtsstaatlichen Grundsätze verstoßen. Für die Anerkennung eines Suspensiveffekts lässt sich zudem anführen, dass die Rechte des Bieters in einem solch verfassungsrelevanten Bereich keinesfalls von der Auslastung einer Behörde oder der Komplexität einer Rechtsfrage abhängen dürfen, zumal Anträge, deren Bescheidung aufgrund tatsächlicher oder rechtlicher Unsicherheiten mehr Zeit in Anspruch nimmt, insbesondere im Rahmen des § 37 WpÜG nicht selten vorkommen.<sup>582</sup> Zur Verdeutlichung sei etwa auf das Sanierungsprivileg hingewiesen. Zögert der Bieter seinen Antrag allerdings absichtlich heraus, so ist sein Antrag als rechtsmissbräuchlich einzustufen.<sup>583</sup> Eine derartige Verzögerung des Pflichtangebotsverfahrens ist nicht hinzunehmen.

#### **b. Wirkungen der Verfügungen**

Grundsätzlich entbindet eine Nichtberücksichtigungs- oder Befreiungsverfügung den Bieter von den Pflichten des § 35 I und II WpÜG, so dass kein Rechtsverlust eintreten kann.<sup>584</sup> Eine Ausnahme von diesem Grundsatz wurde zum Teil dann

---

<sup>579</sup> Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1093, 1095; LG München, ZIP 2004, 167, 168 (bezüglich § 36 WpÜG).

<sup>580</sup> Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1095.

<sup>581</sup> Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1093 f.

<sup>582</sup> Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1094.

<sup>583</sup> Anders Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092, 1094, die diesem Problem durch eine besonders schnelle (negative) Bescheidung begegnen wollen.

<sup>584</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 15; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 19; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 67; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 34; Pohlmann, ZGR 2007, 1, 13 f.; Braun, S. 117 f. Zu den

gemacht, wenn die Verfügung der BaFin rechtswidrig war, weil die Sanktion in diesem Fall im Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre durchgesetzt werden müsse.<sup>585</sup> Dem ist dessen ungeachtet entgegenzuhalten, dass der Aktionär auf die Verfügungen der BaFin grundsätzlich vertrauen darf. Eine andere Sichtweise würde wiederum zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit führen und wäre mit rechtsstaatlichen Grundsätzen unvereinbar.<sup>586</sup> Deshalb schließt eine Verfügung der BaFin einen Rechtsverlust im Regelfall auch dann aus, wenn sie rechtswidrig ist.

Etwas anderes gilt nur, sofern der Bieter im konkreten Einzelfall ausnahmsweise nicht auf die Verfügung vertrauen durfte, etwa weil er diese durch unzutreffende Angaben, welche für die positive Verfügung ursächlich waren, oder andere vorsätzlich rechtswidrige Handlungen erwirkt hat.<sup>587</sup> Ebenso gilt es, eine etwaige Kenntnis des Bieters von der Rechtswidrigkeit zu berücksichtigen.<sup>588</sup> In praktischer Hinsicht wird es jedoch schwer sein, dem Bieter diese Kenntnis nachzuweisen.

### **III. Zusammenfassung**

Die Nichterfüllung ist das zentrale Tatbestandsmerkmal der §§ 28 Satz 1 WpHG und 59 Satz 1 WpÜG. Es verursacht bei beiden Normen einige Auslegungsfragen, die sich zwar im Detail unterscheiden, allerdings prinzipiell auf den gleichen Ursachen beruhen.

Hinsichtlich des Begriffs der Nichterfüllung gilt es im Rahmen des § 28 WpHG zunächst einmal festzuhalten, dass der Meldepflichtige seine Mitteilungspflicht, egal wodurch sie ausgelöst wurde, gegenüber beiden Adressaten durch eine von ihm veranlasste Mitteilung erfüllen muss, um der Sanktion des Rechtsverlusts zu entgehen. Hierbei ist aufgrund des Analogieverbots allein auf den rechtzeitigen Zugang abzustellen.

---

daraus resultierenden Folgeproblemen hinsichtlich der Widerspruchs- und Anfechtungsbeschwerdebefugnis zutreffend Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 18.

<sup>585</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 11 (1. Auflage).

<sup>586</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 18.

<sup>587</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 67; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 19; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 15.

<sup>588</sup> Definitiv zu weitgehend Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 15, der eine grob fahrlässige Unkenntnis ausreichen lässt.



Streitig ist in diesem Zusammenhang dagegen, ob § 28 Satz 1 WpHG nur eine unterlassene oder auch eine fehlerhafte Mitteilung erfasst. Letzteres stellt trotz des Formulierungsunterschieds zu § 39 II Nr. 2 e) WpHG das richtige Normverständnis dar. Hierfür spricht neben der Systematik insbesondere der Telos der §§ 21, 28 WpHG. Wann genau eine tatbestandliche Schlechterfüllung vorliegt, ist indessen eine Wertungsfrage, bezüglich derer das Erreichen des Informationszwecks und die schützenswerten Interessen des Meldepflichtigen von entscheidender Bedeutung sind. Rein formale Mängel oder inhaltliche Ungenauigkeiten bleiben deshalb unbeachtlich. Die Meldeschwelle und das Datum müssen jedoch stets korrekt sein, um den Rechtsverlust zu vermeiden. Sie stellen praktisch die essentialia negotii der Meldung dar. Hinsichtlich der genauen Angabe des Stimmrechtsanteils und der Zurechnungstatbestände kommt es hingegen auf den Einzelfall an, wobei stets auf die aktuellste Meldung abzustellen ist. Eine mehrdeutige Meldung genügt regelmäßig nicht. Eine solche liegt aber nicht bereits deswegen vor, weil sich die genaue Reduzierung oder Aufstockung des Anteils nicht der Mitteilung entnehmen lässt. Eine fehlerhafte Angabe hinsichtlich der durch die Ausübung eines Finanzinstruments i.S.d. § 25 WpHG erlangten Stimmrechte löst jedoch keinen Rechtsverlust aus.

Bei einer Verletzung der Mitteilungspflicht des § 25 WpHG greift § 28 WpHG nach seinem eindeutigen Wortlaut dagegen nicht ein. Selbiges gilt konsequenterweise, wenn gem. § 25 I Satz 3 WpHG eine Zusammenrechnung der Stimmrechte und der Finanzinstrumente stattfindet. Auch bei einem Verstoß gegen den am 1. Februar 2012 in Kraft tretenden § 25a WpHG droht kein Rechtsverlust. Zudem ist § 28 WpHG aufgrund seines Wortlautes nicht anwendbar, wenn eine Mitteilungspflicht irrtümlich angenommen und infolgedessen eine gesetzlich nicht erforderliche Stimmrechtsmitteilung abgegeben wurde. Die abweichenden Ansichten verstoßen gegen das Analogieverbot.

In Bezug auf § 59 Satz 1 WpÜG ist vor allem streitig, wie der Verweis auf die Absätze 1 und 2 des § 35 WpÜG, welche auch auf die Verfahrensvorschriften der §§ 10 und 14 WpÜG verweisen, zu verstehen ist. Im Ergebnis ist ein Normverständnis zutreffend, das nur die sog. Primärpflichten zur Veröffentlichung der Kontrollerlangung gem. § 35 I Satz 1 WpÜG und zur Übermittlung und anschließenden Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 35 II Satz 1 WpÜG erfasst. Hierfür lassen sich insbesondere systematische Erwägungen sowie der

Verhältnismäßigkeitsgrundsatz anführen. Auch der Telos des § 59 Satz 1 WpÜG lässt sich mit diesem engen Normverständnis in Einklang bringen.

Da die bedeutendsten Verfahrensvorschriften die Art und Weise vorgeben, in der die Primärpflichten zu erfüllen sind, kann allerdings im Einzelfall eine relevante Schlechterfüllung der Primärpflichten vorliegen. Wann eine solche anzunehmen ist, lässt sich nur durch eine Einzelanalyse beantworten. Im Rahmen dieser sind insbesondere das Erreichen des Publikationszwecks, die Systematik des WpÜG, die Auswirkungen auf den Kapitalmarkt und die berechtigten Interessen des Bieters zu beachten.

Rein formale Fehler und inhaltliche Ungenauigkeiten lösen demnach wiederum keinen Rechtsverlust aus. Unverzichtbar ist hingegen, dass der Bieter seine Kontrollerlangung fristgerecht, in den gesetzlich vorgeschriebenen Medien und in deutscher Sprache veröffentlicht. Bei Fehlern bezüglich der Zurechnungstatbestände kommt es erneut auf den konkreten Einzelfall an. Selbiges gilt für eine fehlerhafte Angabe bezüglich der Höhe des Stimmrechtsanteils.

Sofern der Bieter der BaFin anschließend keine Angebotsunterlage übermittelt oder die Angebotsunterlage durch ihn nicht fristgerecht übermittelt wird, löst dies den Rechtsverlust nach § 59 WpÜG aus. Ist die Angebotsunterlage allerdings fehlerhaft, so ist eine Untersagung durch die BaFin erforderlich, um den Rechtsverlust auszulösen. Hierfür sprechen die Regierungsbegründung, die Systematik des WpÜG und der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz. Die Schlechterfüllung ist demnach kein Fall der Nichterfüllung, kann eine solche aber hervorrufen, da der Bieter gem. § 15 III WpÜG die Angebotsunterlage dann nicht mehr mit Erfüllungswirkung veröffentlichen kann.

Auch die abschließende Veröffentlichung der Angebotsunterlage hat unbedingt fristgerecht, in den vorgeschriebenen Medien und ohne wesentliche Abweichungen von der Angebotsunterlage zu erfolgen, um einen Rechtsverlust zu vermeiden.

Sofern der Bieter einen Antrag auf Nichtberücksichtigung oder Befreiung gestellt hat, kommt diesem regelmäßig ein Suspensiveffekt zu. Gibt die BaFin dem Antrag des Bieters danach statt, so darf er hierauf grundsätzlich vertrauen, wenn er die Verfügung nicht ausnahmsweise durch unzutreffende Angaben, welche für die positive Bescheidung ursächlich waren, erwirkt hat.

## **B. Verschulden**

### **I. Begründung eines Verschuldenserfordernisses**

#### **1. Berücksichtigung subjektiver Elemente**

Bis zur Veba/Gelsenberg-Entscheidung des BGH vom 13. 10. 1977 verzichtete die h.M.<sup>589</sup> zu § 20 VII AktG a.F. auf ein Verschuldenserfordernis, so dass z.B. ein Irrtum des Aktionärs über seine Unternehmereigenschaft oder über das Vorliegen des Beteiligungstatbestandes als unbeachtlich angesehen wurde. Mittels dieser strengen Auslegung sollten Umgehungen verhindert werden. Diese Rechtsauffassung ist nach der Veba/Gelsenberg-Entscheidung aber immer mehr in Zweifel gezogen worden, weil sie eine Rückwirkung für die aktienrechtlichen Beteiligungen der öffentlichen Hand zur Folge gehabt hätte. Durch die Entscheidung stellte der BGH nämlich entgegen der bis dato h.M. klar, dass auch die öffentliche Hand ein mitteilungspflichtiges Unternehmen i.S.d. § 20 AktG sein könne. Da ein Verschuldenserfordernis weder in § 20 VII AktG noch in den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG gesetzlich normiert ist, konnte diese Rechtsunsicherheit bis heute nicht vollständig beseitigt werden.

So wird teilweise noch vertreten, dass es nach dem eindeutigen Wortlaut der Vorschriften sowie dem Zusammenspiel mit Satz 2 auf ein Verschulden nicht ankomme. Auch eine teleologische Reduktion scheidet mangels Regelungslücke aus.<sup>590</sup> Der Gesetzgeber setze eben nur die objektive Nichterfüllung der Mitteilungspflicht voraus, womit eine eindeutige gesetzliche Anordnung für eine verschuldensunabhängige Sanktion gegeben sei.<sup>591</sup> Gesetzlich vorgeschriebene Rechtsfolgen ließen sich nicht einfach mit dem Argument wegdiskutieren, die Härte der Sanktion sei nur bei einem Verschulden zu rechtfertigen.<sup>592</sup> Hinter dieser Auffassung verbirgt sich die Angst, dass die Sanktion wegen auftretender

---

<sup>589</sup> KöKo/AktG-Biedenkopf/Koppensteiner, § 20 Rn. 30 (1.Auflage); KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 51 (2. Auflage); G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 63; Schäfer, BB 1966, 1004, 1004; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 220.

<sup>590</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496; Hägele, NZG 2000, 726, 727; Heppe, WM 2002, 60, 62; Starke, S. 248 ff. Im Ergebnis ebenso Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 585; Diekmann, DZWir 1994, 13, 16; Witt, S. 187 f; Wilsing, BB 1995, 2277, 2277.

<sup>591</sup> Witt, S. 188 (zu § 20 VII AktG).

<sup>592</sup> Assmann/Pöttsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 15; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 53.

Beweisschwierigkeiten nicht mehr ernst genommen werde, was mit ihrer Bedeutung unvereinbar wäre.<sup>593</sup>

Eine solche Interpretation berücksichtigt aber keineswegs die Rechtsunsicherheiten, welche in Bezug auf die materiellen Verhaltensgebote bestehen. Diese können mitunter dazu führen, dass Investoren unbewusst in kapitalmarktrechtliche Pflichten hineinschlittern und infolgedessen unversehens von der Sanktion des Rechtsverlusts getroffen werden.<sup>594</sup> In diesen Fällen kann der Rechtsverlust durchaus eine atypische Härte darstellen, so dass schon der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz einer Normanwendung, die sich der Berücksichtigung subjektiver Elemente verschließt, entgegensteht.<sup>595</sup> Daneben gebietet auch das straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Schuldprinzip, welches wegen seines strafähnlichen Charakters auch beim Rechtsverlust zu beachten ist, das Verschulden des pflichtvergessenen Aktionärs in irgendeiner Art und Weise, die freilich mit dem Telos des Rechtsverlusts vereinbar sein muss, zu berücksichtigen. Welche Anknüpfungspunkte sich hierfür bieten und welche Maßstäbe dabei gelten, soll im weiteren Verlauf der Untersuchung näher thematisiert werden.

## **2. Gesetzliche Anknüpfungspunkte für ein Verschuldenserfordernis**

### **a. Unverzüglichkeit<sup>596</sup>**

Der Gesetzeswortlaut der §§ 21 I Satz 1 WpHG, 35 I Satz 1, II Satz 1 i.V.m. § 14 II Satz 1 WpÜG verlangt vom Aktionär eine unverzügliche Mitteilung bzw. Veröffentlichung. Nach der für das gesamte Privatrecht und öffentliche Recht geltenden Legaldefinition des § 121 I BGB müssen die kapitalmarktrechtlichen Pflichten deshalb ohne schuldhaftes Zögern erfüllt werden.<sup>597</sup> Dies legt nahe, zumindest beim Begriff der Unverzüglichkeit zu berücksichtigen, ob eine verzögerte oder nicht ordnungsgemäße Erfüllung auf einem Verschulden des Pflichtigen beruht.<sup>598</sup> Eine unverzügliche Veröffentlichung kann demgemäß z.B. zu vernei-

---

<sup>593</sup> Hinsichtlich § 20 VII AktG Witt, S. 188; vgl. auch Bernhardt, BB 1966, 678, 682, der seiner Zeit vor Beweisschwierigkeiten warnte.

<sup>594</sup> Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 483 f.

<sup>595</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 16; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 11.

<sup>596</sup> Vgl. Kropff, ZHR 144 (1980), 74, 86 f. (Fn. 53), der diesen Anknüpfungspunkt wohl zuerst berücksichtigte.

<sup>597</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 6; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 18; Palandt-Heinrichs, § 121 Rn. 3; Burgard, S. 56.

<sup>598</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 7; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 15; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 11; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 46; Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 314 f.; KG, WM 1990, 1546, 1549 (in Bezug auf § 20 VII AktG).

nen sein, wenn der Aktionär seine Beteiligung bewusst erst wenige Stunden vor der Hauptversammlung erlangt und damit bewusst dolos zur Umgehung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten handelt.<sup>599</sup>

**b. Beginn der Mitteilungs- bzw. Veröffentlichungsfrist**

Nach § 21 I Satz 3 WpHG und § 35 I Satz 2 WpÜG beginnt die Frist ferner erst mit dem Zeitpunkt, zu dem der Aktionär Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben musste, also nach der Legaldefinition des § 122 II BGB infolge Fahrlässigkeit keine Kenntnis davon hatte, dass sein Stimmrechtsanteil eine relevante Meldeschwelle berührt bzw. er die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt hat.<sup>600</sup> Folglich kann eine Unkenntnis, die dem Aktionär nicht vorzuwerfen ist, die Fristen für die Mitteilung bzw. Veröffentlichung gar nicht in Gang setzen, so dass die Pflichten auch nicht verletzt werden können.<sup>601</sup> Selbiges gilt für § 35 II WpÜG, weil die Frist für die Erfüllung der Pflichten nach § 35 II WpÜG sich in Abhängigkeit von § 35 I WpÜG berechnet.<sup>602</sup>

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang jedoch die Vorschrift des § 21 I Satz 4 WpHG, nach welcher vermutet wird, dass der Meldepflichtige zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen Kenntnis hat. Versuche, diese Frist<sup>603</sup> noch weiter zu verkürzen, indem zu Lasten des Pflichtigen die Vermutung aufgestellt wird, dass dieser noch am selben Tag Kenntnis hat, sind aber aufgrund der vorhandenen gesetzgeberischen Wertung abzulehnen.<sup>604</sup>

---

<sup>599</sup> LG München, BKR 2003, 810, 812 (zu § 35 WpÜG). Meldet der Aktionär allerdings sofort nach der Schwellenberührung, so kann sein Verhalten nicht „bestraft“ werden.

<sup>600</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 36; Palandt-Heinrichs, § 122 Rn. 5; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482; MAH/AktR-Walz, § 48 Rn. 147; Siemers, S. 195.

<sup>601</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 7, der diesbezüglich auf die komplizierten Zurechnungstatbestände verweist; vgl. ferner KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 30; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 18.

<sup>602</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 16; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 11.

<sup>603</sup> Bei der Berechnung der Mitteilungsfristen gelten nach § 30 WpHG als Handelstage alle Kalendertage, welche nicht Samstage, Sonntage oder zumindest in einem Bundesland landeseinheitlich anerkannte gesetzliche Feiertage sind. Die BaFin stellt im Internet einen entsprechenden Kalender zur Verfügung. Bei der Berechnung der Frist wird der Tag, in den der Zeitpunkt der Kenntnis oder der fahrlässigen Unkenntnis fällt, nicht mitgerechnet. Vgl. auch Nießen, NZG 2007, 41, 42.

<sup>604</sup> So aber die Verwaltungspraxis der BaFin Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.3.9.4 sowie Burgard, BB 1995, 2069, 2070; Fischer, S. 164 f.; zur Kritik vgl. nur Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2009, 175, 175 f.

### c. Verhältnis zu den Tagesfristen

Daneben hat die Erfüllung gem. der §§ 21 I Satz 1 WpHG und 35 I Satz 1 WpÜG spätestens innerhalb von vier Handels- bzw. sieben Kalendertagen zu erfolgen. Über das Verständnis dieser Fristen besteht allerdings keine Einigkeit. Eine Ansicht folgert aus dem Begriff der Unverzüglichkeit, dass selbst eine Überschreitung dieser Fristen nicht zwingend einen Verstoß begründe, sofern sich der Pflichtige auf eine nicht schuldhafte Verzögerung berufen könne.<sup>605</sup> Eine andere Ansicht will im Falle der Fristwahrung die Entschuldigbarkeit von Verzögerungen widerleglich vermuten.<sup>606</sup> Eine dritte Ansicht hingegen meint, dass die Erfüllung auch dann nicht fristgerecht sei, wenn sie zwar unverzüglich, jedoch nach Ablauf der Frist erfolge. Eine Verlängerung der Frist sei auch in Zweifelsfällen nicht möglich.<sup>607</sup> Hierbei handelt es sich um das richtige Normverständnis. Das Zusammenspiel des Begriffs der Unverzüglichkeit und der starren Fristen kann nur in dem Sinne verstanden werden, dass es sich bei den Fristen um Maximalfristen handelt, die nicht grundlos ausgeschöpft werden dürfen.<sup>608</sup> Die eingeräumten Fristen dienen nur der Prüfung der jeweiligen Pflichten und der Vorbereitung der entsprechenden Meldungen. Muss hierfür nicht die komplette Frist ausgeschöpft werden, so ist dem Aktionär durchaus zuzumuten, seinen Pflichten früher nachzukommen. Dies wird durch die Verwendung des Wortes „spätestens“ verdeutlicht.

### 3. Das allgemeine Verschuldenserfordernis

Die h.M. hält aufgrund des Ausmaßes der Sanktion allerdings richtigerweise darüber hinaus ein allgemeines Verschuldenskriterium für erforderlich.<sup>609</sup>

---

<sup>605</sup> Buck-Heeb, Rn. 325.

<sup>606</sup> Burgard, BB 1995, 2069, 2070.

<sup>607</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 762; Sudmeyer, BB 2002, 685, 690.

<sup>608</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 7; Ekkenga/Hofschoer, DStR 2002, 768, 771; Witt, S. 264; Arends, S. 125; Starke, S. 248, der aber meint, dass nach Fristablauf ein fehlendes Verschulden gar keine Rolle mehr spiele. Fehlgehend insoweit ebenfalls Sudmeyer, BB 2002, 685, 690, der in Bezug auf § 21 WpHG auch eine nicht unverzügliche Erfüllung innerhalb der Frist als ausreichend erachtet.

<sup>609</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 31; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 7; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 17; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 6; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 46; Schmidt/Lutter-Veil, Anh. § 22 § 28 WpHG Rn. 4; ferner zu § 28 WpHG Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1229; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1328 f.; Scholz, AG 2009, 313, 329 f.; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335 f.; Henn/AktR-Sprecht-Jonen/Wuntke, Kap. 13 Rn. 273; Arends, S. 90 f.; Hildner, S. 57; aus der Rspr. zu § 28 WpHG LG Krefeld, AG 2008, 754, 755; LG Köln, AG 2008, 336, 337; zu § 59 WpÜG KG, AG 2009, 30, 37 f.; zu § 20 VII AktG KG, AG 1999, 126, 127; KG, AG 2000, 227, 228; dies offenlassend KG, WM 1990, 1546, 1549; LG Berlin, AG 1998, 195, 196 f.; OLG Schleswig, AG 2008, 129, 131. Dagegen

Für ein solches Korrektiv spricht schon die Regierungsbegründung zum WpÜG, die das Verschuldenserfordernis zwar nicht ausdrücklich erwähnt, aber auf die Geltung der zu § 28 WpHG entwickelten Grundsätze verweist, wozu nach der h.M. ebenso das Verschuldenserfordernis zählt.<sup>610</sup> Auch der Bericht des Finanzausschusses zur Regierungsbegründung des Risikobegrenzungsgesetzes geht von einem solchen Erfordernis aus.<sup>611</sup>

Versuche, aus dem Rechtsgedanken des Satz 2 der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG ein allgemeines Verschuldenserfordernis abzuleiten,<sup>612</sup> sind indes kritisch zu beurteilen. Einen immerhin nicht ganz fern liegenden Gegenschluss wird man aus Satz 2 aber auch nicht ziehen dürfen.<sup>613</sup> Satz 2 spricht insofern weder für noch gegen ein allgemeines Verschuldenserfordernis.

Unabhängig vom einfach-gesetzlichen Auslegungsergebnis ist das Verschuldenserfordernis allerdings jedenfalls verfassungsrechtlich geboten. Dies folgt aus der Geltung des aus Art. 2 I GG i.V.m. dem Rechtsstaatsprinzip und Art. 1 I GG abgeleiteten Schuldprinzip, welches, auch nach dem Willen des Gesetzgebers, beim Rechtsverlust zu beachten ist.<sup>614</sup>

Ferner würde es letztendlich auch nicht ausreichen, allein auf die gesetzlichen Anknüpfungspunkte abzustellen.<sup>615</sup> So knüpft z.B. § 35 II WpÜG bezüglich der Übermittlung der Angebotsunterlage an eine starre Frist an, in deren Rahmen von Gesetzes wegen keine Verschuldenselemente berücksichtigt werden können. Selbiges gilt für die Fälle, in denen die Maximalfristen der §§ 21 I Satz 1

---

Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496; Heppel, WM 2002, 60, 62; Wilsing, BB 1995, 2277, 2277; Wilhelm, Rn. 824; Starke, S. 248 ff.; zu § 20 VII AktG KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 52 f.; Schäfer, BB 1966, 1004, 1004; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 220; Diekmann, DZWIR 1994, 13, 16; Hägele, NZG 2000, 726, 727; Witt, S. 187 f.; andeutungsweise auch BGH, NJW 2000, 3647, 3648 a.E.; im Rahmen des § 59 WpÜG nach dem jeweiligen Pflichtverstoß differenzierend Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 31, 36 ff., 53, 59 und Siemers, S. 195 f., 199, 204, 206, die jedoch zuvor missverständlicher Weise von einem verschuldensunabhängigen Rechtsverlust spricht, vgl. Siemers, S. 108, 186.

<sup>610</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1229; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>611</sup> BT-Drucks. 16/9821, S. 12; so auch Scholz, AG 2009, 313, 319 f.; Vocke, BB 2009, 1600, 1601; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 139.

<sup>612</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 31; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 11, 22; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; Scholz, AG 2009, 313, 319; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 50; Hildner, S. 57; Arends, S. 18 f., 91., der dies vornehmlich damit begründet, dass eine unterschiedliche Behandlung der in Satz 2 genannten Rechte nicht überzeugen könne; kritisch Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 6; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 31, der hieraus aber im Gegenschluss fälschlicherweise folgert, dass kein allgemeines Verschuldenserfordernis bestehe.

<sup>613</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 6; GK-Windbichler, § 20 Rn. 70.

<sup>614</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 16; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 6; Verse, BKR 2010, 328, 330; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1230 f.

<sup>615</sup> Unzutreffend Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 314.

WpHG und 35 I Satz 1 WpÜG abgelaufen sind. Dem Pflichtigen wird hier durch die gesetzlichen Anknüpfungspunkte nur bis zum Ablauf der Frist geholfen.<sup>616</sup>

Freilich muss der Aktionär zunächst einmal in fahrlässiger Unkenntnis hinsichtlich seiner kapitalmarktrechtlichen Pflichten sein, damit irgendeine Frist zu laufen beginnt. Gleichwohl sind nichtsdestotrotz Konstellationen denkbar, in denen ein Rechtsverlust ohne ein allgemeines Verschuldenserfordernis unverhältnismäßig wäre.<sup>617</sup> So kann es z.B. vorkommen, dass der Aktionär aufgrund einer Krankheit an der fristgerechten Erfüllung gehindert wird.<sup>618</sup> Viel häufiger dürfte jedoch der Fall auftreten, dass der Aktionär die ihm obliegende Pflicht fahrlässiger Weise nicht ordnungsgemäß erfüllt.<sup>619</sup> Eine unverschuldete Schlechterfüllung kann aber nicht mehr berücksichtigt werden, sofern etwaige Maximalfristen, deren Lauf durch die Kenntnis des Pflichtigen ausgelöst wurde, bereits abgelaufen sind. Faktisch geht es nämlich um unterschiedliche Bezugspunkte, im einen Fall um die Kenntnis von der Meldeschwellenberührung, im anderen Fall um das Unterlassen einer richtigen Meldung.<sup>620</sup> Die Statuierung eines allgemeinen Verschuldenserfordernisses ist infolgedessen unverzichtbar.<sup>621</sup>

Auch der Telos des Rechtsverlusts ist mit einem solchen Erfordernis durchaus vereinbar. Sofern der Aktionär nämlich unbeabsichtigt die materiellen Verhaltensgebote nicht beachtet, bedarf es keines Rechtsverlusts, um den Aktionär zu einem gesetzeskonformen Verhalten zu veranlassen. Zugegeben büßt die Sanktion dadurch einen Teil ihrer disziplinierenden Wirkung ein, weil es den Aktionären ermöglicht wird, sich schutzweise auf ein fehlendes Verschulden zu berufen. Dies kann indes die verfassungsrechtlichen Gründe für ein allgemeines Verschuldenserfordernis nicht ernsthaft in Zweifel ziehen, so dass diesen Bedenken dadurch Rechnung zu tragen ist, dass an den Nachweis eines fehlenden Verschuldens strenge Anforderungen gestellt werden.

---

<sup>616</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 31.

<sup>617</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 16; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 7; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 17; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 34; Scholz, AG 2009, 313, 319. Dagegen wiederum Starke, S. 251.

<sup>618</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 11.

<sup>619</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 9; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 17 (Fn. 15), die auf Fälle hinweisen, in denen der Rechtsverlust auf der Einreichung einer fehlerhaften Angebotsunterlage beruht und der Bieter diesen auch bei Beachtung der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt nicht erkennen konnte.

<sup>620</sup> Sven H. Schneider, NZG 2009, 121, 125.

<sup>621</sup> Außerdem kann durch ein allgemeines Verschuldenserfordernis die Anfechtungsgefahr verringert werden, vgl. Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 17.



#### **4. Keine Ausnahme für hauptversammlungsbezogene Rechte des Aktionärs**

Teilweise wird vertreten, dass die hauptversammlungsbezogenen Aktionärsrechte unabhängig von einem Verschulden des Pflichtigen verloren gingen, da die Gesellschaft bzw. der Versammlungsleiter das Vorliegen eines Verschuldens aufgrund des begrenzten Zeitraums und der eingeschränkten Möglichkeiten im Rahmen der Hauptversammlung nicht beurteilen könnten. Diese Einschränkung sei außerdem dadurch gerechtfertigt, dass der Aktionär den Eintritt der Rechtsunsicherheit selbst veranlasst habe.<sup>622</sup>

Eine solche Sichtweise vermag schon im Hinblick auf die gesetzlichen Anknüpfungspunkte nicht zu überzeugen. Ein rechtlicher Ansatzpunkt für diese Auffassung fehlt.<sup>623</sup> Zudem dürfte das Vorliegen des objektiven Tatbestandes in der Hauptversammlung ebenso schwer zu überprüfen sein.<sup>624</sup> Entscheidend dürfte letztendlich aber sein, dass die verfassungsrechtliche Herleitung des Verschuldenserfordernisses selbstverständlich auch für die versammlungsbezogenen Aktionärsrechte zu gelten hat.<sup>625</sup> Eine größere Anfechtungsgefahr wird diese Auslegung nicht zur Konsequenz haben.<sup>626</sup>

#### **5. Zurechnung**

Juristische Personen und Personengesellschaften handeln durch ihre Organe. Deswegen muss ihnen das Verhalten und Verschulden ihrer Organe zugerechnet werden. Diese Zurechnung hat entsprechend § 31 BGB zu erfolgen, weshalb auch ein Organisationsverschulden der Organe ausreicht.<sup>627</sup>

---

<sup>622</sup> Hüffer/AktG, § 20 Rn. 11, 22 unter Verweis auf OLG Schleswig, AG 2008, 129, 131 (zu § 20 VII AktG). Dem folgend Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 7; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 56; MH-Krieger, § 68 Rn. 132; ähnlich HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 25, der den Ausschluss des Aktionärs rechtfertigt, wenn dieser das fehlende Verschulden nicht nachweisen kann, was im Ergebnis der Ansicht Hüffers sehr nahe kommt.

<sup>623</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 6; Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1230; Scholz, AG 2009, 313, 320; Segna, AG 2008, 311, 315; Vocke, BB 2009, 1600, 1601 f. (jeweils im Kontext des § 28 WpHG).

<sup>624</sup> Fleischer, DB 2009, 1335, 1336; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 19; Scholz, AG 2009, 313, 320.

<sup>625</sup> Verse, BKR 2010, 328, 330; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 19; Fleischer, DB 2009, 1335, 1336; Scholz, AG 2009, 313, 320; Langenbucher, § 17 Rn. 124; ähnlich auch Arends, S. 19 (zu § 20 VII AktG).

<sup>626</sup> Vocke, BB 2009, 1600, 1602, der argumentiert, dass der Versammlungsleiter seine Entscheidung auf völlig unzureichender Tatsachengrundlage treffen müsse. Es ist allerdings mehr als zweifelhaft, ob die Gefahr sich durch das Verschuldenserfordernis erhöht. Ebenso könnte argumentiert werden, dass ein verschuldensunabhängiger (Stimm)-Rechtsverlust dazu eher geeignet wäre, vgl. Arends, S. 19.

<sup>627</sup> Statt vieler Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 836.

Das Verschulden von sonstigen mit der Erfüllung der jeweiligen Pflichten beauftragten Personen führt allerdings nur unter bestimmten Voraussetzungen zu einem Rechtsverlust, da z.B. das Verschulden eines eingeschalteten Rechtsanwalts dem Pflichtigen nicht einfach nach der immer wieder gern zu Rate gezogenen Vorschrift des § 278 BGB zugerechnet werden kann.<sup>628</sup> Schon die Annahme einer gesetzlichen Sonderverbindung scheint angesichts des rechtlichen Charakters der §§ 21 ff. WpHG, 35 WpÜG sehr zweifelhaft.<sup>629</sup> Darüber hinaus ist die Heranziehung einer beratenden Auskunftsperson nicht Ausdruck einer freiwilligen Delegation eigener Aufgaben.<sup>630</sup> Vielmehr kommt der „Schuldner“ hiermit dem im Verschuldensprinzip enthaltenen Gebot nach, sich im Rahmen der verkehrsüblichen Sorgfalt die für seine Entscheidung maßgeblichen Informationen zu verschaffen.<sup>631</sup> Der dadurch geschaffene Anreiz zur Einholung eines seriösen und fachkundigen Rats liegt im Interesse aller Beteiligten, sofern der nicht gänzlich zu leugnenden Missbrauchsgefahr durch strenge Anforderungen begegnet wird.<sup>632</sup> Das entscheidende Argument dürfte indessen wiederum der strafähnliche Charakter der Sanktion liefern. Dieser verbietet nämlich auch in Bezug auf die Zurechnung fremden Verschuldens, auf eine individuelle Vorwerfbarkeit des Sanktionierten zu verzichten.<sup>633</sup> Deswegen sind Rechtsanwälte und sonstige Dritte als Verrichtungsgehilfen einzuordnen, so dass sich die Sorgfaltspflicht zur Sicherstellung der Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten gem. § 831 I Satz 2 BGB in eine Auswahl- und Überwachungspflicht umwandelt.<sup>634</sup> Kommt der Pflichtige dieser Pflicht nach, so hat er alles ihm Mögliche getan, um einen Verstoß gegen die kapitalmarktrechtlichen

---

<sup>628</sup> Anders hingegen Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1237, der annimmt, dass die §§ 21 ff. WpHG eine gesetzliche Sonderverbindung begründeten, so dass ein externer Rechtsanwalt als Erfüllungsgehilfe anzusehen sei, wenn und soweit er die dem Meldepflichtigen obliegende Mitteilung selbst erstelle.

<sup>629</sup> Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 836; Fleischer, DB 2009, 1335, 1340, die im Hinblick auf § 28 WpHG zu Recht auf § 831 BGB abstellen. Vgl. darüber hinaus BGH, NJW 1981, 1098, 1099.

<sup>630</sup> Vgl. insofern auch Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31, die zutreffend ausführen, dass der Rechtsanwalt bei einer Rechtsauskunft keine Pflichten des Aktionärs, sondern berufsständige Pflichten erfüllt.

<sup>631</sup> Binder, AG 2008, 274, 277. Aus ähnlichen Erwägungen scheidet auch die analoge Anwendung des § 166 BGB aus, siehe Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 835 f., die richtigerweise darauf hinweisen, dass eine analoge Anwendung des § 166 BGB zu dem unbilligen Ergebnis führt, dass derjenige, der seinem Anwalt die Abgabe der Mitteilung überträgt, strenger haftet, als derjenige, der seinen Anwalt lediglich beratend hinzuzieht.

<sup>632</sup> Fleischer, ZIP 2009, 1397, 1405; ders., FS Hüffer, 2010, S. 187, 202.

<sup>633</sup> Fleischer, DB 2009, 1335, 1340.

<sup>634</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 10; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31; Palandt-Sprau, § 823 Rn. 52, § 831 Rn. 13 f.; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; Fleischer, DB 2009, 1335, 1340; Sven H. Schneider, NZG 2009, 121, 125; wohl auch von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1805.

Pflichten zu verhindern. Von einer Schuld des Pflichtigen kann dann nicht mehr ausgegangen werden.

## **6. Fortgang der Untersuchung**

Nach der soeben vorgenommenen dogmatischen Herleitung des Verschuldens-  
erfordernisses soll sich nun der Frage gewidmet werden, welche Irrtümer den  
Aktionär entlasten können. Hierbei ist zwischen Rechts- und Tatsachenirrtümern  
zu differenzieren. Ebenso gilt es, sich mit der Frage der Beweislast auseinander-  
zusetzen. Zunächst soll aber der Sorgfaltsmaßstab, welcher bei der Erfüllung der  
Pflichten anzulegen ist, näher betrachtet werden.

## **II. Maßstäbe**

Bezüglich des Verschuldensmaßstabes ist auf den im Zivilrecht geltenden § 276 II  
BGB abzustellen, so dass der Pflichtige die im Verkehr, d.h. am Kapitalmarkt,  
erforderliche Sorgfalt zu beachten hat. Hierfür lassen sich die Regelungen der  
§§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG sowie der neu eingeführte § 28 Satz 3  
WpHG anführen. Da der zivilrechtliche Verschuldensbegriff das Bewusstsein von  
der Pflichtwidrigkeit voraussetzt, scheidet ein Verschulden somit bei unver-  
schuldeten Tatsachen- oder Rechtsirrtümern aus.<sup>635</sup>

Die konkret anzulegenden Maßstäbe sind allerdings, insbesondere in Bezug auf  
die Entschuldbarkeit eines Rechtsirrtums, streng, da die betreffenden kapital-  
marktrechtlichen Pflichten eine große - auch internationale - Publizität erfahren  
haben.<sup>636</sup> Dies scheint zudem deshalb sachgerecht, da nur so vermieden werden  
kann, dass der Aktionär sich routinemäßig auf ein mangelndes Verschulden  
beruft und der Rechtsverlust dadurch einen Großteil seiner Abschreckungswir-  
kung einbüßt.<sup>637</sup> Die praktische Bedeutung der Exkulpation wird deswegen  
teilweise als gering eingestuft.<sup>638</sup>

---

<sup>635</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1230; Vocke, BB 2009, 1600, 1602.

<sup>636</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 6 f.; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 44; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 21; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 6; HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 2; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 43; Vocke, BB 2009, 1600, 1602; Arends, S. 91; Heinrich, S. 147. Aus der Rspr. zu § 20 VII AktG darüber hinaus KG, WM 1990, 1546, 1549; LG Berlin, AG 1998, 195, 197.

<sup>637</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 70; neuerdings auch wieder Vocke, BB 2009, 1600, 1602.

<sup>638</sup> KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 54; König/Römer, NZG 2004, 944, 945; Thaeter/Brandi-Bosch/Kobbel, Teil 5 § 6 Rn. 36; Bad Homburger Handbuch-Lenz, F Rn. 132.

### III. Rechtsirrtümer

#### 1. Voraussetzungen der Exkulpation aufgrund eines Rechtsirrtums

Als Entschuldigungsgrund kommt auf der einen Seite ein Rechtsirrtum des Pflichtigen in Betracht. Voraussetzung hierfür ist, dass gegenüber dem Pflichtigen die Erhebung eines Fahrlässigkeitsvorwurfs, der auch hier konsequenterweise nach zivilrechtlichen Maßstäben zu bestimmen ist, ausscheidet.<sup>639</sup> Ein anderer Maßstab, welcher eine Unvermeidbarkeit des Rechtsirrtums voraussetzt, ist auch nicht durch den Telos der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG geboten. Vielmehr dürfen wegen der Komplexität der sich stellenden Rechtsfragen sowie der Beweislastumkehr die Anforderungen an den Entlastungsbeweis nicht überspannt werden, damit das Verschuldenserfordernis seine Funktion erfüllen kann.<sup>640</sup> Gleichwohl bleiben die Maßstäbe streng. Bei einem Rechtsirrtum hat grundsätzlich der Irrende die Folgen seines Rechtsirrtums zu vertreten, es sei denn, dass besondere Umstände den Rechtsirrtum entschuldbar erscheinen lassen. Nur so kann verhindert werden, dass der Rechtsverlust aufgrund auftauchender Beweisschwierigkeiten nicht mehr ernstgenommen wird. Hierfür spricht ferner, dass es bei den kapitalmarktrechtlichen Pflichten, im Gegensatz zu der Anfechtung nach § 121 I Satz 1 BGB, in welcher das Wort „unverzüglich“ gesetzlich definiert ist, um ein öffentliches Spektrum geht, während der Interessenausgleich bei der Anfechtung ein rein privater ist. Darüber hinaus tritt der Rechtsverlust grundsätzlich nur für den Zeitraum der Versäumung ein, während er bei der Anfechtung ein endgültiger ist.<sup>641</sup>

Wegen der komplexen Anforderungen des Kapitalmarktrechts und der vielgestaltigen Zurechnungstatbestände kann ein solcher Irrtum andererseits aber auch nicht grundsätzlich erst einmal ausgeschlossen werden.<sup>642</sup> Trotzdem ist in jedem Fall zunächst von der Prämisse auszugehen, dass ein Aktionär, der

---

<sup>639</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 18; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 20 f.; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 30; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 45; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 16; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 6; Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1230; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; strenger Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 11; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 17; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 21; Vocke, BB 2009, 1600, 1602; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1335, die von einer Unvermeidbarkeit des Rechtsirrtums sprechen.

<sup>640</sup> Bezüglich § 28 WpHG ähnlich argumentierend Scholz, AG 2009, 313, 320.

<sup>641</sup> KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 52 ff. So in Bezug auf § 20 VII AktG auch schon KG, WM 1990, 1546, 1549 unter Verweis auf RGZ 152, 229, 233.

<sup>642</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 8; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 11; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 44.

bedeutende Beteiligungen erwirbt, sich nach der Rechtslage erkundigen und ggf. fachkundig beraten lassen muss. Dies gilt selbst dann, wenn er eine Beteiligung an einer für ihn ausländischen Gesellschaft erwirbt.<sup>643</sup> Die fehlende Kenntnis der materiellen Verhaltensgebote kann ihn somit nie entlasten.<sup>644</sup>

## 2. Auswirkungen rechtsanwaltlicher Beratung

Welche Expertise der beratende Rechtsanwalt mitbringen muss, also wann genau dem Pflichtigen ein Auswahlverschulden vorzuwerfen ist, ist eine der umstrittensten Fragen dieses Problemfeldes. Eine Ansicht fordert, dass der Aktionär den Rechtsrat eines Rechtsanwalts einholt, der im Kapitalmarktrecht erfahren ist.<sup>645</sup> Andere hingegen lassen es genügen, dass der Pflichtige einen Rechtsanwalt konsultiert, der im Wirtschaftsrecht tätig ist, weil dieser ggf. einen Spezialisten zu Rate ziehen könne.<sup>646</sup> Eine neue Ansicht stellt darauf ab, ob der Pflichtige im konkreten Einzelfall davon ausgehen durfte,<sup>647</sup> von einem im Wirtschaftsrecht tätigen und persönlich zuverlässigen Rechtsanwalt beraten zu werden. Zudem müsse der Aktionär dem Berater den Sachverhalt zutreffend sowie vollständig geschildert und eine Plausibilitätskontrolle<sup>648</sup> durchgeführt haben.<sup>649</sup> Wiederum andere wollen es genügen lassen, dass der Aktionär irgendeinen Rechtsanwalt mandatiert hat.<sup>650</sup>

---

<sup>643</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 30; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7; Fleischer, DB 2009, 1335, 1336; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483; Bad Homburger Handbuch-Lenz, F Rn. 132.

<sup>644</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 17; Fleischer, DB 2009, 1335, 1336; unzutreffend Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7, der zu Gunsten ausländischer Investoren auch einen Irrtum über das Bestehen der materiellen Verhaltensgebote berücksichtigen will.

<sup>645</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 59; Vocke, BB 2009, 1600, 1602; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1335. Siehe darüber hinaus Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 67; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 74, jeweils bezogen auf vorsätzliches Handeln.

<sup>646</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7; im Ergebnis für § 28 WpHG ebenso Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140.

<sup>647</sup> Zum Sorgfaltsmaßstab siehe Fleischer, FS Hüffer, 2010, S. 187, 199 f.

<sup>648</sup> Bezüglich der konkreten Anforderungen zutreffend Fleischer, FS Hüffer, 2010, S. 187, 194 f.; cursorisch ders., NZG 2010, 121, 124.

<sup>649</sup> Fleischer, DB 2009, 1335, 1338 f.; diese Überlegungen sodann zu einem kapitalgesellschaftsrechtlichen Vertrauensgrundsatz ausbauend Fleischer, ZIP 2009, 1397, 1403 ff.; abweichend aber Fleischer, NZG 2010, 121, 123; ders., FS Hüffer, 2010, S. 187, 190 f., der nunmehr die Mandatierung eines beliebigen Rechtsanwalts für ausreichend erachtet. Vgl. in Bezug auf § 93 AktG auch OLG Stuttgart, NZG 2010, 141, 143; BGH, NZG 2007, 545, die der Beratung durch einen unabhängigen, fachlich qualifizierten Berufsträger entschuldigende Wirkung zusprechen, sofern dieser zuvor über sämtliche für die Beurteilung erheblichen Umstände informiert und anschließend eine eigene Plausibilitätskontrolle durchgeführt worden ist.

<sup>650</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 18; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 30; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31; Scholz, AG 2009, 313, 320 f., der im Kontext des § 28 WpHG zusätzlich anführt, dass der Anwalt berufsrechtlich verpflichtet sei, ein Mandat abzulehnen, sofern er nicht die erforderlichen Fachkenntnisse besitzt.

Die letzte Ansicht erscheint jedoch praxisfern.<sup>651</sup> Angesichts der Komplexität der Rechtsfragen und der Transaktionsvolumina wird es dem Anleger zuzumuten sein, einen Rechtsanwalt zu beauftragen, welcher bereits im Kapitalmarktrecht beratend tätig geworden und aus diesem Grunde mit den hier greifenden Mechanismen vertraut ist. Tut der Aktionär dies, so wird er sich regelmäßig auf die ihm erteilte Auskunft verlassen dürfen. Etwas anderes gilt nur dann, wenn wesentliche Teile des Sachverhalts dem Anwalt unzutreffend bzw. gar nicht geschildert wurden<sup>652</sup> oder ernste Zweifel an der Zuverlässigkeit<sup>653</sup> oder der konkreten Auskunft des Anwalts bestehen.<sup>654</sup> Allein das Vertrauen auf eine sog. Vermeidungsstrategie schließt einen entschuldbaren Rechtsirrtum aber nicht zwingend aus.<sup>655</sup>

### 3. Auswirkungen der Auskünfte der BaFin

Sehr problematisch ist in diesem Zusammenhang des Weiteren, dass eine Auskunft der sachkundigen und hilfsbereiten BaFin vor Gericht keine Bindungswirkung entfaltet.<sup>656</sup> Auch abstrakt generelle Äußerungen der Behörde zur Auslegung von Gesetzen werden, trotz ihrer Stellung als bundesunmittelbare, rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts, von der höchstrichterlichen Rechtsprechung lediglich als norminterpretierende Verwaltungsvorschriften angesehen, die allenfalls die Bediensteten der BaFin, nicht aber Außenstehende binden.<sup>657</sup> Wie sich eine zuvor bei der Behörde eingeholte Auskunft bzw. ein Handeln in Einklang mit den allgemeinen Marktsuancen, die sich auf Grundlage der Verwaltungspraxis der BaFin gebildet haben, auswirkt, ist deshalb streitig.<sup>658</sup>

Es wird vertreten, dem Pflichtigen sei zusätzlich zuzumuten, Rechtsrat einzuholen.<sup>659</sup> Der Rechtsanwalt wird allerdings in der Regel auch nicht anders vorgehen

---

<sup>651</sup> Vgl. KG WuW/OLG 2205, 2207.

<sup>652</sup> Fleischer, NZG 2010, 121, 124; ders., FS Hüffer, 2010, S. 187, 193 f.

<sup>653</sup> Hierzu zutreffend Fleischer, NZG 2010, 121, 123; ders., FS Hüffer, 2010, S. 187, 191 ff.

<sup>654</sup> Vgl. insofern auch Binder, AG 2008, 274, 286; BGH, NJW 1981, 1098, 1099; BGH, NZG 2007, 545, 547.

<sup>655</sup> Fleischer, DB 2009, 1335, 1338 f.; ders., FS Hüffer, 2010, S. 187, 195 f.; fehlgehend Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 67 und Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 125, die in diesem Fall sogar zwingend von einem vorsätzlichen Handeln ausgehen.

<sup>656</sup> Segna, AG 2008, 311, 315; Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 937; Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1330; Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 762; Arnold, AG Report 2009, R207, R208; BGH, NZG 2008, 300, 303.

<sup>657</sup> BGH, NZG 2008, 300, 303; Fleischer, DB 2009, 1335, 1337; kritisch Bedkowski, BB 2009, 1482, 1482.

<sup>658</sup> Dies bemängelnd Veil, ZHR 175 (2011), 83, 97 f., der zudem kritisiert, dass sich die zivilrechtliche Rechtsirrtumslehre auch in diesem Teilgebiet des Wirtschaftsrechts keineswegs ausgereift präsentiert.

<sup>659</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 67; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 21; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31.

und die BaFin erneut kontaktieren.<sup>660</sup> Dies erscheint aus Sicht des Aktionärs mehr als überflüssig, da hierdurch nur zusätzliche Kosten verursacht werden. Überdies ist nicht einzusehen, warum die fehlende Bindung der Gerichte der Vertrauenswürdigkeit einer Auskunft einer sachkundigen Behörde entgegenstehen soll.<sup>661</sup> Eine Nichtbeachtung der Verwaltungspraxis wäre somit nicht nur praxisfern, sondern würde darüber hinaus auch erhebliche rechtsstaatliche Bedenken zur Folge haben.<sup>662</sup> Zwar ist eine Abstimmung mit der BaFin gesetzlich nicht vorgesehen, doch ergeben sich Ansätze hierfür aus der in § 4 WpHG geregelten Missstandsaufsicht und der durch § 29 WpHG begründeten Richtlinienkompetenz der BaFin, welcher insofern eine besondere Autorität für die Auslegung zukommt.<sup>663</sup> Zudem sähe sich der Aktionär der Gefahr eines Ordnungswidrigkeitenverfahrens oder einer anderen Verfügung der BaFin ausgesetzt, wenn er entgegen der Ansicht der BaFin handelt.<sup>664</sup> Ferner kann nur durch das hier vertretene Normverständnis dem Umstand Rechnung getragen werden, dass der Gesetzgeber eine unverzügliche Erfüllung verlangt.<sup>665</sup> Dieses Dilemma darf bei der Auslegung nicht unberücksichtigt bleiben. Insofern wäre es wünschenswert, dass die Gerichte versuchen, die Rechtsauffassung der BaFin im Rahmen des Verschuldens zu beachten,<sup>666</sup> und nicht, wie das LG Köln<sup>667</sup>, die Auffassung vertreten, dass der Aktionär stets zusätzlich einen Rechtsrat einzuholen habe, um einem Verschuldensvorwurf zu entgehen. In diese Linie „unglückli-

---

<sup>660</sup> Ähnlich Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 934; Scholz, AG 2009, 313, 321. Zur Sachkompetenz der BaFin Vocke, BB 2009, 1600, 1602; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1483.

<sup>661</sup> Fleischer, DB 2009, 1335, 1337 u.a. unter Verweis auf BGH, NSTZ 2000, 364; ähnlich ferner Scholz, AG 2009, 313, 321; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1483 (jeweils in Zusammenhang mit § 28 WpHG); zur Parallelproblematik im Rahmen des § 39 II Nr. 2 e) WpHG zutreffend Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 825 f.

<sup>662</sup> Vocke, BB 2009, 1600, 1602; Scholz, AG 2009, 313, 321; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1483, die bezüglich des Rechtsverlusts nach § 28 WpHG auf den Grundsatz der Gesetzmäßigkeit der Verwaltung und des Vertrauensschutzes verweisen.

<sup>663</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 9a; Fleischer, NZG 2009, 1335, 1337; ders./Bedkowski, DStR 2010, 933, 937; Scholz, AG 2009, 313, 321; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483 f.

<sup>664</sup> Kirschner, DB 2008, 623, 625; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 460; Krämer/Heinrich, ZIP 2009, 1737, 1738; Scholz, AG 2009, 313, 321; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1483 f.; siehe auch Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 11, der auf eine mögliche Angebotsuntersagung hinweist.

<sup>665</sup> So in Bezug auf § 21 WpHG Segna, AG 2008, 311, 315.

<sup>666</sup> Vorbildlich LG Krefeld, AG 2008, 754, 755; OLG Düsseldorf, AG 2009, 535, 536 (beide zu § 28 WpHG); KG, AG 2009, 30, 37 f. (zu § 59 WpÜG). Diese Sensibilität begrüßend Bedkowski/Widder, BB 2008, 2372, 2373; dies., BB 2009, 1482, 1483 f.

<sup>667</sup> So für § 28 WpHG LG Köln, Urteil vom 5. 10. 07, Az. 82 O 114/06, BeckRS 2007, 17373 (in AG 2008, 336 insoweit nicht abgedruckt). Kritisch Kirschner, DB 2008, 623, 624 f.; Bedkowski/Widder, BB 2008, 245, 245; Klein/Theusinger, NZG 2009, 250, 251; Veith, DB Status:Recht 2009, 4, 4, der aber anmerkt, dass das LG Köln mit dem Hinweis auf eine vorsorgliche Mitteilung einen Weg aufgezeigt habe, wie der Aktionär bei Zweifelsfragen verfahren könne.

cher“ Gerichtsentscheidungen<sup>668</sup> gehört auch eine neuere Entscheidung des OLG München,<sup>669</sup> die u.a. bezüglich der rechtlichen Würdigung der von dem Aktionär bei der BaFin eingeholten Auskunft nicht zu Unrecht auf Kritik gestoßen ist.<sup>670</sup>

Richtigerweise wird sich der Aktionär somit regelmäßig auf die Auskunft bzw. die Verwaltungspraxis der BaFin verlassen dürfen, sofern er nach der besonderen Lage des Einzelfalls keine Zweifel an der Verbindlichkeit oder Verlässlichkeit der Auskunft haben muss. Dies kann z.B. bei Auskünften unter Vorbehalt oder widersprechenden Aussagen von Behörden oder Gerichten der Fall sein.<sup>671</sup> Selbiges gilt freilich, falls der Aktionär der BaFin den Sachverhalt unzutreffend geschildert hat.<sup>672</sup> In allen anderen Fällen kann nicht davon ausgegangen werden, dass der Pflichtige sich nicht gesetzeskonform verhalten will. Wenn er in Einklang mit den abstrakt generellen Vorgaben der Behörde gehandelt hat, sollte sogar auf die Beibringung des konkreten Nachweises, dass er sich auf die Verwaltungspraxis verlassen hat, verzichtet werden.

#### **4. Vorsorgliche Meldung nach § 21 WpHG**

Bei den Transparenzvorschriften hat in Zweifelfällen allerdings eine vorsorgliche Meldung zu erfolgen.<sup>673</sup> In dieser ist zusätzlich anzugeben, welcher Sachverhalt vorliegt und warum die Anwendung der Norm fraglich ist.<sup>674</sup> Unterlässt der Aktionär diese, wird ihm in der Regel Fahrlässigkeit zur Last fallen.<sup>675</sup> Gegen vorsorgliche Mitteilungen wird teilweise eingewandt, dass sie mehr Verwirrung als Nutzen stifteten und für eine zumindest temporäre Beeinträchtigung der

---

<sup>668</sup> Vgl. zu diesem Dilemma und den Konsequenzen für die Normadressaten Veil, ZHR 175 (2011), 83, 91 ff.

<sup>669</sup> OLG München, Der Konzern 2010, 66, 71, das insoweit anführt, dass der Kläger durch Änderungen seiner Stimmrechtsmitteilungen eine unübersichtliche Lage geschaffen habe und sich deshalb nicht mehr auf die von der BaFin erteilte Auskunft habe verlassen dürfen.

<sup>670</sup> Siehe Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 460; Schröder/Schöfer, Der Konzern 2010, 72, 72 f.; Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 937; zurückhaltender Bröker, GWR 2009, 376; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1377.

<sup>671</sup> In der Einzelanalyse deshalb zutreffend Fleischer, DB 2009, 1335, 1337. Für eine Ausnahme bei evident unzutreffenden Auskünften Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 9a; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 11; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; Verse, BKR 2010, 328, 330 f. Ohne Einschränkung dagegen Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 18; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 484; Sven H. Schneider, NZG 2009, 121, 124; Schröder/Schöfer, Der Konzern 2010, 72, 73.

<sup>672</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 45; Scholz, AG 2009, 313, 321 (zu § 28 WpHG).

<sup>673</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 67; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 38; Segna, AG 2008, 311, 315; Schneider, FS Schütze, 1999, S. 764 f.; Happ, FS K. Schmidt, 2009, S. 545, 549; Burgard, BB 1995, 2069, 2070; Veith, DB Status:Recht 2009, 4, 4; Happ/AktR-Stucken, 7.03 Rn. 9; Arends, S. 91. Aus der Rspr. VG Frankfurt, BKR 2007, 40, 42 (zu § 28 WpHG); LG Berlin, AG 1998, 195, 197; BGHZ 114, 203, 217 (beide zu § 20 VII AktG).

<sup>674</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 765; Veith, DB Status:Recht 2009, 4, 4.

<sup>675</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7; KG, WM 1990, 1546, 1549 (zu § 20 VII AktG).



Beteiligungstransparenz sorgen.<sup>676</sup> Diesen Bedenken kann jedoch nicht gefolgt werden. Die vorsorgliche Mitteilung ist für den Betroffenen oft die einzige Möglichkeit, sich die Aktionärsrechte zu erhalten.<sup>677</sup> Die Kapitalmarktteilnehmer werden aufgrund der zusätzlichen Angaben angemessen informiert. Darüber hinaus ist die Verpflichtung zur Abgabe einer vorsorglichen Mitteilung auch notwendig, um eine Aushöhlung der Sanktion zu verhindern.<sup>678</sup> Die ablehnende Haltung der BaFin ist deshalb nicht nachzuvollziehen, zumal der Meldepflichtige ansonsten gezwungen wäre, sich für eine Rechtsauffassung zu entscheiden, welche angesichts des drohenden Verwaltungszwangs die Rechtsauffassung der BaFin sein wird.<sup>679</sup> Der Meldepflichtige hat aus diesen Gründen in Zweifelsfällen vorsichtshalber eine Meldung abzugeben. Zu weitgehend wäre es hingegen, dem Meldepflichtigen zuzumuten, jeweils diejenige Auslegung zu Grunde zu legen, nach der es zu einer Meldepflicht kommt.<sup>680</sup>

Beim Pflichtangebot kommt eine vorsorgliche Meldung naturgemäß nicht in Betracht, da dem Bieter nicht die vorsorgliche Vorlage eines Pflichtangebots aufgegeben werden kann.<sup>681</sup>

## **5. Folgen eines entschuldbaren Rechtsirrtums**

Ob im Falle eines entschuldbaren Rechtsirrtums die entsprechenden Fristen erst gar nicht zu laufen beginnen oder ob sich die fahrlässige Unkenntnis nur auf tatsächliche Umstände bezieht,<sup>682</sup> ist nach dem hier vertretenen Normverständnis irrelevant. Ein entschuldbarer Rechtsirrtum führt dazu, dass dem Aktionär kein Verschulden zur Last gelegt werden kann. Damit ist der Tatbestand der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG nicht erfüllt, so dass kein Rechtsverlust eintritt.

---

<sup>676</sup> Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1225; Fleischer, DB 2009, 1335, 1339; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 484; vgl. neuerdings auch Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 938, die eine vorsorgliche Mitteilung aufgrund der Gefahr divergierender Gerichtsentscheidungen ablehnen.

<sup>677</sup> HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 25.

<sup>678</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 70.

<sup>679</sup> Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.3.9.2; kritisch deshalb richtigerweise Bedkowski, BB 2009, 394, 395 f.; Veith, DB Status:Recht 2009, 4, 4; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18 f.; relativierend Krämer/Heinrich, ZIP 2009, 1737, 1742.

<sup>680</sup> So allerdings Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 765; verständlicherweise kritisch Klein/Theusinger, NZG 2009, 250, 251; Starke, S. 250.

<sup>681</sup> Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1225; vgl. auch Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31.

<sup>682</sup> Für Letzteres Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 761. Dagegen Starke, S. 250 (jeweils für § 28 WpHG).

#### IV. Tatsachenirrtümer und sonstige Möglichkeiten der Exkulpation

##### 1. Informationsdefizite bei Konzernlagen

In tatsächlicher Hinsicht kommt insbesondere ein Irrtum über zuzurechnende Stimmrechte in Betracht. So können z.B. in einem großen Konzern der meldepflichtigen Muttergesellschaft Anteilsveränderungen bei Tochtergesellschaften entgangen sein. Hierbei kann schon eine versäumte Information durch eine Tochter- oder Enkelgesellschaft genügen, um bei der Muttergesellschaft bezüglich ihrer kapitalmarktrechtlichen Pflichten ein relevantes Informationsdefizit zu verursachen.<sup>683</sup>

##### 2. Compliance

Deshalb wird insbesondere aus den Regelungen zum Fristbeginn gefolgert, dass dem Pflichtigen die kapitalmarktrechtliche Pflicht auferlegt sei, durch eine angemessene Organisation dafür zu sorgen, dass ihm entsprechende Sachverhalte zur Kenntnis gelangen (sog. Compliance).<sup>684</sup> Eine solche Obliegenheit scheint angesichts der Höhe der Beteiligungen auch angebracht und steht in Einklang mit der Verwaltungspraxis der BaFin, die bei der ordnungswidrigkeitsrechtlichen Verfolgung von Verstößen unter dem Gesichtspunkt des Organisationsverschuldens höchste Anforderungen an die Sorgfalt der Unternehmen stellt.<sup>685</sup> Selbiges kann aus der Vermutungsregel des § 21 I Satz 4 WpHG gefolgert werden.<sup>686</sup> Auch die Einführung der §§ 26 a WpHG, 17 IV WpAIV, die den Aktionären erleichtern soll, die Höhe ihrer Stimmrechtsanteile zu bestimmen, bekräftigt dieses Ergebnis.<sup>687</sup> Schließlich könnte ohne eine solche Pflicht die

---

<sup>683</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 760; Falkenhausen, NZG 2010, 1213, 1213; Starke, S. 249.

<sup>684</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 20; ders., FS Schütze, 1999, S. 757, 761. Ihm folgend Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 33; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 52; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 501; Vocke, BB 2009, 1600, 1602; Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 623; Habersack/Mülbert/Schlitt-Sven H. Schneider, § 3 Rn. 57 ff.; Arends, S. 20; ausführlich Hildner, S. 173 ff.; LG Köln, AG 2008, 336, 337 (zu § 21 WpHG); tendenziell auch OLG Frankfurt a. M., NZG 2006, 792, 793 (zu § 35 WpÜG). Siehe zu den Organisationspflichten ferner anschaulich Leber, S. 199 ff., der eine Einzelanalyse vornimmt, welche zwischen nicht konzernspezifischen und konzernspezifischen Pflichten unterscheidet. Einschränkend dagegen KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 40 ff. sowie GK-Windbichler, § 20 Rn. 51, die auf die ausgeübte Leitungs- und Informationsdichte abstellen. Gegen eine solch umfassende Informationspflicht zudem MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 23; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483.

<sup>685</sup> König/Römer, NZG 2004, 944, 945 (Fn. 7); ähnlich auch MAH/AktR-Walz, § 48 Rn. 147; Hildner, S. 174.

<sup>686</sup> Vocke, BB 2009, 1600, 1602.

<sup>687</sup> Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1334 f. Die durch den Emittenten veröffentlichte Gesamtzahl ist entgegen der zu bedauernden Verwaltungspraxis der BaFin aber zumindest immer dann maßgeblich, wenn der Pflichtige keine positive Kenntnis von einer abweichenden Gesamtzahl hat. Die fahrlässige Unkenntnis lässt demnach § 26 a WpHG unberührt. Ebenso Krämer/Heinrich, ZIP 2009, 1737, 1742 f.; Merkner/Sustmann, NZG

Sanktion des Rechtsverlusts leicht umgangen werden, was beachtliche Transparenzlücken nach sich ziehen würde.<sup>688</sup>

Ein entsprechendes Informationsrecht des Pflichtigen ergibt sich für Konzernlagen aus dem Rechtsgedanken des § 294 III HGB, der insoweit analog anzuwenden ist.<sup>689</sup> In den Fällen des „für Rechnung Haltens“ wird sich ein entsprechendes Auskunftsrecht regelmäßig aus dem zugrunde liegenden Rechtsverhältnis ergeben.<sup>690</sup>

Das zu installierende Informationssystem hat gewissen Anforderungen zu entsprechen. Es muss gewährleisten, dass der Aktionär so zeitig informiert wird, dass er seinen Verpflichtungen ohne schuldhaftes Zögern nachkommen kann.<sup>691</sup>

Als Maßstab dient ein nach Größe und Struktur vergleichbares Unternehmen, welches die notwendigen und zumutbaren Maßnahmen getroffen hat,<sup>692</sup> wobei zwischen Ereignissen, die auf einem Zutun des Unternehmens basieren und Ereignissen, die ohne Zutun des Unternehmens eintreten, zu differenzieren ist.<sup>693</sup> Warum dabei bei ausländischen Aktionären ein anderer Maßstab angelegt werden soll, sofern sie nach ihrem Heimatrecht kein Organisationsverschulden treffen sollte, ist nicht einzusehen.<sup>694</sup>

Sollte der Sachverhalt dem Aktionär trotz dieser Vorkehrungen verborgen bleiben, wird ihm kein fahrlässiges Verhalten vorzuwerfen sein, so dass bereits die gesetzlichen Fristen nicht ausgelöst werden, was einen Rechtsverlust aufgrund der fehlenden Pflichtverletzung von vornherein ausschließt.<sup>695</sup>

---

2009, 813, 814 f.; Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2009, 175, 175; gänzlich ohne Einschränkung Sven H. Schneider, NZG 2009, 121, 123 f.; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 484; Nodoushani, WM 2008, 1671, 1675.

<sup>688</sup> Hildner, S. 173, 176.

<sup>689</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 38; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 25; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 55; Zetzsche, S. 322 f.; Hildner, S. 160 ff., 167 ff.; a.A. Widder/Kocher, AG 2007, 13, 17; vgl. auch Habersack/Mülbert/Schlitt-Sven H. Schneider, § 3 Rn. 31, der von einem grundsätzlichen Annexanspruch zu der jeweiligen Kapitalmarktinformationspflicht ausgeht.

<sup>690</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 39; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 10.

<sup>691</sup> Schneider, FS Brandner, 1996, S. 565, 573; Lebherz, S. 206; Zetzsche, S. 323; Starke, S. 249; Hildner, S. 175.

<sup>692</sup> Habersack/Mülbert/Schlitt-Sven H. Schneider, § 3 Rn. 80 ff.; Hildner, S. 175, der zu Recht auf die Komplexität der Konzernstruktur abstellt.

<sup>693</sup> Lebherz, S. 200 ff., der bei Ereignissen, die nicht auf einem Zutun des Unternehmens basieren, richtigerweise verlangt, dass die Informationen öffentlich zugänglich sind. Dies ist nach Korff, AG 2008, 692, 698 und Arends, S. 55 z.B. bei einer Kapitalerhöhung der Fall. Zum Fall des § 140 II AktG vgl. Wilsing, BB 1995, 2277, 2277 ff.

<sup>694</sup> Insoweit fehlgehend Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 7.

<sup>695</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 17; Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 761 (jeweils im Rahmen des § 28 WpHG).

### **3. Vorsorgliche Meldung nach § 21 WpHG**

Teilweise wird auch bezüglich der Transparenzbestimmungen vertreten, dass im Falle eines streitigen Sachverhalts eine vorsorgliche Mitteilung, welche den streitigen Sachverhalt zu erläutern habe, abzugeben sei.<sup>696</sup> Konstellationen, in denen der Sachverhalt streitig ist, dürften allerdings bei weitem nicht so häufig vorkommen wie solche, in denen über die rechtliche Bewertung gestritten wird. Richtig an dieser Ansicht ist aber, dass der Pflichtige grundsätzlich von den Umständen, welche seine Mitteilungspflicht begründen, Kenntnis haben muss, so dass ein vollständiges Unterlassen der Mitteilung zumeist ein Verschulden begründet.

### **4. Sonstige Entschuldigungsgründe**

Sofern dem Pflichtigen durch Dritte, deren Stimmrechte ihm zugerechnet werden, ein falscher Stimmrechtsanteil mitgeteilt wurde, kommt es die Exkulpationsmöglichkeit betreffend darauf an, ob dem säumigen Aktionär ein etwaiges Verschulden des Dritten zugerechnet werden kann. Beruht der Fehler hingegen darauf, dass der Aktionär den vom Emittenten veröffentlichten Gesamtstimmrechtsanteil zu Grunde gelegt hat, so wird ein Verschulden in aller Regel ausscheiden.<sup>697</sup> Auch andere Entschuldigungsgründe sind durchaus denkbar. So kann dem Aktionär z.B. in Folge einer schweren Krankheit eine nicht fristgerechte Erfüllung nachgesehen werden, wobei er auch hier seinen Organisationspflichten nachgekommen sein muss. Gleiches gilt für eine nicht ordnungsgemäße Angebotsunterlage. In diesem Fall kommt es ebenso darauf an, ob der Pflichtige oder seine Organe den Fehler erkennen konnten bzw. ob dem Pflichtigen bezüglich seiner sonstigen Mitarbeiter ein Auswahlverschulden zur Last gelegt werden kann.

## **V. Beweislast**

Die Beweislast für ein fehlendes Verschulden trifft den Aktionär.<sup>698</sup> Dies ergibt sich aus dem Konzept und dem Wortlaut der Tatbestände, deren Satz 1 die

---

<sup>696</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 764 f., der auf der Grundlage der von ihm zu §§ 22 I Nr. 6 WpHG vertretenen Mindermeinung das Beispiel anführt, dass unklar sei, ob ein Kaufvertrag nichtig oder wirksam sei; ihm folgend Starke, S. 249 f.

<sup>697</sup> So auch Merkner/Sustmann, NZG 2009, 813, 815; Nießen, NZG 2007, 41, 42.

<sup>698</sup> Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 17; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 6; Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 13; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 58; Fleischer, DB 2009, 1335, 1336; Vocke, BB

Regel und deren Satz 2 die Ausnahme darstellt.<sup>699</sup> Dabei ist es aber ausreichend, wenn der Aktionär eine überwiegende Wahrscheinlichkeit dafür darlegt, dass die Pflichtverletzung nicht auf seinem Verschulden oder dem Verschulden eines Verrichtungsgehilfen beruht.<sup>700</sup> Die Beweislast kann den Aktionär zudem erst dann treffen, wenn die entsprechenden Fristen abgelaufen sind. Vorher beruft er sich nämlich nicht auf eine Ausnahme. Vielmehr ist zu diesem Zeitpunkt noch das Tatbestandsmerkmal der Nichterfüllung in Streit.<sup>701</sup>

## **VI. Zusammenfassung**

Obwohl in den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG kein Verschuldenserfordernis normiert ist, kann auf ein solches Erfordernis nicht verzichtet werden. Dies gebieten schon die bestehenden Rechtsunsicherheiten, welche dazu führen können, dass ein verschuldensunabhängiger Rechtsverlust im Einzelfall gegen den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz verstößt. Zwar gibt es auch im Gesetz Anknüpfungspunkte, die geeignet sind, das Verschulden des pflichtvergessenen Aktionärs zu berücksichtigen. Der Begriff der Unverzüglichkeit und die Regelungen zum Fristbeginn sind allerdings allein nicht ausreichend, um die Interessen des Pflichtigen hinreichend zu würdigen. Dies wird insbesondere offenkundig, wenn die gesetzlichen Maximalfristen abgelaufen sind und eine unverschuldete Schlechterfüllung vorliegt, da es hier um unterschiedliche Bezugspunkte geht. Deshalb und aufgrund des für den Rechtsverlust geltenden Schuldprinzips kann im Ergebnis auf ein allgemeines Verschuldenserfordernis nicht verzichtet werden. Dies gilt konsequenterweise gleichfalls für versamlungsbezogene Aktionärsrechte.

Die anzulegenden zivilrechtlichen Maßstäbe sind jedoch streng. Bei einem Rechtsirrtum ist deswegen grundsätzlich erst einmal von der Prämisse auszugehen, dass ein Aktionär, der bedeutende Beteiligungen erwirbt, sich nach der Rechtslage erkundigen und ggf. auch fachkundig beraten lassen muss. Hierbei ist ihm zuzumuten, einen Rechtsanwalt zu beauftragen, der bereits im Kapitalmarktrecht beratend tätig geworden ist. In diesem Fall hat der Pflichtige regelmäßig alles Erforderliche getan, um sich gem. § 831 I Satz 2 BGB zu exkulpieren. Auch auf die Auskunft bzw. die Verwaltungspraxis der BaFin wird der Pflichtige

---

2009, 1600, 1602; Arends, S. 20, 91, der deshalb dem Verschuldenserfordernis eine geringe Bedeutung beimisst. Mit starken Bedenken auch Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1, 6.

<sup>699</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 31.

<sup>700</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1238.

<sup>701</sup> So wohl auch MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 28 WpHG Rn. 6.

sich in der Regel verlassen dürfen. Im Rahmen der §§ 21 ff. WpHG ist der Aktionär aber verpflichtet, eine vorsorgliche Mitteilung abzugeben, sofern die Rechtslage unklar ist.

In tatsächlicher Hinsicht kommt insbesondere ein Irrtum des Aktionärs über zuzurechnende Stimmrechte in Betracht. Ein Verschulden scheidet dabei nur aus, wenn der Aktionär durch eine angemessene Organisation gewährleistet hat, dass er grundsätzlich so zeitig informiert wird, dass er seinen Verpflichtungen ohne schuldhaftes Zögern nachkommen kann.

Sofern die entsprechenden Fristen abgelaufen sind, trifft die Beweislast den säumigen Aktionär.

#### **Kapitel 4: Rechtsfolgen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG**

##### **A. Grundsätzliches**

##### **I. Rechtsverlust**

Die §§ 28 Satz 1 WpHG und 59 Satz 1 WpÜG ordnen den Verlust der Rechte aus Aktien an, nicht aber den Verlust der Mitgliedschaft selbst.<sup>702</sup> Ein entschädigungsloser Eingriff in die Mitgliedschaft wäre aus verfassungsrechtlichen Gründen auch höchst problematisch.<sup>703</sup> Der Rechtsverlust erfasst damit alle aus der Mitgliedschaft folgenden Einzelrechte, d.h. die abstrakten Verwaltungs- und Vermögensrechte.<sup>704</sup> Nicht erfasst sind hingegen die konkreten Ansprüche gegen die Gesellschaft, die jeder Aktionär frei übertragen kann. Darum verliert ein Aktionär, der seine Pflichten in dem Zeitpunkt erfüllt hat, zu dem sich sein abstraktes Aktionärsrecht konkretisiert, seine konkreten Rechte gegen den Emittenten auch dann nicht, wenn er z.B. vor Ablauf der Bezugsfrist oder vor Ausschüttung der Dividende einem Rechtsverlust unterliegt.<sup>705</sup>

Aufgrund des klaren Wortlauts sowie des normativen Zwecks betrifft die Sanktion nicht nur diejenigen Aktien des Aktionärs, deren Erwerb oder Zurech-

---

<sup>702</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 68; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 47; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 12; Sudmeyer, BB 2002, 685, 691; Langenbucher, § 17 Rn. 117; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95, 147.

<sup>703</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 68; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 20.

<sup>704</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 12; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 53; Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 480 f.; Witt, S. 188; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95.

<sup>705</sup> Kuthe/Rückert/Sickinger-Sudmeyer, 8. Kap. Rn. 139; ders., BB 2002, 685, 691 (jeweils zu § 28 WpHG).

nung ursächlich für die Schwellenberührung war.<sup>706</sup> Die gleiche Argumentation gilt für neu hinzuerworbene Aktien.<sup>707</sup>

Der Rechtsverlust ist endgültiger Natur. Die Aktionärsrechte ruhen also nicht nur, bis die kapitalmarktrechtlichen Pflichten nachgeholt wurden, sondern erlöschen „grundsätzlich“ für den Zeitraum der Nichterfüllung.<sup>708</sup> Die Ansprüche auf den Bilanzgewinn nach § 58 IV AktG und auf den Abwicklungsüberschuss nach § 271 AktG gehen jedoch nach den §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG nicht endgültig verloren, sofern die Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist.

## **II. Beginn und Ende des Rechtsverlusts**

### **1. Beginn**

Der Rechtsverlust beginnt ex nunc mit dem Zeitpunkt, zu dem der Aktionär erstmals schuldhaft mit der Erfüllung seiner kapitalmarktrechtlichen Pflichten in Verzug gerät.<sup>709</sup> Dies bedeutet, dass bei einer Verletzung der Pflichten aus § 21 I WpHG der Rechtsverlust spätestens am fünften Handelstag nach der Schwellenberührung beginnt. Für Pflichten aus § 35 I und II WpÜG beginnt der Rechtsverlust spätestens am achten Tag nach der Kontrollerlangung bzw. am neunundzwanzigsten Tag nach der Veröffentlichung derselbigen.<sup>710</sup>

### **2. Ende**

#### **a. Entscheidender Zeitpunkt**

Der Rechtsverlust endet grundsätzlich<sup>711</sup> automatisch ex nunc zu dem Zeitpunkt, zu dem der Aktionär seinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten ordnungsgemäß

---

<sup>706</sup>Zu § 28 WpHG Schneider, AG 1997, 81, 86; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 832; Heinrich, S. 147; Hildner, S. 58; zu § 59 WpÜG Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 22; OLG Frankfurt a. M., NZG 2007, 553, 557; zu § 20 VII AktG GK-Windbichler, § 20 Rn. 67; Arends, S. 17.

<sup>707</sup>Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 74; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 19; Chachulski, BKR 2010, 281, 282.

<sup>708</sup>Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 19; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 23; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 40; Faden, S. 296; Siemers, S. 209; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 96.

<sup>709</sup>Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 38; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 8; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 75; MH-Krieger, § 68 Rn. 134; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 55.

<sup>710</sup>Schwarck-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 7; definitiv falsch dagegen König/Wilken/Felke, Rn. 721, die hinsichtlich § 59 WpÜG auf den Zeitpunkt der Kontrollerlangung abstellen.

<sup>711</sup>Nach Satz 2 der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG kann der Rechtsverlust ausnahmsweise auch ex tunc enden. Nach § 28 Satz 3 WpHG ist es zudem möglich, dass der Rechtsverlust nicht ex nunc, sondern erst 6 Monate nach der Erfüllung der entsprechenden Pflichten endet.

nachkommt.<sup>712</sup> Bei § 59 WpÜG endet er darüber hinaus regelmäßig auch, wenn eine Nichtberücksichtigungs- oder Befreiungsverfügung erlassen wird.<sup>713</sup>

#### **b. Maßgeblichkeit der letzten Meldung**

Hat der Meldepflichtige im Rahmen der §§ 21 ff. WpHG mehrere Mitteilungen unterlassen, so reicht es allerdings aus, wenn die letzte erforderliche Meldung nachgeholt wird, weil damit die Transparenz wieder hergestellt wird.<sup>714</sup> Die Sanktion des Rechtsverlusts wäre in diesem Fall unverhältnismäßig, zumal die BaFin immer noch ein Bußgeld verhängen kann.<sup>715</sup> Der Einwand, nur bei einer Nachholung aller Mitteilungen könnte nachvollzogen werden, ob und wie sich die Beteiligung entwickelt habe und in welchem Umfang Dividendenansprüche verlorengegangen wären, überzeugt nicht, da § 21 WpHG keine Information über die Rechtsfolgen verletzter Mitteilungspflichten bezweckt.<sup>716</sup> Eine Nachholung aller Meldungen würde den Kapitalmarkt zudem eher verwirren.<sup>717</sup> Für das hier vertretene Normverständnis spricht zuletzt auch noch, dass professionelle Anfechtungskläger mittlerweile bedauerlicherweise routinemäßig die fehlende Ordnungsmäßigkeit von viele Jahre zurückliegenden, sachlich längst überholten Mitteilungen rügen.<sup>718</sup> Nichtsdestotrotz empfiehlt sich ob der gegenteiligen Auffassung der BaFin eine vorherige Abstimmung mit der Behörde.<sup>719</sup>

#### **c. Keine Beendigung durch ein Unterschreiten**

Ein nachfolgendes Unter- bzw. Überschreiten der maßgeblichen Schwelle beendet den Rechtsverlust, obwohl in dieser Konstellation die wahre Rechtslage

---

<sup>712</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 7; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 36; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 145; Henn/AktR-Sprecht-Jonen/Wuntke, Kap. 13 Rn. 273 (beide zu § 28 WpHG).

<sup>713</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 35; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 34.

<sup>714</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 271; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 73; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 145; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 485; Vocke, BB 2009, 1600, 1604; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496; Chachulski, BKR 2010, 281, 282; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 184; OLG Frankfurt a.M., AG 2010, 368, 369; OLG Stuttgart, NZG 2005, 432, 437; a.A. Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 41; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1339; Wilsing, BB 1995, 2277, 2280; Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.3.5 (jeweils vorwiegend in Bezug auf § 28 WpHG).

<sup>715</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 20; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 73; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 184.

<sup>716</sup> So aber Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1339; richtig dagegen Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 271; Chachulski, BKR 2010, 281, 282; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 183 f.

<sup>717</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 145; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; ferner sogar Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1339.

<sup>718</sup> Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2009, 175, 176. Gleichwohl ist wiederum zu beachten, dass dieses Problem nicht allein durch eine restriktive Handhabung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG gelöst werden kann.

<sup>719</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496 (Fn. 32); Vocke, BB 2009, 1600, 1604 (Fn. 61).



und die Meldelage wieder in Einklang stehen, allerdings nur, sofern das Versäumte nachgeholt wird.<sup>720</sup>

Bei § 59 WpÜG lässt sich dies damit begründen, dass die Dauer des Haltens für die Verpflichtung nach § 35 WpÜG grundsätzlich irrelevant ist und ansonsten eine große Missbrauchsgefahr bestünde.<sup>721</sup> Der Bieter könnte nämlich durch ein Überschreiten der Kontrollschwelle und die dadurch am Kapitalmarkt ausgelösten Erwartungen, die Aktien im Zuge einer Übernahme gewinnbringend veräußern zu können, den Kurs in die Höhe treiben, um die Aktien später teurer zu verkaufen, ohne ein Pflichtangebot fürchten zu müssen.<sup>722</sup> Darüber hinaus könnte die Sanktion grundsätzlich durch eine Herbeiführung der Kontrolle zu aktienrechtlich wesentlichen Zeitpunkten ohne große Probleme umgangen werden.<sup>723</sup> Die Gegenauffassung, welche sich auf ein mangelndes Schutzbedürfnis und eine verfassungskonforme Auslegung des § 35 II WpÜG beruft,<sup>724</sup> überzeugt nicht. Für den Fall des unbeabsichtigten vorübergehenden Kontrollenerwerbs wird nämlich gem. § 37 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 1 Nr. 6 WpÜG WpÜG-AngV dem Bieter eine Befreiung von den Pflichten des § 35 I Satz 1, II Satz 1 WpÜG ermöglicht, was nicht nur die Wahrung der Verhältnismäßigkeit gewährleistet, sondern auch ein systematisches Argument dafür liefert, § 35 WpÜG auch bei einem nachfolgenden Unterschreiten der Kontrollschwelle eingreifen zu lassen.<sup>725</sup>

Hinsichtlich § 28 WpHG wäre es ebenso nicht gerechtfertigt, den Rechtsverlust allein dadurch enden zu lassen, dass die Beteiligungsschwelle wieder unter- bzw. überschritten wird. Dies gilt selbst dann, wenn nach der Transaktion gar keine

---

<sup>720</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 18; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496 f.; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1238 f.; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 145; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 55; Happ/AktR-Stucken, 7.03 Rn. 9; Arends, S. 92; OLG Hamm, AG 2009, 876, 880; VGH Kassel, NZG 2010, 1307, 1309; zu § 59 WpÜG KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 75; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 7; Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 768, 771; Seibt, ZIP 2004, 1829, 1835; Siemers, S. 261 f.; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 556; OLG Frankfurt a.M., AG 2008, 87, 89; für § 20 VII AktG Burgard, S. 53. A.A. Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 41; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 50; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 184 (zu § 28 WpHG); Möller, AG 2002, 170, 175 (zu § 59 WpÜG); OLG Frankfurt a.M., ZIP 2003, 1977, 1979 (im einstweiligen Rechtsschutzverfahren hinsichtlich einer versagten Befreiung).

<sup>721</sup> Assmann/Pötzsch/Schneider-Krause/Pötzsch, § 35 Rn. 74; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 556.

<sup>722</sup> Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 768, 771.

<sup>723</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 7.

<sup>724</sup> Geibel/Süßmann, BKR 2002, 52, 64; Möller, AG 2002, 170, 175.

<sup>725</sup> Seibt, ZIP 2004, 1829, 1835; Siemers, S. 261 f.; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 556.

Meldepflicht mehr besteht.<sup>726</sup> Für dieses Ergebnis spricht schon der Wortlaut des § 28 WpHG, nach dem der Rechtsverlust fortbesteht, bis die Mitteilungspflichten erfüllt wurden. Die Mitteilungspflicht besteht jedoch auch dann noch, wenn die Meldelage wieder der wahren Sachlage entspricht, ohne dass der Meldepflichtige dies veranlasst hätte.<sup>727</sup> Sofern der hier vertretenen Ansicht vorgeworfen wird, dass sie zu formalistisch sei,<sup>728</sup> kann dem nicht gefolgt werden, da eine andere Interpretation dem Pflichtigen wiederum ermöglichen würde, die Sanktion des Rechtsverlusts zu umgehen, indem er seinen Aktienbestand zu strategisch wichtigen Zeitpunkten heimlich aufstockt und sodann die Aktien wieder veräußert.

### **III. Infizierte Aktien**

#### **1. § 28 WpHG**

##### **a. Betroffener Personenkreis**

##### **aa. Grundsätzliches**

Neben den Aktien des meldepflichtigen Inhabers sind nach § 28 Satz 1 WpHG auch solche Aktien vom Rechtsverlust betroffen, aus denen dem pflichtwidrig Handelnden gem. § 22 I Satz 1 Nr. 1 oder 2 WpHG Stimmrechte zugerechnet werden. Ein Meldeverstoß auf der Ebene des Zurechnungssubjekts führt somit zu einer unmittelbaren Infizierung der Rechte aus solchen Aktien, die von einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen oder von einem Dritten für Rechnung des desselbigen gehaltenen werden.

In den Zurechnungsfällen des § 22 I Satz 1 Nr. 3-6 und II WpHG sind die Aktien Dritter hingegen nicht erfasst. Die Regelung des § 28 Satz 1 WpHG ist nach allgemeiner Ansicht abschließend.<sup>729</sup>

---

<sup>726</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 39; Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1238 f.; Marsch-Barnier/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 55.

<sup>727</sup> Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1338 f.; a.A. wohl Scholz, AG 2009, 313, 318 f., der für den Fall, dass eine Mitteilung von Personen vorgenommen wurde, deren Handeln dem Pflichtigen nicht zuzurechnen ist, von einem Rechtsverlust absehen will, da der mit ihm verfolgte Zweck erreicht sei.

<sup>728</sup> So aber Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 184; Butzke/HV, E Rn. 46.

<sup>729</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 27; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 36; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 33; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 833; Austmann, WiB 1994, 143, 146; OLG Stuttgart ZIP 2004, 2232, 2235; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70; BGH, DB 2009, 1004, 1008; vgl. ferner auch Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56 und Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95.

## **bb. Konzerndimensionale Erstreckungen**

### **(1) Tatbestand**

Tochterunternehmen sind nach § 22 III WpHG Unternehmen, die als Tochterunternehmen i.S.d. § 290 HGB gelten oder auf die ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden „kann“<sup>730</sup>, ohne dass es auf die Rechtsform oder den Sitz ankommt. Für den Begriff des Tochterunternehmens spielt es dabei nach dem Sinn und dem Zweck der Verweisung keine Rolle, welche Rechtsform Mutter oder Tochter haben und wo ihr Sitz ist,<sup>731</sup> weshalb sogar eine natürliche Person als Mutterunternehmen<sup>732</sup> in Betracht kommt.

#### **(a) § 22 III Alt. 1 WpHG**

Der Gesetzgeber verweist damit zum einen auf den jüngst durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz geänderten § 290 I HGB, der in Abkehr von dem bisherigen Konzept der einheitlichen Leitung darauf abstellt, ob das Mutterunternehmen auf das Tochterunternehmen unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluss ausüben „kann“. Hiervon ist auszugehen, wenn ein Unternehmen die Finanz- und Geschäftspolitik eines anderen Unternehmens dauerhaft bestimmen kann, um aus dessen Tätigkeit Nutzen zu ziehen, was auch bei einer dauerhaften Präsenzmehrheit angenommen werden kann.<sup>733</sup>

§ 290 II HGB enthält zudem bestimmte Tatbestände, bei denen stets von einer solchen Beherrschungsmöglichkeit auszugehen ist. Demnach gelten beispielsweise nach § 290 II Nr. 1 HGB alle Unternehmen, in denen dem Pflichtigen die Mehrheit der Stimmrechte zusteht, als Tochterunternehmen. Höchst streitig ist in diesem Zusammenhang allerdings, ob die Mehrheit der Stimmrechte durch den Abschluss eines Stimmbindungs- oder eines Entherrschungsvertrages

---

<sup>730</sup> Es genügt also die Möglichkeit der Einflussnahme, vgl. Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1010.

<sup>731</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 2; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 33; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 13; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 20; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2236; a.A. KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 229, der die Ansicht vertritt, dass § 22 III Alt. 1. WpHG nur Kapitalgesellschaften mit Sitz im Inland erfasse.

<sup>732</sup> Dahingegen kann eine natürliche Person nicht Tochterunternehmen sein, da unter diesen Begriff nur Unternehmen fallen, auf die ein gesellschaftsrechtlich vermittelter Einfluss bestehen kann, vgl. KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 225; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 9; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2236.

<sup>733</sup> Lüdenbach/Freiberg, BB 2009, 1230, 1230 f.; Küting/Seel, Beihefter zu DStR 26 2009, 35, 36; Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses BT-Drucks. 16/12407, S. 89. Diese Änderung ist für § 28 WpHG in Anbetracht von § 22 III Alt. 2. WpHG jedoch ohne Belang.

entfällt.<sup>734</sup> In der handelsrechtlichen Literatur wird dies überwiegend angenommen.<sup>735</sup> Selbige Frage stellt sich dann, wenn der Gesellschaftsvertrag für wesentliche Beschlussfassungen eine qualifizierte Mehrheit vorsieht, über welche der potentiell Meldepflichtige nicht verfügt.<sup>736</sup>

Eine derartige teleologische Reduktion des Verweises in § 22 III WpHG überzeugt, da, sofern die Mehrheit auf längere Sicht nicht mehr ausgeübt werden kann, gar keine Umgehungsgefahr besteht, welcher mittels einer Zurechnung entgegengewirkt werden könnte.<sup>737</sup> Für die Zwecke des § 28 WpHG sollte an der Sinnhaftigkeit einer solchen Einschränkung erst Recht nicht gezweifelt werden. Hierfür spricht neben den zuvor bereits beschriebenen und bei der Auslegung stets zu beachtenden Rechtsunsicherheiten in Bezug auf die Zurechnungsnormen, dass eine das Tochterunternehmen unmittelbar treffende Sanktion nur bei einem mittelbaren Stimmrecht des Meldepflichtigen gerechtfertigt ist.<sup>738</sup> Mit anderen Worten, § 28 WpHG verfolgt keinen Selbstzweck, sondern will nur die - unter Umständen mittelbare - Stimmrechtsausübung eines Gesellschafters verhindern, der seine Mitteilungspflicht verletzt hat.<sup>739</sup> Ein Rechtsverlust würde deshalb in diesen Fällen einen unverhältnismäßigen Eingriff in das Anteilseigentum des Meldepflichtigen sowie eines Dritten, nämlich des auf längere Sicht bzw. in bestimmten Bereichen nicht beherrschten (Tochter-)Unternehmens, darstellen.

#### **(b) § 22 III Alt. 2 WpHG**

Zum anderen verweist § 22 III Alt. 2 WpHG auf den Begriff des beherrschenden Einflusses nach § 17 I AktG, weshalb auf die zu dieser Vorschrift entwickelten Grundsätze zurückgegriffen werden „kann“.<sup>740</sup> Nach diesen liegt ein beherr-

---

<sup>734</sup> Dafür KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 237; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 14; mit Einschränkungen auch Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 40; a.A. Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 13; Burgard, BB 1995, 2069, 2074; Hildner, S. 82; Starke, S. 192, der anführt, dass der Aktionär das Stimmrecht entgegen der Vereinbarung ausüben kann.

<sup>735</sup> Baumbach/Hopt-Merkt, § 290 Rn. 9; Lüdenbach/Freiberg, BB 2009, 1230, 1231; Kümpel/Piel, DStR 2009, 1222, 1225; a.A. Petersen/Zwirner-Künkele/Koss, S. 523.

<sup>736</sup> Für eine Einschränkung des Verweises in diesem Fall MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 14; Burgard, BB 1995, 2069, 2074; Starke, S. 192; dagegen Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 13; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 237.

<sup>737</sup> Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 40; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 14.

<sup>738</sup> BGH, DB 2009, 1004, 1008.

<sup>739</sup> Goette, DStR 2009, 2602, 2609.

<sup>740</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 242; Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 43; Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.5.1.1; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 35; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2236.

schender Einfluss vor, wenn ein maßgeblicher und gesellschaftsrechtlich vermittelter Einfluss auf die personelle Besetzung der Verwaltungsorgane der betroffenen Gesellschaft besteht, der die Wahrscheinlichkeit eines einflusskonformen Verhaltens begründet.<sup>741</sup> Im Ergebnis werden durch diesen Verweis nahezu alle Varianten einer potenziellen Beherrschung erfasst.<sup>742</sup> Dies gilt auch für den in der Praxis äußerst bedeutenden Fall der dauerhaften Präsenzmehrheit.<sup>743</sup> Insofern kann deshalb unklar sein, ab welchem Beteiligungsverhältnis bzw. ab welchem Zeitpunkt eine Gesellschaft als Tochtergesellschaft zu qualifizieren ist. Der Meldepflichtige muss die Beteiligungsverhältnisse daher stets aufmerksam beobachten, um nicht Gefahr zu laufen, einem Rechtsverlust zu unterliegen.

Umstritten ist hinsichtlich § 22 III Alt. 2 WpHG vor allem, ob auch die Abhängigkeitsvermutung des § 17 II AktG, welche sowohl die Stimmrechts- als auch die Kapitalmehrheit erfasst,<sup>744</sup> Anwendung findet.<sup>745</sup> Bedeutung gewinnt diese Frage, wenn der durch die Mehrheitsbeteiligung vermittelte Einfluss durch gesellschaftsrechtliche Regelungen eingeschränkt ist<sup>746</sup> oder lediglich eine Kapitalmehrheit vorliegt<sup>747</sup>, da der Aktionär auch dann die Vermutung des § 17 II AktG widerlegen müsste.<sup>748</sup>

Gegen eine Anwendung des § 17 II AktG wird vorgebracht, dass die damit verbundene Umkehr der Darlegungs- und Beweislast bei einem Tatbestand, dessen Verletzung als Ordnungswidrigkeit sanktioniert ist, unzulässig sei.<sup>749</sup> Die Befürworter verweisen hingegen darauf, dass es sich bei § 17 II AktG um eine rechtliche Vermutung handle, die auch im Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht Anwendung fände.<sup>750</sup>

---

<sup>741</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 243; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 18; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 36.

<sup>742</sup> Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1010.

<sup>743</sup> Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 43; Küting/Seel, Beihefter zu DStR 26 2009, 37, 39; Starke, S. 196.

<sup>744</sup> Hüffer/AktG, § 17 Rn. 17; Starke, S. 195.

<sup>745</sup> Dafür MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 12; Kuthe/Rückert/Sickinger-Sudmeyer, 8. Kap. Rn. 48; Starke, S. 195 f.; dagegen KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 248; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 18; Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 43; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1011.

<sup>746</sup> Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 43; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1011, der als Beispiel anführt, dass die Satzung für die wesentlichen Entscheidungen qualifizierte Mehrheitserfordernisse anordnet, über die der Mehrheitsgesellschafter nicht verfügt.

<sup>747</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 2 Rn. 41.

<sup>748</sup> Starke, S. 195 f.

<sup>749</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 248; Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 43.

<sup>750</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 12.

Gegen diese Ansicht spricht indes schon die Regierungsbegründung, die lediglich auf die zu § 17 I AktG entwickelten Grundsätze verweist.<sup>751</sup> Die ablehnende Haltung des Gesetzgebers in Bezug auf derartige Vermutungsregeln lässt sich ferner auch durch die Neuregelung des Acting in Concert belegen, bei welcher der Gesetzgeber trotz der von ihm festgestellten Nachweisschwierigkeiten auf eine Modifizierung der Darlegungs- und Beweislast verzichtet hat.<sup>752</sup> Darüber hinaus gilt es zu beachten, dass § 17 II AktG auch an die Kapitalmehrheit anknüpft, welche allein jedoch kein mittelbares Stimmrecht des Pflichtigen begründet. Eine derart extensive Auslegung des Begriffs des Tochterunternehmens sähe sich deshalb nicht nur dem Vorwurf ausgesetzt, die bezüglich der Anwendung des § 17 II AktG bestehenden Rechtsunsicherheiten zu vernachlässigen, sondern könnte im Einzelfall auch zu unverhältnismäßigen Ergebnissen führen, wenn der Aktionär nicht in der Lage ist, die Vermutung zu widerlegen. Ihn allein aufgrund bestehender Nachweisschwierigkeiten dieser Gefahr auszusetzen und die verfassungsrechtlichen Bedenken mit der eher formalen Argumentation zu verwerfen, dass es sich um eine rechtliche Vermutung handele, überzeugt angesichts der gravierenden Auswirkungen, welche für den Meldepflichtigen und insbesondere das Tochterunternehmen mit einem Rechtsverlust verbunden sind, nicht. Es ist deshalb davon auszugehen, dass für die Vermutungsregel des § 17 II AktG im Bereich des § 28 WpHG kein Raum ist, so dass derjenige, der sich auf die Sanktion beruft, den vollen Beweis dafür zu erbringen hat, dass sich der Gesellschafter in der Tochtergesellschaft auch durchsetzen kann.<sup>753</sup>

Ein weiteres Problem im Rahmen des § 22 III Alt. 2 WpHG bilden die Fälle der sog. Mehrmütterschaft. Im Konzernrecht ist in diesem Kontext anerkannt, dass der Abhängigkeitstatbestand auch im Zusammenwirken mit anderen verwirklicht und Herrschaft gemeinsam ausgeübt werden kann, sofern die Mütter ihren Einfluss bewusst zwecks einer gemeinsamen Herrschaftsausübung koordinieren und die gemeinsame Beherrschung auf einer ausreichend sicheren Grundlage

---

<sup>751</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 35.

<sup>752</sup> Siehe hierzu nur Pluskat, DB 2009, 383, 386 sowie Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 11.

<sup>753</sup> Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1009, 1011.

besteht.<sup>754</sup> Streitig ist aber, ob auch eine Abhängigkeit von den an dem Stimmrechtskonsortium beteiligten stimmschwächeren Aktionären gegeben ist.<sup>755</sup>

Für den Rechtsverlust hätte es gravierende Konsequenzen, wenn man die Stimmrechte der Tochtergesellschaft jeder der an ihr beteiligten Mütter in vollem Umfang zurechnet,<sup>756</sup> da dann bereits ein unbewusster Meldeverstoß eines stimmschwächeren Konsorten zu einem Verlust der Rechte aus sämtlichen von der Tochtergesellschaft gehaltenen Aktien führen würde.<sup>757</sup> Die Sanktion würde damit zu einer ungerechtfertigten Belastung Dritter, nämlich der das Abstimmungsverhalten des Konsortiums bestimmenden Aktionäre, führen. Überdies wäre ein die Aktien des Tochterunternehmens treffender Rechtsverlust in dieser Konstellation auch unverhältnismäßig, weil er aufgrund der geringen Beteiligung des Konsorten nur bedingt dazu geeignet wäre, diesen zu einem pflichtgemäßen Verhalten anzuhalten. Infolgedessen ist unabhängig von dieser konzernrechtlichen Vorfrage zumindest für die Zwecke der Sanktion des § 28 WpHG davon auszugehen, dass in den Fällen der Mehrmütterschaft die Aktien des Tochterunternehmens nur dann einem Rechtsverlust unterliegen, wenn die dem Rechtsverlust zu Grunde liegende Pflichtverletzung von einem das Stimmrechtsverhalten des Konsortiums kontrollierenden Aktionär begangen wurde. Insofern kann von einer „Relativität der Rechtsbegriffe“ gesprochen werden, bei der ein und derselbe Begriff in unterschiedlichen systematischen und teleologischen Zusammenhängen Unterschiedliches bedeuten kann.<sup>758</sup> Dies ist zwar ein rechtsästhetischer Makel, aber methodologisch zulässig und oftmals sachlich dringend geboten.<sup>759</sup> Im Ergebnis lässt sich dieses Normverständnis auch wohl am besten mit dem Willen des Gesetzgebers in Einklang bringen, da dieser in der Regierungsbegründung lediglich darauf hingewiesen hat, dass im Rahmen des § 22 III Alt. 2 WpHG die zu § 17 I AktG entwickelten Grundsätze

---

<sup>754</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 17 Rn. 78 ff.; Hüffer/AktG, § 17 Rn. 16; BGHZ 62, 193, 199; BGHZ 74, 359, 368; BGHZ 80, 69, 73; BGHZ 95, 330, 349; zu § 22 WpHG Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 43; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 21; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1011 f.

<sup>755</sup> Dafür KöKo/AktG-Koppensteiner, § 17 Rn. 90; MH-Krieger, § 68 Rn. 53; zu Recht dagegen Schmidt/Lutter-Vetter, § 17 Rn. 46; GK-Windbichler, § 17 Rn. 67; OLG Hamm, NZG 2001, 563, 565, das darauf abstellt, wer die Entscheidungen und das Abstimmungsverhalten des Konsortiums bestimmen kann.

<sup>756</sup> So Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 44; OLG München, ZIP 2005, 615, 616; a.A. Starke, S. 197.

<sup>757</sup> Zu Recht Bedenken erhebend Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141.

<sup>758</sup> Müller-Erbach, JhJ 61 (1913), 343, 373, Engisch, S. 95; siehe auch OLG Stuttgart ZIP 2004, 2232, 2238.

<sup>759</sup> Fleischer, ZGR 2008, 185, 198.

herangezogen werden „können“ und damit die weitere Konturierung des Tatbestands der Rechtsprechung und der Literatur überlassen wurde.<sup>760</sup>

## (2) Rechtsfolgen

Die konkreten Rechtsfolgen der Einbeziehung der Aktien des Tochterunternehmens sind keinesfalls zu unterschätzen. Verletzt die Muttergesellschaft ihre Meldepflicht, so kann die Tochter, unabhängig davon, ob sie von der Meldepflicht des Mutterunternehmens wusste oder einer denkbaren eigenen Meldepflicht ordnungsgemäß nachgekommen ist, die Rechte aus ihren Aktien nicht ausüben.<sup>761</sup> Dabei kommt es auch nicht darauf an, ob sich die Pflichtverletzung gerade auf den zuzurechnenden Stimmrechtsanteil bezieht.<sup>762</sup>

§ 28 WpHG begründet folglich einen konzernweiten Rechtsverlust und zwar nicht nur für den zweistufigen sondern auch für den mehrstufigen Unterordnungskonzern,<sup>763</sup> so dass sämtliche<sup>764</sup> Aktien des Tochterunternehmens sowie der Enkel- und Urenkelunternehmen usw. von der Sanktion betroffen sind. Dies ergibt sich zum einen aus § 22 III Alt. 1 WpHG i.V.m. § 290 II Nr. 1, III Satz 1 HGB.<sup>765</sup> Zum anderen erfasst auch § 22 III Alt. 2 WpHG i.V.m. § 17 AktG die Fälle der mittelbaren Abhängigkeit und damit sämtliche Konzernlagen.<sup>766</sup> Die Konzerngesellschaften bleiben demzufolge nur dann von einem Rechtsverlust verschont, wenn sie selbst und alle im Konzern über ihnen stehenden Gesellschaften ihren Meldepflichten ordnungsgemäß nachgekommen sind.<sup>767</sup> Daher sollte in größeren Konzernen unbedingt von der in § 24 WpHG vorgesehenen konzernweiten Koordination der Mitteilungspflichten Gebrauch gemacht werden.<sup>768</sup>

---

<sup>760</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 35.

<sup>761</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 35; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 26; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 43 (zu § 20 AktG); Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1332; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 42; Hildner, S. 58 f.; Fiedler, S. 129; LG Hamburg, AG 2002, 525, 526 f.; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2236.

<sup>762</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 26.

<sup>763</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 43 ff.; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 35; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 832; Hildner, S. 59; LG Köln, AG 2008, 336, 337; OLG Hamm, AG 2009, 876, 880; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2236.

<sup>764</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 32.

<sup>765</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 241.

<sup>766</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 245; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 20; OLG Hamm, NZG 2001, 563, 565.

<sup>767</sup> Statt vieler Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28.

<sup>768</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 35; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 34.



Das Tochterunternehmen kann die Pflichtverletzung des Mutterunternehmens zudem auch nicht im Wege einer Art Ersatzvornahme durch eine eigene pflichtgemäße Mitteilung heilen.<sup>769</sup> Zwar wird darüber hinaus auf die theoretische Möglichkeit einer Abgabe der Stimmrechtsmitteilung durch die Tochtergesellschaft als Vertreter ohne Vertretungsmacht, welche durch die Muttergesellschaft entsprechend § 177 I BGB rückwirkend genehmigt werden könne, hingewiesen.<sup>770</sup> Diese Möglichkeit ist aber nur theoretischer Natur. Die Tochtergesellschaft wird mangels einer Informationspflicht der höheren Konzerngesellschaften nämlich in der Regel keine Kenntnis von der Pflichtverletzung der Muttergesellschaft erlangen.<sup>771</sup> Sie muss sich deshalb mit einem Schadensersatzanspruch gegen die Muttergesellschaft begnügen, der sich aus einer Verletzung der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht ergibt, da die Muttergesellschaft dafür einzustehen hat, dass für das Tochterunternehmen kein Rechtsverlust nach § 28 WpHG eintritt.<sup>772</sup> Dabei ist davon auszugehen, dass die Gesellschafter des Tochterunternehmens diesen Anspruch im Wege der *actio pro socio* geltend machen können,<sup>773</sup> weil nur auf diese Weise ein effektiver Schutz derselbigen gewährleistet werden kann. Gleiches gilt für den Fall, dass das Mutterunternehmen nach § 24 WpHG die Mitteilungspflichten des Tochterunternehmens wahrnimmt, da auch hier das Tochterunternehmen die Rechtsfolgen des § 28 WpHG treffen können.<sup>774</sup>

Konsequenterweise ist aufgrund des gesellschaftsrechtlichen Treueverhältnisses außerdem auch ein Anspruch der Tochtergesellschaft gegen ihre Muttergesellschaft, welcher auf die unverzügliche Abgabe einer ordnungsgemäßen Mittei-

---

<sup>769</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28; Fiedler, S. 129; siehe auch Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497, die richtigerweise auch eine analoge Anwendung des § 24 WpHG ablehnen.

<sup>770</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28 (Fn. 60).

<sup>771</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28, die dies zutreffend damit begründen, dass die Tochtergesellschaft für ihre eigene Mitteilung keinerlei Angabe über Aktienkäufe der übergeordneten Konzerngesellschaften benötige; ähnlich auch Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 47, der die Frage des Informationsanspruchs der Tochtergesellschaft jedoch im Ergebnis offen lässt.

<sup>772</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 36; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 33; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497; vgl. ferner Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28 (Fn. 61), die für den Fall einer bewussten Verletzung der Mitteilungspflicht zudem einen Schadensersatzanspruch aus § 823 I BGB (Mitgliedschaft als sonstiges Recht) oder aus § 826 BGB (Schädigungsabsicht) in Betracht ziehen.

<sup>773</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 33.

<sup>774</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 24 Rn. 7; Assmann/Schneider-Schneider, § 24 Rn. 23; Schäfer/Hamann-Opitz, § 24 WpHG Rn. 6; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 24 WpHG Rn. 6; Hildner, S. 56 (Fn. 176).

lung gerichtet ist und damit zu einer Verhinderung oder einer Beendigung eines bereits eingetretenen Rechtsverlusts führen kann, anzuerkennen.<sup>775</sup>

Im umgekehrten Fall gilt es jedoch zu beachten, dass ein Mutterunternehmen wegen einer Meldepflichtverletzung der Tochtergesellschaft nicht die Rechte aus seinen Aktien verliert, da der Tochtergesellschaft keine Aktien der Muttergesellschaft zugerechnet werden.<sup>776</sup> Dies hat der Gesetzgeber mit dem TUG eindeutig klargestellt, indem er die aus Anlass der Umsetzung der Übernahmerrichtlinie in § 30 I Satz 1 Nr. 1 WpÜG kurzzeitig eingeführte Downstream-Zurechnung wieder rückgängig machte, weil das Tochterunternehmen keinen rechtlich gesicherten Einfluss auf die Aktien der Muttergesellschaft hat.<sup>777</sup>

## **cc. „Für Rechnung“ gehaltene Aktien**

### **(1) Tatbestand**

Wie bereits erwähnt, betrifft der Rechtsverlust des § 28 Satz 1 WpHG über den Verweis auf § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG ferner Aktien, die von einem Dritten für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden.

#### **(a) § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG**

Die genaue Auslegung dieses Terminus ist in Schrifttum und Rechtsprechung indes überaus umstritten. Klar ist insoweit, dass der Begriff Fälle erfasst, in denen die formale und die wirtschaftliche Eigentümerstellung in dem Sinne auseinanderfallen, dass die wesentlichen Chancen und Risiken aus den Aktien derjenige trägt, dem die Aktien zugerechnet werden sollen.<sup>778</sup> Daneben wird nach allgemeiner und aufgrund des Normzwecks der §§ 21 ff. WpHG auch überzeugender Ansicht jedoch im Wege einer einschränkenden teleologischen Auslegung zusätzlich noch ein Einfluss des Zurechnungssubjekts auf die Stimm-

---

<sup>775</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497; a.A. KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 36.

<sup>776</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 42, 46; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 60; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 48; Fiedler, S. 129. Dieser Aspekt wird häufig nicht erwähnt, wenn von einem konzernweiten Rechtsverlust gesprochen wird, vgl. nur Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 32 ff.; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 832.

<sup>777</sup> Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 9; Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1649.

<sup>778</sup> Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 4; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 65; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 58; Meilicke/Meilicke, ZIP 2010, 558, 561; Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454, 464; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596, 627; Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501, 1502 f.; zu § 20 VII AktG LG Hannover, AG 1993, 187, 188.

rechtsausübung gefordert,<sup>779</sup> über dessen notwendiges Ausmaß lebhaft diskutiert wird. Da sich die in Schrifttum und Rechtsprechung vertretenen Ansichten teilweise in Nuancen unterscheiden, können die nachfolgenden Ausführungen nur als eine als Auslegungshilfe dienende und vereinfachte Darstellung der beiden wichtigsten Streitpunkte verstanden werden.

Eine Ansicht meint, dass bereits die Tatsache, dass der Meldepflichtige die wirtschaftlichen Chancen und Risiken trage, diesem im Regelfall einen Einfluss auf die Stimmrechtsausübung einräume, weshalb die Möglichkeit der Einflussnahme nicht positiv festgestellt werden müsse, sondern aufgrund der Zuordnung der wirtschaftlichen Risiken widerleglich vermutet werde.<sup>780</sup> Dem tritt eine restriktivere Auffassung, der sich jüngst auch der BGH angeschlossen hat,<sup>781</sup> entgegen. Sie verlangt dementsprechend, dass der Einfluss auf die Stimmrechtsausübung für jeden Einzelfall separat festgestellt werden müsse.<sup>782</sup>

Daneben ist umstritten, ob dem Zurechnungssubjekt eine rechtliche<sup>783</sup> Einflussnahmemöglichkeit in Form einer Weisungsabrede zukommen muss oder ob auch eine sich aus einem Interessenwahrungsgebot ergebende tatsächliche Möglichkeit zur Einflussnahme eine Zurechnung begründen kann.<sup>784</sup>

## **(b) § 28 Satz 1 WpHG**

Um die konkrete Reichweite des § 28 Satz 1 WpHG in diesem Zusammenhang zu ermitteln, bedarf es zunächst der Erkenntnis, dass der in vielen Gesetzen verwendete Begriff des „für Rechnung Haltens“ jeweils nach Sinn und Zweck der

---

<sup>779</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 66; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 575; Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2028.

<sup>780</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 55, 57; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596, 628 f.; Meilicke/Meilicke, ZIP 2010, 558, 562; Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2028 f.; Stadler, NZI 2009, 878, 880; Burgard, BB 1995, 2069, 2072; Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.5.2.1; VG Frankfurt, BKR 2007, 40, 43.

<sup>781</sup> BGH, DB 2008, 1004, 1008; kritisch Bedkowski, BB 2009, 1482, 1486.

<sup>782</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 30; Schwark-Schwark, § 22 WpHG Rn. 5 f.; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 66; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 22 Rn. 49; Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 297; Bedkowski, BB 2009, 1482, 1486; Eichner, ZRP 2010, 5, 6; Starke, S. 201.

<sup>783</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 22 Rn. 56; Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 295; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1374 f.; BGH, DB 2008, 1004, 1008.

<sup>784</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 30; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 55, 58; Meilicke/Meilicke, ZIP 2010, 558, 562; Bachmann, ZHR 173 (2009), 596, 630 f.; Burgard, BB 1995, 2069, 2072; Schneider/Brouwer, FS K. Schmidt, 2009, S. 1411, 1422; Habersack, AG 2008, 817, 818; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 22; Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.5.2.1; VG Frankfurt, BKR 2007, 40, 43; zu § 20 VII AktG siehe Koppensteiner, FS Rowedder, 1994, S. 213, 218 f.; noch weitergehend Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 576 ff., die bereits bei einem bewusste Ausschalten von Stimmrechten eine Zurechnung bejahen.

Norm, welche sich des Begriffes bedient, ausgelegt werden muss.<sup>785</sup> Bei der Auslegung des § 28 Satz 1 WpHG kommen deshalb dem Sanktionszweck sowie den verfassungsrechtlichen Grenzen eine tragende Rolle zu. Die Notwendigkeit einer derartigen Differenzierung wird allzu deutlich, wenn man sich vor Augen führt, dass im Rahmen des § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG eine Zurechnung durchaus im Interesse des Meldepflichtigen liegen kann, weil somit lediglich ein nicht meldepflichtiger Wechsel vom direkten zum indirekten Halten vorliegt und er aufgrund dessen gar keiner Meldepflicht unterliegt.<sup>786</sup> Sie steht zudem in Einklang mit der in Bezug auf die §§ 21 ff. WpHG immer stärker werdenden Tendenz, die drohenden Rechtsfolgen bei einer Verletzung der Mitteilungspflichten als Auslegungskriterium anzuerkennen und eine allein an vermeintlichen Transparenzlücken orientierte Auslegung abzulehnen.<sup>787</sup> Auch in diesem Zusammenhang kann demnach wieder von einer „Relativität der Rechtsbegriffe“ ausgegangen werden.<sup>788</sup>

Unabhängig von dem soeben dargelegten Meinungsstand sollte deshalb im Rahmen des § 28 Satz 1 WpHG eine Ausweitung der Sanktion nur stattfinden, sofern im konkreten Einzelfall, neben der Zuordnung der wesentlichen Chancen und Risiken aus den Aktien zum Zurechnungssubjekt, zusätzlich ein Einfluss desselbigen auf die Stimmrechtsausübung festgestellt werden kann. Eine Erstreckung des § 28 Satz 1 WpHG ist nämlich nur im Falle eines mittelbaren Stimmrechts des seine Meldepflicht verletzenden Gesellschafters und der damit verbundenen Einflussnahmemöglichkeiten gerechtfertigt.<sup>789</sup> Dem kann auch nicht mit dem Argument entgegnet werden, dass der Rechtsverlust aufgrund der wirtschaftlichen Zuordnung ohnehin allein den pflichtvergessenen Aktionär treffe, weil den Meldepflichtigen eben nur die „wesentlichen“ Chancen und

---

<sup>785</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 52; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 29; wohl auch KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 64.

<sup>786</sup> Bedkowski, BB 2009, 1482, 1486.

<sup>787</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 22 Rn. 4; Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454, 488; Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 298; Eichner, ZRP 2010, 5, 6; Veil/Dolff, AG 2010, 385, 390 f., die insofern zu Recht von einer rechtsfolgenorientierten restriktiven Auslegung sprechen; früher bereits Steuer/Baur, WM 1996, 1477, 1478; a.A. Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 4; Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2027; Meilicke/Meilicke, ZIP 2010, 558, 563; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70 f., welches entgegen des Wortlautes dem Treuhänder in umgekehrter Richtung sämtliche dem Treugeber gehörenden und zuzurechnenden Aktien zurechnet; zu Recht kritisch diesbezüglich Schröder/Schöfer, Der Konzern 2010, 72, 72; Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 934 ff.; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1375 f.; Veil/Dolff, AG 2010, 385, 386 ff.; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 457 ff.; zustimmend hingegen Mayrhofer/Pirner, DB 2009, 2312, 2313; Bröker, GWR 2009, 376.

<sup>788</sup> Anders offenbar Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141.

<sup>789</sup> Goette, DStR 2009, 2602, 2609; Veil/Dolff, AG 2010, 385, 390; BGH, DB 2009, 1004, 1008.

Risiken treffen müssen. Ein Rechtsverlust kann deshalb nur durch das Vorliegen beider Komponenten gerechtfertigt werden.<sup>790</sup> Die Einflussnahmemöglichkeit angesichts der wirtschaftlichen Zuordnung widerleglich zu vermuten, würde zu demselben Ergebnis führen. Da derartige Beweiserleichterungen beim Rechtsverlust zudem unzulässig sind,<sup>791</sup> ist die Einflussnahmemöglichkeit im Kontext des § 28 Satz 1 WpHG demnach gesondert festzustellen.

Hinsichtlich der konkreten Anforderungen an die in Rede stehende Einflussnahmemöglichkeit sollte ebenfalls der Telos des § 28 WpHG zur Rate gezogen werden. Hieran anknüpfend sah der BGH offenbar die Gefahr eines überdehnten Anwendungsbereichs der Sanktion, als er für die Zwecke des § 28 Satz 1 WpHG festhielt, dass Aktien nur dann für Rechnung gehalten werden, wenn der Darlehensgeber nach der vertraglichen Regelung auf die Stimmrechtsausübung des Darlehensnehmers Einfluss nehmen kann.<sup>792</sup> Dies scheint angesichts des Verbots von Beweiserleichterungen auf den ersten Blick zwar einsichtig, trifft allerdings im Resultat gleichwohl nicht das richtige Normverständnis, da die Erweiterung in diesem Fall leerlaufen würde. Eine Überschreitung der verfassungsrechtlichen Grenzen des Rechtsverlusts ist hiermit nicht verbunden, weil insofern keine Beweiserleichterung gewährt, sondern lediglich ein Tatbestandsmerkmal zweckentsprechend ausgelegt wird. Aus diesem Grunde könnte allenfalls das Analogieverbot entgegenstehen. Der Begriff des „für Rechnung Haltens“ setzt jedoch schon von seinem Wortlaut her keinen Einfluss auf die Stimmrechtsausübung voraus,<sup>793</sup> weshalb die konkreten Anforderungen an eine solche Einflussnahmemöglichkeit von diesem erst Recht nicht vorgegeben werden können. Im Interesse einer effektiven Handhabung der Sanktion und zur Vermeidung von Umgehungsmöglichkeiten ist deswegen eine sich aus einem

---

<sup>790</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 30 a.E.; ähnlich OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70 f., das anführt, dass der betroffene Aktionär nicht frei über seine Aktionärsrechte verfügen könne; bezüglich § 22 I Satz 1 Nr. 1 WpHG siehe Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 58; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 66; Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1647; Schneider/Brouwer, FS K. Schmidt, 2009, S. 1411, 1422; a.A. Schanz, DB 2008, 1899, 1902 f.; Nottmeier/Schäfer, AG 1997, 87, 93; Kuthe/Rückert/Sickinger-Sudmeyer, 8. Kap. Rn. 53, die nur auf die Verteilung der wirtschaftlichen Chancen und Risiken abstellen.

<sup>791</sup> Die befürchtete Gefahr kaum lösbarer Beweisprobleme ist der eigentliche Hintergrund der zu § 22 I Satz 1 Nr. 1 vertretenen Gegenansicht, vgl. Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2028.

<sup>792</sup> Siehe Bedkowski, BB 2009, 1482, 1486 sowie BGH, DB 2009, 1004, 1008.

<sup>793</sup> Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2028.

Interessenwahrungsgebot ergebende tatsächliche Einflussnahmemöglichkeit des Meldepflichtigen im Rahmen des § 28 Satz 1 WpHG ausreichend.<sup>794</sup>

## **(2) Rechtsfolgen**

Der Rechtsverlust tritt dabei auch dann ein, wenn dem Dritten keine eigene Pflichtversäumnis vorgeworfen werden kann.<sup>795</sup> Außerdem ist es für den Eintritt der Sanktionswirkung wiederum irrelevant, ob sich die Pflichtverletzung des säumigen Aktionärs gerade auf den gem. § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG zugerechneten Stimmrechtsanteil bezieht.<sup>796</sup> Der Rechtsverlust erfasst aber freilich nur die Aktien im Bestand des Dritten, die für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden.<sup>797</sup>

## **(3) Sicherungsübereignung kein Fall des § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG**

Die Fälle der Sicherungsübereignung können hingegen nicht von der Sanktion erfasst werden. Zwar handelt es sich bei ihnen um einen Spezialfall der Treuhand,<sup>798</sup> weshalb eine Erstreckung des Rechtsverlusts in diese Richtung keine wortlautüberschreitende Analogiebildung darstellt. Nichtsdestotrotz begegnet eine derartige Ausweitung im Hinblick auf die Intention des Gesetzgebers, die Fälle der Sicherungsübereignung einer eigenen Regelung zuzuführen, Zweifeln.<sup>799</sup> Diese werden durch Bedenken auf systematischer Ebene verstärkt. Dies gilt umso mehr, da derartige „systematische Binnenvergleiche“<sup>800</sup> auch in der jüngsten Rechtsprechung<sup>801</sup> zur Auslegung der verschiedenen Nummern des § 22 I WpHG herangezogen wurden. Angesichts dieser Sachlage käme ein Rechtsverlust für den Sicherungsnehmer doch mehr als überraschend und würde zu großer Rechtsunsicherheit führen. In Anbetracht des in Bezug auf § 28 WpHG zu

---

<sup>794</sup> Anders Veil/Dolff, AG 2010, 385, 390; richtig dagegen Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 576 (zu § 22 I Satz 1 Nr. 1 WpHG).

<sup>795</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 26; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; zu § 20 VII AktG siehe Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 43.

<sup>796</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 26.

<sup>797</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 26; zu § 20 VII AktG vgl. GK-Windbichler, § 20 Rn. 65; fehlgehend Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 32.

<sup>798</sup> Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2029; Burgard, BB 1995, 2069, 2075, nach dem sich die Bedeutung der Vorschrift deshalb allein aus der Anordnung einer ausschließlichen Zurechnung ergibt.

<sup>799</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 35.

<sup>800</sup> Begriff entlehnt bei Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 935.

<sup>801</sup> Vgl. VG Frankfurt, BKR 2007, 40, 43; BGH, DB 2009, 1004, 1008.

beachtenden Bestimmtheitsgrundsatzes ist eine solch extensive Auslegung deshalb abzulehnen.<sup>802</sup>

**dd. Acting in Concert**

Derartige Auswirkungen gehen vom sog. Acting in Concert nicht aus, da § 22 II WpHG in § 28 Satz 1 WpHG nicht aufgeführt wird. § 28 WpHG ist damit in dieser Beziehung enger als § 59 WpÜG.<sup>803</sup>

Meldet also ein Meldepflichtiger, da er unter Hinzurechnung der Stimmrechte der anderen Beteiligten eines Acting in Concert meldepflichtig ist, so geht er nicht deshalb der Rechte aus seinen Aktien verlustig, weil einer oder mehrere andere Beteiligte ihrer Meldepflicht nicht ordnungsgemäß nachgekommen sind.<sup>804</sup> Zur Rechtfertigung wird dabei angeführt, dass die erforderliche Transparenz hergestellt sei, da der Meldepflichtige eine ordnungsgemäße Mitteilung abgegeben und infolgedessen in seiner Mitteilung gem. § 17 II Satz 1 Nr. 1 WpAIV auch den Namen der anderen Beteiligten genannt habe.<sup>805</sup> Zudem trage in den Fällen des Acting in Concert keiner der Beteiligten allein das Risiko aus den der Abstimmung zu Grunde liegenden Anteilen, weshalb im Regelfall keiner der Beteiligten die Möglichkeit habe, Weisungen im Hinblick auf diese Aktien zu erteilen.<sup>806</sup> Zumindest die erste Argumentation begegnet Zweifeln, weil § 17 II Satz 1 Nr. 1 WpAIV nur Anwendung findet, wenn der zugerechnete Stimmrechtsanteil des Dritten 3 % oder mehr beträgt. Entscheidend ist vielmehr, dass der Wortlaut des § 28 Satz 1 WpHG - anders als § 59 Satz 1 WpÜG - gar keinen Hinweis auf eine dementsprechende Ausdehnung der Sanktion enthält. Eine Erstreckung des Rechtsverlusts auf diese Aktien führt deshalb nicht nur zu systematischen Bedenken,<sup>807</sup> sondern würde auch gegen das Analogieverbot

---

<sup>802</sup> Im Ergebnis ebenfalls OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2235; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70; BGH, DB 2009, 1004, 1008; vgl. argumentativ auch Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 459.

<sup>803</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 32.

<sup>804</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 32; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 56; ders., WM 2006, 1321, 1326; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 833; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497; Habersack/Mülberr/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 122; Mayrhofer/Pirner, DB 2009, 2312, 2313; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70.

<sup>805</sup> Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 833.

<sup>806</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142.

<sup>807</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 833.

verstoßen. Ob diese restriktive Gesetzgebung indes überzeugt, bedarf einer genaueren Erörterung, welche es an späterer Stelle anzustellen gilt.<sup>808</sup>

Umgekehrt tritt der Rechtsverlust beim Meldepflichtigen jedoch auch dann ein, wenn zwar nicht er selbst, aber einer der anderen Beteiligten seine Meldepflicht erfüllt hat.<sup>809</sup> Dies folgt schon daraus, dass § 28 Satz 1 WpHG von Mitteilungspflichten nach § 21 I WpHG spricht, welche auch durch eine Schwellenberührung „auf sonstige Weise“, also auch durch eine Zurechnung aufgrund eines abgestimmten Verhaltens nach § 22 II WpHG, ausgelöst werden können.<sup>810</sup>

Zuletzt wird in Bezug auf die Auswirkungen des Acting in Concerts noch die Auffassung vertreten, dass ein Rechtsverlust auch dann eintrete, wenn fälschlicherweise ein objektiv nicht gegebenes abgestimmtes Verhalten gemeldet werde. Die Sanktionierung sei bei dieser Sachlage aus Gründen der Transparenz geboten, da die Teilnehmer der Hauptversammlung irrigerweise eine Blockbildung annehmen könnten und deshalb vermeintlich aussichtslose Gegenanträge nicht stellten.<sup>811</sup> Abgesehen davon, dass dieser Fall wohl nicht allzu häufig vorkommen wird, verstößt auch diese Auslegung gegen das Analogieverbot, weil es an der von § 28 WpHG vorausgesetzten Nichterfüllung einer Mitteilungspflicht fehlt.

#### **ee. Kettenzurechnung**

Zudem erstreckt sich der Rechtsverlust auch nicht auf Aktien, die dem Meldepflichtigen über seine Tochtergesellschaft im Wege der nach § 22 I Satz 2 WpHG i.V.m. § 22 I Satz 1 Nr. 2-6 WpHG und der gem. § 22 II Satz 1 WpHG gesetzlich angeordneten Kettenzurechnungen zugeordnet werden.<sup>812</sup>

Bezüglich der über § 22 I Satz 2 WpHG i.V.m. § 22 I Satz 1 Nr. 2-6 WpHG zugerechneten Aktien könnte für eine Ausweitung des Rechtsverlusts zwar der Wille

---

<sup>808</sup> Siehe hierzu die Ausführungen unter Kapitel 6 B. I. 1. h.

<sup>809</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 56; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Tautges, BB 2010, 1291, 1295; unschlussig Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 122. Die beiden letztgenannten Autoren vertreten allerdings die Auffassung, dass der Rechtsverlust in dieser Konstellation trotz einer durch den Abstimmungs-partner hergestellten Transparenz eintrete.

<sup>810</sup> Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 122, die jedoch unverständlicherweise trotzdem an der Anwendung des § 28 WpHG zweifelt.

<sup>811</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142.

<sup>812</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 26, der dies überflüssigerweise auch für den Fall festhält, dass einem Treuhänder seinerseits Stimmrechte zugerechnet werden. In dieser Konstellation findet nach richtiger Ansicht mangels gesetzlicher Anordnung jedoch gar keine Kettenzurechnung statt.



des Gesetzgebers sprechen, der im Rahmen der Erstreckung des § 28 WpHG auf die für Rechnung des Meldepflichtigen gehaltenen Aktien darauf hinwies, dass die Sanktion auch Aktien erfasse, die für Rechnung eines Tochterunternehmens des Pflichtigen gehalten werden.<sup>813</sup> Eine grundsätzliche Aussage zur Kettenzurechnung hat der Gesetzgeber hiermit allerdings nicht getroffen. Gegen eine derartige Ausdehnung der Sanktion würde auch der Umstand sprechen, dass die nach § 22 I Satz 1 Nr. 3-6 WpHG zugerechneten Aktien selbst dann nicht vom Rechtsverlust erfasst sind, wenn sie dem Meldepflichtigen direkt zugerechnet werden. Es wäre insofern geradezu paradox, sofern sich an dieser gesetzgeberischen Wertung etwas ändern würde, wenn die Zurechnung nicht auf der Ebene des Meldepflichtigen, sondern „erst“ auf der Ebene des Tochterunternehmens erfolgt.<sup>814</sup> Des Weiteren verstößt die Gegenansicht<sup>815</sup> gegen das Analogieverbot, da der vermeintliche Wille des Gesetzgebers im Wortlaut des § 28 Satz 1 WpHG, welcher nicht auf die Regelung des § 22 I Satz 2 WpHG verweist, nicht hinreichend zum Ausdruck gekommen ist. Ob dies für § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG, welcher im Wortlaut des § 28 Satz 1 WpHG Erwähnung gefunden hat, aufgrund der besagten Gesetzesbegründung anders zu beurteilen ist, scheint zweifelhaft, weil § 28 Satz 1 WpHG eben nicht auf die die Kettenzurechnung anordnende Vorschrift des § 22 I Satz 2 WpHG verweist. Auch hier dürfte eine Ausweitung des Rechtsverlusts mit Blick auf das Analogieverbot darum im Ergebnis zu verneinen sein.<sup>816</sup> Selbige Argumentation gilt für die Aktien der Personen, mit denen das Tochterunternehmen sein Verhalten i.S.d. § 22 II Satz 1 WpHG abstimmt.

#### **b. Vorzugsaktien**

Streitig ist bezüglich § 28 WpHG ferner, ob dieser neben Stamm- auch stimmrechtslose Vorzugsaktien erfasst.<sup>817</sup> Der Wortlaut des § 28 WpHG ist insofern zweigeteilt. Grundsätzlich ermöglicht die Formulierung „Rechte aus Aktien“ stimmrechtslose Vorzugsaktien zu erfassen. Hinsichtlich der zugerechneten Aktien folgt indes aus dem Wortlaut „aus denen ihm Stimmrechte zugerechnet werden“, dass die von der Sanktion betroffenen Aktien Dritter Stimmrechte

---

<sup>813</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95.

<sup>814</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 26.

<sup>815</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 32.

<sup>816</sup> Anders Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 12; Witt, WM 1998, 1153, 1156.

<sup>817</sup> Dafür KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 44; dagegen Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 24.

vermitteln müssen. Ob diese Differenzierung überzeugt, ist angesichts der Tatsache, dass die Aktien nach der Auffassung des Gesetzgebers auch in diesen Fällen wirtschaftlich dem Meldepflichtigen zuzuordnen sind,<sup>818</sup> zweifelhaft. Insofern spricht der Telos des § 28 WpHG dafür, auch stimmrechtslose Vorzugsaktien zu erfassen, um dem Meldepflichtigen den größtmöglichen Anreiz zu bieten, seiner Meldepflicht nachzukommen. Allerdings würde sich eine derartige Auslegung über den eindeutigen Gesetzeswortlaut hinwegsetzen. Aus diesem Grunde können stimmrechtslose Vorzugsaktien Dritter von § 28 WpHG nicht erfasst werden, sofern für diese Aktien nicht ausnahmsweise gem. § 140 II AktG ein Stimmrecht besteht. Im Interesse einer effektiven Durchsetzung der Meldepflichten unterliegen jedoch zumindest die stimmrechtslosen Vorzugsaktien des Meldepflichtigen einem Rechtsverlust.

## **2. § 59 WpÜG**

### **a. Betroffener Personenkreis**

#### **aa. Grundsätzliches**

§ 59 Satz 1 WpÜG erfasst die Aktien des unmittelbar verpflichteten Bieters, der mit ihm gemeinsam handelnden Personen (§ 2 V WpÜG) sowie Aktien, die einem Tochterunternehmen des Bieters oder der mit ihm gemeinsam handelnden Personen gehören. Zudem werden Aktien erfasst, die gem. § 30 I Satz 1 Nr. 2 WpÜG für Rechnung der betroffenen Subjekte gehalten werden, so dass § 59 WpÜG folglich auch den Fall der Kettenzurechnung des § 30 I Satz 2 WpÜG i.V.m. § 30 I Satz 1 Nr. 2 WpÜG erfasst. Die Vorschrift geht in ihrer Sanktionswirkung demzufolge deutlich weiter als § 28 WpHG.<sup>819</sup> Auf Aktien, aus denen dem Kontrollerwerber Stimmrechte nach § 30 I Satz 1 Nr. 3-6 zugerechnet werden, erstreckt sich aber auch § 59 WpÜG nicht.<sup>820</sup>

---

<sup>818</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95.

<sup>819</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 34; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 3; Heinrich, S. 147.

<sup>820</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 27; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 34; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; völlig unklar Siemers, S. 236, 238, 240 f., 272, 304 f.

## **bb. Konzerndimensionale Erstreckungen**

### **(1) Tatbestand**

§ 2 VI WpÜG enthält eine dem § 22 III WpHG entsprechende Definition des Begriffs des Tochterunternehmens, so dass die Rechtsform und der Sitz der Gesellschaften wiederum irrelevant sind und auch natürliche Personen als Mutterunternehmen in Betracht kommen.<sup>821</sup> Zudem ist die Regelung des § 290 II Nr. 1 HGB konsequenterweise auch im Rahmen des § 2 VI WpÜG einschränkend auszulegen.<sup>822</sup> Im Hinblick auf § 2 VI Alt. 2 WpÜG genügt zwar wiederum eine dauerhafte Präsenzmehrheit.<sup>823</sup> Die Frage eines beherrschenden Einflusses ist aber auch hier stets von den Umständen des Einzelfalls abhängig.<sup>824</sup> Die Vermutung des § 17 II AktG findet nach richtiger Ansicht keine Anwendung.<sup>825</sup>

In Fällen der Mehrmütterschaft ist ein beherrschender Einfluss auch im Rahmen des § 2 VI WpÜG nur bezüglich solcher Mutterunternehmen anzunehmen, die die Willensbildung in dem die Beherrschung ausübenden Stimmrechtskonsortium bestimmen können.<sup>826</sup> Eine Qualifizierung auch der stimmschwächeren Konsorten als Tochterunternehmen wäre angesichts des tatsächlichen Einflusspotentials und der durch § 2 VI WpÜG vermittelten Rechtsfolgen nicht zu rechtfertigen.<sup>827</sup> Dieses Ergebnis gilt erneut unabhängig von der konzernrechtlichen Lösung, da diese die Auslegung in Anbetracht der einschneidenden Konsequenzen der kapitalmarktrechtlichen Pflichten sowie eines Rechtsverlusts nicht determinieren darf.<sup>828</sup>

---

<sup>821</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 199; Schwark-Noack/Holzborn, § 2 WpÜG Rn. 44; Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 48 f.; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 133 f.; Löhnefink, S. 348; Siemers, S. 47 f.

<sup>822</sup> So Löhnefink, S. 359 f., der dies zu Recht auch damit begründet, dass § 2 VI WpÜG keinen Verweis auf den Ausnahmetatbestand des § 296 I Nr. 1 HGB enthalte; a.A. KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 205; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 2 Rn. 34.

<sup>823</sup> Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 139; KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 221; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 2 Rn. 40; Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 66; Siemers, S. 47.

<sup>824</sup> Schwark-Noack/Holzborn, § 2 WpÜG Rn. 45.

<sup>825</sup> Baums/Thoma-Diekman, § 30 Rn. 23; Schwark-Noack/Holzborn, § 2 WpÜG Rn. 45; Faden, S. 57 f.; a.A. KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 222; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 2 Rn. 41; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 138; Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 64; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 2 Rn. 137; MüKo/AktG-Wackerbarth, § 2 WpÜG Rn. 66 f., der der Vermutungswirkung allerdings keine große Bedeutung beimisst.

<sup>826</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 226; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 139; Löhnefink, S. 363 f.; Faden, S. 60.

<sup>827</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 226; Löhnefink, S. 363 f., der jedoch schon eine Zurechnung bejaht, sofern der Beteiligte auf den Willensbildungsprozess des Konsortiums Einfluss nehmen kann.

<sup>828</sup> Löhnefink, S. 363 f., welcher dies als teleologische Reduktion der Rechtsfolgen bezeichnet; siehe hierzu auch Prasuhn, S. 192 f.; widersprüchlich KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 215, der meint, dass nur eine einheitliche

## (2) Rechtsfolgen

Da über § 2 VI WpÜG ebenfalls die Fälle einer mittelbaren Beherrschung erfasst werden,<sup>829</sup> bewirkt auch § 59 WpÜG einen konzernweiten Rechtsverlust, so dass die Tochtergesellschaft bei Verstößen der Muttergesellschaft, unabhängig davon, ob sie einer etwaigen eigenen Verpflichtung nachgekommen ist, von der Kontrollerlangung wusste oder ob die Muttergesellschaft die Kontrollschwelle auch ohne die Zurechnung überschritten hätte, einen Rechtsverlust hinsichtlich ihrer Aktien hinnehmen muss.<sup>830</sup> Ihr steht allerdings wiederum ein auf die gesellschaftliche Treuepflicht gestützter Schadensersatzanspruch zu.<sup>831</sup>

Erleidet das Tochterunternehmen einen Rechtsverlust, weil es selbst die Kontrolle erlangt hat, so sind die Aktien der Muttergesellschaft nur infiziert, wenn diese als mit der Tochtergesellschaft gemeinsam handelnde Person anzusehen ist.<sup>832</sup> Dagegen könnte zwar wiederum der Umstand sprechen, dass der Gesetzgeber die Downstream-Zurechnung rückgängig gemacht hat.<sup>833</sup> Nichtsdestotrotz ist es nicht ausgeschlossen, dass die Muttergesellschaft im Einzelfall<sup>834</sup> als gemeinsam handelnde Person zu qualifizieren ist,<sup>835</sup> sofern sie ihr Verhalten an dem der Tochtergesellschaft ausrichtet.<sup>836</sup>

---

Auslegung dem Willen des Gesetzgebers entspreche, die Fälle der Mehrmütterschaft aber unabhängig von der Rechtslage im Konzernrecht löst, vgl. KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 224 ff.

<sup>829</sup> FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 26; KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 210, 230; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 137, 140; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 30 Rn. 19.

<sup>830</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 24; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 49; Ehrliche/Ekkenga/Oechsler-Ehrliche, § 59 Rn. 22; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 48; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 22 f., der jedoch eine Ausnahme machen will, sofern in der Veröffentlichung der Kontrollerlangung alle unmittelbar und mittelbar kontrollierenden Personen aufgeführt werden.

<sup>831</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 51; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 48; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 75; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 23; zweifelnd KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 187.

<sup>832</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 31; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 24 (Fn. 33); Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 76; ungenau Siemers, S. 229; fehlgehend KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 48, die grundsätzlich auch die Aktien der Muttergesellschaft erfassen wollen, sofern die Tochtergesellschaft ihre Pflichten nicht erfüllt.

<sup>833</sup> Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 9, 66.

<sup>834</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 76.

<sup>835</sup> Schwark-Noack/Holzborn, § 2 WpÜG Rn. 36; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 555 ff.; a.A. MüKo/AktG-Wackerbarth, § 2 WpÜG Rn. 64.

<sup>836</sup> Diese Einseitigkeit ist stets unabdingbar, damit eine Person als mit dem Bieter gemeinsam handelnd qualifiziert werden kann, vgl. die nachfolgenden Ausführungen unter cc. (1).

## cc. **Gemeinsam handelnde Personen**

### **(1) Tatbestand**

Der Begriff der gemeinsam handelnden Personen wird im WpÜG dazu verwendet, die Verwirklichung des Gesetzeszwecks sicherzustellen und das Gesetz gegen Umgehungen abzusichern.<sup>837</sup> Zur Zurechnung von Stimmrechten wird der Begriff dagegen nicht verwendet, weshalb er sich auch von dem in § 30 II WpÜG verwendeten Begriff des abgestimmten Verhaltens unterscheidet.<sup>838</sup> § 2 V WpÜG ist vom Wortlaut wesentlich weiter, da er auch eine Abstimmung im Hinblick auf den Aktienerwerb erfasst und kein intentionales Element sowie keine Singularitätsausnahme enthält.<sup>839</sup> Aufgrund dieses Unterschieds und der weniger einschneidenden Rechtsfolgen wird eine restriktive Auslegung des Begriffs teilweise nicht für zwingend erachtet,<sup>840</sup> so dass § 2 V WpÜG nach einer Ansicht auch das bloße gleichgerichtete Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung erfassen soll.<sup>841</sup> Andere wiederum weisen richtigerweise darauf hin, dass die Norm nur solche Verhaltensabstimmungen erfasse, die dazu dienen, Einfluss auf die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft im Sinne einer nachhaltigen und beständigen Interessenkoordination zu gewinnen.<sup>842</sup> Nur eine derartige Nachhaltigkeit rechtfertigt, den Dritten für die übernahmerechtlichen Schutzanliegen zu vereinnahmen.<sup>843</sup> Zumindest in Bezug auf die tief in die Aktionärsrechte eingreifende Vorschrift des § 59 WpÜG ist diese restriktive Handhabung des Begriffs überzeugend, da er jeweils entsprechend des Zwecks der Norm, welche sich des Begriffs bedient, ausgelegt werden muss.<sup>844</sup> Insofern kann abermals von einer „Relativität der Rechtsbegriffe“ gesprochen werden.

---

<sup>837</sup> Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 115; Schwark-Noack/Holzborn, § 2 WpÜG Rn. 31.

<sup>838</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 2 Rn. 20; KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 163 ff.; Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 25; FraKo/WpÜG-Schüppen, § 2 Rn. 45; MüKo/AktG-Wackerbarth, § 2 WpÜG Rn. 55, der jedoch wenig überzeugend in aller Regel von einem Gleichlauf der Normen ausgeht.

<sup>839</sup> FraKo/WpÜG-Schüppen, § 2 Rn. 45; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 557; unzutreffend Siemers, S. 75.

<sup>840</sup> FraKo/WpÜG-Schüppen/Walz, § 30 Rn. 87; Siemers, S. 254, die nach dem Gesetzeszweck ausdrücklich eine extensive Auslegung für geboten hält.

<sup>841</sup> FraKo/WpÜG-Schüppen, § 2 Rn. 47; MüKo/AktG-Wackerbarth, § 2 WpÜG Rn. 58; Siemers, S. 46 f.; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 34.

<sup>842</sup> Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 2 Rn. 125 ff.; Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 30; a.A. OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 557.

<sup>843</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 180, der deshalb richtigerweise eine Abstimmung über die Stimmrechtsausübung im Einzelfall nicht genügen lässt.

<sup>844</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 152; Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454, 480 ff.

Aus diesem Grunde kann auch ein bloßes Parallelverhalten mangels einer kommunikativen Verbindung zwischen dem Bieter und dem Dritten keine Qualifizierung als gemeinsam handelnde Person begründen.<sup>845</sup> Nur diese bewusste Koordinierung der Verhaltensweisen kann nämlich als Rechtfertigung dafür dienen, die gemeinsam handelnde Person mit der Rechtsfolge des § 59 WpÜG zu belasten.<sup>846</sup> Zudem ist aus der Sanktion des § 59 WpÜG zu folgern, dass es sich bei der gemeinsam handelnden Person um (potentielle) Erwerber bzw. Aktionäre in ihrer Eigenschaft als solche handeln muss, so dass z.B. Berater des Bieters nicht unter den Begriff subsumiert werden können.<sup>847</sup> Ferner muss der Dritte nach der ratio legis des Terminus sein Verhalten am Bieter ausrichten und nicht umgekehrt.<sup>848</sup> Zuletzt können auch hinsichtlich der Erfüllung des Tatbestands des § 2 V WpÜG keine Vermutungen hergeleitet werden,<sup>849</sup> da hiermit wiederum gegen den Grundsatz der freien Beweiswürdigung verstoßen würde.

Darüber hinaus gilt es noch zu beachten, dass die Vorschrift des § 2 V WpÜG im Gegensatz zu § 2 IV WpÜG keine Personengesellschaften erfasst. Auch wenn es sich hierbei nach allgemeiner Ansicht um ein Redaktionsversehen handelt,<sup>850</sup> muss eine aus systematischen und teleologischen Gesichtspunkten gebotene Anwendung auf Personengesellschaften im Hinblick auf § 59 WpÜG de lege lata aufgrund des Analogieverbots ausscheiden.<sup>851</sup>

§ 2 V Satz 3 WpÜG ist im Rahmen von § 59 WpÜG dagegen ohne Bedeutung, weil dessen Satz 1 bereits ausdrücklich anordnet, dass der Rechtsverlust auch die Tochterunternehmen des Kontrollerwerbers trifft.<sup>852</sup>

---

<sup>845</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 2 Rn. 20; Assmann/Pöttsch/Schneider-Schneider, § 2 Rn. 123; Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 38; Schwark-Noack/Holzborn, § 2 WpÜG Rn. 40; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 127; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 557.

<sup>846</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 170.

<sup>847</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 176 f.

<sup>848</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 174.

<sup>849</sup> OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 557.

<sup>850</sup> Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 28; Assmann/Pöttsch/Schneider-Schneider, § 2 Rn. 118; FraKo/WpÜG-Schüppen, § 2 Rn. 46; Siemers, S. 46.

<sup>851</sup> Von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 684 f.; zu weit dagegen Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 28, der § 2 V WpÜG generell nicht auf Personengesellschaften anwenden will; a.A. FraKo/WpÜG-Schüppen, § 2 Rn. 46; KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 166; MüKo/AktG-Wackerbarth, § 2 WpÜG Rn. 56; Siemers, S. 46.

<sup>852</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 77; irreführend deshalb Siemers, S. 228 f.

## (2) Rechtsfolgen

Da es nach § 30 II WpÜG oftmals zwischen den gemeinsam handelnden Personen auch zu einer wechselseitigen Zurechnung kommen wird,<sup>853</sup> können durch den extensiven Adressatenkreis des § 59 WpÜG gravierende Folgen eintreten. Die Sanktion trifft die gemeinsam handelnden Personen und deren Tochterunternehmen nämlich, unabhängig davon, ob der Kontrollerwerb von ihnen ausging oder nicht,<sup>854</sup> bereits dann, wenn nur eine der gemeinsam handelnden Personen mit der Erfüllung ihrer Pflichten säumig ist.<sup>855</sup> Die Wirkung des § 59 WpÜG dauert darüber hinaus immer so lange an, bis alle Personen ihren Pflichten nachgekommen sind.<sup>856</sup> Eine Möglichkeit, auf das Verhalten des säumigen Aktionärs einzuwirken, wird für die gemeinsam handelnden Personen dabei regelmäßig nicht bestehen.<sup>857</sup> Etwaige Schäden sind jedoch ex post untereinander im Innenverhältnis nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen auszugleichen.<sup>858</sup>

Der Rechtsverlust trifft die gemeinsam handelnde Person sogar, sofern diese erst nach dem Zeitpunkt, zu dem die Verpflichtung des § 35 WpÜG erstmals hätte erfüllt werden müssen, Aktien erworben und eine gemeinsam handelnde Person geworden ist.<sup>859</sup> Sie endet, wenn der Bieter und der Dritte keinen Bindungen mehr unterliegen. Hierbei genügt es allerdings nicht, dass keine Kommunikation mehr zwischen ihnen stattfindet. Entscheidend ist vielmehr, ob die ursprünglich eingegangenen Bindungen von den Beteiligten noch als maßgeblich erachtet werden.<sup>860</sup>

---

<sup>853</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 33; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 26; a.A. Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 23; Siemers, S. 230, 253, die davon ausgehen, dass es stets auch zu einer wechselseitigen Zurechnung komme und damit verkennen, dass der Anwendungsbereich des § 30 II WpÜG enger zu fassen ist.

<sup>854</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 24.

<sup>855</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 47; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 26; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 23; Assmann/Pöttsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 20; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 24; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 53; Siemers, S. 230.

<sup>856</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 8; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 37; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 26; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 53; Siemers, S. 263.

<sup>857</sup> Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 26.

<sup>858</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 8; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 26; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 24, 42; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 37; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 48.

<sup>859</sup> Von Bülow/Bücker, ZGR 2004, 669, 694; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 557.

<sup>860</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 183 f.

## **dd. „Für Rechnung“ gehaltene Aktien**

Die im Rahmen des § 59 Satz 1 WpÜG auftretende Problematik ist durchweg mit der zuvor behandelten Fragestellung bei § 28 Satz 1 WpHG vergleichbar. Auch hier muss die Darstellung deshalb auf die beiden meist bedeutenden Diskussionspunkte begrenzt werden.

### **(1) Tatbestand**

Eine Zurechnung nach § 30 I Satz 1 Nr. 2 WpÜG setzt zunächst voraus, dass das Zurechnungssubjekt bzw. der Bieter die wesentlichen Chancen und Risiken aus den Aktien trägt.<sup>861</sup> Daneben muss ihm nach der h.M. aus teleologischen Gesichtspunkten zusätzlich noch ein Einfluss auf die Stimmrechtsausübung zukommen.<sup>862</sup> Auch hier ist dabei streitig, ob bereits aufgrund der wirtschaftlichen Zuordnung ein solcher Einfluss widerleglich zu vermuten ist.<sup>863</sup> Selbiges gilt für die Frage, ob das Zurechnungssubjekt rechtlich ermächtigt sein muss, dem Dritten in Bezug auf die Stimmrechtsausübung Weisungen zu erteilen.<sup>864</sup>

Auch im WpÜG sollte der Begriff des „für Rechnung Haltens“ deswegen nach dem Sinn und Zweck der Norm, welche sich des Begriffes bedient, ausgelegt werden,<sup>865</sup> so dass nach richtiger Ansicht der Sanktionszweck und die verfassungsrechtlichen Grenzen derselbigen die Auslegung des § 59 Satz 1 WpÜG determinieren. Das Bedürfnis nach einer solchen Unterscheidung wird in diesem Regelungszusammenhang offenkundig, sofern man berücksichtigt, dass auch bei der Regelung des § 30 I Satz 1 Nr. 2 WpÜG eine Zurechnung im Interesse des Bieters liegen kann, um ein erneutes Überschreiten der Kontrollschwelle und eine damit verbundene Angebotspflicht zu vermeiden.<sup>866</sup> Dies gilt umso mehr angesichts der Tatsache, dass über § 59 Satz 1 WpÜG nicht nur Aktien erfasst werden, die für Rechnung des Bieters gehalten werden, sondern sämtliche Aktien, die für Rechnung eines der betroffenen Subjekte gehalten werden. Eine

---

<sup>861</sup> Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 31; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 30 Rn. 30; Faden, S. 95.

<sup>862</sup> Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 12.

<sup>863</sup> Dafür Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Rn. 7; Stadler, NZI 2009, 878, 880; dagegen FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 32 f.; Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1651; Siemers, S. 71; Faden, S. 95 f., der zu Recht anführt, dass die mit dem Kontrollerwerb verbundenen Folgen nicht aufgrund einer bloßen Vermutung eingreifen dürfen.

<sup>864</sup> Eine solche Weisungsabrede voraussetzend FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 32; dagegen Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Rn. 6 f.; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 13; Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 32; Faden, S. 96; Prasuhn, S. 194; Siemers, S. 71.

<sup>865</sup> Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 11.

<sup>866</sup> Stadler, NZI 2009, 878, 880.



den Bedürfnissen des § 59 WpÜG angepasste Auslegung deckt sich darüber hinaus mit der bei der Auslegung des § 30 WpÜG gleichfalls auszumachenden Tendenz, aufgrund der drohenden Rechtsfolgen eine restriktive Handhabung der Zurechnungsregeln zu präferieren.<sup>867</sup> Dieser einschränkenden Interpretation des § 59 WpÜG kann auch nicht entgegengehalten werden, dass im Hinblick auf die Sanktionierung eher strengere Kriterien anzulegen seien, weil der Bieter seine Pflichten bereits verletzt und dennoch nicht die ihm obliegenden Pflichten nachgeholt habe.<sup>868</sup> Eine solche Argumentation vernachlässigt nämlich, dass die Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten nicht dem Dritten, sondern allein dem Bieter zur Last gelegt werden kann. Ob dieser indes durch einen Verlust der Rechte aus den Aktien des Dritten sanktioniert werden sollte, beurteilt sich allein danach, ob ihm die Aktien wirtschaftlich betrachtet zweifelsfrei zugeordnet werden können. Infolgedessen muss abermals von einer „Relativität der Rechtsbegriffe“ ausgegangen werden.

Unabhängig von der die Angebotspflicht auslösenden Zurechnung sollte folglich bei § 59 Satz 1 WpÜG der Verweis auf § 30 I Satz 1 Nr. 2 WpÜG dahingehend verstanden werden, dass die Sanktion die Aktien des Dritten nur erfasst, wenn im konkreten Einzelfall ein Einfluss der die wesentlichen wirtschaftlichen Chancen und Risiken tragenden und vom Rechtsverlust betroffenen Person auf die Stimmrechtsausübung festgestellt werden kann. Ein Rechtsverlust kann nämlich auch hier nur durch das Vorliegen beider Komponenten gerechtfertigt werden.<sup>869</sup> Ferner würde ein anderes Normverständnis auch in diesem Zusammenhang Bedenken in Bezug auf die Unzulässigkeit von Beweiserleichterungen hervorrufen. Die konkreten Anforderungen an die Einflussnahmemöglichkeit betreffend sollte der Umstand für ausreichend erachtet werden, dass der Dritte die Stimmrechte im Interesse des sanktionierten Subjekts auszuüben hat.

## **(2) Rechtsfolgen**

Auf der Rechtsfolgenseite werden wiederum nur die Aktien im Bestand des Dritten erfasst, die dieser für Rechnung der betroffenen Subjekte hält. Die Sanktion greift jedoch unabhängig davon ein, ob der Bieter die Kontrollschwelle

---

<sup>867</sup> Überzeugend in diesem Zusammenhang Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Rn. 10 a.E.; Schwark-Noack/Zetzsche, § 30 WpÜG Rn. 3; Faden, S. 95 f.; Prasuhn, S. 184 f.

<sup>868</sup> So bezüglich der Problematik der Rechtsnachfolge Siemers, S. 271 f.

<sup>869</sup> Für § 30 I Satz 1 Nr. 2 WpÜG Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 13; Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 30 f., 33; FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 35; Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1647; Faden, S. 94 f. (Fn. 510), 96.

nur aufgrund der Zurechnung überschritten hat<sup>870</sup> oder die Kontrollerlangung gar auf einem Erwerb des Dritten beruht.<sup>871</sup> Die Fälle der Sicherungsübereignung werden hingegen auch bei § 59 WpÜG nicht erfasst, da § 30 I Satz 1 Nr. 3 WpÜG insoweit eine verdrängende Sonderregelung<sup>872</sup> darstellt und eine derart extensive Auslegung infolgedessen gegen den Bestimmtheitsgrundsatz verstößt.

#### **b. Vorzugsaktien**

§ 59 WpÜG erfasst grundsätzlich sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien.<sup>873</sup> Dieser Grundsatz wird indes für Aktien, welche für Rechnung der betroffenen Subjekte gehalten werden, größtenteils bestritten, weil der Gesetzeswortlaut in diesem Fall die Erfassung stimmrechtsloser Vorzugsaktien nicht gestattet.<sup>874</sup> Bezüglich § 59 WpÜG ist es zwar ebenfalls unverständlich, nur aufgrund dieses Formulierungsunterschiedes stimmrechtslose Vorzugsaktien von der Sanktionswirkung teilweise auszunehmen, da diese wirtschaftlich betrachtet dem Bieter zustehen und insofern durch eine Einbeziehung dieser Aktien ein weitaus größerer Anreiz zu einem pflichtgemäßen Verhalten des Kontrollerwerbers gesetzt werden könnte.<sup>875</sup> Gleichwohl ist der Wortlaut als Grenze der zulässigen Auslegung auch im Rahmen des § 59 WpÜG zu akzeptieren. Folglich sind stimmrechtslose Vorzugsaktien, die für Rechnung der betroffenen Subjekte gehalten werden, nicht vom Rechtsverlust betroffen.

#### **IV. Zusammenfassung**

Der Rechtsverlust nach den §§ 28 WpHG und 59 WpÜG ist grundsätzlich endgültig und erfasst alle aus der Mitgliedschaft folgenden Verwaltungs- und Vermögensrechte. Er betrifft sämtliche Aktien, beginnt zu dem Zeitpunkt, zu dem der Aktionär erstmals schuldhaft mit der Erfüllung seiner Pflichten in Verzug gerät und endet regelmäßig ex nunc. Wurden mehrere Mitteilungen unterlassen, so ist nur die letzte erforderliche Meldung nachzuholen. Allein ein Unter- bzw.

---

<sup>870</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 28; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 26.

<sup>871</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 79; Siemers, S. 236.

<sup>872</sup> Faden, S. 94; a.A. Prasuhn, S. 197.

<sup>873</sup> Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 24; Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 10; Möller, AG 2002, 170, 175; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68; kritisch Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 116.

<sup>874</sup> Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 24; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 32; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 26; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 79; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 28; Siemers, S. 236; a.A. Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 24.

<sup>875</sup> So bezüglich der Vorzugsaktien des Tochterunternehmens FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 25; Siemers, S. 229.

Überschreiten der maßgeblichen Schwelle beendet den Rechtsverlust aber nicht.

In personeller Hinsicht begründen die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG einen konzernweiten Rechtsverlust. Die Tochtergesellschaften können somit, unabhängig davon, ob sich die Pflichtverletzung des Mutterunternehmens gerade auf den zuzurechnenden Stimmrechtsanteil bezieht, sie von dem pflichtauslösenden Tatbestand wussten oder selbst etwaigen Pflichten nachgekommen sind, die Rechte aus ihren Aktien nicht ausüben. Ihnen steht jedoch ein aus der gesellschaftlichen Treuepflicht abgeleiteter Schadensersatzanspruch zu, den ihre Gesellschafter im Wege der *actio pro socio* geltend machen können. Die Verweise der §§ 22 III WpHG, 2 VI WpÜG sind allerdings im Sinne einer rechtsfolgenorientierten Interpretation teleologisch zu reduzieren, weshalb der Abschluss eines Stimmbindungs- oder Entherrschungsvertrages und qualifizierte Mehrheitserfordernisse, über die der säumige Aktionär nicht verfügt, eine Qualifizierung als Tochterunternehmen ausschließen. Auch die Vermutung des § 17 II AktG gilt beim Rechtsverlust darum nicht. Zudem unterliegen die Aktien in Fällen der Mehrmütterschaft der Sanktion nur dann, wenn die Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten von einem das Stimmrechtsverhalten des Konsortiums kontrollierenden Aktionär begangen wurde.

Außerdem werden solche Aktien von der Sanktion erfasst, die für Rechnung des Pflichtigen gehalten werden. Eine aus dem Sanktionszweck sowie den verfassungsrechtlichen Grenzen des Rechtsverlusts folgende einschränkende Auslegung gebietet aber, für den Eintritt der Sanktionswirkung neben der Zuordnung der wesentlichen Chancen und Risiken aus den Aktien zum säumigen Aktionär zusätzlich einen im konkreten Einzelfall feststellbaren Einfluss desselbigen auf die Stimmrechtsausübung zu verlangen, wobei im Interesse einer effektiven Handhabung der Sanktion auch eine tatsächliche Einflussnahmemöglichkeit ausreichend ist.

§ 59 WpÜG geht in seiner Wirkung noch weiter, indem er zusätzlich auf den Begriff der gemeinsam handelnden Personen verweist und folglich die Beteiligten eines *Acting in Concerts* im Gegensatz zu § 28 WpHG, dessen Wortlaut einer derartigen Auslegung entgegensteht, oftmals auch dann sanktioniert, wenn diese ihren eigenen Verpflichtungen nachgekommen sind und nur eine der gemeinsam handelnden Personen mit der Erfüllung ihrer Pflichten säumig ist.

Auch eine umgekehrte Infizierung der Aktien der Muttergesellschaft ist im Rahmen des § 59 WpÜG deswegen denkbar. Hinsichtlich der tief in die Aktionärsrechte eingreifenden Vorschrift des § 59 WpÜG ist § 2 V WpÜG jedoch restriktiv zu handhaben, so dass z.B. ein bloßes Parallelverhalten keine Qualifizierung als gemeinsam handelnde Person zu begründen vermag und darüber hinaus zu verlangen ist, dass die gemeinsam handelnde Person ihr Verhalten an dem des Bieters ausrichtet.

Daneben erfasst der wertpapierübernahmerechtliche Rechtsverlust ferner auch die für Rechnung der betroffenen Subjekte gehaltenen Aktien.

In den Fällen der §§ 22 I Satz 1 Nr. 3-6 WpHG, 30 I Satz 1 Nr. 3-6 WpÜG sind die Aktien Dritter indes nach beiden Vorschriften nicht erfasst. Überdies unterliegen stimmrechtslose Vorzugsaktien der Sanktion nur, sofern der Wortlaut der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG keine Stimmrechtszurechnung voraussetzt.

## **B. Betroffene Rechte und die jeweiligen Auswirkungen für den Pflichtigen, die Gesellschaft und die übrigen Aktionäre**

### **I. Verwaltungsrechte**

#### **1. Grundsätzliches**

##### **a. Betroffene Rechte**

Zu den einem Rechtsverlust unterliegenden Verwaltungsrechten gehören alle Rechte, die i.V.m. der Hauptversammlung des Emittenten stehen. Hierzu zählen zunächst einmal natürlich solche Rechte, die vom pflichtvergessenen Aktionär innerhalb der Hauptversammlung wahrgenommen werden können. Konsequenterweise ist in diesem Kontext an erster Stelle das Teilnahmerecht des Aktionärs nach § 118 I AktG zu nennen. Unterliegt der Aktionär einem Rechtsverlust, so ist er zur Ausübung des Teilnahmerechts nicht befugt und ist ebenso zu behandeln wie ein Nichtaktionär, weshalb ihm der Zutritt zur Hauptversammlung zu verwehren ist.<sup>876</sup> Er kann jedoch die Erfüllung der Pflichten nachholen und ist ab diesem Zeitpunkt teilnahmeberechtigt. Eine Pflicht des Versammlungsleiters,

---

<sup>876</sup> So § 20 VII AktG betreffend Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 587 f.; siehe darüber hinaus Assmann/Schneider-Schneider, §28 Rn. 72; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 39; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 39; BGH, AG 2006, 501, 502 (zu § 20 VII AktG).

ihm hierzu Gelegenheit zu verschaffen, besteht allerdings nicht.<sup>877</sup> Zudem werden die daran anknüpfenden Rechte vom Rechtsverlust erfasst. Der Aktionär verliert deshalb auch sein Auskunfts-,<sup>878</sup> Frage- und Rederecht. Gleiches gilt für das Antragsrecht. Die größte Bedeutung dürfte aber dem Verlust des Stimmrechts zukommen.

Daneben gehen dem Aktionär diejenigen Rechte verloren, die an ein bestimmtes Quorum gekoppelt sind<sup>879</sup> oder prinzipiell einem einzelnen Aktionär zustehen.

Hinsichtlich der quorumsabhängigen Rechte sind die nachfolgenden Rechte besonders hervorzuheben:

- Das Recht nach § 122 I, III AktG die Hauptversammlung einzuberufen
- Das Recht gem. § 122 II AktG die Tagesordnung zu ergänzen
- Das Recht gestützt auf § 120 I Satz 2 AktG eine Einzelabstimmung bezüglich der Entlastung der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats durchzusetzen
- Das Recht nach § 142 II, IV AktG durch das Gericht einen Sonderprüfer bestellen zu lassen
- Das Recht gem. § 147 II Satz 2 AktG auf gerichtlichem Wege die Vertreter der Gesellschaft zur Geltendmachung von Ersatzansprüchen gegenüber Gründern und Mitgliedern von Verwaltungsorganen auszutauschen
- Das Recht diese Ersatzansprüche notfalls über § 148 I AktG klageweise selbst geltend zu machen
- Das Recht gem. der §§ 50 Satz 1, 93 IV Satz 3, 116, 117 IV AktG Widerspruch gegen den Verzicht auf Ersatzansprüche zu erheben

Bezüglich der Einzelrechte ist vor allem auf die nachstehenden Rechte hinzuweisen:

- Das Recht nach § 126 I AktG Gegenanträge zu stellen

---

<sup>877</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 36; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 26; fehlgehend KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 47, die auf den Beginn der Hauptversammlung abstellen.

<sup>878</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 27; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 20; HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 29; Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 589; OLG Schleswig, AG 2006, 120, 122 (zu § 20 VII AktG).

<sup>879</sup> Siehe zu den sog. Minderheitsrechten Zankl, BB 1978, 1755; Henn/AktR-Jannot/Hagemann, Kap. 2 Rn. 179.

- Das Recht gem. § 127 AktG Wahlvorschläge zu machen
- Das Recht unter Berufung auf die §§ 175 II, 293 f I, 327 c III AktG, 63 UmwG im Vorfeld der Hauptversammlung gewisse Unterlagen einzusehen
- Das Recht über § 101 II AktG Mitglieder in den Aufsichtsrat zu entsenden
- Das Antragsrecht im Spruchverfahren<sup>880</sup>
- Die Anfechtungsbefugnis nach § 245 AktG<sup>881</sup>

Letzterem dürfte bei den Einzelrechten die größte Bedeutung zukommen, da der Verlust der Anfechtungsbefugnis im Zusammenspiel mit dem Stimmrechtsverlust den Aktionär erheblich belasten kann.

#### **b. Maßgeblicher Zeitpunkt**

Wie bereits erläutert wurde, erlöschen die Verwaltungsrechte für die Zeit des Rechtsverlusts endgültig und leben erst nach der ordnungsgemäßen Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten ex nunc wieder auf. Der für den Rechtsverlust maßgebliche Zeitpunkt wird darum durch die Ausübung des jeweiligen Verwaltungsrechts markiert.<sup>882</sup> Wurde das Recht zu einem Zeitpunkt geltend gemacht, zu dem der Aktionär noch einem Rechtsverlust unterlag, so kann allerdings durch die ordnungsgemäße Erfüllung eine Art Heilungswirkung eintreten, sofern das Verlangen noch nicht zurückgewiesen wurde. Scheidet eine Heilung aus, so ist eine erneute Rechtsausübung erforderlich.<sup>883</sup>

#### **c. Zurückweisung des Aktionärs durch den Versammlungsleiter**

Eine Zurückweisung des Aktionärs von der Rechtsausübung in der Hauptversammlung durch den Versammlungsleiter setzt indes voraus, dass der Rechtsverlust in der Person des Aktionärs mit hinreichender Gewissheit besteht. Eine

<sup>880</sup> Insofern besteht eine Parallele zur Anfechtungsbefugnis, vgl. Simon/Leuering-Leuering, § 3 Rn. 12; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 29, die richtigerweise sämtliche Verfahrensrechte, die der Sicherung der Eigentumsinteressen des Aktionärs dienen, der Sanktionswirkung unterstellen.

<sup>881</sup> Zum genauen Umfang des Verlusts der Anfechtungsbefugnis siehe die Ausführungen unter 3.

<sup>882</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 36, 49; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 24; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 15; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 39; unzutreffend KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 47; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 67; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 39; Burgard, S. 58; LG Hannover, AG 1993, 187, 188 f., die bezüglich der Wirkung des § 20 VII AktG auf den Beginn der Hauptversammlung abstellen, sofern die Rechte in dieser ausgeübt werden.

<sup>883</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 49.

solche ist aber nur anzunehmen, wenn die Pflichtverletzung sowie das Verschulden des betroffenen Aktionärs offenkundig sind.<sup>884</sup> Auf Nachfrage sind die betreffenden Aktionäre zur Auskunft verpflichtet.<sup>885</sup> Eine Verpflichtung zur Nachfrage besteht aufgrund der gesetzlichen Kompetenzverteilung jedoch nur, sofern aus Sicht der Gesellschaft bzw. des Versammlungsleiters konkrete Anhaltspunkte für Umstände vorliegen, die an der ordnungsgemäßen Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten durch den Aktionär zweifeln lassen. Bloße Vermutungen oder Gerüchte genügen dafür nicht.<sup>886</sup>

#### **d. Fortgang der Untersuchung**

Im weiteren Verlauf der Untersuchung sollen der Stimmrechtsverlust und der Verlust der Anfechtungsbefugnis im Mittelpunkt stehen. Durch den Verlust des Stimmrechts verliert der säumige Aktionär jedweden gesetzlichen Einfluss auf die Willensbildung der Gesellschaft, was im Zusammenspiel mit dem Verlust der Anfechtungsbefugnis irreversible Zustände verursachen kann. Abschließend soll noch ein kurzer Blick auf das Einberufungsrecht und den damit zusammenhängenden Sonderfall des Squeeze Out geworfen werden.

### **2. Stimmrecht**

#### **a. Einfluss auf die Willensbildung**

Die größte Bedeutung in Bezug auf den Verlust der Verwaltungsrechte dürfte dem Stimmrechtsverlust zukommen. Die betroffenen Aktien werden bei der Stimmen- (§ 133 AktG) und der Kapitalmehrheit (z.B. § 179 II AktG) nicht mitgezählt.<sup>887</sup> Der säumige Aktionär verliert somit seinen Einfluss auf die Beschlüsse der Hauptversammlung, so dass ihm jedweder unternehmerische Einfluss versagt bleibt.<sup>888</sup> Dieser Verlust kann auch nicht durch eine Stimmrechtvoll-

---

<sup>884</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 37; Veil, ZHR 175 (2011), 83, 106, der zutreffend anmerkt, dass der Emittent einen Rechtsverlust in der Regel nicht zuverlässig feststellen kann; vgl. auch MüKo/AktG-Hüffer, § 243 Rn. 118; Semler/Volhard-Jacob, § 13 Rn. 112.

<sup>885</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 28; Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 586 (zu § 20 VII AktG).

<sup>886</sup> OLG Stuttgart, AG 2009, 124, 128 f. (zu § 28 WpHG); zustimmend Marsch-Barner, DB Status:Recht 2009, 37, 37; so auch schon Godin/Wilhelmi, § 20 Anm. 10; noch restriktiver Janert, BB 2004, 169, 170 und neuerdings auch Tautges, BB 2010, 1291, 1292 f., der die Auffassung vertritt, dass sich der Emittent stets auf die Richtigkeit der Mitteilung verlassen dürfe.

<sup>887</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 48; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 53; HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 3; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 50; zur Entscheidungsbefugnis des Versammlungsleiters vgl. Semler/Volhard-Pickert, § 11 Rn. 242.

<sup>888</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 1; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 1; Benner-Heinacher, DB 1997, 2521, 2523 f.; Siemers, S. 225.

macht oder eine Legitimationszession umgangen werden.<sup>889</sup> Sofern das Gesetz als weiteres Erfordernis i.S.d. § 133 I AktG eine Kapitalmehrheit verlangt, so ist das auf den säumigen Aktionär entfallende Grundkapital darüber hinaus bei der Berechnung des insgesamt „vertretenen“ Grundkapitals nicht zu berücksichtigen, damit den rechtlosen Aktien kein eigenes Gewicht zukommt.<sup>890</sup> Beispielhaft lässt sich § 179 II AktG anführen, welcher für eine Satzungsänderung eine Mehrheit von drei Vierteln des „vertretenen“ Grundkapitals verlangt. Die Minderheitsaktionäre können somit auch die Kapitalmehrheit erlangen und zu Lasten eines stimmrechtslosen Großaktionärs Beschlüsse fassen,<sup>891</sup> die dieser wegen des Verlusts der Anfechtungsbefugnis grundsätzlich nicht mehr rückgängig machen kann.<sup>892</sup> Das aus diesem Zusammenspiel resultierende Drohpotenzial ist ein Eckpfeiler der Sanktion des Rechtsverlusts und trägt entscheidend dazu bei, den Aktionär zu einem pflichtgetreuen Verhalten zu bewegen.<sup>893</sup>

Die betroffenen Aktien sind allerdings weiterhin in den Fällen zu berücksichtigen, in denen das Gesetz an das gesamte Grundkapital anknüpft (vgl. §§ 52 V Satz 2, 93 IV Satz 3, 120 I Satz 2, 122 I AktG).<sup>894</sup> Außerdem sind die Aktien weiterhin als „betroffen“ i.S.d. § 180 AktG anzusehen, so dass eine Einführung von Nebenverpflichtungen zu Lasten des betroffenen Aktionärs nicht möglich ist.<sup>895</sup> Der Wortlaut des § 180 AktG ist insoweit eindeutig. Eine andere Sichtweise würde den pflichtvergessenen Aktionär auch über das erforderliche Maß hinaus belasten, da die der Hauptversammlung verbleibende Machtfülle ausreichend ist, um den Aktionär dazu anzuhalten, seinen Verpflichtungen möglichst rasch nachzukommen.

---

<sup>889</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 86; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 19; Siemers, S. 269.

<sup>890</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 33; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 53; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 114 ff.; GK-Windbichler, § 20 Rn. 73; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 495.

<sup>891</sup> Zu den rechtlichen Grenzen solcher Beschlüsse vgl. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 117.

<sup>892</sup> Zum zeitlich verschärften § 28 WpHG Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 977; vgl. ferner Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 495, die in Extremfällen die Figur des Rechtsmissbrauchs zu Rate ziehen wollen, was angesichts der Anfechtungsmöglichkeit nach § 245 Nr. 3 AktG (dazu sogleich) aber nicht zwingend erforderlich ist.

<sup>893</sup> Zu kritisch deshalb Vocke, BB 2009, 1600, 1606 (zu § 28 WpHG).

<sup>894</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 19; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 54; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 42; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 80; Schäfer, BB 1966, 1004, 1006; offenlassend dagegen Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 295; a.A. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 116.

<sup>895</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 45; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 32; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 495; unentschlossen GK-Windbichler, § 20 Rn. 73; a.A. KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 48; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 117; Siemers, S. 225, die nur willkürliche Ungleichbehandlungen von der Zustimmung des betroffenen Aktionärs abhängig machen.



Kommt der Aktionär noch vor der Beschlussfassung seinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten nach, so kann er aber gleichwohl noch an der Beschlussfassung teilnehmen, wenn er sich wirksam angemeldet und legitimiert hat.<sup>896</sup> Der Verlust des Teilnahmerechts steht dem nicht entgegen, da es sich bei der Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten nicht um die Ausübung eines Rechts aus den Aktien handelt.<sup>897</sup> Eine Pflicht des Versammlungsleiters, die Versammlung zu diesem Zwecke zu unterbrechen, besteht allerdings auch hier nicht.<sup>898</sup>

## **b. Folgen einer unzulässigen Rechtsausübung**

Nimmt der betroffene Aktionär trotz des Rechtsverlusts an der Abstimmung teil, so sind solche Hauptversammlungsbeschlüsse nicht per se nichtig,<sup>899</sup> da ein entsprechender Beschluss nicht „durch seinen Inhalt“ Vorschriften verletzt, die im öffentlichen Interesse gegeben sind.<sup>900</sup> Dies gilt ebenso, wenn der Beschluss „stimmlos“ gefasst wurde, weil sämtliche Aktionäre einem Stimmrechtsverlust unterlagen.<sup>901</sup> Die Nichtigkeitsgründe sind insofern als abschließend zu betrachten.<sup>902</sup> Eine andere Sichtweise hätte eine erhebliche Rechtsunsicherheit zur Folge. Die Beschlüsse sind aber gem. der §§ 243 ff. AktG anfechtbar.<sup>903</sup> Der hierdurch mittelbar zur Verfügung gestellte zivilrechtliche Rechtsschutz ist aus

---

<sup>896</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 25; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 22; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 15; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 837; Siemers, S. 211; fehlgehend insoweit wiederum KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 47 sowie LG Hannover, AG 1993, 187, 188 (zu § 20 VII AktG). Unverständlich auch DAV, WiB 1996, 822, 823, der den Gesetzgeber dazu bewegen wollte, die Nachholung in der Hauptversammlung auszuschließen.

<sup>897</sup> Happ, FS K. Schmidt, 2009, S. 545, 550 f., der auch auf das technische Problem hinweist, die Meldepflicht gem. § 21 WpHG gegenüber der BaFin zu erfüllen.

<sup>898</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496.

<sup>899</sup> Anders in Bezug auf § 20 VII AktG Gessler, BB 1980, 217, 219; Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 589, die Nichtigkeit erwägen. Neuerdings wieder Semler/Asmus NZG 2004, 881, 892. Offenlassend OLG Oldenburg, AG 1994, 415, 415 f.

<sup>900</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 29; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 48; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 56; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 295; Burgard, S. 59; Siemers, S. 179; OLG Dresden, BB 2005, 680, 682 f. (zu § 20 VII AktG); LG München, Urteil vom 28. 08. 08, Az. 5 HKO 12861/07, BeckRS 2009, 09412.

<sup>901</sup> Eine derartige Situation wird bei börsennotierten Gesellschaften jedoch wohl eher selten auftreten. Vgl. hierzu auch Casper, FS Hüffer, 2010, S. 111, 111.

<sup>902</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 49; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 64; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 42; HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 30; Casper, FS Hüffer, 2010, S. 111, 116 ff.; Wilsing/Goslar, EWir 2006, 449, 450; Wand/Tillmann, AG 2005, 227, 231; Happ/AktR-Stucken, 7.01 Rn. 6; OLG Dresden, BB 2005, 680, 682 f.; BGH, AG 2006, 501, 503 (beide zu § 20 VII AktG); fehlgehend Semler/Asmus NZG 2004, 881, 886 ff., die sogar von einem sog. Scheinbeschluss ausgehen.

<sup>903</sup> Absolut h.M. KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 49; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 29; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 15; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 64; zu § 20 VII AktG Godin/Wilhelmi, § 20 Anm. 10; Vonnemann, AG 1991, 352, 352; Wand/Tillmann, AG 2005, 227, 230 f.; Schäfer, BB 1966, 1004, 1005; Witt, S. 192; aus der Rspr zu § 28 WpHG LG Berlin, NZG 2004, 337, 338; OLG Stuttgart, NZG 2005, 432, 437; zu § 59 WpÜG KG, AG 2009, 30, 37 f.; zu § 20 VII AktG LG Hannover, ZIP 1992, 1236, 1238 f.; LG Berlin, AG 1998, 195, 195; LG Düsseldorf, ZIP 2010, 1129, 1131; BGH, AG 2006, 501, 503.

der Sicht der anderen Aktionäre unverzichtbar, um den Einfluss des säumigen Aktionärs auf die Geschicke der Gesellschaft zu beseitigen. Die Feststellung des Vorsitzenden und ihre Niederschrift bewirkt nämlich auch dann, wenn ungültige Stimmen mitgezählt wurden und sie infolgedessen dem Abstimmungsergebnis nicht entspricht, dass ein wirksamer Beschluss mit dem verkündeten und in der Niederschrift fixierten Inhalt existiert.<sup>904</sup> Die Möglichkeit der Anfechtung vermag dabei auch im Falle eines stimmlosen Beschlusses eine wirkungsvolle Beschlusskontrolle zu gewährleisten.<sup>905</sup>

Das Gericht wird die entsprechenden Beschlüsse indes nur dann nach § 241 Nr. 5 AktG für nichtig erklären, wenn die unzulässige Stimmabgabe, bei der es sich um einen typischen Verfahrensfehler handelt, für das Beschlussergebnis relevant<sup>906</sup> war, mithin der Beschluss auf dem Verfahrensfehler beruht.<sup>907</sup> Dies ist zumindest in den Fällen anzunehmen, in denen die zu Unrecht mitgezählten Stimmen für das Beschlussergebnis kausal waren.<sup>908</sup> Jedoch kann auch die Teilnahme des säumigen Aktionärs im Einzelfall eine Anfechtung begründen.<sup>909</sup> Der Aktionär kann nämlich durch die gesetzeswidrige Ausübung seines Rede- und Auskunftsrechts unter Umständen in einer das Beschlussergebnis beeinflussenden Art und Weise auf die Willensbildung anderer Aktionäre Einfluss genommen haben. Auch dann beruht der Beschluss auf einer Gesetzesverletzung. Insoweit wird es aber auf den konkreten Einzelfall ankommen.<sup>910</sup>

---

<sup>904</sup> Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 42; MüKo/AktG-Hüffer, § 243 Rn. 41; Wand/Tillmann, AG 2005, 227, 230 f.; OLG Dresden, BB 2005, 680, 683; BGH, AG 2006, 501, 503.

<sup>905</sup> Siehe Casper, FS Hüffer, 2010, S. 111, 118 ff. sowie die nachfolgenden Ausführungen zum Erhalt der Anfechtungsbefugnis.

<sup>906</sup> Zum Relevanzforderndnis bei Verfahrensfehlern vgl. allgemein Hüffer/AktG, § 243 Rn. 11 ff.

<sup>907</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 49; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 49; Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 18.

<sup>908</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 17; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 49; Baumbach/Hueck-Zöllner, § 47 Anh. Rn. 30; Wilsing, BB 1995, 2277, 2277; Henn/AktR-Schubel, Kap. 14 Rn. 47; Semler/Volhard-Volhard, § 44 Rn. 8; Butzke/HV, O Rn. 50. Aus der Rspr. LG Hannover, AG 1993, 187, 188 f. (zu § 20 VII AktG); LG München BKR 2003, 810, 812 (zu § 59 WpÜG); OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2235 (zu § 28 WpHG).

<sup>909</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 63; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 48; a.A. wohl HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 3.

<sup>910</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 57; GK-Windbichler, § 20 Rn. 84; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 42; Langenbucher, § 17 Rn. 121.

### **3. Anfechtungsbefugnis**

#### **a. Meinungsstand**

Die Behandlung des Rechts zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen ist streitig. Teilweise wird vertreten, dass der Rechtsverlust sich nicht auf die Anfechtungsbefugnis des Aktionärs erstreckt, sofern der Rechtsverlust bis zum Ablauf der Anfechtungsfrist aufgehoben sei.<sup>911</sup> Eine andere Ansicht will aus praktischen Gründen auf den Eingang des Schriftsatzes bei Gericht abstellen.<sup>912</sup> Andere stellen wiederum nur fest, dass die Anfechtungsbefugnis vom Rechtsverlust erfasst sei, ohne auf Einzelheiten einzugehen.<sup>913</sup> Eine vierte Ansicht<sup>914</sup> differenziert hingegen systematisch genau nach den verschiedenen Nummern des § 245 AktG. Dies überzeugt und soll im Folgenden belegt werden.

#### **b. § 245 Nr. 1-3 AktG**

Im Rahmen des § 245 Nr. 1 AktG steht das Anfechtungsrecht nur demjenigen zu, der in der Hauptversammlung erschienen ist und Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat. Unterlag der Aktionär zum Zeitpunkt der Hauptversammlung einem Rechtsverlust, so konnte er mangels Teilnahmebefugnis diese Voraussetzungen nicht erfüllen und geht seines Anfechtungsrechts nach § 245 Nr. 1 AktG verlustig. Dies gilt auch, sofern der Aktionär ungerügt an der Hauptversammlung teilgenommen und Widerspruch erhoben hat, da dieser Widerspruch aus teleologischen Gründen nicht den Anforderungen an einen Widerspruch i.S.d. § 245 Nr. 1 AktG genügt.<sup>915</sup> Der Aktionär kann seinen Pflichten jedoch bis zum Zeitpunkt der Niederschrift nachkommen und sich damit seine Anfechtungsbefugnis nach § 245 Nr. 1 AktG erhalten.<sup>916</sup>

---

<sup>911</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 38.

<sup>912</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 22; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 496.

<sup>913</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 13; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 86; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 26; ders., FS Kümpel, 2003, S. 477, 480; Arends, S. 21; Siemers, S. 211; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 69.

<sup>914</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 14; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 16; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 42 ff.; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 40; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 19; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 39; Vocke, BB 2009, 1600, 1603 (zu § 28 WpHG); BGH, NZG 2009, 827, 828 (zu § 20 VII AktG); nunmehr auch KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 53.

<sup>915</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 28; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 16; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 44; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 14; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 40; aus der Rspr. OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2234 (zu § 28 WpHG); OLG Schleswig, AG 2008, 129, 131; BGH, AG 2006, 501, 502 mit Anm. Wilsing/Goslar, EWir 2006, 449 f. (beide zu § 20 VII AktG).

<sup>916</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 15.

§ 245 Nr. 2 AktG ermöglicht dem Aktionär die Anfechtung, sofern er zu der Hauptversammlung zu Unrecht nicht zugelassen wurde oder die Hauptversammlung nicht ordnungsgemäß einberufen wurde. Lag zum Zeitpunkt der Hauptversammlung aber tatsächlich ein Rechtsverlust vor, so entfällt die Anfechtungsbefugnis nach § 245 Nr. 2 AktG, weil die Nichtzulassung rechtmäßig war und auch eine ordnungsgemäße Einberufung dem Aktionär nicht geholfen hätte.<sup>917</sup> Wurde der Aktionär dagegen zu Unrecht nicht zur Hauptversammlung zugelassen, so kann er seine Anfechtung unmittelbar auf § 245 Nr. 2 AktG stützen.<sup>918</sup> Diese Option ist nach rechtsstaatlichen Maßstäben unverzichtbar.

§ 245 Nr. 3 AktG knüpft indessen nur an die Aktionärseigenschaft an, so dass der Aktionär auch im Falle eines Rechtsverlusts diese Möglichkeit nicht einbüßt.<sup>919</sup> Darum kann er einen Hauptversammlungsbeschluss nach § 243 II AktG anfechten, sofern mittels des Beschlusses versucht wurde, Sondervorteile zu Lasten der Gesellschaft oder eines anderen Aktionärs zu erlangen und der Beschluss geeignet ist, diesem Zweck zu dienen. Dies ist konsequent, weil der Aktionär so verhindern kann, dass ihm ungerechtfertigte Belastungen auferlegt werden. Diese Option stellt damit sozusagen ein notwendiges Korrektiv für den Machtverlust des Aktionärs dar. Einer Anwendung der Rechtsfiguren der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht und des Rechtsmissbrauchs bedarf es deshalb in der Regel nicht.<sup>920</sup> Anders kann dies allerdings sein, wenn der Aktionär dem verschärfen Rechtsverlust des § 28 Satz 3 WpHG unterliegt.<sup>921</sup>

---

<sup>917</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 14; Wilhelm, Rn. 824; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 555; OLG Frankfurt a.M., AG 2008, 87, 87 (beide zu § 59 WpÜG); OLG Schleswig, AG 2008, 129, 131; BGH, AG 2006, 501, 502.

<sup>918</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 28; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 14; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 40; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 553, 555; OLG Frankfurt a.M., AG 2008, 87, 87; zuletzt auch wieder OLG München, WM 2010, 1859, 1860.

<sup>919</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 28; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 14; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 16; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 53; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 43; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 5; BGH, NZG 2009, 827, 828 (zu § 20 VII AktG). Siehe auch OLG Schleswig, AG 2008, 129, 131, das zutreffend feststellt, dass die Aktionärseigenschaft im Zeitpunkt der Bekanntmachung der Tagesordnung, der Beschlussfassung und der Rechtshängigkeit vorliegen muss.

<sup>920</sup> BGH, NZG 2009, 827, 828, der in diesem Zusammenhang aber auch einen Verstoß gegen die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht und eine unzulässige Rechtsausübung (§ 226 BGB) annimmt. Deswegen zu Recht kritisch Paudtke, NZG 2009, 939, 941, der die Lösung über § 245 Nr. 3 AktG überzeugend mit der dadurch geschaffenen Rechtssicherheit begründet. Vgl. ferner Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 19 ff.; OLG Schleswig, AG 2008, 129, 132.

<sup>921</sup> So auch Vocke, BB 2009, 1778; ders., BB 2009, 1600, 1606; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1377. Vgl. auch die nachfolgenden Ausführungen zum maßgeblichen Zeitpunkt.

### c. **Maßgeblicher Zeitpunkt**

Darüber hinaus gebietet der Telos des Rechtsverlusts, dass der Aktionär auch zum Zeitpunkt der Ausübung des Rechts, also zum Zeitpunkt der fristgemäßen Klageerhebung, keinem Rechtsverlust unterliegen darf. Im Falle des § 245 Nr. 3 AktG muss der Rechtsverlust somit spätestens bis zum Ablauf der Anfechtungsfrist beendet sein, damit die Möglichkeit der Anfechtung nicht verloren geht.<sup>922</sup> Beruft sich der Aktionär hingegen darauf, zu Unrecht nicht zu der Hauptversammlung zugelassen worden zu sein, so darf in der Zwischenzeit kein Rechtsverlust eingetreten sein, welcher bis zum Ablauf der Anfechtungsfrist andauert. Selbiges gilt für den Fall, dass der Aktionär zur Teilnahme an der Hauptversammlung befugt war und Widerspruch zu Protokoll erklärt hat.

### d. **Der Sonderfall des stimmlosen Beschlusses**

Eine Ausnahme ergibt sich im Wege einer normzweckorientierten und verfassungskonformen Auslegung für „stimmlos“ gefasste Beschlüsse. Bei einem solchen Beschluss können Belange anderer Aktionäre die Sanktion nämlich nicht mehr rechtfertigen, da sich gleichermaßen rechtswidrig verhaltende Aktionäre nicht zu schützen sind. Ferner wäre der Beschluss ansonsten einer gerichtlichen Prüfung endgültig entzogen, obwohl diesem objektiv keine gültige Stimme zu Grunde liegt. Die Anfechtungsbefugnis des Vorstandes nach § 245 Nr. 4 AktG kann insofern keine angemessene Beschlusskontrolle garantieren.<sup>923</sup> Zwar wird durch die hier vertretene Auslegung zugegebenermaßen die präventive Funktion des Rechtsverlusts leicht abgeschwächt, nichtsdestotrotz ist es schlichtweg nur konsequent, sofern man derartigen Beschlüssen eine Rechtswirkung zubilligt, auch deren Anfechtung zu ermöglichen.<sup>924</sup>

---

<sup>922</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 28; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 46; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 36; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 51; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 14; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1377; OLG Schleswig, AG 2008, 129, 131; BGH, NZG 2009, 827, 828 (beide zu § 20 VII AktG).

<sup>923</sup> Casper, FS Hüffer, 2010, S. 111, 118.

<sup>924</sup> So im Kontext des § 20 VII AktG OLG Dresden, BB 2005, 680, 683 f.; zustimmend Casper, FS Hüffer, 2010, S. 111, 118 ff.; Thölke, BB 2005, 684, 685; wohl auch Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 30; leider im Revisionsurteil mit Zweifeln BGH, AG 2006, 501, 502. Weitergehend Wand/Tillmann, AG 2005, 227, 232, die in Bezug auf § 20 AktG gar erwägen, auch das Stimmverbot im Interesse der Handlungsfähigkeit der Gesellschaft entfallen zu lassen.

#### e. **Prozessuale Auswirkungen**

Die Anfechtungsbefugnis ist von Amts wegen bis zur letzten mündlichen Verhandlung zu berücksichtigen und die Klage ggf. als unzulässig abzuweisen. Ein rechtskräftiges Urteil wird von der fehlenden Befugnis aber nicht berührt.<sup>925</sup>

#### 4. **Einberufungsrecht und Squeeze-Out**

##### a. **Einberufungsrecht<sup>926</sup>**

Der Rechtsverlust betrifft auch das Antragsrecht des Aktionärs auf Einberufung einer außerordentlichen HV nach § 122 I, III AktG. Erkennt der Vorstand den Rechtsverlust, so kann er entweder das Begehren zurückweisen oder selber die Hauptversammlung gem. § 121 II AktG einberufen. Komplizierter wird die Rechtslage, wenn der Rechtsverlust unerkannt bleibt. Hat der Vorstand in diesem Fall die Hauptversammlung einberufen, so kann er diese absagen. Er kann sie aber auch gleichfalls durchführen,<sup>927</sup> wenn dies im Interesse der Gesellschaft ist. Eine Abberufung unter gleichzeitiger Neueinberufung wäre nämlich oftmals ein reiner Formalismus, weil der Meldepflichtige seine Mitteilung nachholen und sein Verlangen erneuern würde. Durch eine Abberufung entstünden deswegen nur unnötige Kosten, welche die Gesellschaft und die übrigen Aktionäre belasten würden. Eine Vergrößerung der disziplinierenden Wirkung des Rechtsverlusts ginge hiermit nicht einher.

Sofern der betroffene Aktionär jedoch eine gerichtliche Ermächtigung erstritten hat, ist die Hauptversammlung zwingend abzuhalten, da die Rechtskraft gerichtlicher Entscheidungen der materiellen Einberufungsbefugnis vorgeht (vgl. § 121 II Satz 2 AktG).

##### b. **Squeeze-Out**

Auch das Recht eines Hauptaktionärs nach den §§ 327 a I AktG, 39 a WpÜG die Einberufung einer Hauptversammlung zu verlangen, welche über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt (sog. Squeeze-Out), ist vom Rechtsverlust<sup>928</sup> erfasst.<sup>929</sup> Stellt der Vorstand den Rechtsverlust bei der Prüfung des

---

<sup>925</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 28, 52; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 48.

<sup>926</sup> Siehe hierzu König/Römer, NZG 2004, 944, 945 f. sowie Siemers, S. 215 ff.

<sup>927</sup> HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 27.

<sup>928</sup> Gemeint ist hier § 28 WpHG, da ein Aktionär, der einen Squeeze-Out durchführen möchte, naturgemäß bereits ein Pflichtangebot oder ein Übernahmeangebot abgegeben hat.

Antrages oder spätestens bis zur Einberufung der Hauptversammlung fest, wird er dies dem Hauptaktionär mitteilen, so dass dieser seinen Pflichten nachkommen und den Antrag wiederholen kann.<sup>930</sup> Bleibt der Rechtsverlust indes bis zur Einberufung unerkannt, so stellt sich die Frage, ob die Beteiligungshöhe allein im Zeitpunkt der Beschlussfassung oder auch bei Stellung des Einberufungsverlangens vorliegen muss.<sup>931</sup> Bei der Beantwortung dieser Frage muss zunächst einmal beachtet werden, dass die Hauptversammlung den Zeitpunkt markiert, zu dem in die Rechte der Minderheitsaktionäre eingegriffen wird. Zudem muss auch beim Eingliederungsbeschluss der erforderliche Anteilsbesitz erst zum Zeitpunkt der Fassung des Beschlusses vorliegen. Eine unterschiedliche Behandlung dieser verwandten Rechtsinstitute wäre nicht zweckgemäß, zumal der Aktionär wiederum einfach seiner Pflicht nachkommen und seinen Antrag erneuern würde.<sup>932</sup> Das Squeeze-Out-Verfahren würde so nur unnötig in die Länge gezogen. Zwar würden die zusätzlich anfallenden Kosten hauptsächlich den säumigen Aktionär treffen, jedoch zwingt der Telos des Rechtsverlusts nicht dazu, den Aktionär durch die Auferlegung zusätzlicher Kosten zu bestrafen. Diese Funktion kommt vielmehr dem Ordnungswidrigkeitenrecht zu. Da die Einberufung in diesen Fällen ohnehin ohne Verletzung der §§ 121, 124 AktG erfolgt ist,<sup>933</sup> reicht es aus, wenn der Rechtsverlust bis zum Zeitpunkt der Beschlussfassung über den Squeeze-Out beendet ist.

## **II. Vermögensrechte**

### **1. Grundsätzliches**

Soweit sich der Rechtsverlust auf die Vermögensrechte des säumigen Aktionärs erstreckt, stellen sich im Vergleich zu den Verwaltungsrechten komplexere Rechtsfragen. Dies liegt zum einen daran, dass die auf den pflichtvergessenen Aktionär entfallenden Anteile entweder der Gesellschaft oder den anderen

---

<sup>929</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 31a; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 35; Segna, AG 2008, 311, 316; König/Römer, NZG 2004, 944, 946; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 53; Siemers, S. 217.

<sup>930</sup> König/Römer, NZG 2004, 944, 946; Siemers, S. 217.

<sup>931</sup> Für Ersteres Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 31a; Geibel/Süßmann-Grzimek, § 327a AktG Rn. 52; König/Römer, NZG 2004, 944, 947; Siemers, S. 218.; OLG Hamburg, NZG 2003, 978. Für zweiteres Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 50; KöKo/WpÜG-Hasselbach, § 327a AktG Rn. 58; LG Mannheim, AG 2005, 780; OLG Düsseldorf, NZG 2004, 328, 331.

<sup>932</sup> König/Römer, NZG 2004, 944, 947; Siemers, S. 218 f., die richtigerweise zusätzlich darauf aufmerksam macht, dass es dann erst Recht ausreichen müsse, wenn im Zeitpunkt der Antragsstellung eine ausreichende Beteiligung bestehe, aus der lediglich vorübergehend keine Rechte hergeleitet werden könnten.

<sup>933</sup> Dies verkennend Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 50; richtig dagegen König/Römer, NZG 2004, 944, 946 f.; Siemers, S. 217 f.

Aktionären zugeordnet werden müssen.<sup>934</sup> Zum anderen ist der Rechtsverlust für die in Satz 2 genannten Rechte nicht endgültiger Natur, so dass sich die Frage stellt, wie die betroffenen Rechte in der Schwebezeit zu behandeln sind.<sup>935</sup> In der Praxis hat der Verlust der Vermögensrechte indes bislang (leider) keine sehr große Rolle gespielt, was daran liegen mag, dass die Emittenten weder verpflichtet noch aufgrund der komplizierten Rechtsprobleme in der Lage sind, Pflichtverstöße der Aktionäre mit hinreichender Sicherheit festzustellen.<sup>936</sup>

## **2. Dividendenanspruch**

### **a. Verlust des Anspruchs nach § 58 IV AktG**

Zu den betroffenen Vermögensrechten zählt in erster Linie der Anspruch auf den Bilanzgewinn gem. § 58 IV AktG. Die Verweise in § 28 Satz 2 WpHG und § 59 Satz 2 WpÜG sind insofern verwirrend, als sich der Verlust der Dividende auf den konkreten Dividendenzahlungsanspruch beschränkt und dem Aktionär nicht das Dividendenstammrecht des § 58 IV AktG entzogen wird.<sup>937</sup> Dies geht aus dem Wortlaut der §§ 28 Satz 2 WpHG, 59 Satz 2 WpÜG hervor, welcher von Ansprüchen spricht und damit klarstellt, dass der Rechtsverlust nur den konkreten Dividendenzahlungsanspruch betrifft, welcher ein Gläubigerrecht ist und sich aus § 58 IV AktG i.V.m. dem Gewinnverwendungsbeschluss des § 174 AktG ergibt.<sup>938</sup> Dies hat zur Konsequenz, dass dem betroffenen Aktionär die für das Geschäftsjahr ausgeschüttete Dividende nicht anteilig für die Zeit entfällt, in der er seine kapitalmarktrechtlichen Pflichten nicht erfüllt hat. Anders formuliert, eine Aufteilung nach Zeitabschnitten findet nicht statt.<sup>939</sup> Sie würde auch zu

---

<sup>934</sup> Vgl. Arends, S. 22, der hierin eine Gesetzeslücke sieht, die durch Lehre und Rspr. geschlossen werden muss.

<sup>935</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 40.

<sup>936</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 40. Es ist allerdings eine gegenläufige Tendenz zu erkennen Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 493 f.; LG München, AG 2009, 171, 172.

<sup>937</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 14; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 27; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 20; a.A. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 94, der hieraus jedoch keine Konsequenzen zieht; im Ergebnis gleichfalls wiederum Siemers, S. 219. Zur genauen Unterscheidung dieser beiden Ansprüche vgl. Hüffer/AktG, § 58 Rn. 26 ff.; GK-Windbichler, § 20 Rn. 74; Horbach, AG 2001, 78, 81 f.

<sup>938</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 14; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 28; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 27; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 20.

<sup>939</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 53; Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 17; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 38; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 82; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1335 f. (zu § 28 WpHG); Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 290; Burgard, S. 61 (Fn. 109) (beide zu § 20 VII AktG); Siemers, S. 219 (bezüglich § 59 WpÜG).



praktischen Schwierigkeiten führen, da der auf einzelne Teile des Geschäftsjahres entfallende Gewinn durch Zwischenbilanzen ermittelt werden müsste.<sup>940</sup>

#### **b. Maßgeblicher Zeitpunkt**

Allerdings entfällt die gesamte Jahresdividende, sofern der Aktionär zum Zeitpunkt der Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses, also zu dem Zeitpunkt, zu dem aus dem Dividendenstammrecht der konkrete Dividendenzahlungsanspruch entsteht,<sup>941</sup> einem Rechtsverlust unterliegt.<sup>942</sup> Wurden die kapitalmarktrechtlichen Pflichten hingegen bis zur Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses erfüllt, so bleibt der Dividendenzahlungsanspruch unberührt.<sup>943</sup> Bei dieser Konstellation handelt es sich damit nicht um einen Fall der Nachholung, sondern um eine noch genügende Mitteilung.<sup>944</sup> Im Falle eines nachwirkenden Rechtsverlusts kann sich jedoch ein anderes Ergebnis ergeben. Sofern das Gläubigerrecht auf Zahlung der Dividende aber erst einmal entstanden ist, entfällt es prinzipiell auch dann nicht mehr, wenn der Aktionär später seine kapitalmarktrechtlichen Pflichten verletzt.<sup>945</sup>

#### **c. Behandlung der Dividende des betroffenen Aktionärs**

Hinsichtlich der konkreten Auswirkungen des Rechtsverlusts auf die Dividende ist umstritten, ob die Ansprüche der übrigen Aktionäre sich verhältnismäßig erhöhen oder ob die Dividende zugunsten der Gesellschaft verfällt. Hierbei wird in der Literatur danach unterschieden, ob der Verlust des Dividendenzahlungsanspruchs zum Zeitpunkt der Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses bereits endgültig feststeht oder nicht.<sup>946</sup>

---

<sup>940</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 14, der dies zusätzlich damit begründet, dass § 101 Nr. 2 Halbs. 2 BGB nicht auf Fälle passt, in denen die entsprechenden Rechte nicht entstehen; zustimmend Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 27 (Fn. 29).

<sup>941</sup> Horbach, AG 2001, 78, 79.

<sup>942</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 14; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 29; HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 27; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 53; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 82; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 499 f.; Neye, ZIP 1996, 1853, 1857; abweichend Burgard, S. 60, der hinsichtlich der Sanktionswirkung des § 20 VII AktG auf den Beginn der Hauptversammlung abstellt.

<sup>943</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 59; MH-Krieger, § 68 Rn. 137.

<sup>944</sup> Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 53; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 81; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 41; irrend GK-Windbichler, § 20 Rn. 76 und wohl auch Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 14; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 49. Vgl. des Weiteren Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 14, der zu Recht feststellt, dass sich die von Windbichler angeführte Regierungsbegründung nicht auf die heilende Mitteilung bezieht, sondern nur allgemein darlegt, wann der Dividendenzahlungsanspruch entsteht.

<sup>945</sup> Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 480.

<sup>946</sup> Anders insoweit Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 34, der keine Differenzierung vornimmt.

**aa. Rechtsverlust steht bei Beschlussfassung endgültig fest**

Steht der Rechtsverlust zum Zeitpunkt der Hauptversammlung bereits endgültig fest, so ist der entsprechende Anteil des pflichtvergessenen Aktionärs bei der Gewinnverteilung nicht zu berücksichtigen. Die Dividende der übrigen Aktionäre wird dadurch im Regelfall proportional erhöht.<sup>947</sup> Dies folgt aus § 58 IV AktG, nach welchem die Aktionäre Anspruch auf den Bilanzgewinn haben, soweit er nicht von der Verteilung unter die Aktionäre ausgeschlossen ist. Auch die Beschlussfassung der Hauptversammlung, einen bestimmten Betrag des Bilanzgewinns an die „berechtigten“ Aktionäre auszuschütten, weist argumentativ in diese Richtung.<sup>948</sup> Zudem handelt es sich aus Sicht des Aktionärs beim Dividendenverlust um die am schwersten wiegende Rechtsfolge,<sup>949</sup> so dass auch der Telos des Rechtsverlusts dafür spricht, den Dividendenzahlungsanspruch so weit wie möglich zu erfassen.

**bb. Rechtsverlust steht bei Beschlussfassung nicht endgültig fest**

**(1) Praktische Relevanz**

Steht der Rechtsverlust zum Zeitpunkt der Hauptversammlung dagegen noch nicht endgültig fest, so ist die Behandlung der auf den säumigen Aktionär entfallenden Dividende streitig. Dies ist insofern problematisch, als dieser Fall häufiger anzutreffen sein wird.<sup>950</sup> Aufgrund der Ausnahmeregelungen für den Anspruch nach § 58 IV AktG steht der Rechtsverlust zum Zeitpunkt der Hauptversammlung nämlich nur dann endgültig fest, wenn eine Nachholung nach Satz 2 definitiv ausscheidet, da der Aktionär die Erfüllung seiner Pflichten offensicht-

---

<sup>947</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 54; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 34; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 43; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 20; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 54; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 75; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 76; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 83; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 501 f.; Siemers, S. 219; a.A. GK-Windbichler, § 20 Rn. 75, die anführt, dass der auszuschüttende Betrag pro Aktie angegeben werde, was aufgrund der Nachholungsmöglichkeit zu Schwierigkeiten führen würde. Eine Nachholungsmöglichkeit besteht allerdings beim endgültigen Rechtsverlust gerade nicht.

<sup>948</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 34; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 43; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 54; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 50.

<sup>949</sup> Arnold, AG Report 2009, R3; Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 759; DAV, WiB 1996, 764, 765; Arends, S. 21.

<sup>950</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 57, die darauf hinweisen, dass die Gesellschaft den Vorsatz praktisch nicht feststellen kann; ähnlich MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 43; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 42; Vocke, BB 2009, 1600, 1603 (zu § 28 WpHG).

lich vorsätzlich unterlassen hat<sup>951</sup> oder der Rechtsverlust vom Aktionär anerkannt bzw. durch ein rechtskräftiges Urteil festgestellt wurde.<sup>952</sup>

## (2) Behandlung der Dividende in der Schwebezeit

Ist der Rechtsverlust nur vorläufiger Natur, so ist der Aktionär vorsichtshalber im Gewinnverwendungsbeschluss zu berücksichtigen, weil der Beschluss andernfalls fehlerhaft und infolgedessen anfechtbar sein könnte.<sup>953</sup> Diese Gefahr besteht bei einem Beschluss, der Aktionäre berücksichtigt, die einem Rechtsverlust unterliegen, zumindest dann nicht, wenn er nur den auszuschüttenden Gesamtbetrag nennt.<sup>954</sup> Der Gewinnanteil des betroffenen Aktionärs ist bei der Auszahlung zurückzuhalten,<sup>955</sup> wenn nicht ausnahmsweise der seltene Fall vorliegt, dass noch vor der Auszahlung die Rechtslage mit hinreichender Gewissheit geklärt wurde. Danach ist der entsprechende Anteil als sonstige Verbindlichkeit zu verbuchen, um eine spätere Auszahlung gewährleisten zu können.<sup>956</sup> In dieser Zeit kann die Gesellschaft dem Dividendenzahlungsanspruch entgegenhalten, dass sie die Dividende sogleich zurückfordern könnte, weshalb die Geltendmachung des Anspruchs nach § 242 BGB ausgeschlossen sei.<sup>957</sup> Die dreijährige Verjährungsfrist der §§ 195, 199 BGB ist nach dem Zweck der Ausnahmeregelung in dieser Zeit analog § 205 BGB gehemmt.<sup>958</sup> Der Vorstand „kann“ allerdings den Aktionär über seine gesetzlichen Pflichten in Kenntnis setzen, so dass relativ schnell „unverzüglich“ Klarheit über die Berechtigung des Aktionärs herrschen wird.<sup>959</sup>

---

<sup>951</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 60.

<sup>952</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 54; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 28; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 502.

<sup>953</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 96; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 44; GK-Windbichler, § 20 Rn. 75; Manz/AG-Süß/Thies, Rn. 1710; Siemers, S. 220.

<sup>954</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 96; ähnlich GK-Windbichler, § 20 Rn. 75; Gessler, BB 1980, 217, 219; Siemers, S. 220; a.A. Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 227 f.

<sup>955</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 44; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 21; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 54; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 47; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 503.

<sup>956</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 26; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 15a; Siemers, S. 221; Heinrich, S. 151, der bezüglich § 28 WpHG zu Recht darauf hinweist, dass es bei Unklarheiten bei einer Passivierungspflicht bleibt. Vgl. überdies von Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 503, die der Ansicht sind, dass eine Rückstellung zu bilden sei.

<sup>957</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 97.

<sup>958</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 57; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 22.

<sup>959</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 21; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 57; a.A. Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 503, die sogar von einer Verpflichtung des Vorstandes ausgehen.

### (3) Behandlung der Dividende nach Eintritt des endgültigen Rechtsverlusts

Sobald der Rechtsverlust endgültig feststeht, will eine Ansicht die nicht ausgezahlten Dividenden im Wege einer quotalen Erhöhung an die übrigen Aktionäre ausschütten.<sup>960</sup> Die Gegenauffassung<sup>961</sup> will den Anteil bei der Gesellschaft als sonstigen Ertrag verbuchen. Eine nachträgliche Erhöhung der Dividende sei praktisch zu schwer zu handhaben.<sup>962</sup> Darüber hinaus wirke selbst eine rechtskräftige Entscheidung zugunsten des säumigen Aktionärs niemals für und gegen die anderen Aktionäre, weshalb die Gesellschaft Gefahr laufe, am Ende doppelt zu zahlen.<sup>963</sup> Zudem solle der Rechtsverlust nur den säumigen Aktionär sanktionieren und nicht die Rechte der übrigen Aktionäre stärken. Die diesen zuwachsenden Vorteile stellten unbeachtliche Reflexvorteile dar.<sup>964</sup>

Dies ist jedoch nicht mehr als eine bloße Floskel, welche einer näheren Betrachtung bedarf. Zwar ist es richtig, dass der Rechtsverlust nicht primär eine Stärkung der Rechte der übrigen Aktionäre bezweckt. Deshalb erscheint es auch nicht überzeugend, die Verbuchung als sonstigen Ertrag mit dem Argument abzulehnen, dass den übrigen Aktionären ihre „Ansprüche“ entgingen, wenn im Folgejahr ein Verlust eintrete.<sup>965</sup> Sofern indes eine Stärkung der Rechte der übrigen Aktionäre notwendig ist, um den säumigen Aktionär angemessen zu sanktionieren, so entspricht auch diese Stärkung dem Telos des Rechtsverlusts und ist deswegen zweckgerecht. Dies erscheint auch keineswegs ungerecht, da die Dividenden denjenigen zu Gute kommen, deren Interessen durch die

---

<sup>960</sup> Zu § 28 WpHG Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 45; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 34; zu § 59 WpÜG Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 32; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 26; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 21; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 55; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 5; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 50; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 98; Siemers, S. 220 f.; zu § 20 VII AktG KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 76 f.; Raiser/Veil, § 52 Rn. 12.

<sup>961</sup> Zu § 28 WpHG KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 55; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Arnold, AG Report 2009, R3; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1341 ff.; Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 977 f.; Heinrich, S. 151; zu § 59 WpÜG MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 43; LG München, AG 2009, 171, 172; zu § 20 VII AktG Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 56; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 84; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 74; Diekmann, DZWIR 1994, 13, 16; Gessler, BB 1980, 217, 219; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 291; MH-Krieger, § 68 Rn. 138; Arends, S. 23.

<sup>962</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 61; Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 977 f.; MH-Krieger, § 68 Rn. 138; Arends, S. 23, der insbesondere den erhöhten Verwaltungsaufwand anführt.

<sup>963</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 74; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1343.

<sup>964</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 56; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 43; GK-Windbichler, § 20 Rn. 75; Arnold, AG Report 2009, R3; Diekmann, DZWIR 1994, 13, 16; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1343 f.; LG München, AG 2009, 171, 172.

<sup>965</sup> So aber Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 34; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42.

Pflichtverletzungen am meisten verletzt wurden.<sup>966</sup> Auch die von der Gegenauffassung angeführten praktischen Schwierigkeiten gebieten nicht zwangsläufig eine andere Auslegung. Die Verteilung ist zwar kompliziert, aber aufgrund der zwischenzeitlichen Verbuchung als Verbindlichkeit und der leichten Ermittlung der betreffenden Aktionäre durchaus realisierbar.<sup>967</sup>

Im Falle der Verbuchung als sonstigen Ertrag würde der Aktionär außerdem, sofern er seinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten bis zur Fassung des nächsten Gewinnverwendungsbeschlusses nachkommt, im Folgejahr von dieser ertragswirksamen Vereinnahmung entsprechend seiner Beteiligungsquote profitieren, was mit dem Normzweck des Rechtsverlusts kaum vereinbar ist.<sup>968</sup> Dies kann auch nicht einfach so hingenommen werden.<sup>969</sup> Das wird deutlich, wenn man sich vor Augen führt, dass die Sanktionsdrohung umso stärker entkräftet wird, desto mehr Aktien beim ersten Gewinnverwendungsbeschluss rechtslos waren, da jene Aktien mit einem umso größeren Anteil an der zweiten Gewinnverteilung teilnehmen. Anders gesprochen, je höher die Beteiligung des Aktionärs ist, desto geringer wäre der ihn treffende wirtschaftliche Nachteil.<sup>970</sup> Das Normverständnis der Gegenauffassung begegnet deshalb schweren verfassungsrechtlichen Bedenken.<sup>971</sup>

Ferner privilegiert diese Rechtsfolge denjenigen, der den Pflichtverstoß bestreitet.<sup>972</sup> Des Weiteren wäre ein kalkulierter Rechtsbruch des vorsätzlich handelnden Großaktionärs im Falle einer solchen Auslegung vorprogrammiert. Allein der Zinsverlust genügt nämlich nicht, um den Aktionär zu einem normkonformen Verhalten zu bewegen, weil dieser den Zinsverlust gegen die aus der Erfüllung

---

<sup>966</sup> Burgard, S. 193; ders., AG 1992, 41, 54 f. (Fn. 167); sogar auch Arends, S. 23.

<sup>967</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 50.

<sup>968</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 34; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 21; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 26; Siemers, S. 220. Dies anerkennend MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 73; Arnold, AG Report 2009, R3; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 504.

<sup>969</sup> Fehlgehend deshalb MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 43; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 61; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 74; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1344.

<sup>970</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 498; Müller, AG 1996, 396, 396, der deswegen seiner Zeit bezüglich § 20 VII AktG einen endgültigen Rechtsverlust ablehnte.

<sup>971</sup> Müller, AG 1996, 396, 396.

<sup>972</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 26.

seiner kapitalmarktrechtlichen Pflichten resultierenden Nachteile abwägen und die Pflichten zu einem für ihn angenehmeren Zeitpunkt erfüllen könnte.<sup>973</sup>

Dagegen spricht auch nicht die Tatsache, dass die Gewinnbeteiligung des säumigen Aktionärs durch den Geschäftsablauf, die Entscheidung über die Bildung von Rücklagen und den wiederum erforderlichen Gewinnverwendungsbeschluss vielfach gebrochen wird.<sup>974</sup> Die betroffenen Aktionäre können nämlich oftmals die Unternehmens- und Geschäftspolitik der Gesellschaft kraft ihrer Beteiligung so beeinflussen, dass letztlich nur sie von den in der Gesellschaft verbleibenden Gewinnen profitieren. Eine solche Möglichkeit wird z.B. den Kontrollerwerbem zustehen. Der Normzweck des Rechtsverlusts würde damit verfehlt.<sup>975</sup> Weiter gilt es zu beachten, dass durch die hier vertretene Auslegung eine Harmonisierung mit dem Fall, dass der Verlust des Dividendenzahlungsanspruchs bereits in der Hauptversammlung feststeht, bewirkt wird.<sup>976</sup>

Gegen ein solches Normverständnis lässt sich auch nicht einwenden, der Vorstand verstoße damit gegen § 83 II AktG, da im Hauptversammlungsbeschluss regelmäßig der pro Aktie auszuschüttende Betrag ausgewiesen sei.<sup>977</sup> Diese Betrachtungsweise erscheint, genauso wie der Verweis auf die praktischen Schwierigkeiten, sehr formal. Zudem ist sie rechtlich nicht zutreffend. Die Aufschlüsselung der Ausschüttung an die Aktionäre in Euro pro Stück hat nämlich keine konstitutive, sondern allenfalls rechnerische Bedeutung.<sup>978</sup> Folglich würde es sogar der Beschlussfassung widersprechen, wenn der Gesamtbetrag nicht vollständig nach dem gesetzlichen oder satzungsgemäßen Vertei-

---

<sup>973</sup> Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 284; Witt, S. 190 (Fn. 278); a.A. hingegen Gessler, BB 1980, 217, 219 (jeweils für § 20 VII AktG), der trotzdem von einer einschneidenden Sanktion ausgeht, was angesichts des von ihm seiner Zeit vertretenen endgültigen Rechtsverlusts inkonsequent ist.

<sup>974</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 56; GK-Windbichler, § 20 Rn. 75.

<sup>975</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 98; vgl. ferner die Überlegungen von Burgard, AG 1992, 41, 54 f. (Fn. 167).

<sup>976</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 21; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 77.

<sup>977</sup> KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 61; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 504.

<sup>978</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 34; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 76; MüKo/AktG-Kropff, § 174 Rn. 22; BGHZ 84, 303, 311. Siehe auch Witt, S. 191 (Fn. 278), der die Aufschlüsselung gar für unzulässig hält. Fehlgehend Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1342, der die Angabe der Dividende pro Aktie als konstitutiv einstuft, da der Aktionär ansonsten die Höhe seiner Dividende nicht überprüfen könne, weil er nicht in der Lage sei, die Zahl der dividendenberechtigten Aktionäre festzustellen. Vgl. abschließend Horbach, AG 2001, 78, 79 ff.

lungsschlüssel unter den „berechtigten“ Aktionären verteilt wird (vgl. § 60 I, III AktG), weil er nunmehr der Dispositionsbefugnis der Verwaltung entzogen ist.<sup>979</sup>

Deshalb ist auch dann, wenn der Rechtsverlust zum Zeitpunkt der Beschlussfassung noch nicht endgültig feststand, die Dividende der übrigen Aktionäre nachträglich quotale zu erhöhen. Eine Verbuchung als sonstiger Ertrag läuft hingegen dem Telos des Rechtsverlusts zuwider.

#### **d. Folgen einer unzulässigen Rechtsausübung**

Hat der Aktionär nichtsdestotrotz eine Dividende erhalten, so hat er diese gem. § 62 I Satz 1 AktG an die Gesellschaft zurückzuzahlen.<sup>980</sup> § 62 I AktG betrifft alle Leistungen, die der Aktionär entgegen der Bestimmungen des Aktienrechts empfangen hat.<sup>981</sup> Zwar ist § 62 I AktG somit nicht unmittelbar anwendbar, da es sich bei den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG um kapitalmarktrechtliche Vorschriften handelt, jedoch ergibt sich aus § 57 AktG, dass bei Aktiengesellschaften nur eine ordnungsgemäße Verteilung des Bilanzgewinns zulässig ist. Die §§ 62 I, 57 AktG sind damit *lex specialis* zu den §§ 812 ff. BGB.<sup>982</sup>

Die Verpflichtung besteht ebenso, wenn eine Nachholung der Pflichten noch möglich, aber noch nicht erfolgt ist. Auch in diesem Fall ist die Auszahlung an einen nicht berechtigten Aktionär erfolgt.<sup>983</sup> Allerdings setzt die Rückzahlungspflicht gem. § 62 I Satz 2 AktG voraus, dass der Aktionär zumindest in Folge von Fahrlässigkeit nicht wusste, dass er zum Bezug der Dividende nicht berechtigt ist.<sup>984</sup> Diesen Vorwurf wird der pflichtvergessene Aktionär sich aber regelmäßig gefallen lassen müssen, da der Rechtsverlust schon tatbestandlich vom Verschulden des Aktionärs abhängt.<sup>985</sup> Daneben gilt es stets, Satz 2 als verdrängende Spezialvorschrift zu berücksichtigen, so dass der Aktionär, um der Rückzah-

---

<sup>979</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 42; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 43; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 54; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 98; Siemers, S. 221.

<sup>980</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 59; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 59; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 76; Koppensteiner, FS Rowedder, 1994, S. 213, 225 (zu § 20 VII AktG); LG München, AG 2009, 171, 172 (zu § 59 WpÜG). Vgl. zur Gegenansicht Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 498; Schmidt, ZfgK 1966, 1081, 1082; Wilhelm, Rn. 824, die auf § 812 I Satz 1 Fall 1 BGB abstellen.

<sup>981</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 35; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 292; Witt, S. 192.

<sup>982</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 47; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 59; Schockenhoff/Schumann, ZGR 2005, 568, 598 f.

<sup>983</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 59; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 46.

<sup>984</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 60; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 45.

<sup>985</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 45; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 44. Trifft der Rechtsverlust Dritte, so mag dies im Einzelfall anders sein, so Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 47, der auch zu etwaigen Ausgleichsansprüchen Stellung nimmt sowie Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 99.

lungspflicht zu entgehen, in jedem Fall beweisen muss, dass er die kapitalmarkt-rechtlichen Pflichten nicht vorsätzlich unterlassen und nachgeholt hat.<sup>986</sup>

Die zurückgezahlten Dividenden sind wiederum unter den übrigen Aktionären, die für das betreffende Jahr dividendenberechtigt waren, entsprechend ihrer Beteiligungsquote aufzuteilen.<sup>987</sup> Die zusätzlichen Verwaltungskosten hat der säumige Aktionär der Gesellschaft zu erstatten.<sup>988</sup>

### **3. Bezugsanspruch bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen**

#### **a. Verlust des Anspruchs nach § 186 I AktG**

Nach der h.M. erfasst der Rechtsverlust richtigerweise auch den Bezugsanspruch nach § 186 I AktG bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen.<sup>989</sup> Dagegen wird vereinzelt eingewandt, der Anspruch diene dem Schutz vor einer Verwässerung der Beteiligung und damit der Substanzerhaltung, weshalb er nicht unter die Sanktion fallen dürfe.<sup>990</sup> Dem ist jedoch der Wille des Gesetzgebers entgegenzuhalten, welcher im Rahmen des dritten Finanzmarktförderungsgesetzes davon ausging, dass das Bezugsrecht bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen von der Sanktion erfasst ist.<sup>991</sup> Selbiges ist aus der Entstehungsgeschichte des § 59 WpÜG zu folgern, da für diesen die zu § 28 WpHG entwickelten Grundsätze gelten sollen.<sup>992</sup> Zudem wird durch den Verlust des Bezugsanspruchs nicht unmittelbar in die Mitgliedschaft selbst eingegriffen. Auch ein Widerspruch zur Behandlung des Anspruchs auf den Liquidationserlös wird hierdurch vermieden. Zuletzt spricht auch der Telos des Rechtsverlusts für eine Erfassung des Bezugsanspruchs, weil das Risiko, die Beteiligungsquote nicht halten zu können, durchaus geeignet ist, den säumigen Aktionär zur Erfüllung seiner kapitalmarkt-

---

<sup>986</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 23; Schockenhoff/Schumann, ZGR 2005, 568, 598.

<sup>987</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 47; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 23; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 498; Koppensteiner, FS Rowedder, 1994, S. 213, 225; a.A. wiederum MH-Krieger, § 68 Rn. 138.

<sup>988</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 47.

<sup>989</sup> Zu § 28 WpHG vgl. Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 36; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 48; Heinrich, S. 150 f.; zu § 59 WpÜG Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 27 f.; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 29 ff.; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 24; zu § 20 VII AktG MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 60 ff.; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 60 ff.; BGHZ 114, 203, 214.

<sup>990</sup> MH-Krieger, § 68 Rn. 140; kritisch auch Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 24.

<sup>991</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95 f.

<sup>992</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68; zutreffend deshalb KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 64.



rechtlichen Pflichten anzuhalten.<sup>993</sup> Das vom konkreten Bezugsanspruch zu unterscheidende allgemeine Bezugsrecht wird demgegenüber nicht erfasst.<sup>994</sup>

#### **b. Maßgeblicher Zeitpunkt**

Der Bezugsanspruch geht dem säumigen Aktionär verloren, wenn er zum Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung einem Rechtsverlust unterliegt, da zu diesem Zeitpunkt der konkrete Bezugsanspruch entsteht (vgl. § 187 II AktG).<sup>995</sup> Hierdurch wird zugleich eine Harmonisierung mit der Rechtslage zum Dividendenzahlungsanspruch sowie zu anderen Aktionärsrechten bewirkt, wodurch die nötige Rechtssicherheit sichergestellt wird.<sup>996</sup> Auch eine möglichst frühe Pflichterfüllung wird auf diese Weise gefördert.<sup>997</sup> Der Zeitpunkt der Eintragung der Kapitalerhöhung nach § 184 AktG<sup>998</sup>, des Ablaufs der Bezugsfrist gem. § 186 I Satz 2 AktG<sup>999</sup> und der Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung nach § 188 AktG sind insofern irrelevant. Konsequenterweise kommt es bei Kapitalerhöhungen gegen Einlagen aus genehmigtem Kapital ebenso auf den Zeitpunkt der Rechtsentstehung an, so dass in diesem Fall auf den Beschluss des Vorstandes, die Ermächtigung auszuüben und die Kapitalerhöhung durchzuführen bzw. die Zustimmung des Aufsichtsrats, sofern diese nach § 202 III Satz 2 AktG eingeholt wird oder gem. § 204 I Satz 2 AktG erforderlich ist, abzustellen ist.<sup>1000</sup>

#### **c. Behandlung der Aktien des betroffenen Aktionärs**

Problematisch ist allerdings, was mit den Aktien geschieht, die der pflichtvergesene Aktionär nicht beziehen darf. Eine Ansicht nimmt an, dass sich die Bezugs-

---

<sup>993</sup> Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 759, nach dem hier erhebliche Summen in Frage stehen.

<sup>994</sup> Ganz h.M. Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 15; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 29; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 30 und bezüglich § 20 VII AktG Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 293.

<sup>995</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 15; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 33; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 293; Neye, ZIP 1996, 1853, 1857; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 96. Dies in Zusammenhang mit § 20 VII AktG leider offenlassend BGHZ 114, 203, 214; abweichend wiederum Burgard, S. 60, der auf den Beginn der Hauptversammlung abstellt.

<sup>996</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 36; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 69; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 62; Burgard, S. 60.

<sup>997</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 36; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 45; Burgard, S. 60.

<sup>998</sup> KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 45 (2. Auflage).

<sup>999</sup> Godin/Wilhelmi, § 20 Anm. 10; Schäfer, BB 1966, 1004, 1006; Schmidt, ZfgK 1966, 1081, 1082; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 233, die jedoch von einem bloßen Ausübungsverbot ausgingen.

<sup>1000</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 16; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 32; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 103; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 24; MH-Krieger, § 68 Rn. 140a; Siemers, S. 222.

rechte der übrigen Aktionäre automatisch quotale erhöhten.<sup>1001</sup> Dagegen wird aber größtenteils eingewandt, dass das Gesetz hierfür keine ausreichende Grundlage biete (vgl. § 186 I Satz 1 AktG).<sup>1002</sup> Darüber hinaus sei eine solche Erhöhung nicht durch den Zweck des Bezugsrechts geboten, weil die übrigen Aktionäre ihre Beteiligungsquote auch ohne eine Erhöhung ihres Bezugsrechts aufrechterhalten können.<sup>1003</sup> Dem ist zuzustimmen. Insofern verfährt eine zweite Ansicht mit den Aktien richtigerweise genau so, wie mit Aktien, für die das Bezugsrecht nicht ausgeübt wurde. Nach dieser Ansicht hat der Vorstand die Aktien bestmöglich zugunsten des Gesellschaftsvermögens zu verwerten.<sup>1004</sup> Im Falle eines mittelbaren Bezugsrechts kann die Verwertung auch durch das Bankenkonsortium übernommen werden.<sup>1005</sup> Das Risiko, dass ein außerordentlicher Ertrag aus dieser Verwertung dem säumigen Aktionär über die Gewinnverteilung für das nächste Jahr wieder zufließen könnte, ist aus bilanziellen Gründen eher zu vernachlässigen.<sup>1006</sup> Selbiges gilt für die Möglichkeit, dass der betroffene Aktionär die entsprechenden Aktien erwirbt, da dieser erst nach Ablauf der Bezugsfrist berücksichtigt werden darf.<sup>1007</sup> Sind nach Ablauf der Bezugsfrist jedoch noch Aktien verfügbar, so „kann“ die Gesellschaft ebenso mit dem säumigen Aktionär einen Zeichnungsvertrag schließen.<sup>1008</sup> Voraussetzung dafür ist nach dem Telos des Rechtsverlusts aber, dass der Aktionär das höchste Gebot abgibt, weil die Gesellschaft die Aktien weiterhin bestmöglich zu veräußern hat. Durch die hier vertretene Auslegung wird somit sichergestellt, dass dem säumigen Aktionär der Vorteil seines Bezugsanspruchs entzogen wird.

---

<sup>1001</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 36; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 5; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 70; Gessler, BB 1980, 217, 220.

<sup>1002</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 61; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 44; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 105; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 44; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 57; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 61; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 293 f.; Arends, S. 24.

<sup>1003</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 61; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 57; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 44; GK-Windbichler, § 20 Rn. 78; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 233.

<sup>1004</sup> Zu § 28 WpHG KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 61; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 48; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 44; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Heinrich, S. 150; zu § 59 WpÜG Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 28; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 24; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 57; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 105; Siemers, S. 223; zu § 20 VII AktG Hüffer/AktG, § 20 Rn. 16; GK-Windbichler, § 20 Rn. 78; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 40.

<sup>1005</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 48; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 43.

<sup>1006</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 44; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 51.

<sup>1007</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 78.

<sup>1008</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 80; BGHZ 114, 203, 207 (In Bezug auf § 20 VII AktG).

#### d. Folgen einer unzulässigen Rechtsausübung

Ferner ist umstritten, wie es sich auswirkt, wenn der säumige Aktionär gleichwohl an der Kapitalerhöhung teilgenommen hat. Die h.M. ist der Ansicht, dass der Aktionär der Gesellschaft gem. § 62 I AktG den Vermögenswert des zu Unrecht ausgeübten Bezugsanspruchs zu vergüten habe, die Aktien aber behalten dürfe.<sup>1009</sup> Da dem Aktionär der Bezug junger Aktien nicht generell verboten sei, hätte er die Aktien möglicherweise auch ohne den Bezugsanspruch erworben. Eine Rückübertragungspflicht ginge deshalb über das Maß der ungerechtfertigten Bereicherung hinaus.<sup>1010</sup> Zudem könnten aus der Neuplatzierung der Anteile erhebliche finanzielle Unsicherheiten für die Gesellschaft resultieren.<sup>1011</sup> Grundlage für die Berechnung soll hierbei die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem Preis, den der Aktionär am Markt hätte aufbringen müssen, sein.<sup>1012</sup> Eine andere Ansicht ist hingegen der Meinung, dass der pflichtvergessene Aktionär die entsprechenden Aktien der Gesellschaft zurückgewähren müsse.<sup>1013</sup>

Die Problematik ist äußerst schwierig.<sup>1014</sup> Führt man sich allerdings das Drohpotenzial vor Augen, welches mit der Gefahr verbunden ist, die Beteiligungsquote nicht aufrechterhalten zu können, so kann die Lösung der h.M. nicht restlos überzeugen. Sie hätte nämlich zur Konsequenz, dass die vorrangige Zugriffsmöglichkeit des säumigen Aktionärs, welcher seine Beteiligung ja gerade erhöhen wollte, nicht angetastet würde.<sup>1015</sup> Insofern gebietet der Telos des Rechtsver-

---

<sup>1009</sup> Für § 28 WpHG Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 50; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 48; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 62; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; für § 59 WpÜG Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 25; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 47; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 62; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 28; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 45; für § 20 VII AktG Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 19; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 83; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 294; Quack, FS Semler, 1993, S. 581, 590; MH-Krieger, § 68 Rn. 140c.; Arends, S. 24, welcher wiederum pauschal auf die praktischen Schwierigkeiten verweist.

<sup>1010</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 48; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 47; Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 25; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 66; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 294.

<sup>1011</sup> Schwark-Noack/Zetsche, § 59 WpÜG Rn. 25.

<sup>1012</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 66; Heinrich, S. 151 (zu § 28 WpHG).

<sup>1013</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 36; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 106; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 5; GK-Windbichler, § 20 Rn. 86; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 81; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 46; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 233 f.; Schmidt, ZfgK 1966, 1081, 1082; König/Wilken/Felke, Rn. 726.

<sup>1014</sup> Unentschlossen deshalb Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 62 und MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 66, der sich nur mit Unbehagen der h.M. anschließt; differenzierend dagegen Siemers, S. 276, die lediglich den bösgläubigen Aktionär für verpflichtet hält, die Aktien zurückzugewähren.

<sup>1015</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 36; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 66.

lusts, dem Aktionär die Aktien wieder zu entziehen. Dies gilt umso mehr, da der betroffene Aktionär die Aktien eben nur „möglicherweise“ erworben hätte.

Hinsichtlich der Rückabwicklung ist jedoch den berechtigten Bedenken, dass die Gesellschaft durch die Neuplatzierung finanziell belastet wird, Rechnung zu tragen. Bezüglich dieser Abwicklung wird vertreten, dass die Gesellschaft die Aktien analog der §§ 62 I, 214 III, 226 III Satz 2-6 AktG für Rechnung des Aktionärs verwerten könne.<sup>1016</sup> Eine andere Ansicht nimmt an, dass die Rückabwicklung entsprechend der §§ 71 d Satz 5 und 6, 71 c AktG zu erfolgen habe, wobei die Bemessung des zu erstattenden Gegenwertes berücksichtigen müsse, dass dem Aktionär der wirtschaftliche Vorteil aus dem Bezugsrecht gerade nicht zustehe.<sup>1017</sup> Die letztere Ansicht überzeugt, da so nicht nur verhindert wird, dass die Gesellschaft einen inzwischen eingetretenen Wertverlust trägt,<sup>1018</sup> sondern gleichfalls, dass der Aktionär von einem möglichen Kursanstieg profitiert. Bedenken bestehen hinsichtlich dieser Lösung allerdings aufgrund der Gläubigerschutzvorschriften der §§ 57 III, 71 I AktG.<sup>1019</sup> Diese ließen sich aber auch nach der Gegenansicht nur hinsichtlich § 71 I AktG ausräumen.<sup>1020</sup> Ob derartige Bedenken berechtigt sind, ist nach der EM.TV-Entscheidung des BGH jedoch zweifelhaft.<sup>1021</sup> Die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG sind insofern wohl *lex specialis*. Hierfür spricht im Ergebnis auch der neu eingeführte § 57 I Satz 3 AktG, der Auszahlungen aus dem gebundenen Vermögen, die durch einen vollwertigen Gegenleistungsanspruch gegen den Aktionär gedeckt sind, für unbedenklich erklärt.<sup>1022</sup> Der Aktionär hat die zu Unrecht bezogenen Aktien deshalb der Gesellschaft Zug um Zug gegen Rückerstattung der von ihm geleisteten Einlage zurückzugewähren. Hierbei ist dem säumigen Aktionär der aktuelle Börsenkurs und in keinem Fall mehr als der Erwerbspreis zu erstatten. Nur so kann verhindert werden, dass der Aktionär, eventuell sogar zum Schaden der Gesellschaft, einen wirtschaftlichen Vorteil aus dem Bezugsrecht zieht, was dem Telos des Rechtsverlusts deutlich widersprechen würde.

---

<sup>1016</sup> Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 233 f.

<sup>1017</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 86; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 46.

<sup>1018</sup> Fehlgehend deshalb Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 106, der von einem Anspruch auf Rückgewähr der Leistung spricht. In diesem Fall könnte der Aktionär sein Kursrisiko aber auf die Gesellschaft abwälzen.

<sup>1019</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 28; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 25.

<sup>1020</sup> Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 233 f.

<sup>1021</sup> BGH, ZIP 2005, 1270, 1272 f.; vgl. zu diesem Problemkreis auch Longino, DStR 2008, 2068, 2072; LG München, AG 2010, 173, 175.

<sup>1022</sup> Ähnlich Goette, DStR 2009, 2602, 2604, der aufgrund dessen auch § 311 AktG als eine die Kapitalerhaltungsgrundsätze verdrängende Spezialvorschrift ansieht.

#### e. Weitere Bezugsrechte

Die Überlegungen sind auf die Bezugsrechte auf Wandel-, Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechte nach § 221 IV AktG zu übertragen.<sup>1023</sup> Maßgeblicher Zeitpunkt ist hier der Beschluss über die Ausgabe der in § 221 AktG bezeichneten Finanzinstrumente.<sup>1024</sup>

#### 4. Anspruch auf den Liquidationserlös

Auch der Anspruch auf den Liquidationserlös nach § 271 AktG wird vom Rechtsverlust erfasst.<sup>1025</sup> Dies ergibt sich eindeutig aus einem Umkehrschluss aus den §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG, welche dem Aktionär den Anspruch nach § 271 AktG unter gewissen Umständen belassen.<sup>1026</sup>

Dies war nicht immer so. Früher wurde in Bezug auf § 20 VII AktG a.F. vermehrt die Ansicht vertreten, dass der Liquidationserlös dem Aktionär erhalten bleiben müsse, weil er ein Surrogat für die Mitgliedschaft darstelle. Er repräsentiere so gesehen die vermögensmäßige Fortsetzung der Mitgliedschaft, in welche nicht eingegriffen werden dürfe.<sup>1027</sup> Zudem bestehe im Rahmen der Liquidation oftmals kein öffentliches Interesse mehr an der Mitteilung.<sup>1028</sup> Freilich stößt die Erfassung des Liquidationserlöses auch heute berechtigterweise noch auf Kritik, da hierin mit Sicherheit ein „systematischer Bruch“ liegt.<sup>1029</sup> Die Auffassung, den Anspruch aus § 271 AktG aus verfassungsrechtlichen Gründen vom Rechtsverlust zu verschonen, überzeugt aber seit der Einführung der Ausnahmeregelung

---

<sup>1023</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 17; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 26; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 35; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 33; Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 19.

<sup>1024</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 48.

<sup>1025</sup> Absolut h.M. Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 37 f.; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 15; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 47; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 27; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 21; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 34 f.; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 19; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 58 f.; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 499; MH-Krieger, § 68 Rn. 139; Siemers, S. 223; Arends, S. 22.

<sup>1026</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 38; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 15; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 29; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 499; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 831; Siemers, S. 223; Arends, S. 22.

<sup>1027</sup> Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 286 f.; Witt, S. 188 f. (Fn. 276).

<sup>1028</sup> Schäfer, BB 1966, 1004, 1007. Dies weiterhin monierend Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 19.

<sup>1029</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 64; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 21; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 34; GK-Windbichler, § 20 Rn. 83; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 13; Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 480 f.; Siemers, S. 223. Argumentativ anschaulich ferner Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 27, die richtigerweise darauf hinweisen, dass es im Falle der Abwicklung der Durchsetzung einer Austrittsmöglichkeit gar nicht mehr bedarf.

nicht mehr.<sup>1030</sup> Insofern gilt es, obwohl der Telos des Rechtsverlusts eine Erfassung des Rechts auf den Abwicklungsüberschuss nicht gebietet, den eindeutigen Willen des Gesetzgebers,<sup>1031</sup> welcher in der Ausnahmeregelung auch hinreichend bestimmt zum Ausdruck gebracht wurde, zu respektieren. Gleichwohl dürfte der Verlust in der Praxis kaum einmal Bedeutung erlangen, da die Aktionäre im Falle der Abwicklung meistens keine oder nur eine sehr geringe Auszahlung zu erwarten haben, da das Vermögen der Gesellschaft zur Befriedigung der Gläubiger benötigt wird.<sup>1032</sup>

Als maßgeblicher Zeitpunkt ist konsequenterweise der Auflösungsbeschluss nach § 262 AktG anzusehen.<sup>1033</sup> Wurden die sanktionsauslösenden Pflichten bis zu diesem Zeitpunkt vorsätzlich nicht erfüllt, entfällt der Anspruch endgültig. Im Falle der fahrlässigen Unterlassung ruht er bis zur Nachholung nach Satz 2. Die Abwickler müssen den Aktionär in diesem Falle im Verteilungsplan berücksichtigen, weil eine Nachholung bis zur Verteilung nach § 272 I AktG möglich bleibt.<sup>1034</sup> Danach können die Abwickler den Anteil allerdings nach den §§ 271 I, 272 AktG auf die übrigen Aktionäre aufteilen, weil nur so die Schlussbeendigung der Gesellschaft herbeigeführt werden kann und der Aktionär es selbst in der Hand hat, seinen Pflichten nachzukommen. Sie müssen ihm hierzu jedoch Gelegenheit geben, wenn ihnen die Pflichtwidrigkeit bekannt ist.<sup>1035</sup> Ein zu Unrecht empfangender Erlös ist selbstverständlich gem. § 62 I AktG vom Aktionär zurückzuzahlen.

---

<sup>1030</sup> So aber Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 19, der Satz 2 insofern ins Leere laufen lässt, da der Gesetzgeber den Anspruch aus § 271 AktG nur aus prophylaktischen Gründen aufgenommen habe.

<sup>1031</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95 f.; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>1032</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 47; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 69, der richtigerweise bemerkt, dass der Aktionär kein Interesse daran habe, seine Beteiligung bei einer bevorstehenden Liquidation nicht offenzulegen.

<sup>1033</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 66; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 27; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 35; a.A. Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 47; GK-Windbichler, § 20 Rn. 83, die auf den Eintritt der Verteilungsvoraussetzungen abstellen.

<sup>1034</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 109; MH-Krieger, § 68 Rn. 139; Siemers, S. 223 f.; fehlgehend Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 59, der eine Nachholung nur bis zum Auflösungsbeschluss zulassen will und damit die Funktion des Satz 2 verkennt.

<sup>1035</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 67; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 28; Arends, S. 23.

## 5. Aktien aus einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

### a. Verlust des Anspruchs nach § 212 AktG

Ob auch das „Bezugsrecht“ bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nach den §§ 207 ff. AktG zu den Rechten gehört, die von der Sanktion des Rechtsverlusts erfasst werden, ist umstritten. Die h.M. verneint dies.<sup>1036</sup> Sie begründet dies damit, dass bei dieser Form der Kapitalerhöhung die Aktien nicht aufgrund der Ausübung eines Bezugsrechts entstehen, sondern dem Aktionär nach § 212 I AktG kraft Gesetzes, entsprechend seines bisherigen Grundkapitalanteils, zugewiesen werden.<sup>1037</sup> Die Mitgliedschaft werde durch die Umwandlung von Rücklagenkapital in Grundkapital folglich nur neu strukturiert.<sup>1038</sup> Die aus den Gesellschaftsmitteln, welche dem Aktionär ohnehin zustünden, gebildeten neuen Mitgliedschaftsrechte gewährten dem Aktionär somit nichts „Zusätzliches“, weshalb ein nicht zu rechtfertigender Entzug bestehender Substanz vorliege.<sup>1039</sup> Dies werde dadurch bestätigt, dass auch eigene Aktien, aus denen der Gesellschaft gem. § 71 b AktG keine Rechte zustehen, nach § 215 I AktG an der Erhöhung des Grundkapitals aus Gesellschaftsmitteln teilnehmen.<sup>1040</sup> Selbiger Schluss könne aus § 328 I Satz 2 AktG gezogen werden, der im Falle einer wechselseitigen Beteiligung das Recht auf neue Aktien aus einer Kapitaler-

---

<sup>1036</sup> Zu § 28 WpHG vgl. KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 69 ff.; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 16; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 30; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 831 f.; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Kuthe/Rückert/Sickingen-Sudmeyer, 8. Kap. Rn. 138; Starke, S. 252; Heinrich, S. 149 f.; zu § 59 WpÜG siehe Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 27; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 33; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 22 f.; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 29; zu § 20 VII AktG KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 72; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 72; GK-Windbichler, § 20 Rn. 81; Schmidt/Lutter-Veil, § 20 Rn. 40; Neye, ZIP 1996, 1853, 1857; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 285; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 231; Happ/AktR-Stucken, 7.01 Rn. 6; MH-Krieger, § 68 Rn. 135; Raiser/Veil, § 52 Rn. 11; Burgard, S. 59; Witt, S. 188 f. (Fn. 275); Arends, S. 24; a.A. Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 35; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 102; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 6; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 63; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 67; Godin/Wilhelmi, § 20 Anm. 10; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 44 und wohl auch Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 41, unter Aufgabe der vorherigen Position aus FS Kümpel, 2003, S. 477, 481. Siehe zu dieser Ansicht ferner Siemers, S. 222, die diese Auslegung aber unverständlicherweise auf § 59 WpÜG beschränken will.

<sup>1037</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 18; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 30; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 33; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 72; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 285; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 231.

<sup>1038</sup> GK-Windbichler, § 20 Rn. 81; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 231; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 832; Heinrich, S. 150; ; Arends, S. 24; Witt, S. 188 f. (Fn. 275).

<sup>1039</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 18; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 33; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 285; Witt, S. 188 f. (Fn. 275).

<sup>1040</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 18; GK-Windbichler, § 20 Rn. 81; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 72; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 832; MH-Krieger, § 68 Rn. 135; Arends, S. 24.

höhung aus Gesellschaftsmitteln von der Sanktion ausnimmt.<sup>1041</sup> Letztendlich komme im AktG damit die Wertung zum Ausdruck, dass die Substanz der Beteiligung auch bei unerwünschten Beteiligungen eines Aktionärs nicht angetastet werden solle.<sup>1042</sup>

Trotz zahlreicher Argumente vermag die Begründung der h.M. indes nicht zu überzeugen. Ein Grundsatz, dass generell nur Rechte aus Aktien vom Rechtsverlust erfasst sind und auf keinen Fall in die vermögensmäßige Substanz der Beteiligung selbst eingegriffen werden darf, ergibt sich aus dem Gesetz nämlich nicht. Vielmehr ist nach der Systematik davon auszugehen, dass grundsätzlich alle Vermögensrechte vom Rechtsverlust erfasst werden. Dies sollte spätestens seit der Erstreckung des Rechtsverlusts auf den Liquidationserlös außer Zweifel stehen.<sup>1043</sup>

Zwar ging der Gesetzgeber ausweislich der Regierungsbegründung zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz davon aus, dass das „Bezugsrecht“ bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht in die Sanktion einbezogen sei,<sup>1044</sup> was auf § 59 WpÜG zu übertragen ist, da hier die zu § 28 WpHG entwickelten Grundsätze gelten sollen.<sup>1045</sup> Wie jedoch bereits gezeigt wurde, handelt es sich bei der historischen Auslegung um eine Methode, welcher „nur“ eine Art Hilfsfunktion zukommt. Der Wille des historischen Gesetzgebers muss deswegen nur dann entscheidend berücksichtigt werden, wenn er im Gesetz einen hinreichend bestimmten Ausdruck gefunden hat. Zudem kann die teleologische Auslegung auch über die Zwecke des historischen Gesetzgebers hinausgehen. Diese gebietet aber, den Rechtsverlust im Interesse einer effektiven Durchsetzung der materiellen Verhaltensgebote auf Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln zu erstrecken.<sup>1046</sup>

Auch die abweichenden Regelungen der Problematik in den §§ 215 I, 328 I Satz 2 AktG stellen kein schlagkräftiges Argument gegen eine Erfassung des Anspruchs

---

<sup>1041</sup> Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 231 f.; DAV, WiB 1996, 822, 823; Witt, S. 188 f. (Fn. 275).

<sup>1042</sup> Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 285.

<sup>1043</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 41; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 35; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 102; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 6; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 44; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 67; widersprüchlich dagegen Siemers, S. 222, 224.

<sup>1044</sup> Begr. RegE BT/Drucks. 13/8933, S. 95.

<sup>1045</sup> Begr. RegE BT/Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>1046</sup> Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 63; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 67.



aus § 212 I AktG dar, weil in diesen Konstellationen keine konkrete Pflichtverletzung sanktioniert wird.<sup>1047</sup>

Darüber hinaus ist nicht einzusehen, warum Mittel der Aktiengesellschaft, die zur Kapitalerhöhung verwendet werden, anders behandelt werden sollten, als ausgeschüttete Gewinne. Wirtschaftlich betrachtet wird der Aktionär in beiden Fällen gleich bestraft.<sup>1048</sup> Er wird durch die Erstreckung des Rechtsverlusts auf die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln insofern nicht unangemessen belastet. Auch Art. 14 GG steht dem hier vertretenen Auslegungsergebnis folglich nicht entgegen.

## **b. Folgeprobleme**

Problematisch ist allerdings, dass der Gesetzgeber in Satz 2 für den Liquidationserlös eine Ausnahme vorgesehen hat, um den endgültigen Rechtsverlust unter gewissen Umständen zu vermeiden. Hinsichtlich des Rechts nach § 212 AktG wäre der Rechtsverlust hingegen endgültig.<sup>1049</sup> Deshalb ist es unumgänglich, die §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG auf die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln analog anzuwenden.<sup>1050</sup>

Maßgeblicher Zeitpunkt ist auch hier der Beschluss der Hauptversammlung über die Erhöhung des Grundkapitals.<sup>1051</sup>

Sofern die Gesellschaft im Einzelfall Stückaktien ausgegeben hat und die Kapitalerhöhung nach § 207 II Satz 2 AktG durch Erhöhung des rechnerischen Nennwertes der bisherigen Aktien durchgeführt wird, sind die Aktien, der Erhöhung des Grundkapitals entsprechend, der Gesellschaft zurückzugewähren.<sup>1052</sup>

---

<sup>1047</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 67; Schäfer, BB 1966, 1004, 1006.

<sup>1048</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 67.

<sup>1049</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 71; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 33; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 27, die dies allerdings als Argument dafür anführen, dass die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln vom Rechtsverlust nicht erfasst sei.

<sup>1050</sup> Dies erwägend MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 67; verneinend leider Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 35; Siemers, S. 257.

<sup>1051</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 103.

<sup>1052</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 67.

## 6. Sonstige Vermögensrechte

### a. Kriterien für die Behandlung sonstiger Vermögensrechte

Auch bezüglich der Ausgleichs-, Umtausch- und Abfindungsansprüche in Zusammenhang mit umwandlungs-, konzernrechtlichen und sonstigen strukturellen Maßnahmen ist streitig, ob diese vom Rechtsverlust betroffen sind. Nach einer Auffassung gehen dem Aktionär, da der Rechtsverlust den Anspruch auf den Liquidationserlös erfasst, grundsätzlich auch diese Ansprüche verloren.<sup>1053</sup> Eine andere Ansicht nimmt diese Ansprüche hingegen von der Sanktionswirkung aus.<sup>1054</sup> Vorzugswürdig dürfte im Ergebnis allerdings ein Normverständnis sein, welches zwischen den einzelnen Ansprüchen differenziert. Bei dieser Differenzierung sollte entscheidend berücksichtigt werden, ob es sich bei dem jeweiligen Anspruch um ein Surrogat für eine entzogene Mitgliedschaft oder einen gesetzlichen Ausgleich für ihren Wegfall handelt.<sup>1055</sup> In diesem Fall darf das entsprechende Recht keinesfalls verloren gehen, weil der Aktionär ansonsten entschädigungslos enteignet würde. Dies begegnete starken verfassungsrechtlichen Bedenken. Wenn die Aktionärsenschaft jedoch in irgendeiner Form fortbesteht, sollte nach dem Telos des Rechtsverlusts, um eine möglichst effektive Durchsetzung der materiellen Verhaltensgebote zu gewährleisten, nicht von der Sanktion abgesehen werden.

Der maßgebliche Zeitpunkt bestimmt sich wiederum nach der Anspruchsbegründung.<sup>1056</sup> Sofern die entsprechenden Rechte im Einzelfall erfasst sind, müssen die §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG allerdings analog zur Anwendung gebracht werden, um Wertungswidersprüche zu vermeiden.<sup>1057</sup>

---

<sup>1053</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 39; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 30; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 38; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 20; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 111; Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 47; HeiKo/AktG-Nolte, Anh. § 22/ § 28 WpHG Rn. 3; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 77.

<sup>1054</sup> Zu § 28 WpHG Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 20 ff.; Vocke, BB 2009, 1600, 1603 f.; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 832; zu § 59 WpÜG Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 29; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 22 f.; Siemers, S. 224; widersprüchlich insoweit KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 53, 74, wobei es sich wohl bei Rn. 53 um ein nicht korrigiertes Redaktionsversehen handelt (vgl. nur KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 72).

<sup>1055</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 31; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 36.

<sup>1056</sup> Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 20.

<sup>1057</sup> Dies in Betracht ziehend Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 30; dagegen wiederum Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 38; Siemers, S. 257.

## **b. Erfasste Rechte**

Setzt die Gesellschaft gem. der §§ 222 III, 225 II AktG das Grundkapital zum Zwecke der Rückzahlung herab, so entsteht mit Eintragung des Herabsetzungsbeschlusses in der Person des Aktionärs ein befristeter und bedingter Zahlungsanspruch gegen die Gesellschaft. Zum Teil wird eine Erfassung dieses Rückzahlungsanspruchs mit der Begründung abgelehnt, dass dieser ein Surrogat für das Aktienstammrecht darstelle.<sup>1058</sup> Dies überzeugt unter den vorgenannten Maßstäben nicht. Die Gesellschaft ist nämlich nicht gezwungen, das Grundkapital zum Zwecke der Rückzahlung herabzusetzen. Macht sie dies trotzdem, so werden die Aktionäre hierdurch zwar begünstigt, sie dürfen aber gleichwohl nie die Erwartung haben, ihre Einlagen zurückzuerhalten (vgl. § 57 I AktG). Da die Mitgliedschaft dem Aktionär in diesem Fall auch nicht endgültig entzogen wird, erstreckt sich der Rechtsverlust auf den Rückzahlungsanspruch bei einer Kapitalherabsetzung.<sup>1059</sup>

Auch die sich aus den §§ 305, 320 b I Satz 3 AktG und 29 I UmwG ergebenden Ansprüche sind nach dem hier vertretenen Normverständnis vom Rechtsverlust erfasst.<sup>1060</sup> Es handelt sich bei diesen Rechten nur um eine zusätzliche Option, welche dem Aktionär gewährt wird.<sup>1061</sup> Warum diese Option dem pflichtvergesenen Aktionär erhalten bleiben soll, ist nicht einzusehen.<sup>1062</sup>

Der Aktionär geht durch einen Rechtsverlust zudem seines Ausgleichsanspruchs aus § 304 AktG verlustig,<sup>1063</sup> weil auch dieser kein echtes Surrogat der Beteiligung darstellt.

## **III. Nicht erfasste Rechte**

Obwohl die §§ 28 WpHG und 59 WpÜG den Verlust der Rechte aus Aktien anordnen, werden bestimmte Verwaltungs- und Vermögensrechte vom Rechts-

---

<sup>1058</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 20; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 72; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 22; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 29; Heinrich, S. 149.

<sup>1059</sup> Im Ergebnis ebenso Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 39; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 111; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 38; Kuthe/Rückert/Sickingher-Sudmeyer, 8. Kap. Rn. 138 (Fn. 126).

<sup>1060</sup> Für die Erfassung des § 305 AktG Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 38; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 77; dagegen Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 22, der auch § 29 I UmwG nicht erfassen will.

<sup>1061</sup> Vgl. insbesondere §§ 304, 320 b I Satz 2 AktG und § 20 I Nr. 3 UmwG.

<sup>1062</sup> Bezüglich der unzutreffenden Gegenauffassung vgl. KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 65; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 288, der in Bezug auf § 20 VII AktG darauf verweist, dass der Aktionär ansonsten gezwungen würde, an seiner Mitgliedschaft festzuhalten, was durch eine Subsumtion unter die Worte „Rechte aus Aktien“ nicht zu begründen sei.

<sup>1063</sup> Mit dem gleichen Ergebnis Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 38.

verlust nicht berührt. Bezüglich der nicht erfassten Vermögensrechte wird dies größtenteils damit begründet, dass die entsprechenden Rechte als Surrogat des Aktienstammrechts der Wahrung der unmittelbaren vermögensmäßigen Substanz der Mitgliedschaft dienen und deshalb sanktionsfest seien. In welchen Fällen dieser Argumentation zu folgen ist und welche Verwaltungsrechte vom Rechtsverlust verschont bleiben, soll im weiteren Verlauf thematisiert werden.

## 1. Verwaltungsrechte

Hinsichtlich der nicht erfassten Verwaltungsrechte ist zunächst einmal festzuhalten, dass die Gesellschaft grundsätzlich nicht berechtigt ist, die zur Teilnahme an der Hauptversammlung erforderliche Hinterlegung der Aktien bzw. die Anmeldung nach § 121 II AktG unter Berufung auf den Rechtsverlust zurückzuweisen. Der Grund hierfür liegt darin, dass die kapitalmarktrechtlichen Pflichten bis zur Hauptversammlung noch erfüllt werden können.<sup>1064</sup> Eine Ausnahme ergibt sich nur für den seltenen Fall, dass zu diesem Zeitpunkt bereits ein „Nachwirken“ des Rechtsverlusts gem. § 28 Satz 3 WpHG offenkundig ist.

Auch Organstellungen in Vorstand oder Aufsichtsrat und die daraus resultierenden Rechte werden vom Rechtsverlust verschont, weil es sich bei ihnen nicht um Rechtspositionen handelt, die aus der Aktie resultieren.<sup>1065</sup> Etwas anderes soll nach einer Ansicht gelten, sofern die Stellung gerade aufgrund der Beteiligung erlangt wurde.<sup>1066</sup> Dem kann jedoch nicht gefolgt werden. Dies wird deutlich, wenn man genauestens zwischen der Organstellung des säumigen Aktionärs und dem Entsendungsrecht unterscheidet. Die Organstellung ist selbst dann nicht vom Rechtsverlust betroffen, wenn sie auf der Grundlage der betroffenen Beteiligung erlangt wurde.<sup>1067</sup> Es handelt sich nicht um ein Recht aus der Aktie. Insofern gilt es, den Gesetzeswortlaut zu respektieren. Demgegenüber ist das Entsendungsrecht erfasst, wenn es den Inhabern bestimmter Aktien zusteht. Die Stellung des Entsandten wird davon allerdings nicht betroffen, sofern der

---

<sup>1064</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 47; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 39; Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 17; a.A. Assmann/Pöttsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 28.

<sup>1065</sup> So die allgemeine Meinung KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 46; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 12; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 39; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 66; G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 71; Marsch-Barner/Schäfer-Drinkuth, § 60 Rn. 57 (1. Auflage); Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95.

<sup>1066</sup> MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 78; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 39.

<sup>1067</sup> So in Bezug auf § 20 VII AktG zutreffend Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 222 f.; Burgard, S. 58 (Fn. 94).

Rechtsverlust nicht schon zum Zeitpunkt der Entsendung vorlag.<sup>1068</sup> Eine andere Auslegung würde womöglich sogar mehr Schaden als Nutzen anrichten.<sup>1069</sup> Eine Erfassung des personenbezogenen Entsendungsrechts scheidet aufgrund des Wortlauts der Vorschriften von vornherein aus.<sup>1070</sup>

Zuletzt ist in Bezug auf die Verwaltungsrechte zu konstatieren, dass der Aktionär weiterhin zur Erhebung von Nichtigkeitsklagen befugt ist, da die Nichtigkeit von jedermann geltend gemacht werden kann, solange nur das allgemeine Feststellungs- und Rechtsschutzinteresse vorliegt.<sup>1071</sup> Dieses ist dem Aktionär aber aufgrund seiner Aktionärseigenschaft regelmäßig zuzuerkennen.

## **2. Vermögensrechte**

Bezüglich der Vermögensrechte scheidet zum einen ein Verlust des Einziehungsentgelts nach § 237 II AktG aus, da der Rechtsverlust in diesem Fall eine entschädigungslose Enteignung des Aktionärs zur Folge hätte.<sup>1072</sup> Selbiges muss für eine nach § 327 b AktG zu leistende Barabfindung gelten.<sup>1073</sup> Auch die Lieferung von Gesellschaftsanteilen des übernehmenden Rechtsträgers i.R.e. Verschmelzung nach § 20 I Nr. 3 UmwG bleibt aus diesem Grunde konsequenterweise vom Rechtsverlust verschont.<sup>1074</sup>

## **IV. Zusammenfassung**

Zu den vom Rechtsverlust betroffenen Verwaltungsrechten gehören alle Rechte, die innerhalb der Hauptversammlung des Emittenten wahrgenommen werden. So verliert der Aktionär z.B. sein Teilnahmerecht. Auch gehen ihm die Rechte verloren, welche an eine bestimmte Beteiligungshöhe anknüpfen, wie z.B. das Recht, Ersatzansprüche der Gesellschaft über § 148 I AktG klageweise geltend zu

---

<sup>1068</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 46; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 85; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 37; Burgard, S. 58 (Fn. 94); zweifelnd Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 27.

<sup>1069</sup> Burgard, S. 58 (Fn. 94).

<sup>1070</sup> G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 71; Heinsius, FS Fischer, 1979, S. 215, 222; fehlgehend Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 85; GK-Windbichler, § 20 Rn. 82.

<sup>1071</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 33; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 40; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 45; irrend insoweit KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 45.

<sup>1072</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 31; im Ergebnis ebenso Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 21; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 16; Heinrich, S. 149; zu § 59 WpÜG FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 22; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 29; zu § 20 VII AktG Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 287 f.; Witt, WM 1998, 1153, 1156; a.A. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 111; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 30; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 65; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 77.

<sup>1073</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 31; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 22.

<sup>1074</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 31; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 23; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 65; unzutreffend MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 77.

machen. Selbiges gilt für bestimmte Einzelrechte. So kann der Aktionär z.B. keine Anträge im Rahmen eines Spruchverfahrens stellen. Im Falle eines Squeeze Outs genügt es allerdings, wenn der Aktionär bis zum Zeitpunkt der Beschlussfassung seinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten nachgekommen ist. Organstellungen und die daraus resultierenden Rechte werden vom Rechtsverlust aber nicht erfasst. Der für den Rechtsverlust maßgebliche Zeitpunkt wird durch die Ausübung des jeweiligen Verwaltungsrechts markiert.

Die mit Abstand größte Bedeutung kommt jedoch dem Stimmrechtsverlust zu. Die Aktien des Aktionärs werden bei der Stimmen- und der Kapitalmehrheit nicht mitgezählt, so dass der Aktionär seinen unternehmerischen Einfluss gänzlich verliert. Da die betroffenen Aktien auch beim „vertretenen“ Grundkapital nicht berücksichtigt werden, können die Minderheitsaktionäre unter Umständen sogar die Kapitalmehrheit erlangen und zu Lasten des Mehrheitsaktionärs irreversible Beschlüsse fassen. Nimmt der betroffene Aktionär trotzdem an der Abstimmung teil, so ist der Hauptversammlungsbeschluss, wenn er auf diesem Fehler beruht, anfechtbar. Dies ist zumindest dann der Fall, wenn die zu Unrecht mitgezählten Stimmen für das Beschlussergebnis kausal waren.

Bezüglich der Anfechtungsbefugnis<sup>1075</sup> gilt es zu differenzieren. Die Anfechtungsbefugnis nach § 245 Nr. 1 AktG wird vom Rechtsverlust erfasst, sofern der Aktionär zum Zeitpunkt der Hauptversammlung einem Rechtsverlust unterlag. Für sog. stimmlose Beschlüsse ist jedoch eine Ausnahme zu machen. Selbiges gilt für § 245 Nr. 2 AktG. Eine Berufung auf § 245 Nr. 3 AktG bleibt dem Aktionär aber möglich, falls er bei der Klageerhebung keinem Rechtsverlust unterliegt. Ebenso hat der Aktionär weiterhin die Möglichkeit Nichtigkeitsklagen zu erheben.

Zu den vom Rechtsverlust betroffenen Vermögensrechten zählt in erster Linie der Dividendenzahlungsanspruch. Dieser bleibt allerdings in voller Höhe erhalten, wenn der Rechtsverlust bis zur Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses beendet ist. Steht der Rechtsverlust zum Zeitpunkt der Beschlussfassung bereits endgültig fest, so ist die Dividende der übrigen Aktionäre quotale zu erhöhen. In der Praxis dürfte der Rechtsverlust aufgrund der Ausnahmeregel des Satz 2 jedoch eher selten bereits endgültig feststehen. In den häufigsten Fällen

---

<sup>1075</sup> Und dies sollte auch so bleiben, da der Aktionär ansonsten versuche würde, nahezu sämtliche Beschlüsse, die im Zeitraum des Rechtsverlusts gefasst wurden, rückgängig zu machen. Anders DAV, WiB 1996, 822, 823.

ist der Aktionär deshalb vorsichtshalber im Beschluss zu berücksichtigen, sein Gewinnanteil zurückzuhalten und als sonstige Verbindlichkeit zu verbuchen. Steht der Rechtsverlust später endgültig fest, so sind die nicht ausgezahlten Dividenden gleichwohl wiederum an die übrigen Aktionäre auszuschütten. Hierfür sprechen die Beschlussfassung der Hauptversammlung und der Telos des Rechtsverlusts. Zu Unrecht bezogene Dividenden sind vom Aktionär regelmäßig nach § 62 I AktG i.V.m. § 57 AktG zurückzuerstatten und abermals auf die übrigen Aktionäre zu verteilen.

Auch der Verlust des Bezugsanspruchs bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen kann für den Aktionär durchaus „schmerzhaft“ sein. Bei diesem Anspruch kommt es gleichfalls auf den genauen Zeitpunkt der Rechtsentstehung an. Unterliegt der Aktionär zu diesem Zeitpunkt einem Rechtsverlust, so hat der Vorstand die Aktien bestmöglich zugunsten des Gesellschaftsvermögens zu verwerten. Wurde das Bezugsrecht nichtsdestotrotz ausgeübt, so muss der Aktionär die entsprechenden Aktien der Gesellschaft zurückgewähren. Ihm ist dabei der aktuelle Börsenkurs und in keinem Fall mehr als der Erwerbspreis zu erstatten.

Auch der Anspruch auf den Liquidationserlös nach § 271 AktG ist aufgrund des im Gesetzeswortlaut zum Ausdruck gebrachten Willens des Gesetzgebers vom Rechtsverlust betroffen. Überzeugend ist dies freilich nicht.

Entgegen der Gesetzesmaterialien erfasst der Rechtsverlust zudem das „Bezugsrecht“ bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Ein Grundsatz, dass auf keinen Fall in die vermögensmäßige Substanz der Beteiligung selbst eingegriffen werden darf, ergibt sich aus dem Gesetz nämlich nicht. Vielmehr ist der Rechtsverlust im Interesse einer effektiven Durchsetzung der materiellen Verhaltensgebote auch auf Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln zu erstrecken, was jedoch eine analoge Anwendung des Satz 2 unumgänglich macht.

Sonstige Vermögensrechte sind vom Rechtsverlust dagegen nur erfasst, wenn es sich bei ihnen nicht um ein Surrogat für die entzogene Mitgliedschaft oder einen gesetzlichen Ausgleich für ihren Wegfall handelt. Andernfalls bestünde die Gefahr, dass der Aktionär entschädigungslos enteignet wird, was auf starke verfassungsrechtliche Bedenken stoßen würde. Sofern die Aktionäreigenschaft

allerdings in irgendeiner Form fortbesteht, tritt nach dem Telos des Rechtsverlusts die Sanktion ein. Somit werden lediglich das Einziehungsentgelt nach § 237 II AktG, die Barabfindung des § 327 b AktG und die Gesellschaftsanteile des übernehmenden Rechtsträgers nach § 20 I Nr. 3 UmwG vom Rechtsverlust verschont.

### **C. Die Ausnahme nach Satz 2**

#### **I. Grundsätzliches**

Um die weitreichenden Folgen des Rechtsverlusts abzumildern, hat der Gesetzgeber in den §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG eine Ausnahmeregelung für die Ansprüche nach § 58 IV AktG und § 271 AktG vorgesehen. Danach gehen der Dividendenzahlungsanspruch und der Anspruch auf den Liquidationserlös nicht verloren, wenn das gebotene Verhalten nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist. Bezüglich dieser Ansprüche kommt es somit nicht zu einem endgültigen Rechtsverlust, sondern nur zu einem vorübergehenden Ruhen, so dass die Ansprüche rückwirkend geltend gemacht werden können. Dies gilt, da die Verjährungsfrist analog § 205 BGB gehemmt ist, auch für mehrere Geschäftsjahre.<sup>1076</sup> Der Anspruch wird allerdings erst mit der Nachholung fällig, so dass für die Zwischenzeit keine Verzinsung verlangt werden kann.<sup>1077</sup> Dies entspricht dem Telos des Rechtsverlusts, weil der Aktionär dadurch angehalten wird, seinen Pflichten möglichst rasch nachzukommen.

Mittels dieser Ausnahmeregelung wird auf der einen Seite dem Übermaßverbot Rechnung getragen.<sup>1078</sup> Auf der anderen Seite liegt die Beweislast für das unvorsätzliche Handeln<sup>1079</sup> sowie für die ordnungsgemäße Nachholung<sup>1080</sup> bei demjenigen, der sich auf die Ausnahmeregelung beruft, wodurch das Risiko der

---

<sup>1076</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 76; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 43; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 69; Henn/AktR-Schubel, Kap. 14 Rn. 48; abweichend Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 122; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 33; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 5; Heidel-Heinrich, § 20 AktG Rn. 14; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499; Siemers, S. 257, die von einem rückwirkenden Wiederaufleben ausgehen, was jedoch im Ergebnis keinen Unterschied macht.

<sup>1077</sup> Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 51; Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 501 (Fn. 33).

<sup>1078</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 75; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 30; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 123; Siemers, S. 257.

<sup>1079</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 69; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95; zu § 59 WpÜG vgl. Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 39; Möller, AG 2002, 170, 176; Bad Homburger Handbuch-Lenz, F Rn. 139; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.

<sup>1080</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 78; Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95; zu § 59 WpÜG Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Ehricke, § 59 Rn. 31; Beckmann/Kersting/Mielke-Mielke, D 35; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 68.



Unerweislichkeit des Vorsatzes ausgeschlossen wird.<sup>1081</sup> Was die Anforderungen an den Negativbeweis als innere Tatsache anbelangt, so sind nach den zu § 280 I Satz 2 BGB entwickelten Grundsätzen jedoch keine überhöhten Anforderungen an die Entlastung zu stellen. Insofern ist es ausreichend, wenn der säumige Aktionär eine überwiegende Wahrscheinlichkeit dafür darlegt, dass er nicht vorsätzlich gehandelt hat und ihm auch kein vorsätzliches Verhalten Dritter zuzurechnen ist.<sup>1082</sup>

## II. Unterlassen

Nach dem Wortlaut muss der Aktionär die Erfüllung der entsprechenden Pflichten unterlassen haben. Hierin liegt im Vergleich zu den §§ 28 Satz 1 WpHG und 59 Satz 1 WpÜG, die den Begriff der Nichterfüllung verwenden, ein Formulierungsunterschied. Die ganz h.M. geht über diesen aber hinweg und bejaht ein Unterlassen i.S.d. Satzes 2 auch bei einer lediglich fehlerhaften Erfüllung.<sup>1083</sup> Dies wird vereinzelt kritisiert, da es sich bei dem Wechsel der Perspektive vom fehlerhaften Tun zu einem Unterlassen des Gebotenen um einen gesetzesfremden Kunstgriff handele. Deshalb liege in Bezug auf § 28 Satz 2 WpHG ein Unterlassen nur vor, sofern die genannte Meldeschwelle nicht zutreffe. Andere Fehler seien mit Blick auf Satz 2 unschädlich.<sup>1084</sup>

Eine solche Sichtweise hätte allerdings zur Folge, dass nahezu sämtliche Fälle der Schlechterfüllung kein Unterlassen i.S.d. Satz 2 darstellten. Folglich müsste der säumige Aktionär in diesen Fällen nur noch das gebotene Verhalten nachholen, um sich seinen Dividendenzahlungsanspruch zu erhalten. Ein etwaiger Vorsatz könnte nicht mehr berücksichtigt werden, so dass die Sanktion in Bezug auf den Dividendenzahlungsanspruch allzu leicht umgangen werden könnte. Für den methodischen Ansatz der h.M. lässt sich ferner auch die Regierungsbegründung zum zweiten Finanzmarktförderungsgesetz anführen, in welcher der Gesetzge-

---

<sup>1081</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 68; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 27

<sup>1082</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 54; Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1238; weitergehend Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500, die von Beweiserleichterungen sprechen.

<sup>1083</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 75; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 WpHG Rn. 10, 61; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 32, 48. Zuletzt in Bezug auf § 28 WpHG auch Scholz, AG 2009, 313, 314; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 139. Ähnlich ferner Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 124; ihm wiederum folgend Siemers, S. 258, die dabei aber irrtümlich davon ausgehen, dass andernfalls Satz 2 gar keine Anwendung fände.

<sup>1084</sup> Mülberr, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1228 f.

ber davon spricht, dass die „gebotene“ Mitteilung unterlassen werde.<sup>1085</sup> Im Ergebnis sollte man sich deswegen der h.M. anschließen. Damit findet die Ausnahmeregelung auch immer dann Anwendung, wenn eine relevante Schlechterfüllung i.S.d. Satz 1 festgestellt wurde.<sup>1086</sup> Der vorsätzlich handelnde Aktionär geht deshalb seiner Ansprüche aus den §§ 58 IV, 271 AktG stets endgültig verlustig.

### **III. Kein Vorsatz**

Da der Begriff des Vorsatzes im Gesetz nicht näher beschrieben wird, wird darüber gestritten, ob auf den zivilrechtlichen, den strafrechtlichen oder einen Vorsatzbegriff eigener Art, der als kapitalmarktrechtlicher Vorsatzbegriff bezeichnet wird, abzustellen ist. Um sich der Lösung dieser Frage zu nähern, bietet sich eine Differenzierung danach an, ob der säumige Aktionär sich auf eine fehlende Kenntnis des pflichtbegründenden Sachverhalts oder auf eine fehlende Kenntnis der daraus resultierenden Verpflichtung beruft.<sup>1087</sup>

#### **1. Keine Kenntnis der pflichtbegründenden Tatsachen**

Unabhängig davon, welcher Vorsatzbegriff im Rahmen des Satz 2 Anwendung findet, setzt ein vorsätzliches Handeln des pflichtvergessenen Aktionärs voraus, dass dieser mit Wissen und Wollen hinsichtlich der zum Rechtsverlust führenden Tatumstände handelt, wobei es allerdings ausreicht, wenn der Aktionär den Eintritt der Tatumstände zumindest billigend in Kauf genommen hat.<sup>1088</sup> Die Umstände, auf deren Kenntnis es ankommt, sind dieselben, die auch für die Frage des Verschuldens relevant sind. Ein Unterschied ergibt sich lediglich dadurch, dass beim Verschulden in Bezug auf die Kenntnis der pflichtbegründenden Tatumstände schon einfache Fahrlässigkeit ausreicht, während die Ausnahme des Satz 2 nur ausgeschlossen ist, wenn der Aktionär bedingt vorsätzlich gehandelt hat.<sup>1089</sup>

---

<sup>1085</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 56.

<sup>1086</sup> § 59 Satz 2 WpÜG erfasst deswegen nach zutreffender Ansicht ebenso Fehler bei der Übermittlung der Angebotsunterlage, vgl. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 128.

<sup>1087</sup> In dieser Weise vorgehend Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1336 ff.; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499 f.

<sup>1088</sup> Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1336; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499.

<sup>1089</sup> Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1336.

Ein Irrtum über Tatumstände lässt den Vorsatz deshalb grundsätzlich entfallen.<sup>1090</sup> Ein solcher kann insbesondere bei komplizierten Zurechnungssachverhalten vorkommen.<sup>1091</sup> Jedoch entlastet die Unkenntnis den Aktionär nicht, sofern sie auf einer Vernachlässigung von Informationsbeschaffungspflichten oder einer mangelhaften Organisation beruht.<sup>1092</sup> Von einem bedingten Vorsatz kann somit je nach Größe des Unternehmens teilweise schon dann ausgegangen werden, wenn der Aktionär kein angemessenes Informationssystem eingerichtet hat, mit dessen Hilfe sich der Eintritt der pflichtbegründenden Tatsachen unverzüglich feststellen lässt.<sup>1093</sup> Die Problematik entspricht insofern der Diskussion im Rahmen des Verschuldens. Die genaue Ausgestaltung des Informationssystems ist aus diesem Grunde auch hier eine Frage des Einzelfalls. Der Ansicht, die es ablehnt, hieraus ein vorsätzliches Handeln des säumigen Aktionärs zu folgern, ist indes nicht zuzustimmen.<sup>1094</sup> Wenn für Satz 2 ein bedingter Vorsatz als ausreichend erachtet wird, so ist es nur konsequent, sofern ein solcher Vorsatz einem Aktionär unterstellt wird, der nicht für eine angemessene Organisation seines Unternehmens gesorgt und damit die Augen vor dem pflichtbegründenden Sachverhalt verschlossen hat. Einem solchen Aktionär seine Dividende zu belassen, würde dem Zweck der Ausnahmeregelung widersprechen.

## **2. Keine Kenntnis der gesetzlichen Verpflichtung**

Die Diskussion über den Vorsatzbegriff wird entscheidungserheblich, wenn der Aktionär erklärt, dass er sich der ihn treffenden Verpflichtung nicht bewusst war.

### **a. Der strafrechtliche Vorsatzbegriff**

Im Strafrecht führt diese Unkenntnis nicht zum Vorsatzausschluss, weil der Vorsatz sich dort nur auf die tatsächlichen Umstände bezieht. Stattdessen liegt ein sog. Verbotsirrtum vor, welcher im Falle der Unvermeidbarkeit zum Wegfall der Schuld führt. Dieser wäre aber im Rahmen des Satz 2 bedeutungslos. Sämtliche Rechtsfolgenirrtümer wären also unbeachtlich, was angesichts der

---

<sup>1090</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 74.

<sup>1091</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 79; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 58.

<sup>1092</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 WpHG Rn. 65; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 74 und wohl auch Gelhausen/Bandey, WPg 2000, 497, 501.

<sup>1093</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499.

<sup>1094</sup> So aber MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 58; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 81, die allerdings zu Recht anmerken, dass der Aktionär sich jedenfalls dadurch exkulpieren kann, dass das Informationssystem den Verstoß nicht verhindert hätte.

strengen Rechtsfolge und des Zwecks der Ausnahmeregelung abgelehnt wird.<sup>1095</sup> Dem ist vorbehaltlos zuzustimmen. Die verfassungsrechtlichen Grenzen des Rechtsverlusts und die Rechtsunsicherheiten, welche in Bezug auf die materiellen Verhaltensgebote bestehen, stehen einer derartigen „Radikallösung“ entgegen.

#### **b. Der zivilrechtliche Vorsatzbegriff**

Nach der im Zivilrecht geltenden Vorsatztheorie muss sich der Vorsatz auch auf das Bewusstsein der Rechtswidrigkeit erstrecken.<sup>1096</sup> Die Vertreter eines zivilrechtlichen Vorsatzbegriffs verlangen folglich, dass sich der Vorsatz des säumigen Aktionärs auch auf die aus den konkreten Tatumständen resultierenden Verhaltenspflichten zu erstrecken habe, weshalb im Falle eines fahrlässigen Rechtsirrtums der Vorsatz ausgeschlossen sei.<sup>1097</sup>

#### **c. Der kapitalmarktrechtliche Vorsatzbegriff**

Dagegen wird von der wohl h.M. eingewandt, dass von den Beteiligten im Interesse der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts verlangt werden müsse, dass sie die einschlägigen Rechtsnormen kennen.<sup>1098</sup> Bei den §§ 28 WpHG und 59 WpÜG handele es sich um kapitalmarktrechtliche Vorschriften, so dass demnach auch der Vorsatzbegriff kapitalmarktrechtlich zu bestimmen sei.<sup>1099</sup> Bezüglich der Entwicklung eines solchen Begriffs müsse man sich am strafrechtlichen Vorsatzbegriff orientieren, um dem strafähnlichen Charakter des Rechtsverlusts Rechnung zu tragen.<sup>1100</sup> Die Theorie des kapitalmarktrechtlichen Vorsatzbegriffs setzt in Folge dessen das Bewusstsein der Rechtswidrigkeit für den Vorsatz nicht voraus, lässt aber abweichend vom Strafrecht bei einem unvermeidbaren Verbotsirrtum den Vorsatz entfallen.<sup>1101</sup> Ein solcher Irrtum soll allerdings nur in

---

<sup>1095</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1336 f.

<sup>1096</sup> Palandt-Heinrichs, § 276 Rn. 11; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1337; BGHZ 118, 201, 208.

<sup>1097</sup> Für den zivilrechtlichen Vorsatzbegriff KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 80; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 56; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 WpHG Rn. 42; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 125; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31; zuletzt in Bezug auf § 28 Satz 2 WpHG Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1233 ff.; Fleischer, DB 2009, 1335, 1340 f.; Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1337 f.; ders./Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 839 ff.; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; Vocke, BB 2009, 1600, 1604 (Letzterer zu § 28 Satz 3 WpHG); Siemers, S. 258 (bezüglich § 59 Satz 2 WpÜG).

<sup>1098</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500.

<sup>1099</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 WpHG Rn. 63.

<sup>1100</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 72.

<sup>1101</sup> Für den kapitalmarktrechtlichen Vorsatzbegriff Assmann/Schneider-Schneider, § 28 WpHG Rn. 63 ff.; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 72 ff.; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 57 ff.; FraKo/WpÜG-

Ausnahmefällen vorliegen, z.B. wenn der Pflichtige von einem fachkundigen Rechtsanwalt dahingehend beraten wurde, dass er nach dem konkreten Sachverhalt keinem materiellen Verhaltensgebot nachkommen müsse.<sup>1102</sup> Teilweise wird sogar eine Auskunft der BaFin als unbeachtlich eingestuft.<sup>1103</sup>

#### **d.           Stellungnahme**

Die Theorie eines kapitalmarktrechtlichen Vorsatzbegriffs überzeugt jedoch aus mehreren Gründen nicht.

#### **aa.           Systematik**

Zum einen tritt bei einem unvermeidbaren Rechtsirrtum, selbst nach dem strengsten Verschuldensmaßstab, schon gar kein Rechtsverlust ein. Die Ausnahmeregelung hätte folglich nach dem kapitalmarktrechtlichen Vorsatzbegriff nur einen sehr geringen Anwendungsbereich. Sie würde nur Anwendung finden, wenn der Aktionär die pflichtbegründenden Tatumstände lediglich fahrlässig verkannt und seine Pflichten nachgeholt hat. Dies legt die Vermutung nahe, dass sich Satz 2 auf die Beurteilung eines vermeidbaren und damit fahrlässigen Rechtsirrtums bezieht.<sup>1104</sup>

Zum anderen würde der kapitalmarktrechtliche Vorsatzbegriff die vom Gesetzgeber bezweckte Privilegierung der in Satz 2 aufgeführten Vermögensrechte ins Gegenteil verkehren. Sofern der pflichtvergessene Aktionär nämlich einem Rechtsirrtum unterliegt, so entfällt ein Rechtsverlust nach der h.M. tatbestandlich bereits bei fehlender Fahrlässigkeit,<sup>1105</sup> während eine Ausnahme nach Satz 2 nur bei Unvermeidbarkeit des Irrtums und einer heilenden Nachholung möglich

---

Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 40; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 29; Heidel-Bauer, § 59 WpÜG Rn. 8; Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 130; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500; ähnlich Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 19, der zwar von einem strafrechtlichen Begriff spricht, aber bei einem unvermeidbaren Verbotsirrtum auch den Vorsatz entfallen lässt.

<sup>1102</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 59; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 74; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500.

<sup>1103</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 67.

<sup>1104</sup> Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1337; Fleischer, DB 2009, 1335, 1341; ähnlich Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 125; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31.

<sup>1105</sup> A.A. Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 21; Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 11; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 17, die ebenso im Rahmen des Satz 1 von einer Unvermeidbarkeit des Rechtsirrtums sprechen.

wäre.<sup>1106</sup> Demzufolge würde letztendlich die Grenze zwischen grober Fahrlässigkeit und Eventualvorsatz zu Lasten des Pflichtvergessenen verwischt.<sup>1107</sup>

Zudem eröffnet der zivilrechtliche Vorsatzbegriff, im Gegensatz zu einer strafrechtsnahen Konzeption, den Zugriff auf die erforderlichen Zurechnungsnormen, mit Hilfe derer juristischen Personen und Personengesellschaften der Vorsatz von Organmitgliedern zugerechnet und das rechtsformunabhängige Problem der Zurechnung des Verhaltens Dritter gelöst werden kann.<sup>1108</sup>

Dies entspricht auch dem Meinungsbild zu den §§ 20 VII Satz 2, 21 IV Satz 2 AktG, bei denen ein fahrlässiger Rechtsirrtum den Verlust der privilegierten Vermögensrechte nach allgemeiner Ansicht verhindert.<sup>1109</sup> Eine einheitliche Auslegung der §§ 20 f. AktG, 28 WpHG und 59 WpÜG ist angesichts der bewussten Angleichung der Vorschriften naheliegend.<sup>1110</sup>

Die Systematik spricht demnach eindeutig für eine Anwendung des zivilrechtlichen Vorsatzbegriffs.

#### **bb. Straffähnlicher Charakter der Rechtsverlusts**

Die Zuordnung des Rechtsverlusts zu einem bestimmten Rechtsgebiet fördert gleichfalls kein anderes Ergebnis zutage. Die Ansicht, dass eine kapitalmarktrechtliche Vorschrift kapitalmarktrechtlich auszulegen sei, überzeugt nicht. Das Kapitalmarktrecht steht nicht selbständig neben den drei Rechtsgebieten Privat-, Straf- und Öffentliches Recht, sondern nimmt Vorschriften dieser drei Rechtsgebiete mit spezifischem Bezug zur Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts in sich auf.<sup>1111</sup> Auch der strafähnliche Charakter des Rechtsverlusts hat nicht zur Folge, dass aus verfassungsrechtlichen Gründen strafrechtliche Maßstäbe anzuwenden sind.<sup>1112</sup> Dies wird offensichtlich, wenn man bedenkt, dass die strafrechtlichen

---

<sup>1106</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1234; Fleischer, DB 2009, 1335, 1341.

<sup>1107</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 WpHG Rn. 42; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 80 (Fn. 201); Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31; vergleichbar Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 39; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 126; GK-Windbichler, § 20 Rn. 76; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 13; Vocke, BB 2009, 1600, 1604.

<sup>1108</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1235 f.

<sup>1109</sup> Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 57; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 74; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 83; a.A. MH-Krieger, § 68 Rn. 137, der befürchtet, dass die Sanktion ansonsten ihre praktische Wirksamkeit einbüße; dem richtigerweise widersprechend Fleischer, DB 2009, 1335, 1341.

<sup>1110</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1234; Fleischer, DB 2009, 1335, 1340 f.; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 840.

<sup>1111</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1233.

<sup>1112</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1233; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140.

Maßstäbe aus der Sicht des säumigen Aktionärs strenger wären. Der strafähnliche Charakter des Rechtsverlusts legt vielmehr eher die Anwendung eines aktionärsfreundlichen, zivilrechtlichen Vorsatzbegriffs nahe.

#### **cc. Historische Auslegung**

Dies entspricht auch dem Willen des Gesetzgebers, der den endgültigen Rechtsverlust nur bei einem vorsätzlichen Verstoß eintreten lässt und damit zu erkennen gibt, dass der Rechtsverlust hinsichtlich der privilegierten Vermögensrechte nur greifen soll, sofern den säumigen Aktionär ein erhöhter Unrechtsvorwurf trifft.<sup>1113</sup> Dies ist zwar bezüglich der Sanktionswirkung nicht frei von Zweifeln,<sup>1114</sup> weil hierdurch vorsätzlich handelnde Aktionäre dazu animiert werden, sich grundsätzlich schutzweise auf ein unvorsätzliches Verhalten zu berufen, wodurch der Rechtsverlust in Bezug auf das wichtigste Vermögensrecht einen Großteil seiner präventiven Abschreckungswirkung einbüßt.<sup>1115</sup> Diesem Problem kann jedoch u.a. mit der vom Gesetzgeber zur Hand gegebenen Beweislastumkehr begegnet werden,<sup>1116</sup> welche darüber hinaus ein weiteres systematisches Argument dafür liefert, dass der Gesetzgeber von einem zivilrechtlichen Vorsatzbegriff ausgegangen ist. In diese Richtung weist auch die Einführung des § 28 Satz 3 WpHG, in dem der zivilrechtliche Begriff der groben Fahrlässigkeit verwendet wird. Würde der Gesetzgeber von der Anwendung strafrechtlicher Maßstäbe ausgehen, so hätte er wohl den Begriff der Leichtfertigkeit verwendet.<sup>1117</sup> Demnach ist der Wille des Gesetzgebers im Gesetz eindeutig zum Ausdruck gekommen. Diesen gilt es zu akzeptieren.

#### **dd. Ergebnis**

Im Ergebnis ist deswegen der zivilrechtliche Vorsatzbegriff zu Rate zu ziehen. Um eine Aushöhlung der Sanktionswirkung durch die angesprochenen Schutzbe-

---

<sup>1113</sup> Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1337; ähnlich in Bezug auf § 28 Satz 3 WpHG Vocke, BB 2009, 1600, 1604.

<sup>1114</sup> Unzutreffend Riegger, FS Westermann, 2008, S. 1331, 1337 f., der die Auffassung vertritt, dass der Rechtsverlust dem fahrlässig handelnden Aktionär zu Recht nicht endgültig die Gewinnbeteiligung entziehe, da eine solche Sanktion nur den vorsätzlich handelnden Aktionär abschrecken könne.

<sup>1115</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 WpHG Rn. 60; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 47.

<sup>1116</sup> Arends, S. 21: „Diese Entschärfung der Sanktion bezüglich des Dividendenrechts erscheint nur dadurch tragbar, daß es dem Unternehmen obliegt, den Nichtvorsatz zu beweisen.“

<sup>1117</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 140; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 839; Fleischer, DB 2009, 1335, 1340. Ähnlich Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1235, der auf die Kontroverse zwischen Bundesrat und Bundesregierung hinweist, in deren Zusammenhang auch der Begriff der groben Fahrlässigkeit verwendet wurde.

hauptungen und dadurch entstehende schwerwiegende Transparenzlücken zu vermeiden, müssen allerdings bei Rechtsirrtümern strenge Maßstäbe angewendet werden.<sup>1118</sup>

Grundsätzlich setzt ein vorsätzliches Verhalten des säumigen Aktionärs deshalb lediglich voraus, dass er bewusst das Risiko eingegangen ist, die Pflichterfüllung zu unterlassen oder seine Pflicht nicht ordnungsgemäß zu erfüllen.<sup>1119</sup> Den Vorwurf des Eventualvorsatzes wird sich folglich unter Umständen derjenige gefallen lassen müssen, der sich auf sog. Vermeidungsstrategien verlässt.<sup>1120</sup> Überdies ist wie im Rahmen des Verschuldens davon auszugehen, dass der Aktionär sich nach der Rechtslage erkundigen muss. Allein die fehlende Kenntnis der materiellen Verhaltensgebote kann ihn nicht entlasten. Anders kann dies aber sein, wenn der Aktionär sich über die konkrete Auslegung der entsprechenden Vorschriften irrt. Angesichts der Komplexität der Rechtsfragen wird es ihm jedoch wiederum zuzumuten sein, einen Rechtsanwalt zu beauftragen, der bereits im Kapitalmarktrecht beratend tätig geworden ist.<sup>1121</sup> Im Einzelfall kann ihm sogar zugemutet werden, eine vorsorgliche Mitteilung abzugeben, sofern die Rechtslage unklar ist.<sup>1122</sup> Die Annahme eines Vorsatzes des säumigen Aktionärs muss allerdings in der Regel dann ausscheiden, wenn der Aktionär sich an der Verwaltungspraxis der BaFin orientiert oder auf eine behördliche Auskunft verlassen hat.<sup>1123</sup>

### **3. Zurechnung**

Nach dem Wortlaut der §§ 28 Satz 2 WpHG, 59 Satz 2 WpÜG kommt es allein auf den Vorsatz des pflichtigen Aktionärs an. Die Inhaber der betroffenen Aktien verlieren ihre in Satz 2 aufgeführten Vermögensrechte somit auch dann, wenn sie selbst nicht vorsätzlich gehandelt haben.<sup>1124</sup>

---

<sup>1118</sup> Habersack/Mülbert/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 27, 130; nun außerdem Fleischer, DB 2009, 1335, 1341; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 841.

<sup>1119</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 56; Fleischer, DB 2009, 1335, 1341; Vocke, BB 2009, 1600, 1604.

<sup>1120</sup> Fleischer, DB 2009, 1335, 1338 f. Definitiv zu weitgehend Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 67; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 125; Siemers, S. 258, die in diesem Fall grundsätzlich einen vorsätzlichen Verstoß annehmen.

<sup>1121</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 74; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 59; abweichend KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 80 (wirtschaftsrechtlich erfahrener Rechtsanwalt); Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31 (jeder Rechtsanwalt).

<sup>1122</sup> Dies ist beim Pflichtangebot jedoch nicht möglich, vgl. Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31.

<sup>1123</sup> A.A. Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31.

<sup>1124</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499.



Ist der pflichtige Aktionär eine juristische Person, so reicht der Vorsatz nur eines Mitglieds der Geschäftsleitung bzw. eines persönlich haftenden Gesellschafters, welcher nicht notwendigerweise für die Pflichterfüllung zuständig sein muss, aus, um dem Pflichtigen entsprechend § 31 BGB ein vorsätzliches Verhalten zurechnen zu können.<sup>1125</sup> Für Personengesellschaften kann in diesem Zusammenhang nichts anderes gelten.<sup>1126</sup>

Wird die Pflichterfüllung auf nachgeordnete Mitarbeiter oder externe Berater delegiert, so ist ungeklärt, wie dem pflichtvergessenen Aktionär der Vorsatz dieser Personen zugerechnet wird. Die Frage stellt sich insbesondere bei der Mandatierung eines Rechtsanwalts. Eine Ansicht will den Vorsatz des Rechtsbeistandes dem Aktionär nach § 278 BGB zurechnen.<sup>1127</sup> Die Problematik entspricht wiederum derjenigen beim Verschulden. Auch bezüglich des Vorsatzes erscheint es deshalb überzeugender, Rechtsanwälte und sonstige Dritte als Verrichtungsgehilfen einzuordnen, so dass sich die Sorgfaltspflicht zur Sicherstellung der Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten in eine Auswahl- und Überwachungspflicht umwandelt.<sup>1128</sup> Kommt der Aktionär dieser Pflicht nach, so hat er angesichts der vielfältigen Rechtsprobleme alles ihm Mögliche getan, um einen Pflichtverstoß zu verhindern. Insofern kann nicht davon gesprochen werden, dass er diesen billigend in Kauf genommen hat.

In Konzernsachverhalten gilt es zusätzlich zu beachten, dass die Konzernverbundenheit als solche keine Zurechnung legitimiert. Darum ist der Muttergesellschaft grundsätzlich nicht der Vorsatz des Tochterunternehmens zuzurechnen.<sup>1129</sup> Allerdings entlastet die Unkenntnis die Muttergesellschaft nach den obigen Ausführungen nicht, wenn sie auf einer Vernachlässigung von Informationsbeschaffungspflichten oder einer mangelhaften Organisation des Unternehmens beruht.<sup>1130</sup>

---

<sup>1125</sup> Zu § 28 WpHG KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 77; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1237; zu § 59 WpÜG König/Wilken/Felke, Rn. 727.

<sup>1126</sup> Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 499; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1235.

<sup>1127</sup> Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1237; König/Wilken/Felke, Rn. 727.

<sup>1128</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31; siehe hierzu ferner die ausführlichen Ausführungen zur Verschuldenszurechnung.

<sup>1129</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 82; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 74; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 48; Marsch-Barner/Schäfer-Drinkuth, § 60 Rn. 59 (1. Auflage).

<sup>1130</sup> KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 74; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 84.

#### **IV. Nachholung**

Die Nachholung hat nach dem Gesetzeszweck ordnungsgemäß zu erfolgen.<sup>1131</sup> Zudem ist davon auszugehen, dass die Nachholung auf eine aktive Handlung des säumigen Aktionärs zurückzuführen sein muss,<sup>1132</sup> weil nur so ein effektiver Anreiz für ein gesetzeskonformes Verhalten geschaffen wird. Eine Frist für die Nachholung enthält das Gesetz bedauerlicherweise nicht. Nichtsdestotrotz hat die Nachholung „unverzüglich“ nach dem nachträglichen Erkennen der Pflicht zu erfolgen, da andernfalls ab diesem Zeitpunkt ein vorsätzliches Unterlassen der Pflichterfüllung vorliegt.<sup>1133</sup> Dies steht einem von vornherein vorsätzlichen Unterlassen gleich, so dass aus dem heilbaren Ruhen der Vermögensrechte ein endgültiger Verlust wird.<sup>1134</sup> Eine andere Interpretation der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG würde den Zweck der Ausnahmeregelungen konterkarieren.

Ist auch die Nachholung fehlerhaft, so soll sie trotzdem als Nachholung i.S.d. § 28 WpHG gelten, sofern dem Aktionär kein Vorsatz zur Last fällt, wobei der Fehler allerdings unverzüglich nach Kenntniserlangung korrigiert werden müsse.<sup>1135</sup> Richtig hieran ist sicherlich, dass aufgrund einer unvorsätzlich fehlerhaften Nachholung kein endgültiger Rechtsverlust eintritt. Jedoch müssen die Ansprüche weiterhin ruhen, bis die Pflichten ordnungsgemäß nachgeholt wurden.

#### **V. Zusammenfassung**

Nach der Ausnahmeregelung der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG kommt es nicht zu einem endgültigen Rechtsverlust, sondern nur zu einem

---

<sup>1131</sup> Dabei wird man im Gegensatz zu Satz 1 sogar verlangen müssen, dass ein Aktionär, der sich auf die Ausnahme des Satz 2 beruft, alle Mitteilungen nachholt, da andernfalls nicht feststellbar ist, ob und in welchem Umfang Dividendenansprüche verloren gegangen sind, vgl. Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 31; siehe ferner GK-Windbichler, § 20 Rn. 76; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500.

<sup>1132</sup> Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 75.

<sup>1133</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 WpHG Rn. 42; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 73, 76; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500; Henn/AktR-Schubel, Kap. 14 Rn. 48; siehe des Weiteren Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 57, der darauf abstellt, dass die Nachholung „erst Recht“ unverzüglich zu erfolgen habe.

<sup>1134</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 83; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 73, 76; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 81 f.; HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 27; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500; MH-Krieger, § 68 Rn. 137; fehlgehend Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 WpHG Rn. 42, die das vorsätzliche Unterlassen erst zum nächsten Gewinnverwendungsbeschluss wirken lassen wollen, damit jedoch verkennen, dass eine Heilung eine ordnungsgemäße Nachholung voraussetzt; unzutreffend insoweit auch Fleischer, DB 2009, 1335, 1341.

<sup>1135</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 56.

vorübergehenden Ruhen, so dass die Ansprüche der §§ 58 IV, 271 AktG rückwirkend geltend gemacht werden können, wenn die Pflichterfüllung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist. Hierdurch wird dem Übermaßverbot Rechnung getragen, wobei die Beweislast dem anspruchstellenden Aktionär obliegt.

Ein Unterlassen i.S.d. Satz 2 liegt dabei auch bei einer relevanten Schlechterfüllung vor, da die Sanktion ansonsten in Bezug auf den Dividendenzahlungsanspruch zu leicht umgangen werden könnte.

Über den bei der Anwendung des Satz 2 zu gebrauchenden Vorsatzbegriff besteht hingegen Uneinigkeit. Unabhängig von dieser Streitfrage lässt ein Irrtum über die pflichtbegründenden Tatumstände den Vorsatz entfallen, sofern dieser nicht auf einer Vernachlässigung von Informationsbeschaffungspflichten oder einer mangelhaften Organisation beruht. Wenn der säumige Aktionär sich in der rechtlichen Beurteilung irrt, wird der Meinungsstreit über den Vorsatzbegriff allerdings entscheidungserheblich. Im Ergebnis ist dieser zu Gunsten des zivilrechtlichen Vorsatzbegriffs zu entscheiden, so dass bei einem fahrlässigen Rechtsirrtum kein Vorsatz vorliegt. Dies entspricht nicht nur dem Willen des Gesetzgebers, sondern auch der Gesetzessystematik. Nichtsdestotrotz muss sich der Aktionär fachkundig beraten lassen, wobei eine Auskunft der BaFin ein vorsätzliches Verhalten regelmäßig ausschließt. Bei juristischen Personen und Personengesellschaften reicht in analoger Anwendung des § 31 BGB der Vorsatz nur eines Mitglieds der Geschäftsleitung bzw. eines persönlich haftenden Gesellschafters aus. Rechtsanwälte und sonstige Dritte sind konsequenterweise als Verrichtungsgehilfen i.S.d. § 831 BGB einzuordnen.

Die Nachholung hat ordnungsgemäß und unverzüglich zu erfolgen.

#### **D. Das Nachwirken nach § 28 I Satz 3 und 4 WpHG**

##### **I. Zweck der Verschärfung**

Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist des § 28 Satz 1 WpHG gem. § 28 Satz 3 WpHG bei einer vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Verletzung der Mitteilungspflichten um sechs Monate. Dies gilt nach § 28 Satz 4 WpHG nicht, wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als

10 % des tatsächlichen Stimmrechtsanteils beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 WpHG genannten Schwellen unterlassen wird.

Durch § 28 Satz 3 WpHG wurde der Rechtsverlust mit dem Risikobegrenzungsge-  
setz damit in zeitlicher Hinsicht erheblich verschärft, um ein unbemerktes  
Anschleichen zu verhindern und die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen  
Meldepflichten zu verbessern.<sup>1136</sup> Vor dieser Verschärfung hatten öffentlich-  
keitsscheue Investoren die Möglichkeit, zwischen zwei Hauptversammlungen in  
aller Stille ein größeres Aktienpaket aufzubauen, ohne dass dies mit stimm- oder  
dividendenrechtlichen Konsequenzen für den nächsten Hauptversammlungs-  
termin verbunden war, sofern die Meldepflicht zum Stichtag erfüllt wurde und  
die Schwellenberührung nicht ausnahmsweise gleichzeitig eine Ad-hoc-Pflicht  
begründete.<sup>1137</sup> Dies galt selbst dann, wenn die Mitteilung so kurzfristig erfolgte,  
dass sie nicht mehr vor der Hauptversammlung veröffentlicht werden konnte.  
Die Möglichkeit, die Mitteilungspflichten mittels eines kalkulierten Rechtsbruchs  
zu umgehen, ist durch § 28 Satz 3 WpHG eingeschränkt worden.<sup>1138</sup>

## II. Konkrete Auswirkungen der Verschärfung

Im Falle des § 28 Satz 3 WpHG greift der Rechtsverlust nicht nur bis zu dem  
Zeitpunkt, zu dem der Aktionär seiner Mitteilungspflicht genügt, sondern  
darüber hinaus auch innerhalb der sechs auf den Zeitpunkt der Korrekturmeldung  
folgenden Monate.<sup>1139</sup> Die Berechnung der Sechsmonatsfrist erfolgt nach  
den §§ 187 I, 188 II BGB.<sup>1140</sup>

Aufgrund der Regierungsbegründung und der Äußerungen des Finanzausschusses  
ist allerdings streitig, ob die Verschärfung gleichfalls die Vermögensrechte

---

<sup>1136</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 8 f., 13.

<sup>1137</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27a f.; Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1969; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143; Vocke, BB 2009, 1600, 1600; Burgard, WM 2000, 611, 615; Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 8 f., 13. Kritisch zu diesem Vorhaben Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 6; Timmann/Birkholz, BB 2007, 2749, 2752, die auf die Bußgeldsanktion sowie Schadensersatzpflichten verweisen.

<sup>1138</sup> Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 3; Korff, AG 2008, 692, 697; Schanz, DB 2008, 1899, 1900; Diekmann/Merkner, NZG 2007, 921, 925; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143; Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340, 344. Die Autoren der letzten drei Beiträge gehen allerdings irrtümlicherweise davon aus, dass diese Möglichkeit nun nicht mehr bestehe.

<sup>1139</sup> Renz/Rippel, BKR 2008, 309, 314; dies., BKR 2009, 265, 272; Brandt, BKR 2008, 441, 444; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247; Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 13; fehlgehend Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 10.

<sup>1140</sup> Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 484.

des betroffenen Aktionärs erfasst.<sup>1141</sup> Die wohl h.M. ist der Ansicht, dass § 28 Satz 3 WpHG sich nur auf die Verwaltungsrechte des säumigen Aktionärs beziehe.<sup>1142</sup> Der Wortlaut spricht jedoch dafür, dass sich lediglich der Mitteilungsfehler auf die Stimmrechte beziehen muss.<sup>1143</sup> Der Wille des Gesetzgebers ist somit im Gesetz nicht zum Ausdruck gekommen.<sup>1144</sup> Deswegen liegt auch kein Verstoß gegen das Analogieverbot vor, sofern man entgegen der h.M. auch die Vermögensrechte des Aktionärs erfasst. Im Gegenteil, eher würde eine Verschönerung der Vermögensrechte dem Wortlaut widersprechen.<sup>1145</sup> Eine Auslegung dahingehend, fehlerhafte „Basisinformationen“ durch den Verlust der Vermögensrechte drastisch zu sanktionieren, scheint nach dem Telos der Verschärfung auch geboten, weil hierdurch nicht nur schwere Verstöße angemessen sanktioniert,<sup>1146</sup> sondern ebenso vermieden wird, dass im Falle geringer Verstöße schwerwiegende Rechtsfolgen eintreten.

Gegen das hier aufgezeigte Normverständnis kann auch nicht angeführt werden, dass die Gesellschaft dann erst einmal die Dividende zurückfordern müsse, um diese Transaktion nach Ablauf der Sechsmonatsfrist letztendlich wieder rückgängig zu machen.<sup>1147</sup> Auf den ersten Blick erscheint dieses Ergebnis in der Tat gewöhnungsbedürftig. Gleichwohl ist es zweckgerecht, da dem Aktionär auf der einen Seite mangels Vorsatzes die Dividende nicht endgültig entzogen werden darf und auf der anderen Seite die Heilungswirkung des § 28 Satz 2 WpHG durch den spezielleren § 28 Satz 3 WpHG modifiziert wird. Die sachgerechte Konse-

---

<sup>1141</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 13: „Der Rechtsverlust erfasst nur die Mitverwaltungsrechte, insbesondere das Stimmrecht, nicht die Vermögensrechte des Aktionärs, also insbesondere nicht den Dividendenanspruch.“ Vgl. zudem die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses BT-Drucks. 16/9778, S. 2 und den Bericht des Finanzausschusses BT-Drucks. 16/9821, S. 12, die von einem „Stimmrechtsentzug“ bzw. „Stimmrechtsverlust“ sprechen.

<sup>1142</sup> Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1969; Timmann/Birkholz, BB 2007, 2749, 2752; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1805; Vocke, BB 2009, 1600, 1605 f.; Chachulski, BKR 2010, 281, 281 f.; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 484, die eine einschränkende Auslegung für angebracht halten. Siehe auch Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 137 ff.; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 56 f., die durchweg nur vom Verlust des Stimmrechts sprechen. Offengelassen wird die Frage hingegen vom neuen Emittentenleitfaden, Kap. VIII. 2.10.2, vgl. Bedkowski, BB 2009, 1482, 1486.

<sup>1143</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27d f.; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 6; Vocke, BB 2009, 1600, 1605 f.

<sup>1144</sup> Wilsing/Goslar, DB 2007, 2467, 2471; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1805; Chachulski, BKR 2010, 281, 282; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 837; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247.

<sup>1145</sup> Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 977.

<sup>1146</sup> Anders Chachulski, BKR 2010, 281, 282, die meint, dass das gesetzgeberische Anliegen, das sog. Anschleichen zu verhindern, dafür spreche, nur die Verwaltungsrechte zu erfassen.

<sup>1147</sup> Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 977 f. Im Falle des Bezugsrechts (und anderer nicht privilegierter Vermögensrechte) besteht dieses „Problem“ entgegen der Autoren gar nicht, weil es beim Bezugsrecht allein darauf ankommt, ob zum Zeitpunkt des Kapitalerhöhungsbeschlusses „überhaupt“ die Sanktion des Rechtsverlusts eingetreten war.

quenz ist deshalb ein sechsmonatiger Zinsverlust. Zudem kann hierdurch gewährleistet werden, dass § 28 Satz 3 WpHG auf den weitaus wichtigeren Fall, dass der sich anschleichende Aktionär seine Pflichten unmittelbar vor der Hauptversammlung erfüllt, um nicht seiner Vermögensrechte endgültig verlustig zu gehen, angewendet werden kann.

Sofern man daneben in systematischer Hinsicht noch berücksichtigt, dass durch den nachwirkenden Verlust der Vermögensrechte eine Harmonisierung mit der Regelung des § 28 Satz 1 WpHG herbeigeführt wird, dürften keine Zweifel daran bestehen, dass eine einschränkende Auslegung abzulehnen ist. Die Verschärfung erfasst infolgedessen auch die Vermögensrechte des betroffenen Aktionärs.<sup>1148</sup>

### **III. Voraussetzungen des § 28 Satz 3 WpHG**

#### **1. Fehlerhafte Angabe der Beteiligungshöhe**

Die Anwendung des § 28 Satz 3 WpHG setzt zunächst einmal voraus, dass die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist. Die Mitteilung muss also hinsichtlich der angegebenen Beteiligungshöhe fehlerhaft sein. Damit ist der Gesamtstimmrechtsanteil des Meldepflichtigen gemeint, so dass fehlerhafte Angaben in Bezug auf zugerechnete Stimmrechte als unbeachtlich anzusehen sind, solange nur die Angabe des Gesamtstimmrechtsanteils zutrifft.<sup>1149</sup> Auf der anderen Seite bedeutet dies allerdings auch, dass sämtliche Konstellationen, in denen im Falle eines sog. Heraufmeldens ein zu hoher oder im Falle eines sog. Heruntermeldens ein zu niedriger Stimmrechtsanteil angegeben wird, von der Verschärfung des § 28 Satz 3 WpHG erfasst werden. Dies wird durch einen Umkehrschluss aus der Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG eindeutig bestätigt.<sup>1150</sup> Selbiges gilt für Fehler bei der Angabe des Zeitpunkts, zu dem die maßgebliche Schwelle berührt wurde. In diesen Fällen ist grundsätzlich ebenso die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen, sofern nicht ausnahmsweise nur eine unerhebliche

---

<sup>1148</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27d f.; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 6; Wilsing/Goslar, DB 2007, 2467, 2471; Segna, AG 2008, 311, 320; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247.

<sup>1149</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 6; Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63; Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 977; Vocke, BB 2009, 1600, 1604; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1804.

<sup>1150</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143; im Ergebnis ebenso Vocke, BB 2009, 1600, 1604.

Irreführung des Kapitalmarkts vorliegt.<sup>1151</sup> Wird die Mitteilung ganz unterlassen, so greift § 28 Satz 3 WpHG a fortiori ein.<sup>1152</sup>

Teilweise wird vertreten, dass eine fehlerhaft angegebene Meldeschwelle keinen zeitlich verschärften Rechtsverlust zur Folge habe.<sup>1153</sup> Dem kann aufgrund des Normzwecks der §§ 21 ff. WpHG nicht zugestimmt werden. In diesem Fall liegt nämlich eine mehrdeutige Meldung vor, so dass die Kapitalmarktteilnehmer auch bezüglich der Beteiligungshöhe in nicht unerheblicher Weise in die Irre geführt werden. Gleiches gilt für die Ansicht, dass eine fehlende Übermittlung der Mitteilung an die BaFin nicht die Rechtsfolge des § 28 Satz 3 auslöse,<sup>1154</sup> weil andernfalls eine der beiden gesetzlichen Mitteilungspflichten, welche unterschiedlichen Zwecken dienen, nicht angemessen sanktioniert würde.

Etwas anderes kann nach dem Normzweck jedoch abermals für offensichtliche Rechtschreibfehler gelten.<sup>1155</sup>

## **2. Grob fahrlässige Verletzung**

### **a. Maßstab**

Ein Nachwirken des Rechtsverlusts setzt ferner voraus, dass der Meldepflichtige seine Mitteilungspflichten zumindest grob fahrlässig verletzt hat. Auf diese Weise möchte der Gesetzgeber die Verhältnismäßigkeit der nachwirkenden Sanktion wahren.<sup>1156</sup> Grobe Fahrlässigkeit liegt vor, wenn der säumige Aktionär die im Verkehr übliche Sorgfalt in ungewöhnlich hohem Maße verletzt und ganz naheliegende Überlegungen nicht angestellt hat. Er muss demnach das nicht beachtet haben, was jedem hätte einleuchten müssen.<sup>1157</sup> Damit beinhaltet der

---

<sup>1151</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27e; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 139; a.A. Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 977; differenzierend Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63; Vocke, BB 2009, 1600, 1604; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247, die wenigstens berücksichtigen, ob die Mitteilung fristgerecht erfolgt ist; unzutreffend dagegen Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 8, der meint, dass bei einer verspäteten Meldung nicht die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen sei.

<sup>1152</sup> Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63; Scholz, AG 2009, 313, 314 (Fn. 11).

<sup>1153</sup> So im Ergebnis leider von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482, die aber nichtsdestotrotz richtigerweise grundsätzlich auf die Auswirkungen des Fehlers auf die Beteiligungstransparenz abstellen wollen; a.A. dagegen zu Recht Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 8.

<sup>1154</sup> Mülbert, FS K. Schmidt, 2009, 1219, 1225; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482.

<sup>1155</sup> Von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482.

<sup>1156</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 13. Vgl. ferner Wilsing/Goslar, DB 2007, 2467, 2470 f., die § 28 Satz 3 WpHG deshalb als zulässige Inhalts- und Schrankenbestimmung einstufen.

<sup>1157</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27h; MüKo/BGB-Grundmann, § 276 Rn. 94; Palandt-Heinrichs, § 277 Rn. 5; Staudinger-Löwisch/Caspers, § 276 Rn. 99; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1805; Korff,

Begriff auch eine hohe subjektive Vorwerfbarkeit,<sup>1158</sup> wobei stets auf die am Kapitalmarkt zu erwartende Sorgfalt abzustellen sein wird.<sup>1159</sup> Des Weiteren gilt es bei der Präzisierung dieser Maßstäbe, die gesetzgeberische Wertung, mittels § 28 Satz 3 WpHG Umgehungsversuche und kalkulierte Rechtsbrüche verhindern zu wollen, zu beachten. Auch bei der groben Fahrlässigkeit muss sich das Verschulden sowohl auf die relevanten Tatsachen als auch auf das Bewusstsein der Rechtswidrigkeit beziehen.<sup>1160</sup>

Meldepflichtige, welchen trotz eines ernsthaften Bemühens um rechtstreues Verhalten ein Verstoß unterlaufen ist, handeln deshalb nicht grob fahrlässig.<sup>1161</sup> Auf die Unkenntnis der Existenz der gesetzlichen Mitteilungspflichten können sich die Investoren jedoch wiederum nicht berufen. Ein ernsthaftes Bemühen wird darüber hinaus nur dann anzunehmen sein, sofern der pflichtige Aktionär einen Anwalt, der bereits im Kapitalmarktrecht beratend tätig geworden ist, sorgfältig ausgewählt und ordnungsgemäß überwacht hat.<sup>1162</sup> Selbige Wirkung kommt grundsätzlich einer Auskunft der BaFin zu. Dementsprechend werden auch Tatsachenirrtümer den Vorwurf der groben Fahrlässigkeit nur ausschließen, falls der pflichtvergessene Aktionär für eine angemessene Organisation gesorgt hat, die einen rechtzeitigen Informationsfluss gewährleistet.<sup>1163</sup> Sofern durch eine Kapitalmaßnahme eine Meldepflicht ausgelöst wird, wird sich der säumige Aktionär den Vorwurf der groben Fahrlässigkeit zumindest dann

---

AG 2008, 692, 697; Vocke, BB 2009, 1600, 1605; Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 978; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143; OLG Frankfurt a.M., BKR 2009, 82, 83; BGHZ 10, 14, 16; BGHZ 145, 337, 340.

<sup>1158</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27j; MüKo/BGB-Grundmann, § 276 Rn. 95, 104 ff.; Staudinger-Löwisch/Caspers, § 276 Rn. 100; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143; BGHZ 119, 147, 149. Vgl. auch BGH, NJW 1981, 1098, 1099, nach welchem der Rat eines Fachmanns die subjektive Vorwerfbarkeit (im Versicherungsrecht) regelmäßig ausschließt.

<sup>1159</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27j, der dies in Anlehnung an § 28 Satz 2 WpHG als kapitalmarktrechtlichen Fahrlässigkeitsbegriff bezeichnet.

<sup>1160</sup> Vocke, BB 2009, 1600, 1605.

<sup>1161</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 143 f.

<sup>1162</sup> Ähnlich Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 978; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1805; weniger streng Vocke, BB 2009, 1600, 1605, der es ausreichen lässt, wenn sich der Aktionär bei offenen, nicht ober- oder höchstgerichtlich geklärten Rechtsfragen einer beachtlichen Auffassung in der Rechtsprechung oder der Literatur anschließt.

<sup>1163</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27j; Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 9; Staudinger-Löwisch/Caspers, § 276 Rn. 102; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144; Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 978; Brandt, BKR 2008, 441, 444 (Fn. 18); zu streng wohl Korff, AG 2008, 692, 698, der beim Beteiligungserwerb durch den Meldepflichtigen oder dessen Tochterunternehmen davon ausgeht, dass den Aktionär „regelmäßig“ der Vorwurf der groben Fahrlässigkeit treffen wird. Einschränkend dagegen von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483.



gefallen lassen müssen, wenn er die Verursachung einer Mitteilungspflicht gar nicht in Erwägung gezogen hat.<sup>1164</sup>

### **b. Zeitpunkt**

Nach dem Gesetzeswortlaut muss den Meldepflichtigen der Vorwurf der groben Fahrlässigkeit zum Zeitpunkt der Pflichtverletzung treffen. Dies ist der Zeitpunkt, zu dem der Aktionär erstmals mit der Erfüllung der Mitteilungspflichten in Verzug gerät. Fraglich ist in diesem Kontext, ob davon ausgegangen werden kann, dass sich ein einfacher Rechtsverlust zu einem nachwirkenden Rechtsverlust aufschwingt, sofern der Aktionär im Anschluss an die Aufdeckung des Meldefehlers die Nachmeldung grob fahrlässig verzögert.<sup>1165</sup> Der Telos des Rechtsverlusts legt dies sicherlich nahe, weil den Aktionär in dieser Konstellation ein größerer Unrechtsvorwurf trifft. Dennoch ist ein solches Normverständnis nicht zutreffend. Es gilt insofern zu berücksichtigen, dass der Aktionär zum Zeitpunkt der erstmaligen Pflichtverletzung lediglich fahrlässig gehandelt hat. Allein dieser Zeitpunkt ist entscheidend. Eine Anknüpfung an die verzögerte Nachholung würde eine unzulässige Analogie darstellen.<sup>1166</sup> Auch der Vergleich mit § 28 Satz 2 WpHG überzeugt nicht, da die rechtzeitige Nachholung im Rahmen der Ausnahmeregelung eine vom pflichtvergessenen Aktionär zu beweisende Tatbestandsvoraussetzung darstellt.

Für die in § 28 Satz 2 WpHG privilegierten Vermögensrechte ist zusätzlich allerdings immer zu beachten, dass diese nur endgültig verloren gehen, wenn die Mitteilung vorsätzlich unterlassen wurde oder nicht unverzüglich nachgeholt worden ist.<sup>1167</sup>

### **3. Beweislast**

Die Beweislast für den verlängerten Rechtsverlust trifft denjenigen, der sich auf die Rechtsfolgen des § 28 Satz 3 WpHG beruft.<sup>1168</sup>

---

<sup>1164</sup> Von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 483; Korff, AG 2008, 692, 698, der zudem darauf hinweist, dass es bei der Ausnutzung von genehmigtem oder bedingtem Kapital auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung ankommt.

<sup>1165</sup> Dafür Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27i; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 145 (Letztere unter Verweis auf Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 500, die dies im Rahmen des § 28 Satz 2 WpHG annehmen).

<sup>1166</sup> Ähnlich hinsichtlich der Nichtanwendung des § 28 WpHG auf § 25 WpHG Brandt, BKR 2008, 441, 444.

<sup>1167</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 6; Korff, AG 2008, 692, 698.

<sup>1168</sup> Von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 485 f.; Vocke, BB 2009, 1600, 1604.

#### IV. Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG

Die Verschärfung des Satz 3 greift jedoch gem. § 28 Satz 4 WpHG nicht, wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als 10 % des tatsächlichen Stimmrechtsanteils<sup>1169</sup> beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 WpHG genannten Schwellen unterlassen wird, wobei es im Hinblick auf die Beteiligungstransparenz „grundsätzlich“ ausreicht, wenn die zuletzt berührte Schwelle gemeldet worden ist.<sup>1170</sup> Diese Einschränkung wurde erst aufgrund der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses in das Gesetz aufgenommen und soll wiederum der Wahrung der Verhältnismäßigkeit dienen.<sup>1171</sup>

Bei der Handhabung der Bagatellregelung sind der aktuelle Stimmrechtsanteil und der mitgeteilte Stimmrechtsanteil miteinander zu vergleichen.<sup>1172</sup> Ergibt sich eine Differenz von weniger als 10 % und ist die aktuelle Meldeschwelle korrekt gemeldet, so greift die Bagatellregelung ein. Dies ist das einzig plausible Normverständnis, weil die Abweichung des tatsächlichen bzw. aktuellen Stimmrechtsanteils vom gemeldeten Stimmrechtsanteil das Korrelat zur Irreführung des Kapitalmarkts darstellt, deren Sanktionierung der Rechtsverlust dient.

Unklar ist allerdings, ob die Berechnung der prozentualen Abweichung vom gemeldeten oder vom tatsächlichen Stimmrechtsanteil auszugehen hat.<sup>1173</sup> Der Wortlaut des § 28 Satz 4 WpHG legt nahe, auf den tatsächlichen Stimmrechtsanteil abzustellen.<sup>1174</sup> Hierfür spricht auch der Bericht des Finanzausschusses.<sup>1175</sup>

---

<sup>1169</sup> Bei der Berechnung des tatsächlichen Stimmrechtsanteils stellt sich wiederum das Problem, ob der Aktionär sich auf die vom Emittenten veröffentlichte Gesamtzahl verlassen darf, vgl. hierzu Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1249, der für § 28 Satz 4 WpHG sogar vorschlägt, zu Gunsten des Aktionärs stets auf den höheren Betrag abzustellen.

<sup>1170</sup> Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 485; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1804; Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63; a.A. Korff, AG 2008, 692, 697 (alle Schwellen); unzutreffend auch Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1250, der nur verlangt, dass überhaupt eine der in § 21 I WpHG genannten Schwellen gemeldet wird.

<sup>1171</sup> Bericht des Finanzausschusses BT-Drucks. 16/9821, S. 12.

<sup>1172</sup> Korff, AG 2008, 692, 697; Brandt, BKR 2008, 441, 444; König, BB 2008, 1910, 1913; Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1969; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 484; Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63; fehlgehend Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27k, der meint, dass die Abweichung nur bei 4 % liege, sofern der Aktionär statt 7 % lediglich 3 % melde. Diese Lösung wäre nur richtig, wenn das Gesetz von Prozentpunkten sprechen würde.

<sup>1173</sup> Diese Frage wurde im Schrifttum bis jetzt vernachlässigt. Die Autoren gehen wohl davon aus, dass aufgrund des Wortlauts auf den tatsächlichen Stimmrechtsanteil abzustellen ist, vgl. Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63; Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 838.

<sup>1174</sup> Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1250.

Diese Auslegung würde jedoch denjenigen Aktionär bevorzugen, der einen zu geringen Stimmrechtsanteil meldet. Damit würde das Anliegen des Gesetzgebers, ein unbemerktes Anschleichen zu verhindern, geradezu konterkariert. Deshalb sollte bei der Berechnung zu Gunsten des Aktionärs stets auf den höheren Wert des gemeldeten und des tatsächlichen Stimmrechtsanteils abgestellt werden. Eine nennenswerte Beeinträchtigung der Sanktionswirkung geht hiermit nicht einher.<sup>1176</sup> Vielmehr ist davon auszugehen, dass der Anwendungsbereich der Bagatellregelung aufgrund der bereits vorhandenen tatbestandlichen Einschränkungen des Rechtsverlusts gering bleiben wird.<sup>1177</sup>

Darüber hinaus ist der Wortlaut insofern missglückt, als dass die vorangegangene Mitteilung nicht unrichtig gewesen sein muss, sondern § 28 Satz 4 WpHG vielmehr auch eingreift, wenn eine vorangegangene richtige Stimmrechtsmitteilung aufgrund einer Veränderung des Aktienbestandes nicht mehr den tatsächlichen Verhältnissen entspricht.<sup>1178</sup> Voraussetzung für die Anwendung des § 28 Satz 4 WpHG ist somit lediglich, dass vor der Korrekturmeldung eine fehlerhafte Mitteilung abgegeben oder eine richtige Mitteilung fehlerhaft geworden ist, da andernfalls keine Mitteilung vorliegt, die als Vergleichsgröße herangezogen werden kann.

Bezüglich der Korrekturmeldung genügt es im Hinblick auf die Beteiligungstransparenz auch im Rahmen des § 28 Satz 4 WpHG, wenn der säumige Aktionär die letzte erforderliche Mitteilung ordnungsgemäß nachgeholt hat.<sup>1179</sup> Dies nützt diesem aber freilich wenig, wenn er vor der Korrekturmeldung eine Schwellenberührung nicht gemeldet hat. Der oben genannte Grundsatz, dass es dabei auf die zuletzt berührte Schwelle ankommt, würde es dem Aktionär jedoch ermöglichen, dem verlängerten Rechtsverlust dadurch zu entgehen, dass er einfach weitere Schwellen überschreitet und die zuletzt überschrittene Schwelle sodann unverzüglich meldet. Dieses Ergebnis wäre mehr als verwunderlich, da ein

---

<sup>1175</sup> Bericht des Finanzausschusses BT-Drucks. 16/9821, S. 13: „Bei geringfügigen Abweichungen von weniger als 10 % der richtigen Stimmrechtshöhe“.

<sup>1176</sup> So auch Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1250, der ferner anführt, dass es sich beim verlängerten Rechtsverlust um eine eng auszulegende Ausnahmenvorschrift handele. Genau genommen handelt es sich allerdings bei § 28 Satz 4 WpHG selbst um eine Ausnahme.

<sup>1177</sup> So zutreffend Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 838.

<sup>1178</sup> Korff, AG 2008, 692, 697; a.A. wohl Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 11; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 484.

<sup>1179</sup> Siehe nur Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 271; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1249; differenzierend Chachulski, BKR 2010, 281, 282; a.A. Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 979.

bewusstes Anschleichen so nicht verhindert würde.<sup>1180</sup> Das hier vertretene Normverständnis ist deswegen dahingehend zu präzisieren, dass die nach § 28 Satz 4 WpHG gemeldete Schwellenberührung auch in Zusammenhang mit der fehlerhaften Mitteilung des Aktionärs gestanden haben muss.<sup>1181</sup> Der Wortlaut ist insofern wiederum missglückt.

Ebenso hindert die Tatsache, dass der Aktionär vorsätzlich gegen die Mitteilungspflichten verstoßen hat, die Anwendung der Bagatellregelung nicht.<sup>1182</sup> Die Beweislast für das Vorliegen der Voraussetzungen der Bagatellklausel trägt allerdings der Meldepflichtige.<sup>1183</sup>

## V. Behandlung von Altfällen

Fraglich ist darüber hinaus, ob § 28 Satz 3 WpHG auch auf Meldeverstöße angewendet werden darf, die bereits vor Inkrafttreten des Risikobegrenzungs-gesetzes eingetreten sind.<sup>1184</sup> Der Wortlaut der Norm legt nahe, diese auch auf sog. Altfälle anzuwenden, da er nicht danach unterscheidet, wann der Melde-verstoß eingetreten ist. Eine zeitliche Komponente enthält § 28 Satz 3 WpHG nur in Bezug auf die Dauer des Nachwirkens. Für ein solches Verständnis der Norm streitet ferner die Tatsache, dass es, anders als bei den Neuregelungen der §§ 25, 27 a WpHG, bezüglich des geänderten § 28 WpHG an einer Übergangsre-gelung fehlt.<sup>1185</sup> Zuletzt spricht auch der Telos der Erweiterung dafür, diese auf Altfälle anzuwenden.<sup>1186</sup>

Nichtsdestotrotz begegnet eine derartige Anwendung Zweifeln. Sie würde eine Verschärfung der Rechtsfolgen zu einem Zeitpunkt bewirken, zu dem der Meldeverstoß bereits eingetreten ist. Hierbei handelt es sich um eine sog. unechte Rückwirkung, d.h. eine Rückwirkung, die sich auf einen noch nicht abgeschlossenen Sachverhalt bezieht. Entscheidend ist deshalb, ob für den Rechtsverlust nur das allgemeine Rückwirkungsverbot des Art. 20 GG oder das spezielle Rückwirkungsverbot des Art. 103 II GG gilt. Art. 20 GG steht nämlich

---

<sup>1180</sup> Chachulski, BKR 2010, 281, 282; zweifelnd deshalb auch Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 979.

<sup>1181</sup> Ähnlich nun neuerdings auch Chachulski, BKR 2010, 281, 282 f.

<sup>1182</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27k; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 485.

<sup>1183</sup> Vocke, BB 2009, 1600, 1605, welcher die praktische Bedeutung aufgrund der hohen Hürden als gering einstuft.

<sup>1184</sup> Dafür Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 978 f.; dagegen Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 486; nicht eindeutig Korff, AG 2008, 692, 699.

<sup>1185</sup> Korff, AG 2008, 692, 699; Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 978.

<sup>1186</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144.

unechten Rückwirkungen nicht entgegen. Würde aber Art. 103 II GG Anwendung finden, so wäre auch eine unechte Rückwirkung unzulässig.<sup>1187</sup> Da sich auch der Begriff der Strafe i.S.d. Art. 103 II GG nicht auf Kriminalstrafen beschränkt, muss im Ergebnis abermals dem strafähnlichen Charakter des Rechtsverlusts Rechnung getragen werden. § 28 WpHG ist aus diesem Grunde dem speziellen Rückwirkungsverbot zu unterstellen.<sup>1188</sup> Für dieses Ergebnis spricht letztendlich auch, dass einem verschärften Rechtsverlust im Falle einer rückwirkenden Anwendung gar keine generalpräventive Wirkung zukäme.<sup>1189</sup> Eine Anwendung des § 28 Satz 3 WpHG auf sog. Altfälle scheidet deswegen aus.

## **VI. Zusammenfassung**

Der durch das Risikobegrenzungsgesetz eingeführte § 28 Satz 3 WpHG verlängert den Rechtsverlust um sechs Monate ab dem Zeitpunkt der Korrekturmeldung. Hierdurch soll verhindert werden, dass Investoren zwischen zwei Hauptversammlungen ihre Mitteilungspflichten nicht erfüllen, ohne stimm- oder dividendenrechtliche Konsequenzen fürchten zu müssen.

Die Verschärfung erfasst entgegen der Gesetzesmaterialien und vieler Stimmen in der Literatur auch die Vermögensrechte des betroffenen Aktionärs. Die Pflichtverletzung muss sich allerdings auf die Höhe des Stimmrechtsanteils beziehen und zumindest grob fahrlässig erfolgt sein. Letzteres ist z.B. der Fall, wenn der säumige Aktionär keinen fachkundigen Rat eingeholt oder nicht für eine angemessene Organisation gesorgt hat. Der Vorwurf der groben Fahrlässigkeit muss den Aktionär jedoch schon zu dem Zeitpunkt treffen, zu dem er mit der Erfüllung der Mitteilungspflichten erstmals in Verzug gerät.

Die Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG ist nach dem Zweck der Publizitätsvorschriften so zu verstehen, dass die Verschärfung nicht eingreift, sofern die Abweichung des zuletzt gemeldeten Anteils vom aktuellen Stimmrechtsanteil weniger als 10 % beträgt und der säumige Aktionär die in Zusammenhang mit dieser Pflichtverletzung zuletzt berührte Meldeschwelle gemeldet hat. Selbiges gilt, wenn der Verstoß bereits vor Inkrafttreten des Risikobegrenzungsgesetzes

---

<sup>1187</sup> Maunz/Dürig-Schmid-Aßmann, Art. 103 GG Rn. 235 ff.; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144.

<sup>1188</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 144 unter Verweis auf BVerfG, NJW 1969, 2192, 2194.

Unzutreffend Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 979, die eine Rückwirkung verneinen, da der Pflichtige jeden Tag aufs Neue gegen die §§ 21 ff. WpHG verstoße.

<sup>1189</sup> So in Bezug auf Art. 20 IVbis BEHG Schenker, S. 191 f.

eingetreten ist (sog. Altfälle), weil wegen des strafähnlichen Charakters des Rechtsverlusts das spezielle Rückwirkungsverbot des Art. 103 II GG zu beachten ist. Bei der im Rahmen des § 28 Satz 4 WpHG anzustellenden Berechnung ist zu Gunsten des Aktionärs stets auf den höheren Wert des gemeldeten und des tatsächlichen Stimmrechtsanteils abzustellen.

## **E. Exkurs: Erwerbs- und Veräußerungsverbot**

### **I. Kein ausdrückliches Verbot in WpHG und WpÜG**

Weder das WpHG noch das WpÜG enthalten ein Erwerbs- oder Veräußerungsverbot.<sup>1190</sup> Der Aktionär ist deshalb grundsätzlich nicht gehindert, weitere Aktien des Emittenten zu erwerben oder zu veräußern. Diese Lücke wird aber durch das Insiderrecht geschlossen. Nach § 14 I Nr. 1 WpHG i.V.m. § 38 I Nr. 1 WpHG ist es nämlich unter Androhung einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren verboten, Insiderpapiere unter Verwendung einer Insiderinformation zu erwerben oder zu veräußern. Dabei gilt es allerdings zu differenzieren.

### **II. Insiderinformation**

Schon die Frage, ob auch der vom Aktionär gefasste Entschluss zum Erwerb oder zur Veräußerung der Aktien eine Insiderinformation i.S.d. § 13 I WpHG darstellt, wird zum Teil verneint, da eine vom Aktionär selbstgeschaffene Information vorliege.<sup>1191</sup> Unabhängig von der Beantwortung dieser Frage wird in diesem Fall aber jedenfalls keine verbotene Verwendung durch den Aktionär vorliegen.<sup>1192</sup>

Von diesem Entschluss gilt es, die Schwellenberührung bzw. die Kontrollerlangung zu unterscheiden. Das Erreichen, Über- oder Unterschreiten einer Melde-schwelle wird regelmäßig eine Insiderinformation darstellen.<sup>1193</sup> Selbiges gilt für

---

<sup>1190</sup> De lege ferenda für ein solches Verbot Burgard, AG 1992, 41, 53.

<sup>1191</sup> Zum heutigen Begriff der Insiderinformation Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 74; a.A. neuerdings Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 630; Assmann, ZHR 172 (2008), 635, 656 f. unter Verweis auf EuGH, EuZW 2007, 572, Tz. 33 (Georgakis); zum früheren Begriff der Insidertatsache Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 58.

<sup>1192</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 74; Assmann, ZHR 172 (2008), 635, 657; Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 630 f.; zum früheren Begriff der Ausnutzung Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 18 f.; Wastl, NZG 2000, 505, 511; Caspari, ZGR 1994, 530, 542; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 47.

<sup>1193</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 75 (insbesondere bei 10 und 25 %); KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 85; Cascante/Topf, AG 2009, 53, 57 (ab 10 %); zum früheren Begriff der Insidertatsache Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 58; Burgard, WM 2000, 611, 615; Caspari, ZGR 1994, 530, 542 f.; Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126, 2129 f. (ab 25 %).

die Kontrollerlangung.<sup>1194</sup> Die Ansicht, nach welcher die Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung in der Regel nicht vorliege,<sup>1195</sup> überzeugt nicht, da sich der aus der Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten ergebende Rechtsverlust auf die vermögensrechtlichen Belange der anderen Aktionäre erheblich auswirkt. Insofern kann davon ausgegangen werden, dass ein verständiger Anleger diese Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, mithin ein Kaufanreiz gegeben ist und das Geschäft dem Anleger lohnend erscheinen wird.<sup>1196</sup>

### III. Verwendung

Gegen eine Anwendung des Insiderhandelsverbots wird von der h.M. jedoch angeführt, dass der Aktionär nicht unter Verwendung der Information, sondern nur in Ausführung seines eigenen, vorgefassten Erwerbsentschlusses handeln würde.<sup>1197</sup> Ob es einer so verstandenen Kausalität überhaupt bedarf, ist nach dem Austausch des Tatbestandsmerkmals „ausnutzen“ gegen das Wort „verwenden“ allerdings mehr als zweifelhaft.<sup>1198</sup> Hierdurch sollte verdeutlicht werden, dass ein subjektiv ausgerichtetes Handeln nicht verlangt wird und es vielmehr ausreicht, wenn der Täter auch die Insiderinformation in sein Handeln mit einfließen lässt.<sup>1199</sup> Entscheidend ist nach dem Normzweck deshalb, ob das geldwerte Wissen als ungerechtfertigter Sondervorteil einzustufen ist.<sup>1200</sup> Dem

---

<sup>1194</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 29; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 84; zum früheren Begriff der Insidertatsache Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 33; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 82.

<sup>1195</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 51.

<sup>1196</sup> Zur Konkretisierung des Begriffs der Eignung zur Preisbeeinflussung kurz und treffend Emittentenleitfaden, Kap. III. 2.1.4.

<sup>1197</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 51; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 84; Henn/AktR-Sprecht-Jonen/Wuntke, Kap. 13 Rn. 273; zum früheren Begriff der Ausnutzung Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 33; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 82; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 54; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 35 Rn. 307; Habersack/Mülbert/Schlitt-Riehmer, § 15 Rn. 48; differenzierend dagegen Vaupel/Uhl, WM 2003, 2126, 2130 f., die nur bei einem Verstoß gegen § 35 WpÜG ein Ausnutzen für gegeben halten, da andernfalls die Erwartung einer Prämienzahlung reine Spekulation sei.

<sup>1198</sup> Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 629 m.w.N.

<sup>1199</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 15/3174, S. 34; sog. psychisch vermittelte Kausalität, vgl. Cascante/Bingel, AG 2009, 894, 899; noch weitergehend neuerdings EuGH, NZG 2010, 107, 111 Tz. 62, nach dem die Tatsache, dass ein Primärinsider, der über eine Insiderinformation verfügt, eine Transaktion tätigt, auf welche sich die Information bezieht, die Nutzung derselbigen - in deutscher Terminologie deren Verwendung - im Sinne einer widerleglichen Vermutung impliziert; kritisch zuletzt Nietsch, ZHR 174 (2010), 556, 562 ff. Die Anwendung dieser Rspr. begegnet in der vorliegenden Konstellation aber schon deshalb Zweifeln, weil fraglich ist, ob der pflichtvergessene Aktionär aufgrund seiner Beteiligung über die Insiderinformation verfügt oder ob es sich nicht vielmehr um einen Fall rein privater Kenntniserlangung handelt, vgl. hierzu Fuchs-Waßmer, § 38 Rn. 19.

<sup>1200</sup> Bachmann, ZHR 172 (2008), 597, 629; Nietsch, ZHR 174 (2010), 556, 581; EuGH, NZG 2010, 107, 111 Tz. 52.

Einwand, dass die Pflichtverletzung nicht der relevante Umstand sei,<sup>1201</sup> ist somit die Grundlage entzogen worden. Die Aktionäre, die vorsätzlich ihre kapitalmarktrechtlichen Pflichten missachtet haben, handeln nämlich gleichfalls in Kenntnis ihrer Pflichtverletzung und des Rechtsverlusts, so dass konsequenterweise das Verbot, in Kenntnis einer noch nicht veröffentlichten Schwellenberührung oder Kontrollerlangung und des dadurch eingetretenen Rechtsverlusts eine Beteiligung zu erwerben, eingreift.<sup>1202</sup> Dies entspricht auch dem Normzweck der §§ 21 ff. WpHG, die dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegenwirken sollen. Andernfalls bestünde nämlich die Gefahr, dass die übrigen Aktionäre Transaktionen abschließen, obwohl sie hinsichtlich der wahren Beteiligungshöhe und des mittlerweile eingetretenen Rechtsverlusts einem Informationsdefizit unterliegen.

### **3. Teil: Analyse des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts und daraus folgende Reformvorschläge**

#### **Kapitel 5: Analyse der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG**

##### **A. Untersuchungsbedarf**

Das Gesetz ist mit Abstand das wichtigste Steuerungselement der Politik. Eine Gesetzesfolgenabschätzung, in der neben den Bürokratiekosten auch die positiven und negativen Regulierungseffekte quantifiziert werden, wird deshalb insbesondere im Wirtschaftsrecht immer wichtiger, um die Erreichung des Gesetzeszwecks sicherzustellen, etwaige Zielkonflikte aufzudecken und unerwünschte Nebenfolgen zu vermeiden.<sup>1203</sup> Welche negativen Regulierungseffekte beim kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust auszumachen sind und welche positiven Regulierungseffekte die Regelungen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG vermissen lassen, soll daher Gegenstand der nachfolgenden Überlegungen sein. Im nächsten Kapitel werden hieran anknüpfend entsprechende Reformvorschläge unterbreitet, welche zugleich den Abschluss der Untersuchung darstellen sollen.

---

<sup>1201</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 59.

<sup>1202</sup> Zutreffend Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 29; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 6; Cascante/Topf, AG 2009, 53, 57; Cascante/Bingel, AG 2009, 894, 899 (jeweils zu §§ 21 ff. WpHG). Zum alten Insiderrecht bezüglich der §§ 21 ff. WpHG ebenso Caspari, ZGR 1994, 530, 542 f.; Wastl, NZG 2000, 505, 511.

<sup>1203</sup> Ennuschat, DVBL 2004, 986, 986, 992 f.; Fleischer, FS von Rosen, 2008, S. 595, 601 f., 610.



## **B. Der Zielkonflikt beim Rechtsverlust**

### **I. Einführung**

Auf der einen Seite soll der pflichtvergessene Aktionär, um die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu wahren, mittels der Sanktion des Rechtsverlusts möglichst effektiv angehalten werden, seinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten ordnungsgemäß nachzukommen. Gleichwohl haben die Gesellschaft und die pflichtbewussten Aktionäre nicht das geringste Interesse daran, dass sich der Rechtsverlust mittelbar auch zu ihrem Nachteil auswirkt. Der Gesetzgeber sieht sich deswegen zunehmend einem Zielkonflikt ausgesetzt,<sup>1204</sup> welcher durchaus kontroverse Diskussionen über die dogmatische Konzeption des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts auszulösen vermag.

### **II. Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen**

#### **1. Das Anfechtungsrisiko und seine Auswirkungen auf eintragungsbedürftige Hauptversammlungsbeschlüsse**

Besonders deutlich wird dieser Konflikt im Falle des Stimmrechtsverlusts. Auf der einen Seite sorgt dieser dafür, dass dem Aktionär sein unternehmerischer Einfluss entzogen wird. Auf der anderen Seite sind aufgrund des Stimmrechtsverlusts eventuell Hauptversammlungsbeschlüsse bezüglich wichtiger Strukturmaßnahmen, die auf einer Mitwirkung des betroffenen Aktionärs beruhen, anfechtbar und damit in ihrer Wirksamkeit gefährdet. Dies kann i.V.m. einer formalen oder faktischen Registersperre (§ 127 FGG) zu schwer kalkulierbaren Verzögerungen bei der Umsetzung dieser Strukturmaßnahmen führen. Der daraus für die Gesellschaft leider resultierende wirtschaftliche Schaden wirkt sich naturgemäß auch zum Nachteil der übrigen Aktionäre aus.<sup>1205</sup> Ein Dilemma, welches sich dadurch verschärft, dass die Gesellschaft unter Umständen auf die

---

<sup>1204</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 8 f.; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 137 (zu § 28 WpHG).

<sup>1205</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 3; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 8 f., der der BaFin deshalb Feststellungsbefugnisse in Bezug auf die Kontrollerlangung und die Pflichterfüllung einräumen will; weitergehend Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1329 f., die vorschlagen, von einer ex lege eintretenden Sanktion Abstand zu nehmen und den Rechtsverlust nur eintreten zu lassen, wenn die BaFin oder ein Gericht ihn nach Prüfung des Einzelfalls tatsächlich anordnen. Siehe zudem zur Hebelwirkung des Erfordernisses der Registereintragung Hüffer/AktG, § 243 Rn. 51 ff.; Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1629, 1630; Mayrhofer/Sidhu, FS Spiegelberger, 2009, S. 845, 847.

Stimmen des Aktionärs angewiesen ist, um die Strukturmaßnahme beschließen zu können.<sup>1206</sup>

Der Beweis obliegt hierbei allerdings dem Anfechtungskläger. Dieser hat schlüssige Tatsachen vorzutragen, aus denen sich die Nichterfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten und die Relevanz des Rechtsverlusts für das Beschlussergebnis ergeben. Behauptungen ins Blaue hinein genügen dem nicht, auch wenn der Anfechtungskläger häufig keinen genauen Einblick in die Aktientransaktionen und die Strukturen des säumigen Aktionärs hat. Eine Beweislastumkehr ist ebenso nicht gerechtfertigt, da eine solche nur in Extremfällen in Betracht kommt und der derzeitigen Gesetzeslage widersprechen würde.<sup>1207</sup> Gelingt dieser Vortrag dem Aktionär jedoch, so hat die Gesellschaft etwaige subjektive Umstände, die einen Rechtsverlust ausschließen, oder Tatsachen, nach denen die Teilnahme des Aktionärs an der Hauptversammlung keine Auswirkungen auf das Beschlussergebnis hatte, nachzuweisen.<sup>1208</sup>

Trotz der tatbestandlichen Einschränkungen des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts und der gerade behandelten Beweislastverteilung ist das Anfechtungsrisiko keinesfalls als gering einzustufen.<sup>1209</sup> Vielmehr gehört die fehlende Stimmberechtigung aufgrund eines Verstoßes gegen Meldepflichten nach einer empirischen Untersuchung zu den am häufigsten vorgebrachten Anfechtungsgründen.<sup>1210</sup> Hauptursache hierfür sind die vielen Anwendungsprobleme, welche

---

<sup>1206</sup> So zuletzt Vocke, BB 2009, 1600, 1606 f.; Siemers, S. 213.

<sup>1207</sup> OLG Düsseldorf, AG 2009, 40, 42; OLG Düsseldorf, AG 2010, 711, 712 f.; OLG Stuttgart, AG 2009, 124, 127 ff. (jeweils im Kontext des § 28 WpHG); BGH, AG 2006, 501, 503 (zu § 20 VII AktG), die allenfalls eine sekundäre Darlegungslast annehmen wollen. Fehlgehend LG Köln, AG 2008, 336, 338; OLG Dresden, BB 2005, 680, 682, das eine Beweislastumkehr für den Fall zulässt, dass die Beteiligung durch die Gesellschaft nicht veröffentlicht wurde.

<sup>1208</sup> Siehe zur Beweislast allgemein Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 39; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 89; GK-Windbichler, § 20 Rn. 87; Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 36; Happ, FS K. Schmidt, 2009, S. 545, 557 ff.; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 485; Schockenhoff/Schumann, ZGR 2005, 568, 595 f.; Siemers, S. 181; aus der Rspr. OLG Oldenburg, AG 1994, 415, 416 (zu § 20 VII AktG); OLG Stuttgart, AG 2009, 124, 127 ff.; OLG Düsseldorf, AG 2006, 202, 205 (beide zu § 28 WpHG).

<sup>1209</sup> So aber Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 29; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 88; König/Römer, NZG 2004, 944, 945 (Fn. 3); Butzke/HV, E Rn. 48, die auf das Widerspruchserfordernis, die kurze Anfechtungsfrist und die Schwierigkeit, von dem Anfechtungstatbestand Kenntnis zu erlangen, verweisen. Vgl. in Bezug auf § 20 VII AktG MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 56; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 81; Tiling, AG 1968, 95, 96; Burgard, S. 59. In Wahrheit stellen sich diese Probleme jedoch wohl eher in Bezug auf die Aktionäre, welche mit der Anfechtungsklage „redliche“ Interessen verfolgen, vgl. Siemers, S. 180 f.

<sup>1210</sup> Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1629, 1640 f. Vgl. auch Happ, JZ 1994, 240, 244, der diese Gefahr bereits vor Erlass des WpHG erkannt hat. Zurückhaltender neuerdings Flume, Der Konzern 2009, 385, 387 f., der jedoch verschweigt, dass es den Anfechtungsklägern vornehmlich auf die Hebelwirkung ankommt.

insbesondere bei den Zurechnungsvorschriften auftreten,<sup>1211</sup> größtenteils bisher nicht höchstrichterlich geklärt sind<sup>1212</sup> und in räuberischen Aktionären die Hoffnung wecken, mit ihrer Anfechtungsklage erfolgreich zu sein bzw. durch die Klage großen Druck auf die Gesellschaft ausüben zu können.<sup>1213</sup> Einem nennenswerten Kostenrisiko sind die Kläger hierbei nicht ausgesetzt.<sup>1214</sup> Die Anfechtungsgefahr hat sich darüber hinaus mit der Änderung des § 28 WpHG durch das Risikobegrenzungs-gesetz zuletzt sogar noch vergrößert.<sup>1215</sup> Künftig wird nicht nur darüber gestritten werden, ob eine Meldepflicht bestand und diese korrekt erfüllt wurde, sondern auch darüber, ob die Mitteilung zumindest grob fahrlässig unterlassen wurde. Dies ist in Anbetracht der Abgrenzungsschwierigkeiten bezüglich des Begriffs der groben Fahrlässigkeit höchst problematisch.<sup>1216</sup> Zudem ist eine vorsorgliche Korrektur im Vorfeld der Hauptversammlung im Falle des § 28 Satz 3 WpHG nicht mehr möglich.

Die Anfechtung der besagten Beschlüsse ist dabei aus der Sicht des Emittenten vornehmlich dann gefährlich, wenn eine Eintragung ins Handelsregister erforderlich ist, um dem Beschluss zur Wirksamkeit zu verhelfen (vgl. §§ 181 III oder 294 II AktG). Der Registerrichter wird in diesen Fällen nämlich die Eintragung ablehnen, sofern von der Gesellschaft eine erforderliche Negativformulierung nicht beigebracht wurde. Ist eine solche nicht erforderlich, so wird er das

---

<sup>1211</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 3; Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; Veil, ZHR 175 (2011), 83, 87 f.; Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2008, 60, 61; Liebscher, ZIP 2002, 1005; Hofmann-Becking, DB Status:Recht 2008, 19, 20; Manz/AG-Suß/Thies, Rn. 1710; Starke, S. 253; exemplarisch für die Komplexität der zu entscheidenden Sachverhalte LG München, AG 2005, 52, 53.

<sup>1212</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 3, die dies in Bezug auf das Verschuldenserfordernis sehr kritisch sehen. Siehe ferner Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 17; Veil, ZHR 175 (2011), 83, 88, 93 f., 96; Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340, 344; Mülbart, FS K. Schmidt, 2009, S. 1219, 1225, die jeweils auch auf das Risiko divergierender Gerichtsentscheidungen aufmerksam machen.

<sup>1213</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 8; Hofmann-Becking, DB Status:Recht 2008, 19, 20; Happ, FS K. Schmidt, 2009, S. 545, 548 f.; Brandt, BKR 2008, 441, 444.

<sup>1214</sup> Siemers, S. 313; zu der in diesem Zusammenhang an Bedeutung gewinnenden Haftung der Aktionäre für missbräuchliche Anfechtungsklagen siehe aktuell LG Hamburg, ZIP 2009, 1960; OLG Frankfurt a.M., AG 2009, 200, dessen Entscheidung nunmehr durch den BGH bestätigt wurde, vgl. AG Report 2010, R407; restriktiver neuerdings allerdings KG, ZIP 2011, 123.

<sup>1215</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang auch Handelsrechtsausschuss des DAV, NZG 2008, 60, 61; Marsch-Barner, DB Status:Recht 2009, 37, 37; Arnold, AG Report 2007, R460, R460 f.; Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1969; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247 f.; Hofmann-Becking, DB Status:Recht 2008, 19, 20; Eidenmüller, DStR 2007, 2116, 2119 f., der die nunmehr geltenden Fassungen als gefundenes Fressen für räuberische Aktionäre bezeichnet. Überaus kritisch Vocke, BB 2009, 1600, 1606.

<sup>1216</sup> Sehr ausführlich Vocke, BB 2009, 1600, 1606; des Weiteren Segna, AG 2008, 311, 320; Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 979; Brandt, BKR 2008, 441, 444; Flume, Der Konzern 2009, 385, 390; Chachulski, BKR 2010, 281, 281; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247 f.

Verfahren aufgrund der erhobenen Anfechtungsklage zumindest aussetzen.<sup>1217</sup> Diese Gefahr besteht selbst dann, wenn die Anfechtungsfrist abgelaufen ist. Dies liegt darin begründet, dass die kapitalmarktrechtlichen Pflichten auch im öffentlichen Interesse liegen und Beschlüsse, die öffentlichen Interessen zuwiderlaufen, grundsätzlich vom Registerrichter nicht eingetragen werden dürfen.<sup>1218</sup> Eine solche Entscheidung wird der Registerrichter aufgrund der Amtshaftungsgefahr jedoch nur in ganz klaren Fällen treffen.<sup>1219</sup>

## **2. Unzureichende „Gegenmittel“ der Gesellschaft**

### **a. Bestätigungsbeschluss nach § 244 Satz 1 AktG**

Allerdings besteht für die Gesellschaft die Möglichkeit, einen Bestätigungsbeschluss<sup>1220</sup> nach § 244 Satz 1 AktG zu fassen, da die fehlerhafte Beschlussfeststellung als Verfahrensfehler zu qualifizieren ist. Es gibt de lege lata nämlich keine Norm, die besagt, dass ein aus einem Rechtsverlust folgender Beschlussmangel anders als die übrigen Fälle eines Verstoßes gegen ein Stimmrechtsverbot zu behandeln sei. Voraussetzung für die Bestätigung ist aber, dass die Pflichterfüllung nachgeholt und damit der eigentliche Regelungszweck der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG erreicht wurde.<sup>1221</sup> Der Bestätigungsbeschluss macht die Anfechtungsklage unbegründet, wenn er nicht seinerseits nichtig oder angefochten worden ist.<sup>1222</sup> Da dies jedoch regelmäßig der Fall sein wird, bietet der Bestätigungsbe-

---

<sup>1217</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 29, 76; Helm/Manthey, NZG 2010, 415, 415; Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 33. Besonders anschaulich zu diesem Problembereich Hüffer/AktG, § 243 Rn. 51 ff.

<sup>1218</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 51; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 88; Geibel/Süßmann-Tschauner, § 59 Rn. 65; Hüffer/AktG, § 243 Rn. 56; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 56; Siemers, S. 181; a.A. MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 49; KöKo/AktG-Zöllner, § 181 Rn. 36; OLG Köln, WM 1981, 1263, 1264 f.

<sup>1219</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 51; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 88; Helm/Manthey, NZG 2010, 415, 415 (Fn. 6).

<sup>1220</sup> Instrukтив Grobecker/Kuhlmann, NZG 2007, 1, 2; Bozenhardt, FS Mailänder, 2006, S. 301.

<sup>1221</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 39; KöKo/WpÜG-Kremer/Oesterhaus, § 59 Rn. 57; HeiKo/AktG-Nolte, § 20 Rn. 30; Kirschner, DB 2008, 623, 625; Segna, AG 2008, 311, 316 ff.; Flume, Der Konzern 2009, 385, 389 f.; Happ, FS K. Schmidt, 2009, S. 545, 560 ff.; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 1456, 1458; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2238 f. (alle in Bezug auf die Vorschriften zur Beteiligungspublizität); BGH, NZG 2006, 191, 192 f. (zu § 142 AktG); a.A. LG Köln, Urteil vom 5. 10. 07, Az. 82 O 114/06, BeckRS 2007, 17373 (in AG 2008, 336 insoweit nicht abgedruckt); Mimberg, FS Hüffer, 2010, S. 663, 676 ff., dessen Argumentation daran leidet, dass sie sich hauptsächlich auf den Strafzweck des Rechtsverlusts stützt; Bozenhardt, FS Mailänder, 2006, S. 301, 307 ff.; Marsch-Barner-Schäfer, § 17 Rn. 58; erfreulich neuerdings aber die Entscheidung der 11. Handelskammer des LG Köln, Der Konzern 2009, 372, 377 f.

<sup>1222</sup> Ganz h.M. Grobecker/Kuhlmann, NZG 2007, 1, 2; Rieckers, BB 2005, 1348, 1349; Flume, Der Konzern 2009, 385, 389 f.; Nießen, Der Konzern 2007, 239, 240; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2240; OLG Frankfurt a.M., AG 2009, 168, 169; BGH, NZG 2004, 235, 236.

schluss der Gesellschaft im Ergebnis bedauerlicherweise nur sehr selten eine tragfähige Lösung.<sup>1223</sup>

## **b. Freigabeverfahren**

Für die Gesellschaft besteht daneben allerdings die Möglichkeit, ein Freigabeverfahren nach den §§ 246 a, 319 VI, 327 e II AktG oder 16 III UmwG durchzuführen. Die Freigabe wird aber nur erteilt werden, wenn die Gesellschaft nachweisen kann, dass die Anfechtungsklage offensichtlich unbegründet ist.<sup>1224</sup> Offensichtlich ist die Unbegründetheit der Klagen indes nur, sofern sie für das Prozessgericht ohne weiteres erkennbar ist, wenn das Gericht also auf der Grundlage der unstreitigen oder glaubhaft gemachten Tatsachen, ohne weitere sachliche Ermittlungen und ohne schwierige rechtliche Überlegungen, den Rechtsstreit entscheiden kann.<sup>1225</sup> Es muss sich mithin mit hoher Sicherheit vorhersagen lassen, dass die Klage erfolglos bleiben wird, weil eine andere Entscheidung als die Abweisung der Klage unvertretbar wäre.<sup>1226</sup> Wurde ein etwaiger Bestätigungsbeschluss angefochten, so ist die inzidente Prüfung dieser Anfechtung entscheidungserheblich.<sup>1227</sup>

Zwar ist auch im Freigabeverfahren eine volle rechtliche Würdigung anzustellen, weshalb es auf den konkreten Prüfungsaufwand nicht ankommt,<sup>1228</sup> gleichwohl sind diese Anforderungen sehr hoch, so dass die Gesellschaft eine Freigabe folglich nur äußerst selten erreichen wird.<sup>1229</sup> Dies gilt insbesondere deswegen, weil die kapitalmarktrechtlichen Pflichten dem Schutz öffentlicher Interessen

---

<sup>1223</sup> A.A. wohl Flume, Der Konzern 2009, 385, 390, der allerdings die Anfechtung des Bestätigungsbeschluss und die damit aufrechterhaltene Hebelwirkung der Registereintragung vernachlässigt.

<sup>1224</sup> KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 50.

<sup>1225</sup> OLG München, ZIP 2005, 615, 615 f.; OLG Düsseldorf, AG 2009, 40, 41; OLG Hamm, AG 2011, 136, 136; BGH, WM 1990, 1372, 1377.

<sup>1226</sup> Rieckers, BB 2005, 1348, 1351; Mayrhofer/Sidhu, FS Spiegelberger, 2009, S. 845, 848; OLG Frankfurt a.M., WM 2009, 175, 175; Begr. RegE BT-Drucks. 15/5092, S. 29; OLG Frankfurt a.M., NZG 2009, 1183, 1184; OLG München, ZIP 2010, 84, 85.

<sup>1227</sup> Rieckers, BB 2005, 1348, 1351; Nießen, Der Konzern 2007, 239, 243 f.; KG, AG 2009, 30, 38; OLG Frankfurt a.M., BB 2008, 239, 240 mit zustimmender Anm. von Rieckers, BB 2008, 240, 241; a.A. Bozenhardt, FS Mailänder, 2006, S. 301, 312 f., der dem Bestätigungsbeschluss keine Bedeutung beimisst.

<sup>1228</sup> OLG Frankfurt a.M., ZIP 2003, 1654, 1655; OLG Frankfurt a.M., BB 2008, 239, 240; OLG Düsseldorf, AG 2009, 40, 41; OLG Hamburg, ZIP 2003, 1344, 1350; OLG München, ZIP 2010, 84, 85.

<sup>1229</sup> Süßmann/Meder, WM 2009, 976, 979; Vocke, BB 2009, 1600, 1606; Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 32 (jeweils für § 28 WpHG). Zu den Modifizierungen des Freigabeverfahrens durch das ARUG zuletzt wieder Lorenz/Pospiech, BB 2010, 2515 sowie Habersack/Stilz, ZGR 2010, 710, die sich zu der erneuten Reform zu Recht überaus kritisch äußern.

dienen, so dass ein vorrangiges Vollzugsinteresse aufgrund der besonderen Schwere des Rechtsverstoßes gleichfalls nicht vorliegt.<sup>1230</sup>

### III. Weitere Zielkonflikte

Eine weitere Belastung der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre besteht darin, dass der Rechtsverlust zu einer fehlerhaften Gewinnausschüttung oder einer rechtswidrigen Zuteilung von Bezugsrechten führen kann.<sup>1231</sup> Die Gesellschaft muss demgemäß die Dividenden- und Bezugsberechtigung stets auch in Bezug auf einen etwaigen Rechtsverlust überprüfen.<sup>1232</sup> Hierbei droht ihr darüber hinaus wieder die Gefahr der Anfechtung, wenn ein Aktionär (zu Unrecht) nicht berücksichtigt wurde.<sup>1233</sup> Auch diese Situationen lassen sich als Zielkonflikt qualifizieren.

### IV. Ergebnis

Wie gezeigt wurde, kann insbesondere die durch einen Rechtsverlust verursachte Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen die Gesellschaft und die pflichtbewussten Aktionäre enorm belasten. Dieser Befund wird noch verschärft, wenn man sich vergegenwärtigt, dass sich die vorgebrachten Rügen regelmäßig nur auf unbedeutende Verstöße beziehen.<sup>1234</sup> Dadurch wird der Sanktionszweck des Rechtsverlusts geradezu konterkariert, da mit den Kapitalmarktteilnehmern und dem Emittenten diejenigen durch den Rechtsverlust Schaden nehmen, zu deren Gunsten die Sanktion implementiert wurde.<sup>1235</sup> Deshalb wird vereinzelt gefordert, die Sanktion auf hohe Bußgelder, in deren

---

<sup>1230</sup> OLG München, ZIP 2005, 615, 617, welches hinsichtlich § 246a II a.F. auf den Publizitätszweck der §§ 21 ff. WpHG hingewiesen hat. Ob diese Ansicht für § 246a II Nr. 3 AktG in der Fassung nach dem ARUG ebenso gilt, ist freilich schwer zu beurteilen. Dies für den umgekehrten Fall eines zu Unrecht erfolgten Ausschlusses des Mehrheitsaktionärs zuletzt bejahend OLG München, WM 2010, 1859, 1861; vgl. zu der restriktiven Handhabung dieses Begriffs jedoch auch Lorenz/Pospiech, BB 2010, 2515, 2519 f.; Rubel, DB 2009, 2027, 2029 f.; Wilsing/Saß, DB 2011, 919, 924 f.; Noack, NZG 2008, 441, 446; KG, AG 2010, 494, 495; KG, AG 2010, 497, 499 f.; OLG Frankfurt a.M., AG 2010, 596, 597; OLG Hamm, AG 2011, 136, 139.

<sup>1231</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 2; Vetter, WM 2002, 1999, 2007; Heinrich, S. 145.

<sup>1232</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 73; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 9; Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 480; Veil, ZHR 175 (2011), 83, 88, 94 f., der zudem auf die vielen ungelösten Rechtsfragen bezüglich des Verlusts des Dividendenanspruchs verweist.

<sup>1233</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 96; Manz/AG-Süß/Thies, Rn. 1710.

<sup>1234</sup> Scholz, AG 2009, 313, 313; vgl. auch Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1329, die meinen, dass die Härte der Sanktion regelmäßig außer Verhältnis zu der Schwere der Verstöße stehe, dabei jedoch die von der Rechtsprechung vorgenommenen Korrekturen beim Begriff der Nichterfüllung außer Acht lassen.

<sup>1235</sup> So zuletzt hinsichtlich § 28 WpHG Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1330; Scholz, AG 2009, 313, 315; Vocke, BB 2009, 1600, 1606. Diese Gefahr hat auch der Gesetzgeber gesehen, weshalb er hinsichtlich § 27 a WpHG auf einen Rechtsverlust verzichtet hat, siehe Begr. RegE BT-Drucks. 16/7438, S. 13. Vgl. ferner § 30g WpHG.

Rahmen darüber hinaus die individuelle Schuld besser berücksichtigt werden könne, zu beschränken.<sup>1236</sup>

Dem so aufgezeigten Weg kann allerdings nicht gefolgt werden. Die Verknüpfung einer kapitalmarktrechtlichen Pflichtverletzung mit gesellschaftsrechtlichen Rechtsfolgen ist zwar in der Tat nicht unproblematisch, gleichwohl muss daran festgehalten werden, dem Aktionär seinen unternehmerischen Einfluss zu entziehen. Ansonsten könnte er nahezu sämtliche Nachteile des Rechtsverlusts vermeiden. So könnte er z.B. die Gewinnausschüttung so lange verhindern, bis ihm die Aktionärsrechte wieder zustehen. Die Sanktion des Rechtsverlusts hätte dann nur noch eine Appellfunktion. Folglich darf die Remedur keinesfalls in einem Verzicht auf Sanktionen liegen. Dies wird offensichtlich, wenn man bedenkt, dass selbst eine sachgemäße Begrenzung des Begriffs der Nichterfüllung und eine opportune Anwendung des Verschuldenserfordernisses angesichts der fortbestehenden Hebelwirkung das Problem der Anfechtung nicht lösen würden.<sup>1237</sup> Der Ansatz muss infolgedessen ein anderer sein. Dieser kann nur in einer wirkungsvollen Bekämpfung missbräuchlicher Anfechtungsklagen liegen.<sup>1238</sup> Ob die im Zuge des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG) getroffenen Maßnahmen wirklich Abhilfe schaffen können, scheint indes zweifelhaft zu sein.<sup>1239</sup> Der Gesellschaft ist deshalb anzuraten, sämtliche möglichen Maßnahmen zu ergreifen, um die Gefahr der Anfechtung zu verringern.<sup>1240</sup>

---

<sup>1236</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1; Timmann/Birkholz, BB 2007, 2749, 2752 f.; Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340, 344 (jeweils in Bezug auf § 28 WpHG).

<sup>1237</sup> Vgl. Helm/Manthey, NZG 2010, 415, 415; Scholz, AG 2009, 313, 313, 315, der auf die „Bedeutungslosigkeit“ der Rügen aufmerksam macht, fälschlicherweise aber die Lösung in einer restriktiven Auslegung des § 28 WpHG sucht. Dies ist offensichtlich zu kurz gegriffen.

<sup>1238</sup> Zu § 27 a WpHG Fleischer, AG 2008, 873, 881; gegen eine aufsichtsrechtliche Ausgestaltung der Sanktion daher richtigerweise Veil, ZHR 175 (2011), 83, 107 f., der anführt, dass eine derartige Konstruktion neue Rechtsunsicherheit hervorrufen würde, da die Gerichte kaum noch zu Auslegungsfragen Stellung nehmen könnten.

<sup>1239</sup> Habersack/Stilz, ZGR 2010, 710, 721 ff.; Verse, NZG 2009, 1127; Grunewald, NZG 2009, 967; Koch/Wackerbeck, ZIP 2009, 1603; Helm/Manthey, NZG 2010, 415, 417 f.; Arnold, Der Konzern 2009, 88, 94 ff.; Zetzsche, Der Konzern 2008, 321, 328 f.; Noack, NZG 2008, 441, 446 (beide zum Referentenentwurf); vgl. daher ferner den Vorschlag des Arbeitskreises Beschlussmängelrecht zur überfälligen Neufassung der Vorschriften des Aktiengesetzes über Beschlussmängel, AG 2008, 617; a.A. zuletzt Lorenz/Pospiech, BB 2010, 2515; zur bisherigen Rspr. siehe Wilsing/Saß, DB 2011, 919.

<sup>1240</sup> Hierbei ist z.B. an die Möglichkeit einer Abstimmung mit dem Meldepflichtigen oder eines präventiven Nachweises mitgeteilter Beteiligungen zu denken, die allerdings versagen, sofern der Aktionär bewusst gar keine Mitteilung abgibt, vgl. auch Tautges, BB 2010, 1291, 1293; Hirte, FS Lutter, 2000, S. 1347; Arends, S. 89 f.; Siehe zu diesem Thema ferner Janert, BB 2004, 169, 172 sowie Wilsing, BB 1995, 2277, 2279 f., der in Bezug auf § 140 II AktG u.a. einen Hinweis seitens der Verwaltung und das Bereithalten einer Telefaxleitung vorschlägt, damit allerdings auch nur das Anfechtungsrisiko bezüglich der unbewusst handelnden Aktionäre mindern kann.

### C. Die bedingte Effektivität der Sanktion des Rechtsverlusts

Aufgrund der europarechtlichen Vorgaben und der erheblichen wirtschaftlichen Interessen, welche mit der Erfüllung kapitalmarktrechtlicher Pflichten in Zusammenhang stehen, muss der Rechtsverlust eine angemessene Sanktionierung gewährleisten.

Zum Teil wird die Ansicht vertreten, der Rechtsverlust gehöre zu den „Sanktionsnormen mit den gravierendsten Rechtsfolgen“.<sup>1241</sup> Dem ist jedoch nur bedingt zuzustimmen.<sup>1242</sup> Zwar können die übrigen Aktionäre durch eine Anfechtungsklage, eine Sonderprüfung oder einen Schadensersatzanspruch mittelbar die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten erzwingen.<sup>1243</sup> Nichtsdestotrotz wird der sich anschleichende, bewusst handelnde Aktionär insbesondere auf die Ausübung seiner Verwaltungsrechte zeitweise verzichten können, zumal der Versammlungsleiter im Falle einer zweifelhaften Rechtslage die Ausübung der Aktionärsrechte nicht verhindern wird.<sup>1244</sup> Dies gilt umso mehr angesichts der nicht zu vernachlässigenden finanziellen Vorteile, welche aus einem gesetzeswidrigen Verhalten oftmals resultieren, gegen die entstehenden Nachteile abgewogen werden und so zu einer mangelnden Beachtung der materiellen Verhaltensgebote führen.<sup>1245</sup> Ferner gilt es, auf die zahlreichen Umgehungsmöglichkeiten hinzuweisen, welche das Gesetz immer noch eröffnet. Ein gesetzeswidriges Verhalten liegt im Falle des Stimmrechtsverlusts für den sich anschleichenden Aktionär zudem umso näher, da er ja gerade nicht ent-

---

<sup>1241</sup> Zu § 28 WpHG Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 1 ff.; Vocke, BB 2009, 1600, 1607; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247 (Fn. 9); Scholz, AG 2009, 313, 315; Widder/Kocher, AG 2007, 13, 18; Fleischer, DB 2009, 1335, 1335; zu § 59 WpÜG MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 9; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 5; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 1; Vetter, WM 2002, 1999, 2007; speziell zu § 28 WpHG i.d.F. vor dem Risikobegrenzungsgesetz siehe Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 1.

<sup>1242</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 6; noch skeptischer Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 1; Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 143; zur Rechtslage vor dem Risikobegrenzungsgesetz siehe KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 6; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 6 f.; Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 483 f.

<sup>1243</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 6; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 17, die zutreffend festhalten, dass der Aktionär dem Anfechtungsrisiko auch noch Jahre nach dem Erwerb großer Stimmrechtsanteile ausgesetzt ist.

<sup>1244</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 7, 28; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 37, 40; für § 20 VII AktG bereits Burgard, S. 63; a. A. zuletzt Veil, ZHR 175 (2011), 83, 102; Falkenhausen, NZG 2010, 1213, 1215, die bereits dem Stimmrechtsverlust eine beträchtliche präventive Wirkung beimessen.

<sup>1245</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 6; Schneider, FS Kümpel, 2003, S. 477, 483 f.; Witt, AG 1998, 171, 182; Siemers, S. 22; Burgard, S. 63. Vgl. zu § 59 WpÜG auch Mühle, S. 163 f., die davon ausgeht, dass die Einhaltung der Publizitätsvorschriften daher mit der praktischen Wirksamkeit des Insiderhandelsverbotes „steht und fällt“.



deckt werden will.<sup>1246</sup> Darüber hinaus wird die Effektivität des Rechtsverlusts zuletzt auch noch dadurch eingeschränkt, dass für säumige Aktionäre die Gefahr einer Aufdeckung ihrer Pflichtverletzung derzeit ziemlich gering ist.<sup>1247</sup>

Für kapitalmarktunerfahrene Aktionäre kann der Rechtsverlust hingegen eine drakonische Sanktion darstellen, sofern sie unbewusst einer kapitalmarktrechtlichen Verpflichtung nicht nachkommen und zeitnah eine Hauptversammlung stattfindet.<sup>1248</sup> Derartigen Bedenken kann allerdings durch eine zweckgerechte Eingrenzung des Begriffs der Nichterfüllung und eine adäquate Anwendung des Verschuldenserfordernisses leicht begegnet werden.<sup>1249</sup>

#### **D. Konsequenzen der Analyse**

Die Analyse der Sanktion des Rechtsverlusts hat gezeigt, dass die Verknüpfung kapitalmarktrechtlicher Pflichtverletzungen mit gesellschaftsrechtlichen Rechtsfolgen, trotz der daraus resultierenden Anfechtungsproblematik, unbedingt beibehalten werden muss, um die §§ 28 WpHG und 59 WpÜG nicht ins Leere laufen zu lassen. Sie hat jedoch auch verdeutlicht, dass dem Rechtsverlust leider nicht immer ein wirklicher Abschreckungscharakter zukommt. Dies gilt insbesondere in Bezug auf Aktionäre, die ihre kapitalmarktrechtlichen Pflichten bewusst nicht erfüllen. Insofern geht es im letzten Kapitel beinahe ausschließlich darum, die bestehenden Lücken im System des Rechtsverlusts aufzuzeigen und die sich daraus ergebenden Reformvorschläge dem Gesetzgeber zu unterbreiten.

### **Kapitel 6: Reformvorschläge**

#### **A. Darstellung**

Hinsichtlich der Darstellung der Reformvorschläge bietet es sich an, zunächst die Änderungsvorschläge bezüglich des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts

---

<sup>1246</sup> Gessler, BB 1980, 217, 218; Tiling, AG 1968, 95, 96; Happ, JZ 1994, 240, 245; DAV, WiB 1996, 764, 765; Burgard, S. 63; ders., AG 1992, 41, 44; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 494; Witt, AG 1998, 171, 180; Mühle, S. 163.

<sup>1247</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 1, die insofern auf das zwischen dem Pflichtigen und dem Kapitalmarkt bzw. der BaFin bestehende Informationsgefälle hinweisen.

<sup>1248</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 7; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 7, die die Einführung einer Befugnis der BaFin, bei geringen Verstößen Ausnahmen vom Rechtsverlust zu gewähren, vorschlagen, um schwerwiegende Folgen für kapitalmarktunerfahrene Meldepflichtige zu vermeiden.

<sup>1249</sup> Das Problem der Hebelwirkung stellt sich hier nicht in dem oben beschriebenen Ausmaß, da in diesen Fällen wohl eher um die Dividende oder Bezugsrechte gestritten wird.

vorzustellen. Dabei soll sich der Übersicht halber an den jeweiligen Sätzen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG orientiert werden. Anschließend wird noch kurz auf einige andere Reformüberlegungen hingewiesen, die auch vom Gesetzgeber in Erwägung gezogen werden sollten, wenn die Verbesserung der Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten das nächste Mal auf der Agenda steht.

## **B. Satz 1 der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG**

### **I. Infizierte Aktien**

#### **1. Betroffener Personenkreis**

##### **a. Grundsätzliches**

Die Erstreckung des Rechtsverlusts auf die Aktionärsrechte des formalen Rechtsinhabers basiert im Fall des § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG und wohl auch im Fall des § 22 I Satz 1 Nr. 1 WpHG auf der Vorstellung des Gesetzgebers, dass die Zuordnung der wirtschaftlichen Chancen und Risiken gegenüber dem Zurechnungssubjekt mit der rechtlichen, zumindest aber mit der tatsächlichen Möglichkeit einhergehe, dem formalen Rechtsinhaber im Hinblick auf diese Aktien Weisungen zu erteilen, so dass der Pflichtige als (Quasi-) Eigentümer angesehen werden kann.<sup>1250</sup> Sie steht in Einklang mit der ratio legis der Zurechnungsregeln, die darin besteht, durch kasuistisch gefasste Tatbestände auch Stimmrechte aus Aktien zu erfassen, auf deren Ausübung der Pflichtige aufgrund rechtlicher oder tatsächlicher Umstände wahrscheinlich Einfluss nehmen kann, um Umgehungen der kapitalmarktrechtlichen Pflichten entgegenzuwirken.<sup>1251</sup> Eine solche abstrakte Betrachtungsweise<sup>1252</sup> ist aus Gründen der Rechtssicherheit erforderlich, da andernfalls in jedem Einzelfall die Einflussnahme nachgewiesen werden muss-

---

<sup>1250</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 13/8933, S. 95; zustimmend KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 33; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; kritisch Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141; differenzierend Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 47 f.; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28 f.

<sup>1251</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 3; Schwark-Noack/Zetzsche, § 30 WpÜG Rn. 3; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 457; Burgard, BB 1995, 2069, 2071 f.; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2238; OLG Düsseldorf, AG 2010, 330, 331.

<sup>1252</sup> VG Frankfurt, BKR 2007, 40, 42; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 71; abweichend wohl BGH, DB 2009, 1004, 1008.

te.<sup>1253</sup> Gleichwohl befreit sie den Rechtsanwender nicht von der Pflicht, die Notwendigkeit einer Zurechnung stets genauestens zu prüfen.<sup>1254</sup>

Hieran anknüpfend soll im Mittelpunkt der folgenden Ausführungen die Frage stehen, inwieweit dieser Gedankengang des Gesetzgebers überzeugt und in welchen weiteren Zurechnungsfällen eine Erstreckung des Rechtsverlusts auf die Aktien des formalen Rechtsinhabers de lege ferenda angezeigt ist.

## **b. Konzerndimensionale Erstreckungen**

### **aa. Kritik in der Literatur**

Die Erfassung der Aktien der Tochtergesellschaften wird teilweise kritisiert. Es wird vorgebracht, dass sie insbesondere für die Minderheitsgesellschafter des Tochterunternehmens eine unverhältnismäßige Härte darstellen könne, da auch ein nachweisbar erfolgreiches Bemühen der Geschäftsleiter um eine eigenständige und ausschließlich an den eigenen Interessen orientierte Führung der Geschäfte den Rechtsverlust nicht verhindert.<sup>1255</sup> Ein Rechtsverlust beim Tochterunternehmen sei jedoch nach dem Gesetzeszweck nur gerechtfertigt, wenn das zwischen der Mutter- und der Tochtergesellschaft bestehende Näheverhältnis tatsächlich eine Weisungsbefugnis des Mutterunternehmens vorsehe oder diese auf andere Weise Stimmrechtsmacht ausüben könne.<sup>1256</sup> Dieser Befund werde dadurch verstärkt, dass gem. § 22 III Alt. 1 WpHG i.V.m. § 290 II Nr. 1 HGB eine Tochtergesellschaft allein aufgrund der Beteiligungsverhältnisse vorliege<sup>1257</sup> und nach der h.M. zu § 17 I AktG bereits bei einer bloßen Minderheitsbeteiligung ein beherrschender Einfluss bestehen könne.<sup>1258</sup> Zudem wird in diesem Zusammenhang auch auf die Fälle der Mehrmütterschaft hingewiesen, bei denen eine Erstreckung des Rechtsverlusts auf die Aktien des Tochterunternehmens im Hinblick auf den Gesetzeszweck zumindest dann problematisch sei,

---

<sup>1253</sup> Prasuhn, S. 188.

<sup>1254</sup> Vgl. aus der neueren Literatur nur Fleischer/Bedkowski, DStR 2010, 933, 935 f.; Veil/Dolff, AG 2010, 385, 390 f.; Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 298; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 460; Fleischer/Schmolke, ZIP 2008, 1501, 1505 f.; Eichner, ZRP 2010, 5, 6.

<sup>1255</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 187; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 129; ähnlich zuletzt auch wieder Veil, ZHR 175 (2011), 83, 104, der diese Regelung als Relikt vergangener Zeiten, in denen die Mitteilungspflichten ausschließlich im Konzernrecht beheimatet waren, bezeichnet.

<sup>1256</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28; Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 48; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141.

<sup>1257</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 28.

<sup>1258</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141.

wenn eine Abhängigkeit der Zwischenholding auch von stimmschwächeren Poolmitgliedern angenommen werde.<sup>1259</sup>

## **bb.           Stellungnahme**

Dieser Kritik ist zuzugeben, dass die Sanktion des Rechtsverlusts u.a. die mittelbare (Stimm-)Rechtsausübung des pflichtvergessenen Gesellschafters verhindern will<sup>1260</sup> und deshalb in den von den Kritikern angeführten Fällen diesbezüglich leerläuft. Zudem kann es Streitig sein, ab welchem Zeitpunkt ein Unternehmen als Tochterunternehmen zu qualifizieren ist, was in Kombination mit einer Sanktion wie der des Rechtsverlusts zu Problemen führen kann.

Nichtsdestotrotz ist die Kritik im Ergebnis nicht überzeugend, weil der Gesetzgeber dazu gezwungen ist, eine pauschale Betrachtung dahingehend vorzunehmen, in welchen Fällen er ein den Rechtsverlust rechtfertigendes Näheverhältnis annimmt.<sup>1261</sup> Im Rahmen dieser Betrachtung ist zu berücksichtigen, dass eine Verschonung der Aktien des Tochterunternehmens zur Folge hätte, dass die kapitalmarktrechtlichen Pflichten durch Aktienverlagerungen im Konzern sanktionslos umgangen werden könnten.<sup>1262</sup> Deswegen kann es auch nicht darauf ankommen, ob das Mutterunternehmen im Einzelfall Einfluss auf das Tochterunternehmen nimmt, weil das Mutterunternehmen aufgrund seiner gesellschaftsrechtlichen Einflussmöglichkeiten jeder Zeit dazu in der Lage ist, seinen Einfluss geltend zu machen, weswegen der Gesetzgeber diesem die Stimmrechte der Tochtergesellschaft auch richtigerweise unabhängig von der Ausübung des Einflusses<sup>1263</sup> vollumfänglich<sup>1264</sup> zurechnet. Die Einbeziehung sämtlicher konzernzugehöriger Aktien ist aus diesem Grunde systemstimmig<sup>1265</sup> und kann einen weitaus größeren Anreiz zur Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten setzen<sup>1266</sup>.

Zudem lässt sich eine unverhältnismäßige Ausdehnung des Rechtsverlusts durch die in dieser Arbeit vorgeschlagene Auslegung der §§ 22 III WpHG, 2 VI WpÜG

---

<sup>1259</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141.

<sup>1260</sup> BGH, DB 2009, 1004, 1008.

<sup>1261</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 27.

<sup>1262</sup> So zuletzt wieder für den Fall der Rechtsnachfolge OLG Hamm, AG 2009, 876, 880.

<sup>1263</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 19; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 243; Geibel/Süßmann-Angerer, § 2 Rn. 68; Prasuhn, S. 188; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 35.

<sup>1264</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 40; Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 25; Prasuhn, S. 206.

<sup>1265</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 24 (Fn. 31).

<sup>1266</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 75; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 25; Siemers, S. 229.

größtenteils vermeiden. Bezüglich der tatsächlichen Umstände ist dabei stets eine sorgfältige Einzelfallbetrachtung geboten.<sup>1267</sup> Auch das Tatbestandsmerkmal des Verschuldens kann Abhilfe schaffen,<sup>1268</sup> sofern der Aktionär die Anforderungen an eine konzerninterne Compliance erfüllt oder einem unvermeidbaren Rechtsirrtum in Bezug auf die Qualifizierung als Tochterunternehmen unterliegt.

Ferner steht das Tochterunternehmen auch nicht schutzlos dar, da ihm gegenüber dem Mutterunternehmen ein Anspruch auf Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten sowie ein damit korrespondierender Schadensersatzanspruch zusteht.<sup>1269</sup> Diese Ansprüche spielen insbesondere in den Fällen eine Rolle, in denen eine eigenständige und ausschließlich an den Interessen der Tochtergesellschaft ausgerichtete Geschäftsleitung vorliegt. Die von ihnen ausgehende disziplinierende Wirkung kann dabei zudem einen wichtigen Beitrag zur Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten leisten.<sup>1270</sup> Dies gilt für den Schadensersatzanspruch ebenso in den Fällen einer einheitlichen Leitung, weil die Minderheitsgesellschafter des Tochterunternehmens diesen Anspruch im Wege der *actio pro socio* geltend machen können.

Darüber hinaus ist der Rechtsverlust auch aus der Sicht der Muttergesellschaft gerechtfertigt, da diese es aufgrund der ihr zustehenden Auskunftsrechte stets in der Hand hat, ihren kapitalmarktrechtlichen Pflichten nachzukommen.<sup>1271</sup>

Der Eingriff in die Rechtsposition des Tochterunternehmens ist aus diesen Gründen gerechtfertigt.<sup>1272</sup>

### **cc. Reformvorschläge**

Zur Vermeidung der bestehenden Rechtsunsicherheiten sollten die §§ 22 III WpHG und 2 VI WpÜG allerdings *de lege ferenda* auf ihre zweite Alternative, welche nahezu alle Konstellationen potentieller Beherrschung erfasst, begrenzt

---

<sup>1267</sup> Schwark-Noack/Holzborn, § 2 WpÜG Rn. 45; Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1651.

<sup>1268</sup> Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 43.

<sup>1269</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 25; kritisch Veil, ZHR 175 (2011), 83, 104, der diesem Umstand keine rechtfertigende Wirkung beimisst und außerdem bemängelt, dass das Bestehen eines solchen Anspruchs noch nicht hinreichend geklärt sei.

<sup>1270</sup> Ähnlich Fiedler, S. 130.

<sup>1271</sup> Habersack/Mülbart/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 86.

<sup>1272</sup> Im Ergebnis ebenso Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 27; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 75; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 24; GK-Windbichler, § 20 Rn. 69; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 48.

werden.<sup>1273</sup> Der Verweis sollte sich auf § 17 I AktG beschränken. Schutzlücken sind hierdurch nicht zu befürchten, zumal der Verweis auf § 290 II Nr. 2 HGB weitgehend<sup>1274</sup> und die Anwendung des § 290 II Nr. 3 HGB gänzlich<sup>1275</sup> leerlaufen. Ferner überzeugt es nicht, dass nur auf den auslösenden Kontroll- und nicht auf den Ausnahmetatbestand des § 296 I Nr. 1 HGB verwiesen wird.<sup>1276</sup> Ein Mehrwert ist mit der Verweisung auf § 290 HGB somit nicht verbundenen. Vielmehr sorgt dieser Verweis nur für Rechtsunsicherheiten, die angesichts der mit ihr in Zusammenhang stehenden Konsequenzen umgehend beseitigt werden sollten.

### c. „Für Rechnung“ gehaltene Aktien

Die Erstreckung des Rechtsverlusts auf Aktien, die für Rechnung des pflichtverگessenen Aktionärs gehalten werden, wird allgemein begrüßt.<sup>1277</sup> Dies wird damit begründet, dass dieser eine dem Rechtsinhaber wirtschaftlich vergleichbare Stellung innehat, welche die Erstreckung der Sanktion rechtfertigt.<sup>1278</sup>

Dem ist in Anbetracht des hier vertretenen Normverständnisses uneingeschränkt zuzustimmen. Situationen, in denen ein Eigeninteresse des Treuhänders an der Rechtsausübung besteht, sind demnach nur schwer vorstellbar.<sup>1279</sup> Der Frage, ob ein derartiger Eingriff in eine fremde Rechtsposition gerechtfertigt ist, kommt deswegen an dieser Stelle keine entscheidende Bedeutung zu.<sup>1280</sup> Darüber hinaus ist ein Rechtsverlust auch aus Sicht des säumigen Aktionärs gerechtfertigt, da dieser in Anbetracht der sich aus dem maßgeblichen Rechtsverhältnis ergebenden Auskunftsrechte auch in der Lage ist, seine kapitalmarktrechtlichen Pflichten rechtzeitig zu erfüllen. Sollte diese Annahme einmal nicht

---

<sup>1273</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 3; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 223; Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 23; Löhnefink, S. 360 f.

<sup>1274</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 64; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 14; Starke, S. 194.

<sup>1275</sup> Prasuhn, S. 191.

<sup>1276</sup> Löhnefink, S. 361.

<sup>1277</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 49; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 29; KöKo/WpHG-Kremer/Oesterhaus, § 28 Rn. 33; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 79; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 28; Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497; Witt, WM 1998, 1153, 1156; ders., S. 268 f.; Siemers, S. 236; differenzierend Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 141.

<sup>1278</sup> Vgl. nur Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 49; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 79; Witt, S. 268 f.

<sup>1279</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 29, die als Beispiel die Möglichkeit anführen, dass sich die Vergütung des Treuhänders nach der Dividendenvereinnahmung richtet; vgl. in diesem Kontext auch Schneider/Sven H. Schneider, ZIP 2006, 493, 497.

<sup>1280</sup> So aber noch Witt, S. 268 f.; anders nun wohl FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 28 f.; in dieselbe Richtung argumentierend OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70 f., das anführt, dass der betroffene Aktionär nicht frei über seine Aktionärsrechte verfügen könne; diese Argumentation kritisierend Veil/Dolff, AG 2010, 385, 389; Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 459 f.

zutreffen, so kann etwaigen Bedenken im Rahmen des Verschuldens Rechnung getragen werden.<sup>1281</sup> Ferner kann der Pflichtige in diesem Fall den erlittenen Schaden nach allgemeinen Rechtsgrundsätzen auf seinen Vertragspartner abwälzen. Die Sanktion ist aus diesen Gründen auf Aktien, die für Rechnung des pflichtvergessenen Aktionärs gehalten werden, zu erstrecken, da andernfalls die konkrete Gefahr bestünde, dass der Aktionär seine Pflichten gezielt zum Nachteil der Informationseffizienz bzw. der Minderheitsaktionäre vernachlässigt.

#### **d. Sicherungsübereignung**

Wie bereits gezeigt wurde, würde eine Erstreckung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG auf die zur Sicherheit übereigneten Aktien die Grenzen einer zulässigen extensiven Auslegung überschreiten. Diese Aktien werden mithin von einem Rechtsverlust de lege lata nicht erfasst.

#### **aa. Kritik in der Literatur**

Dies wird im Schrifttum allgemein als wenig überzeugend erachtet.<sup>1282</sup> Zur Begründung wird dabei überwiegend angeführt, dass der säumige Aktionär in Fällen der Sicherungsübereignung schon von Gesetzes wegen über die Stimmrechtsausübung entscheide.<sup>1283</sup>

#### **bb. Stellungnahme**

##### **(1) Zweckmäßigkeit einer Ausweitung der Sanktion**

Dies überzeugt. Die Zurechnung rechtfertigt sich vornehmlich<sup>1284</sup> nämlich daraus, dass der Sicherungsgeber die Rückübertragung der Aktien verlangen kann, sobald der Sicherungszweck entfällt, weshalb der Sicherungsnehmer das Stimmrecht in den meisten Fällen nur nach Weisung oder Absprache mit ihm ausüben darf, sofern dem nicht ausnahmsweise seine Sicherungsinteressen

---

<sup>1281</sup> Vgl. wiederum Emmerich/Habersack-Emmerich, § 20 Rn. 43.

<sup>1282</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 35; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 34; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 23; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 30; Siemers, S. 239; Witt, S. 269; Heinrich, S. 148; differenzierend Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 51, der die derzeitige Gesetzeslage nur in Bezug auf die Dividende kritisiert, da diese oftmals zur Rückführung des Kredits verwendet werde und sich damit in Widerspruch zu seiner im Rahmen des § 59 WpÜG vertretenen Auffassung setzt.

<sup>1283</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 35; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 23; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; Siemers, S. 239; Heinrich, S. 148; Witt, S. 269.

<sup>1284</sup> Teilweise wird auch der Aspekt der Vertraulichkeit der Kreditbeziehungen in den Vordergrund gerückt, vgl. Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 96; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 50.

entgegenstehen.<sup>1285</sup> Nach dem Leitgedanken der Zurechnungsvorschriften der §§ 22 I Satz 1 Nr. 3 WpHG, 59 I Satz 1 Nr. 3 WpÜG stellt die Zurechnung an den Sicherungsgeber deshalb den Regelfall dar und erfolgt nur dann nicht, wenn der Sicherungsnehmer einerseits befugt ist, das Stimmrecht aus den ihm übereigneten Aktien selbst und nach eigenen Vorstellungen auszuüben, und zum anderen bekundet, dass er dies auch zu tun gedenkt.<sup>1286</sup> Diese vom Gesetzgeber vorgenommene eindeutige Zuordnung der Stimmrechtsmacht wird dadurch unterstrichen, dass dieser die im zweiten Halbsatz vorgesehene Ausnahme zuletzt nochmals enger gefasst hat.<sup>1287</sup> Sie wird zusätzlich durch den Umstand bestätigt, dass bei der Sicherungsübereignung ausnahmsweise eine ausschließliche Zurechnung erfolgt, so dass kein Erwerb bzw. keine Kontrollerlangung des Sicherungsnehmers vorliegt.<sup>1288</sup> Da der Rechtsverlust verhindern soll, dass der säumige Aktionär weiterhin seinen Einfluss auf den Emittenten geltend machen kann, ist eine Erweiterung der Sanktion auf die Aktien des Sicherungsnehmers unter dem Gesichtspunkt der Stimmrechtsmacht folglich dringend geboten.

Für eine derartige Ausweitung spricht auch, dass es sich bei der Sicherungsübereignung um einen Spezialfall der Treuhand handelt.<sup>1289</sup> Die Nichterfassung dieser Aktien verursacht deshalb zwangsläufig einen Wertungswiderspruch.

## **(2) Verfassungsrechtliche Bedenken**

Problematisch ist jedoch, dass der Sicherungsnehmer regelmäßig keinen Einfluss auf die Pflichterfüllung durch den säumigen Sicherungsgeber hat. Insoweit könnten verfassungsrechtliche Bedenken gegen einen den Sicherungsnehmer treffenden Rechtsverlust bestehen. Eine Rechtfertigung dieses Eingriffs ist auch nicht etwa entbehrlich, da für den Sicherungsnehmer durchaus ein Interesse an der Vollwertigkeit seines Sicherungsgutes besteht. Die Situation ist folglich nicht vollständig mit derjenigen bei der Treuhand identisch. Daher hat eine Abwägung

---

<sup>1285</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 98; Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Rn. 17; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 24; Habersack-Weber-Rey § 23 Rn. 92; Prasuhn, S. 196 f.; Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 53.

<sup>1286</sup> VG Frankfurt, BKR 2007, 40, 43; vgl. ferner Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 50; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 24; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 38; FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 50.

<sup>1287</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 54.

<sup>1288</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 50; MüKo/AktG-Bayer, § 22 Anh. § 22 WpHG Rn. 24; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 1373, 1375; Habersack-Weber-Rey § 23 Rn. 92; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 25; Starke, S. 205; Siemers, S. 71; a.A. Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 38; Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 51; Prasuhn, S. 198 f.; differenzierend Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 93 f.

<sup>1289</sup> Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 50; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 38; FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 49; Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2029; Burgard, BB 1995, 2069, 2075; Faden, S. 111 ff.



zwischen den Interessen des Sicherungsnehmers und den Interessen des Kapitalmarkts darüber zu entscheiden, ob der Rechtsverlust de lege ferenda auf die Aktien des Sicherungsnehmers erstreckt werden sollte.

Im Rahmen dieser Abwägung gilt es zunächst einmal zu berücksichtigen, dass dem Sicherungsgeber eine (Quasi-) Eigentümerstellung zukommt und die Sanktion infolgedessen de lege lata gezielt zum Nachteil der kapitalmarktrechtlichen Regelungsziele umgangen werden kann.<sup>1290</sup> Dies wird umso deutlicher, wenn man bedenkt, dass der Sicherungsnehmer in Folge der ausschließlichen Zurechnung selbst keinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten und damit auch keinem Rechtsverlust unterliegen kann. Angesichts der überragenden Bedeutung des Kapitalmarkts für die Volkswirtschaft und der mangelnden Effektivität der sonstigen Sanktionen, ist dies ein höchst problematisches Ergebnis.

Auf der anderen Seite besteht für den Sicherungsnehmer natürlich ein Interesse an der Erhaltung seines Sicherungsgutes. Dieses Interesse kann bei einer in den Zeitraum des Rechtsverlusts fallenden Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln oder einer Kapitalherabsetzung massiv in Mitleidenschaft gezogen werden.

Gleichwohl muss im Ergebnis zu Lasten des Sicherungsnehmers berücksichtigt werden, dass er sich mit dem säumigen Aktionär geschäftlich eingelassen hat, so dass es hinnehmbar erscheint, dass er bezüglich seines Schadens an diesen verwiesen wird.<sup>1291</sup> Dies gilt umso mehr, als dass von derartigen Ersatzansprüchen eine große disziplinierende Wirkung ausgehen kann.<sup>1292</sup> Der aus einer Erweiterung des Rechtsverlusts notgedrungen resultierende Eingriff in Art. 14 GG ist folglich durch den mit ihm bezweckten Funktionsschutz gerechtfertigt.<sup>1293</sup>

### **(3) Ergebnis**

Die §§ 28 WpHG und 59 WpÜG sind de lege ferenda in Bezug auf die Aktien des Sicherungsnehmers zu erweitern.

---

<sup>1290</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 35; Heinrich, S. 148, die zu Recht darauf hinweisen, dass der Meldepflichtige im Zuge von Paketkäufen mehreren Kreditinstituten Aktienpakete unterhalb der Eingangsmeldeschwelle zur Sicherheit übereignen und dann trotzdem seine Rechte von diesen ausüben lassen kann. Diese Situation gleicht insofern der Situation im Rahmen der Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler-Gruppe, wobei hier die Aktien von den Kreditinstituten zur Absicherung der von ihnen getätigten Swap-Geschäfte erworben wurden, vgl. Habersack, AG 2008, 817, 817 f.; im Ergebnis ebenso FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Witt, S. 269 f.; Siemers, S. 239 ff.

<sup>1291</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Witt, AG 1998, 171, 181; ders., S. 268 f.; Siemers, S. 241.

<sup>1292</sup> Siemers, S. 241.

<sup>1293</sup> Im Ergebnis ebenso Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; Siemers, S. 239 ff.

**e. Nießbrauchbestellung**

**aa. Meinungsstand in der Literatur**

Hinsichtlich der Aktien, die dem Zurechnungssubjekt aufgrund der Bestellung eines Nießbrauchs zu seinen Gunsten zugerechnet werden, ist das Meinungsbild in der Literatur geteilt.<sup>1294</sup>

Diejenigen, die auch die Aktien des Nießbrauchbestellers erfassen wollen, verweisen darauf, dass dem säumigen Nießbraucher gem. § 1068 II BGB i.V.m. § 1030 I BGB zumindest das Dividendenrecht zustehe.<sup>1295</sup> Dahinter verbirgt sich der profane Gedanke, dass der Pflichtige es sich aus Gründen des kapitalmarkt-rechtlichen Funktionsschutzes gefallen lassen müsse, wenn sämtliche Aktien, aus denen ihm irgendwelche Rechte zustehen, in den Anwendungsbereich der Sanktion einbezogen werden.<sup>1296</sup> Dem wird von der Gegenansicht mit dem Hinweis darauf widersprochen, dass eine Ausweitung der Sanktion einen unzulässigen Eingriff in das Eigentumsrecht des Nießbrauchbestellers darstellen würde.<sup>1297</sup> Diesen Eingriff sehen die Befürworter eines die Aktien des Nießbrauchbestellers erfassenden Rechtsverlusts allerdings als gerechtfertigt an. Zwar könne dieser den Nießbraucher nicht zur Erfüllung der ihm obliegenden Pflichten anhalten, jedoch sei angesichts der bestehenden Umgehungsgefahren eine Einbeziehung der Aktien des Nießbrauchbestellers unausweichlich. Zudem sei es nicht unbillig, ihn bezüglich der durch die Sanktion eintretenden Schäden an seinen säumigen Vertragspartner zu verweisen.<sup>1298</sup> Diese Ansprüche seien darüber hinaus ein wirksames Druckmittel gegenüber dem säumigen Nießbraucher, weshalb eine Erfassung der Aktien des Nießbrauchbestellers im Interesse eines funktionierenden Kapitalmarkts liege.<sup>1299</sup> Darüber hinaus überzeuge es nicht, einen derart eindeutigen Zurechnungsfall bei der Ermittlung der vom Rechtsverlust betroffenen Aktien unberücksichtigt zu lassen, aber den Rechts-

---

<sup>1294</sup> Für eine Erfassung dieser Aktien Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 52; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 34; Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 30; Witt, S. 269 f.; Heinrich, S. 148; Siemers, S. 239; gegen eine Ausweitung Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; unentschlossen Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 Rn. 36; Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 27.

<sup>1295</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 52; Witt, S. 269 f.; Siemers, S. 239 ff., die die Ausweitung der Sanktion allerdings vornehmlich mit einer angeblichen Einflussnahmemöglichkeit auf die Stimmrechtsausübung rechtfertigt.

<sup>1296</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Witt, S. 268; Siemers, S. 238.

<sup>1297</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; ähnlich schon zu § 20 VII AktG Godin/Wilhelmi, § 20 Anm. 10; Bernhardt, BB 1966, 678, 682 f.

<sup>1298</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Witt, S. 268 f.; Siemers, S. 241.

<sup>1299</sup> Siemers, S. 241.

verlust eingreifen zu lassen, wenn schwierigste Fragen der konzernrechtlichen Zurechnung vom Meldepflichtigen aus möglicherweise nachvollziehbaren Gründen anders beurteilt wurden.<sup>1300</sup>

## **bb. Stellungnahme**

Die Zweckmäßigkeit einer der Vermeidung von Umgehungen dienenden Erstreckung des Rechtsverlusts auf die Aktien des Nießbrauchbestellers sowie die verfassungsrechtliche Rechtfertigung derselbigen beurteilen sich allein danach, ob dem Nießbraucher die Aktien wirtschaftlich betrachtet zweifelsfrei zugeordnet werden können.

Dabei gilt es zu beachten, dass die Zurechnung im Falle des Nießbrauchs nach der h.M. unabhängig davon Bestand hat, wem das Stimmrecht zusteht.<sup>1301</sup> Die Zurechnung erfolgt damit, obwohl nach der h.M. dem Nießbraucher das Stimmrecht gar nicht zusteht.<sup>1302</sup> Die dafür angeführte Begründung, dass die zivilrechtlich unklare Vorfrage, wem die Stimmrechte zustehen, entsprechend den Vorgaben der Transparenzrichtlinie zu regeln und bezüglich des Bestehens der kapitalmarktrechtlichen Pflichten eine rechtssichere Lage zu schaffen sei,<sup>1303</sup> überzeugt nicht.<sup>1304</sup> Dies gilt umso mehr, da die europäischen Richtlinien in dieser Hinsicht keine zwingenden Vorgaben enthalten.<sup>1305</sup>

Zwar ist davon auszugehen, dass der Nießbraucher zumeist aufgrund des zwischen ihm und dem Aktionär bestehenden Rechtsverhältnisses gleichwohl in der Lage sein wird, einen entsprechenden Einfluss geltend zu machen,<sup>1306</sup> ob dies angesichts der vom Gesetzgeber vorzunehmenden generalisierenden Betrachtung aber ausreicht, um eine Erfassung der Aktien zu rechtfertigen,

---

<sup>1300</sup> Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 30.

<sup>1301</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 99; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 Rn. 56; FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 54; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 39; Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Rn. 20; Burgard, BB 1995, 2069, 2076; Prasuhn, S. 199; Faden, S. 117; zur vorzugswürdigen Gegenansicht KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 106; Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 53; Schwark-Noack/Zetzsche, § 30 WpÜG Rn. 13.

<sup>1302</sup> Zum Streitstand MüKo/AktG-Bayer, § 16 Rn. 28; Hüffer/AktG, § 16 Rn. 7; Palandt-Bassenge, § 1068 Rn. 3; Faden, S. 117 f.; vgl. ferner für die h.M. OLG Koblenz, NJW 1992, 2163, 2164.

<sup>1303</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 12/6679, S. 53 f.; Begr. RegE BT-Drucks. 14/7034, S. 54.

<sup>1304</sup> Im Ergebnis ebenso Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Rn. 21; Marsch-Barner/Schäfer-Schäfer, § 17 Rn. 26; a.A. Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 100; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 39; Prasuhn, S. 199 f.

<sup>1305</sup> Die Übernahmerichtlinie erwähnt den Nießbrauch gar nicht und die Transparenzrichtlinie II setzt in Art. 10 - im Gegensatz zu Art. 7 der Transparenzrichtlinie I - auch im Falle des Nießbrauchs eine Berechtigung zur Ausübung von Stimmrechten voraus.

<sup>1306</sup> Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 53; MüKo/AktG-Wackerbarth, § 30 WpÜG Rn. 19; Faden, S. 118; Siemers, S. 239; a.A. Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Rn. 21.

erscheint zweifelhaft.<sup>1307</sup> Diese Zweifel werden dadurch verstärkt, dass die in der Literatur präferierte Erweiterung der Sanktion in Anbetracht der soeben beschriebenen Rechtsunsicherheiten im Hinblick auf den Bestimmtheitsgrundsatz gewissen Bedenken ausgesetzt ist. Auch die hohen Anforderungen, welche an die Rechtsfertigung eines in das Eigentumsrecht eines Dritten eingreifenden Rechtsverlusts zu stellen sind, lassen erhebliche Zweifel an der Verfassungsmäßigkeit einer Änderung der bisherigen Rechtslage aufkommen.

Von einer Erweiterung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG auf die Fälle des Nießbrauchs sollte aus diesen Gründen Abstand genommen werden.

#### **f. Erwerb durch Willenserklärung**

##### **aa. Meinungsstand in der Literatur**

Die Nichteinbeziehung der Aktien, die der Pflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann, wird in der Literatur überwiegend für zutreffend gehalten.<sup>1308</sup> Dies wird allgemein damit begründet, dass sämtliche Rechte aus diesen Aktien noch allein dem formalen Rechtsinhaber zustehen.<sup>1309</sup> Der Berechtigte habe zwar teilweise schon Einfluss auf die Stimmrechtsausübung, eine pauschale Erfassung dieser Aktien rechtfertige dies aber nicht, weil die Zurechnungsvorschrift sich allein aus dem Bedürfnis nach einer möglichst frühzeitigen Information des Kapitalmarkts erkläre.<sup>1310</sup> Ein Rechtsverlust würde infolgedessen einen unzulässigen Eingriff in das Eigentumsrecht des Dritten darstellen.<sup>1311</sup>

Dem wird neuerdings entgegengehalten, dass die Nichteinbeziehung dieser Aktien ein enormes Umgehungsrisiko mit sich bringe, weil die Rechtsstellung des säumigen Aktionärs, die ihm einen einseitigen Erwerb der Aktien ermögliche, bereits auf einen rechtlichen Kontakt mit dem Dritten zurückzuführen sei. Das hieraus resultierende Näheverhältnis zwischen dem Dritten und dem pflichtverگessenen Aktionär begründe eine Einflussmöglichkeit desselbigen, die nicht nur bei der Stimmrechtszurechnung sondern auch bei der Frage der Sanktionierung berücksichtigt werden müsse, zumal der Dritte seinen Vertragspartner zur

---

<sup>1307</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 27.

<sup>1308</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 53; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 30; Witt, S. 270 f.; a.A. Siemers, S. 239 f.; Heinrich, S. 148.

<sup>1309</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 53; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 30; Schnabel/Korff, ZBB 2007, 179, 183; Witt, S. 270 f.; der jedoch gleichwohl von einem enormen Umgehungspotenzial ausgeht.

<sup>1310</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 53.

<sup>1311</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80.

Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten anhalten könne. Sollte ihm dies nicht gelingen, so stehe ihm immer noch ein Schadensersatzanspruch zu, welcher wiederum ein wirksames Druckmittel darstelle. Der Grundrechtseingriff sei deshalb im Interesse eines funktionierenden Kapitalmarkts durch die Sozialbindung des Eigentums nach Art. 14 II GG gerechtfertigt.<sup>1312</sup>

## **bb.            Stellungnahme**

Der jüngst geäußerten Kritik an der derzeitigen Gesetzeslage ist von dieser Stelle aus entschieden entgegenzutreten.

Zum einen trifft es schon nicht zu, dass die Nichteinbeziehung der Aktien, die der Pflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann, enorme Umgehungsgefahren verursacht. Ein Innenverhältnis, das bewirkt, dass die Aktien für Rechnung des Zurechnungssubjekts gehalten werden oder diesem aus den Aktien irgendwelche Rechte zustehen, liegt in den Fällen der §§ 22 I Satz 1 Nr. 5 WpHG und 30 I Satz 1 Nr. 5 WpÜG gerade nicht vor, weshalb ein Rechtsverlust den pflichtvergessenen Aktionär noch nicht einmal mittelbar treffen würde.<sup>1313</sup>

Die Zurechnung rechtfertigt sich hier eben nicht aus einem wahrscheinlichen Einfluss auf die Stimmrechtsausübung, sondern allein aus der Überlegung, zur Vermeidung von Gesetzesumgehungen frühzeitig Transparenz über mögliche bevorstehende Änderungen der Beteiligungsstruktur zu schaffen.<sup>1314</sup> Deshalb kann es konsequenterweise als ausreichend erachtet werden, wenn die Aktien ab dem Zeitpunkt einem Rechtsverlust unterliegen, zu dem der säumige Aktionär Eigentümer derselbigen geworden ist. Dies gilt umso mehr, da Aktionäre, die ihrer Meldepflicht bewusst erst zu diesem Zeitpunkt nachkommen, nach § 28 Satz 3 und 4 WpHG einem verlängerten Rechtsverlust unterliegen können.<sup>1315</sup> In Bezug auf § 59 WpÜG ist die Rechtslage de lege lata freilich anders.<sup>1316</sup> Gleichwohl kann auch dort in Anbetracht der eindeutigen wirtschaftlichen Zuordnung der Aktien nicht von einem enormen Umgehungspotenzial ausgegangen wer-

---

<sup>1312</sup> Siemers, S. 239 ff. (zu § 59 WpÜG).

<sup>1313</sup> So im Rahmen des § 20 VII AktG GK-Windbichler, § 20 Rn. 68.

<sup>1314</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 101; Habersack/Mülbert/Schlitt -Weber-Rey, § 23 Rn. 94; kritisch KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 109, der die Vorschrift deshalb als Fremdkörper bezeichnet; ähnlich Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 55; Faden, S. 119.

<sup>1315</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang auch MÜKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 46, der hinsichtlich § 20 VII AktG vorschlägt, die Rechte aus den später erworbenen Aktien für ein Jahr (sog. Strafjahr) zu suspendieren.

<sup>1316</sup> Zu dem diesbezüglichen Reformbedarf siehe die nachstehenden Ausführungen unter D. III.

den. Eine gezielte Vernachlässigung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten ist nach der derzeitigen Rechtslage demnach nicht zu befürchten.

Zum anderen dürften keine Zweifel daran bestehen, dass eine Ausweitung der Sanktion aufgrund der sowohl aus rechtlicher als auch tatsächlicher Sicht eindeutigen Zuordnung der Aktien auch nicht verfassungsgemäß wäre.<sup>1317</sup>

Eine Ausdehnung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG auf die Fälle des Erwerbsrechts ist darum ebenfalls nicht angebracht.

#### **g. „Anvertraute“ Aktien/Bevollmächtigung**

Aktien, aus denen dem säumigen Aktionär nach den §§ 22 I Satz 1 Nr. 6 WpHG, 30 I Satz 1 Nr. 6 WpÜG Stimmrechte zugerechnet werden, werden de lege lata ebenfalls nicht vom Rechtsverlust erfasst.<sup>1318</sup>

#### **aa. Kritik in der Literatur**

Dies wird im Schrifttum überwiegend kritisiert.<sup>1319</sup> Die Kritiker führen an, dass die Konzeption dieser Zurechnungsregel schon tatbestandlich voraussetzt, dass das Zurechnungssubjekt das Stimmrecht aus den betreffenden Aktien ausüben kann.<sup>1320</sup> Die zur Sicherungsübereignung anerkannte Argumentation, dass der Rechtsverlust alle Aktien erfassen müsse, aus denen der säumige Aktionär Stimmrechte ausüben kann, dürfe sich nicht auf die Fallgruppe sicherungsübereigneter Aktien beschränken.<sup>1321</sup> Zudem könne der Dritte seinen Schaden wiederum auf den säumigen Aktionär abwälzen und dadurch gleichzeitig einen wichtigen Beitrag zu Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten leisten.<sup>1322</sup> Ein Ergebnis, welches angesichts des zwischen dem Dritten und dem säumigen Aktionär begründeten Rechtsverhältnisses nicht unbillig sei.<sup>1323</sup>

---

<sup>1317</sup> So zu § 20 VII AktG Spindler/Stilz-Sester, § 20 Rn. 40; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 46, 48.

<sup>1318</sup> So ausdrücklich für § 28 WpHG OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2235.

<sup>1319</sup> Witt, S. 270; Heinrich, S. 148; zu § 59 WpÜG FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 23; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 34; Siemers, S. 240; a.A. Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80.

<sup>1320</sup> Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 59 Rn. 23; Witt, S. 270; Siemers, S. 240.

<sup>1321</sup> Siemers, S. 240 f.

<sup>1322</sup> Siemers, S. 241; vgl. ferner wiederum FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Witt, S. 268.

<sup>1323</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Witt, S. 269.

## bb. Stellungnahme

Diese bekannte Argumentation vermag auch in diesem Zusammenhang nicht zu überzeugen. Hinter ihr verbirgt sich letztendlich wiederum die wenig einfallsreiche Idee, sämtliche Aktien, aus denen dem pflichtvergessenen Aktionär irgendwelche Rechte zustehen, zur wirksamen Absicherung des Gesetzeszwecks einem Rechtsverlust zu unterwerfen.<sup>1324</sup> Darauf, dass dies in einem derart verfassungsrelevanten Bereich wie dem des Rechtsverlusts nicht zulässig ist, wurde bereits mehrfach hingewiesen. Konsequenterweise wäre deshalb eine Erweiterung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG erneut nur gerechtfertigt, sofern die dem Zurechnungstatbestand zu Grunde liegenden Aktien wirtschaftlich eindeutig dem pflichtvergessenen Aktionär zugeordnet werden könnten.<sup>1325</sup>

Davon ist bei den §§ 22 I Satz 1 Nr. 6 WpHG, 30 I Satz 1 Nr. 6 WpÜG aber keineswegs auszugehen. Zum einen ergibt sich schon aus dem Wort „anvertraut“, dass das Zurechnungssubjekt die Aktien für den Aktionär in dessen Interesse verwaltet.<sup>1326</sup> Zum anderen kann der Pflichtige das Stimmrecht bereits dann nach seinem eigenen Ermessen ausüben, wenn ihm ein eigener Entscheidungsspielraum eingeräumt worden ist, so dass die Vorschrift auch eingreift, sofern er das Ermessen im Interesse des Aktionärs auszuüben hat und somit nicht frei entscheiden kann.<sup>1327</sup> Man kann insofern theoretisch sogar von einer umgekehrten Zurechnung - von oben nach unten - sprechen.<sup>1328</sup> Ob dies systemgerecht ist, kann dahinstehen,<sup>1329</sup> weil jedenfalls für die Zwecke des Rechtsverlusts klar sein sollte, dass eine Sanktion, die nicht den säumigen Aktionär, sondern beinahe ausschließlich einen Dritten trifft, nicht zielführend und zugleich verfassungswidrig ist.

Auch eine Erfassung der nach den §§ 22 I Satz 1 Nr. 6 WpHG, 30 I Satz 1 Nr. 6 WpÜG zugerechneten Aktien ist infolgedessen de lege ferenda nicht angezeigt.

---

<sup>1324</sup> Vgl. abermals FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 29; Witt, S. 268; Siemers, S. 238.

<sup>1325</sup> Im Ergebnis ebenso Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 80.

<sup>1326</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 118; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 133; Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 75; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 44.

<sup>1327</sup> Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 45; Assmann/Pötzsch/Schneider-Schneider, § 30 Rn. 73; Baums/Thoma-Diekmann, § 30 Rn. 62; Burgard, BB 1995, 2069, 2076; Starke, S. 210.

<sup>1328</sup> Widder/Kocher, ZIP 2010, 457, 457.

<sup>1329</sup> Kritisch Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 45, der die Vorschrift für die Zwecke des WpÜG als bedenklich ansieht; ähnlich auch Schwark-Noack/Zetzsche, § 30 WpÜG Rn. 16; anders dagegen Faden, S. 123.

## **h. Acting in Concert**

Hinsichtlich des Acting in Concert nach § 22 II WpHG, welches de lege lata nur einen Rechtsverlust beim pflichtvergessenen Aktionär bewirken kann, gilt es zu differenzieren.

### **aa. Rechtsverlust beim pflichtvergessenen Aktionär**

#### **(1) Kritik in der Literatur**

Teilweise wird die Ansicht vertreten, dass ein den pflichtvergessenen Aktionär treffender Rechtsverlust nicht gerechtfertigt sei, da dieser trotz hergestellter Transparenz - wenn auch durch den Partner des abgestimmten Verhaltens - eintrete.<sup>1330</sup> Ein vom Gesetzgeber missbilligtes unbemerktes Anschleichen liege daher nicht vor, weshalb der Sanktion ein Bestrafungscharakter zukomme.<sup>1331</sup> Daneben gelte es ferner zu berücksichtigen, dass sich die Gefahr eines Rechtsverlusts infolge der Ausweitung des Acting in Concert durch das Risikobegrenzungsgesetz auf Verhaltensabstimmungen außerhalb der Hauptversammlung und der dabei verwendeten Kette von unbestimmten Rechtsbegriffen nicht unerheblich erhöht habe.<sup>1332</sup>

Diese Argumentation wirkt auf den ersten Blick plausibel, da der Telos des § 28 WpHG unstreitig darin besteht, den Regelungen zur Beteiligungstransparenz zur Durchsetzung zu verhelfen. Zudem wurde bereits gezeigt, dass sich die in Bezug auf die Zurechnungsnormen bestehenden Rechtsunsicherheiten auf die Auslegung der Sanktion auswirken können, was konsequenterweise auch für die in diesem Kapitel behandelten Reformvorschläge gelten muss. Eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Problematik wird allerdings zeigen, dass die vorgebrachten Argumente im Ergebnis nicht zu überzeugen vermögen.

---

<sup>1330</sup> Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Habersack/Mülbart/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 122.

<sup>1331</sup> Habersack/Mülbart/Schlitt-Weber-Rey, § 23 Rn. 122.

<sup>1332</sup> Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Neufassung Rn. 15; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Eidenmüller, DStR 2007, 2116, 2120; anders noch Assmann/Schütze-Süßmann, § 13 Rn. 30, der insoweit anführte, dass die Gefahr eines Rechtsverlusts bei Konzernsachverhalten noch größer sei.



## **(2) Telos des Rechtsverlusts**

### **(a) Durchsetzung der Mitteilungspflichten**

Zum einen trifft es nicht zu, dass bereits für die erforderliche Transparenz gesorgt ist, wenn nur einer der Beteiligten seiner Meldepflicht ordnungsgemäß nachgekommen ist.<sup>1333</sup> Freilich kommt es beim Acting in Concert grundsätzlich zu einer wechselseitigen Zurechnung,<sup>1334</sup> so dass auch die anderen Beteiligten meldepflichtig sind. Von diesem Grundsatz wird jedoch nach richtiger Ansicht in Fällen struktureller Dominanz, d.h. wenn ein oder mehrere Beteiligte den anderen Beteiligten auf gesicherter Grundlage den eigenen Willen aufzwingen können, zu Gunsten einer einseitigen Zurechnung abgewichen.<sup>1335</sup> Ferner ist gem. § 17 II Satz 1 Nr. 1 WpAIV der Name des Dritten in der Mitteilung nur zu nennen, wenn dessen zugerechneter Stimmrechtsanteil mindestens 3 % beträgt.<sup>1336</sup> Darüber hinaus ist der Stimmrechtsanteil des Dritten nach § 17 II Satz 1 Nr. 1 WpAIV auch nicht genau zu beziffern.<sup>1337</sup> Zwar sind die zuzurechnenden Stimmrechte gem. § 17 I Satz 2 WpAIV für jeden Zurechnungstatbestand getrennt anzugeben. Allein durch dieses Erfordernis kann bei einem Acting in Concert mit mehreren Beteiligten jedoch keine vollständige Transparenz bezüglich der einzelnen Beteiligungsquoten hergestellt werden. Zuletzt könnte der Markt bei einer lediglich fehlerhaften Meldung, in der der Meldepflichtige nicht auf ein abgestimmtes Verhalten hinweist, sondern nur seinen eigenen Anteil meldet, den Schluss ziehen, dass aus seiner Sicht die Voraussetzungen eines abgestimmten Verhaltens gar nicht vorliegen.<sup>1338</sup> Von einem reinen Bestrafungscharakter ist deswegen nicht auszugehen.

---

<sup>1333</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142.

<sup>1334</sup> Siehe nur Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1652; Veil/Übernahmerecht-von Bülow, S. 151; Faden, S. 85 f.

<sup>1335</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 30 WpÜG Rn. 27, 37; Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1653 ff.; Lange, ZBB 2004, 22, 26; Veil/Übernahmerecht-von Bülow, S. 152 f.; Prasuhn, S. 224; Faden, S. 85 ff.; vgl. insofern auch die Rechtslage in Österreich (§ 23 III ÜbG); differenzierend Löhnefink, S. 330, der eine Zurechnung bejaht, wenn der Beteiligte seinen Willen im Rahmen des Abstimmungsvorgangs einbringen kann; a.A. Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 93; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 158; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1007; Veil/Übernahmerecht-Strunk/Salomon/Holst, S. 32; Siemers, S. 76.

<sup>1336</sup> Fehlgehend insoweit Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142; zur alten Rechtslage, nach der generell keine namentliche Nennung des Dritten erforderlich war, vgl. Witt, S. 270 (Fn. 153).

<sup>1337</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142.

<sup>1338</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142.

### **(b) Durchsetzung des Pflichtangebots**

Situationen, in denen es an einer einen Rechtsverlust rechtfertigenden Verfehlung des dem § 35 WpÜG zu Grunde liegenden Zwecks mangelt, können im Rahmen des § 59 WpÜG gar nicht erst auftreten. Denkbar wäre dies allenfalls in Fällen struktureller Dominanz, sofern diese von mehreren Beteiligten gemeinsam ausgeht, einer von ihnen bereits ein Pflichtangebot abgegeben hat und man diesem eine befreiende Wirkung für alle übrigen Kontrollerwerber beimisst, weil den Minderheitsaktionären hierdurch eine Möglichkeit zum geordneten Ausstieg ermöglicht wurde.<sup>1339</sup> Abgesehen davon, dass diese Problematik heftig umstritten ist,<sup>1340</sup> müssten die übrigen Kontrollerwerber allerdings zumindest ihrer Veröffentlichungspflicht nach § 35 I WpÜG nachgekommen sein.<sup>1341</sup> In dieser seltenen Konstellation müsste dann jedoch bereits konsequenterweise die den Rechtsverlust auslösende Pflichtverletzung verneint werden.

### **(3) Rechtsunsicherheit bezüglich des Tatbestands des Acting in Concert**

Auch die Bedenken in Bezug auf die Neuregelung des Acting in Concert vermögen an der Zweckmäßigkeit einer Sanktionierung des pflichtvergessenen Aktionärs nichts zu ändern. Zwar gilt es in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen, dass der Zurechnungstatbestand des Acting in Concert seit jeher zu den umstrittensten Regelungen des Kapitalmarktrechts gehört,<sup>1342</sup> woran sich auch in Zukunft voraussichtlich nichts ändern wird,<sup>1343</sup> was angesichts der mit ihm verbundenen Rechtsfolgen nicht unproblematisch ist<sup>1344</sup>. Die Neuregelung im Rahmen des Risikobegrenzungsgesetzes ist nämlich deutlich zurückhaltender als ursprünglich durch den Regierungsentwurf geplant ausgefallen.<sup>1345</sup>

So erfasst die Regelung auch weiterhin nicht die Fälle des sog. Parallelerwerbs, sofern mit dem gemeinsamen Erwerb der Aktien nicht im Einzelfall weiterge-

---

<sup>1339</sup> So z.B. KöKo/WpÜG-Hasselbach, § 35 Rn. 188; Faden, S. 90.

<sup>1340</sup> Zum Meinungsstand siehe Schwark-Noack/Zetzsche, § 35 WpÜG Rn. 18 f.; Faden, S. 90.

<sup>1341</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 35 WpÜG Rn. 18 f.

<sup>1342</sup> FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 67; Pluskat, DB 2009, 383, 383 f.; Kocher, Der Konzern 2010, 162, 162; Veil/Übernahmerecht-Paul, S. 48; Prasuhn, S. 208 f.

<sup>1343</sup> Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Neufassung Rn. 14 ff.; Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 850; Pluskat, DB 2009, 383, 386; Korff, AG 2008, 692, 693; Siemers, S. 81; Prasuhn, S. 209, 222.

<sup>1344</sup> Kocher, Der Konzern 2010, 162, 162; Korff, AG 2008, 692, 693 f.

<sup>1345</sup> Vgl. FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 20 ff.; Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 847 f.; König, BB 2008, 1910, 1910 f.; Pluskat, DB 2009, 383, 384.

hende Vereinbarungen, die den Tatbestand des Acting in Concert erfüllen, verbunden sind.<sup>1346</sup> Das Risikobegrenzungs-gesetz hat folglich in diesem Bereich nicht zu einer Korrektur, sondern zu einer Bestätigung der restriktiven Rechtsprechung des BGH geführt.<sup>1347</sup>

Außerdem werden Abstimmungen außerhalb der Hauptversammlung nur erfasst, wenn die Aktionäre mit dem „Ziel“<sup>1348</sup> einer dauerhaften und erheblichen „Änderung“<sup>1349</sup> der unternehmerischen Ausrichtung zusammenwirken. Die Kumulation dieser beiden Voraussetzungen führt dazu, dass weder einzelne höchstbedeutsame Maßnahmen noch Maßnahmen mit einer geringen Bedeutung, aber langandauerndem Einfluss zur Zurechnung führen.<sup>1350</sup> Darüber hinaus muss die beabsichtigte Einwirkung auf einem gesellschaftsrechtlich vermittelten Einfluss beruhen und sich auf die dem Vorstand hinsichtlich der Bestimmung der Unternehmenspolitik allein zugewiesenen Kompetenzen beziehen.<sup>1351</sup>

Ferner wurde auch die sog. Einzelfallausnahme beibehalten, so dass nach der in diesem Kontext zu befürwortenden formalen Betrachtungsweise das auf einen Einzelfall beschränkte Zusammenwirken selbst dann nicht zu einer Zurechnung führt, wenn der Beschlussgegenstand besonders bedeutende oder nachhaltige Auswirkungen auf die Gesellschaft hat.<sup>1352</sup> Insofern gilt es nämlich zu beachten, dass die Einzelfallausnahme bei einer materiellen Betrachtung leerlaufen würde.<sup>1353</sup> Nach richtiger Ansicht greift diese zudem sogar ein, wenn Abstimmungen zu unterschiedlichen Beschlussgegenständen oder wiederholte Ab-

---

<sup>1346</sup> Korff, AG 2008, 692, 694; Veil/Übernahmerecht-von Bülow, S. 159; Siemers, S. 78 f.; im Ergebnis ebenso Pluskat, DB 2009, 383, 385; Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340, 348; Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 296; siehe auch Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 573 f., die richtigerweise davon ausgehen, dass auch die Übernahmerrichtlinie kein anderes Ergebnis gebietet; a.A. Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 185; zuletzt auch wieder Oechsler, ZIP 2011, 449, 453 f., der dies über einen Indizienbeweis begründen will.

<sup>1347</sup> Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 849; Weber/Meckbach, BB 2008, 2022, 2025.

<sup>1348</sup> Allein die objektive Eignung ist somit nicht ausreichend, um eine Zurechnung zu begründen, siehe nur FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 22; Zimmermann, ZIP 2009, 57, 58; Korff, AG 2008, 692, 694.

<sup>1349</sup> Einwirkungen, die auf die Erhaltung des sog. Status quo gerichtet sind, führen folglich nicht zu einer Zurechnung, vgl. Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 574; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1798 f.; Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 850.

<sup>1350</sup> Weber-Rey, DStR 2008, 1967, 1968; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1798.

<sup>1351</sup> Pluskat, DB 2009, 383, 385; Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 850; Marsch-Barner/Schäfer-Drinkuth, § 60 Rn. 208; Veil/Übernahmerecht-von Bülow, S. 147 f.

<sup>1352</sup> Kocher, Der Konzern 2010, 162, 163 ff.; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1799; Zimmermann, ZIP 2009, 57, 58 f.; Pluskat, DB 2009, 383, 386; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2236 f.; OLG Frankfurt a.M., ZIP 2004, 1309, 1314; BGH, ZIP 2006, 2077, 2079 f.; a.A. Hammen, Der Konzern 2009, 18, 19 f.; Borges, ZIP 2007, 357, 363 f.; Anders/Filgut, ZIP 2010, 1115, 1117 f.; OLG München, NZG 2005, 848, 849.

<sup>1353</sup> Kocher, Der Konzern 2010, 162, 163 f.; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1799; a.A. Kuthe/Rückert/Sickinger-Sudmeyer, 8. Kap. Rn. 70.

stimmungen zum selben Sachverhalt erfolgen, sofern die Koordination der Aktionäre nur jeweils auf einem neuen Willensentschluss beruht.<sup>1354</sup>

Angesichts dieser hohen Hürden wird der Anwendungsbereich der Tatbestandsalternative des Zusammenwirkens in sonstiger Weise sehr gering sein.<sup>1355</sup>

Daneben ist noch darauf hinzuweisen, dass auch Abstimmungen über die Stimmrechtsausübung weiterhin nur zu einer Zurechnung führen, wenn sich die Aktionäre im Rahmen einer längerfristig angelegten Strategie zur Verfolgung weitreichender und konkret gefasster unternehmerischer Ziele zusammenschließen.<sup>1356</sup>

Dieses Bild wird dadurch komplettiert, dass insbesondere der Nachweis der Zielrichtung des Zusammenwirkens in der Praxis erhebliche Schwierigkeiten bereiten wird,<sup>1357</sup> weil der Gesetzgeber darauf verzichtet hat, die Frage der Darlegungs- und Beweislast zu regeln. Anhaltspunkte oder Verdachtsmomente genügen deshalb für den Nachweis einer Verhaltensabstimmung weiterhin nicht, da die Abstimmung in sonstiger Weise keinen Auffangtatbestand für nicht bewiesene Verhaltensweisen darstellt.<sup>1358</sup> In die gleiche Richtung weist auch die im Schrifttum und der Rechtsprechung auszumachende Tendenz, die §§ 22 II WpHG und 30 II WpÜG angesichts ihrer weiten Formulierung sowie der weitreichenden Rechtsfolgen eher restriktiv zu interpretieren.<sup>1359</sup>

#### **(4) Kein Wertungswiderspruch zu den Fällen der Mehrmütterschaft**

Zuletzt kommt es durch die Erfassung der Aktien der säumigen Beteiligten eines Acting in Concert auch nicht zu einem Wertungswiderspruch bezüglich der Fälle der Mehrmütterschaft, da der Tatbestand des Acting in Concert nach richtiger

---

<sup>1354</sup> Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 60; Kocher, Der Konzern 2010, 162, 164 f.

<sup>1355</sup> Pluskat, DB 2009, 383, 385 f.; Kocher, Der Konzern 2010, 162, 165; a.A. Hammen, Der Konzern 2009, 18, 21 f., der vorträgt, dass Hedge Fonds in der Regel dem Vorstand und oft auch der Öffentlichkeit ihre Abstimmung kundtun, um einen gewissen Druck aufbauen zu können.

<sup>1356</sup> Von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1798; Pluskat, DB 2009, 383, 385; Anders/Filgut, ZIP 2010, 1115, 1116; OLG Frankfurt a.M., ZIP 2004, 1309, 1312; BGH, ZIP 2006, 2077, 2080.

<sup>1357</sup> Zimmermann, ZIP 2009, 57, 58; Korff, AG 2008, 692, 694; Siemers, S. 298.

<sup>1358</sup> FraKo/WpÜG-Walz, § 30 Rn. 69; Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 61; Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 851; Veil/Dolff, AG 2010, 385, 387; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2237 f.; BGH, ZIP 2006, 2077, 2079; so auch schon Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1008 f.; a.A. wohl Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 196; Oechsler, ZIP 2011, 449, 453; Meilicke/Meilicke, ZIP 2010, 558, 563; LG Köln, AG 2008, 336, 338.

<sup>1359</sup> Vgl. Geibel/Süßmann-Süßmann, § 30 Neufassung Rn. 8; Korff, AG 2008, 692, 693 f.; Gätsch/Schäfer, NZG 2008, 846, 850; von Bülow/Stephanblome, ZIP 2008, 1797, 1798; Fleischer, ZGR 2008, 185, 197 f.; Pluskat, DB 2009, 383, 386; LG Hamburg, ZIP 2007, 427; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232; OLG Frankfurt a.M., ZIP 2004, 1309; BGH, ZIP 2006, 2077.

Ansicht nicht ein Verhalten auf der Ebene einer Zwischengesellschaft erfasst, welches den Anforderungen, die an eine Mehrmütterschaft zu stellen sind, nicht genügt. Die §§ 22 I Satz 1 Nr. 1 WpHG und 30 I Satz 1 Nr. 1 WpÜG entfalten insofern eine Sperrwirkung.<sup>1360</sup>

#### **(5) Zwischenergebnis**

Die voranstehenden Ausführungen haben gezeigt, dass ein die pflichtvergessenen Beteiligten eines Acting in Concert treffender Rechtsverlust stets dem Telos der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG entspricht. Angesichts der restriktiven Auslegung der §§ 22 II WpHG und 30 II WpÜG und der in der Praxis auftretenden Nachweisschwierigkeiten bestehen auch keine Zweifel an der Verhältnismäßigkeit einer Sanktionierung. Dies wird durch die Erkenntnis bestätigt, dass sich ein Acting in Concert von den anderen Zurechnungstatbeständen dadurch unterscheidet, dass es nur einen tatsächlichen Einfluss des Meldepflichtigen bzw. des Bieters auf die Stimmrechtsausübung erfasst.<sup>1361</sup> Etwaigen verbleibenden Bedenken kann mittels einer sachgerechten Einschränkung des Begriffs der Nichterfüllung und einer zweckgemäßen Anwendung des Verschuldenskriteriums Rechnung getragen werden. Sofern es im Einzelfall gelingt, die Erfüllung des Tatbestands des Acting in Concerts nachzuweisen, muss der Rechtsverlust deshalb wie bisher den säumigen Aktionär auch dann treffen, wenn die anderen Beteiligten ihren Verpflichtungen nachgekommen sind. Eine Änderung der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG ist insoweit also nicht angezeigt.

#### **bb. Rechtsverlust bei den pflichtgemäß handelnden Beteiligten**

Auch eine Erstreckung des Rechtsverlusts auf die Aktien der anderen Beteiligten des Acting in Concerts wird teilweise mit dem Argument, dass die erforderliche Transparenz aufgrund der Regelung des § 17 II Satz 1 Nr. 1 WpAIV bereits durch die von ihnen abgegebene Mitteilung hergestellt worden sei, abgelehnt.<sup>1362</sup> Wie jedoch bereits gezeigt wurde, überzeugt diese Argumentation nicht.

Die Gegner einer Ausweitung der Sanktion führen des Weiteren an, dass den Beteiligten des Acting in Concerts keine einen Rechtsverlust rechtfertigende

---

<sup>1360</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 30 WpÜG Rn. 44; Liebscher, ZIP 2002, 1005, 1012 f.; Pentz, ZIP 2003, 1478, 1484 f.; Prasuhn, S. 217 ff.; a.A. Steinmeyer/Häger-Steinmeyer, § 30 Rn. 62.

<sup>1361</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 2, 27; Veil, FS K. Schmidt, 2009, S. 1645, 1652.

<sup>1362</sup> Riegger/Wasmann, FS Hüffer, 2010, S. 823, 833.

(Quasi-) Eigentümerstellung zukomme, weil keiner von ihnen im Innenverhältnis allein das Risiko aus den Aktien trage oder den anderen Beteiligten Weisungen erteilen könne.<sup>1363</sup> Auch diese Begründung vermag indes nicht vollständig zu überzeugen, da in Fällen struktureller Dominanz ein pflichtvergessener Aktionär sehr wohl in der Lage sein kann, den anderen Beteiligten seinen Willen aufzuzwingen, um ihre Stimmrechtsmacht zu seinen Zwecken zu nutzen.

Gleichwohl sollte angesichts der vom Gesetzgeber vorzunehmenden pauschalen Betrachtungsweise die derzeitige Gesetzeslage beibehalten werden. Die Fälle struktureller Dominanz stellen nämlich nicht den Regelfall dar, weshalb nicht davon gesprochen werden kann, dass der pflichtvergessene Aktionär „wahrscheinlich“ Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte durch die anderen Beteiligten nehmen kann. Im Gegenteil, in der Regel kommt es bei einem Acting in Concert „lediglich“ zu einer Koordinierung der Verhaltensweisen und nicht zu einer Veränderung der aus den Aktien resultierenden Rechte.<sup>1364</sup> Auch eine Umgehungsgefahr besteht aus diesem Grunde nicht. Zudem hat die abgestimmt handelnde Person regelmäßig auch keinen Einfluss auf das Verhalten des pflichtvergessenen Aktionärs.<sup>1365</sup> Ein wirklicher Mehrwert wäre mit einem sämtliche Beteiligte erfassenden Rechtsverlust daher nicht verbunden.<sup>1366</sup> Insofern ist es nicht angebracht, von dem Grundsatz, dass ein Aktionär, der den Kapitalmarkt über den ihn betreffenden Sachverhalt zutreffend informiert hat, keinem Rechtsverlust unterliegt, abzuweichen.<sup>1367</sup>

Anders ist dies de lege lata allerdings im Rahmen des § 59 WpÜG, da dieser auch Aktien erfasst, die den mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen gehören. Die Erstreckung des Rechtsverlusts auf diese Aktien ist dabei entgegen einer im Schrifttum vertretenen Ansicht auch von praktischer Relevanz,<sup>1368</sup> weil

---

<sup>1363</sup> Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142.

<sup>1364</sup> Witt, S. 270.

<sup>1365</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 56; Mayrhofer/Pirner, DB 2009, 2312, 2313; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70.

<sup>1366</sup> Für eine entsprechende Ausweitung des § 28 WpHG allerdings Schwark-Schwark, § 28 WpHG Rn. 12.

<sup>1367</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 56; OLG München, Der Konzern 2010, 66, 70.

<sup>1368</sup> Widersprüchlich Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 33, 37, die die Erstreckung für obsolet halten, da die gemeinsam handelnde Person oftmals selbst als Bieter anzusehen ist, jedoch wenig später von in Einzelfällen auftretenden Härten sprechen; folgewidrig auch Siemers, S. 231, 253 f.

der Rechtsverlust die gemeinsam handelnden Personen hierdurch selbst dann trifft, wenn sie ihren eigenen Verpflichtungen nachgekommen sind.<sup>1369</sup>

Diese spürbare Ausweitung des § 59 WpÜG wird teilweise ausdrücklich begrüßt, da die gemeinsam handelnden Personen im Lager des Bieters ständen und nur so jegliche Einflussnahme des Bieters verhindert und ein Anreiz zu gesetzeskonformem Verhalten geschaffen werde.<sup>1370</sup> Zudem sei ein Rechtsverlust deshalb gerechtfertigt, weil die betroffenen Personen durch ihr Engagement zu dem gesetzlich missbilligten Zustand beigetragen hätten.<sup>1371</sup>

Dem ist zwar insoweit zuzustimmen, als dass § 2 V WpÜG im Gegensatz zu den §§ 22 II WpHG, 30 II WpÜG bereits tatbestandlich voraussetzt, dass der Dritte sein Verhalten an dem des Bieters ausrichtet. Von einer den §§ 22 I Nr. 1-3 WpHG und 30 I Nr. 1-3 WpÜG vergleichbaren Umgehungsgefahr kann allein darum aber nicht ausgegangen werden. Auch ein „wahrscheinlicher“ Einfluss des Bieters auf die Stimmrechtsausübung liegt angesichts der Tatsache, dass die gemeinsam handelnde Person ihr Verhalten zumeist jederzeit neu ausrichten kann, nicht vor. Ferner hat die gemeinsam handelnde Person in der Regel keine Möglichkeit, auf das Verhalten des säumigen Aktionärs einzuwirken.<sup>1372</sup>

#### **cc. Ergebnis**

§ 59 Satz 1 WpÜG ist in Bezug auf die Fälle des Acting in Concert demzufolge de lege ferenda der Regelung des § 28 Satz 1 WpHG anzupassen.

#### **i. Kettenzurechnung**

Hinsichtlich der durch § 22 I Satz 2 WpHG i.V.m. § 22 I Satz 1 Nr. 2-6 WpHG gesetzlich angeordneten konzernweiten Kettenzurechnung<sup>1373</sup> überzeugt die derzeitige Gesetzeslage ebenfalls nicht. Diese Anordnung basiert nämlich auf der zutreffenden Vermutung, dass das Zurechnungssubjekt aufgrund seines Einflusses auf das Tochterunternehmen mittelbar auch auf die dem Tochterunterneh-

---

<sup>1369</sup> MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 9, der aufgrund der vagen Formulierung des § 2 V WpÜG ferner verfassungsrechtliche Bedenken anmeldet.

<sup>1370</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 26 f.; Baums/Thoma-Baums/Hecker, § 2 Rn. 116; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 78, die jedoch einen Verweis auf § 30 II WpÜG vorschlagen, da die Erfassung von stimmrechtslosen Vorzugsaktien aus ihrer Sicht nicht gerechtfertigt ist.

<sup>1371</sup> KöKo/WpÜG-Versteegen, § 2 Rn. 156.

<sup>1372</sup> Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler-Ehrlicke, § 59 Rn. 26; Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 37; Siemers, S. 263, die den Dritten jedoch insoweit auf die bestehenden Schadensersatzansprüche verweist.

<sup>1373</sup> Zu dieser siehe Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 23; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 32.

men zuzurechnenden Stimmrechte Einfluss nehmen kann,<sup>1374</sup> weshalb diese ihm stets in voller Höhe zugerechnet werden.<sup>1375</sup> Die Kettenzurechnung kann infolgedessen für die Zwecke der Sanktionierung nicht anders behandelt werden als die Fälle, in denen die Aktien dem säumigen Aktionär direkt zugerechnet werden. De lege ferenda sollten daher auch die dem Meldepflichtigen nach § 22 I Satz 2 WpHG i.V.m. § 22 I Satz 1 Nr. 2-3 WpHG und die dem Bieter über § 30 I Satz 2 WpÜG i.V.m. § 30 I Satz 1 Nr. 2-3 WpÜG zugerechneten Aktien von den Tatbeständen der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG erfasst werden.

## **2. Vorzugsaktien**

Da die infizierten Aktien auch in den von der Sanktion erfassten Zurechnungsfällen wirtschaftlich betrachtet eindeutig dem säumigen Aktionär zuzuordnen sind, sollten sowohl § 28 WpHG als auch § 59 WpÜG auch die stimmrechtslosen Vorzugsaktien Dritter erfassen, um dem pflichtvergessenen Aktionär den größtmöglichen Anreiz zu bieten, seinen kapitalmarktrechtlichen Pflichten nachzukommen. Der Wortlaut der Normen ist zu diesem Zweck dahingehend zu ändern, dass er hinsichtlich des Ausmaßes der vom Rechtsverlust betroffenen Aktien keine Stimmrechtszurechnung mehr voraussetzt.

## **II. Sanktionierung gesetzlich nicht gebotener Mitteilungen**

Sofern der Aktionär eine Mitteilung abgibt, obwohl er hierzu nach den §§ 21 ff. WpHG gar nicht verpflichtet ist, kann nach richtiger Ansicht kein Rechtsverlust eintreten, weil § 28 Satz 1 WpHG die Nichterfüllung einer bestehenden Mitteilungspflicht voraussetzt. Dies ist insofern unbefriedigend, als dass es bezüglich der Desinformation des Kapitalmarkts keinen Unterschied macht, ob eine unrichtige oder lediglich eine nicht gebotene Mitteilung vorliegt. In beiden Fällen wird nämlich ein unzutreffendes Bild über die Beteiligungsstruktur des Emittenten vermittelt, das die Anlageentscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer und das Verhalten der Aktionäre in der Hauptversammlung maßgeblich beeinflussen kann.<sup>1376</sup> Vieles spricht demzufolge dafür, dass die Sanktion zukünftig auch die Abgabe einer nicht gebotenen Mitteilung erfassen sollte. Ein dementsprechender konkreter Formulierungsvorschlag soll in dieser Arbeit

---

<sup>1374</sup> KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 31; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 19; Faden, S. 38 f.

<sup>1375</sup> Schäfer/Hamann-Opitz, § 22 WpHG Rn. 24; KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 32; Assmann/Schneider-Schneider, § 22 Rn. 19.

<sup>1376</sup> Tautges, BB 2010, 1291, 1295 f.; Heinrich/Kiesewetter, Der Konzern 2009, 137, 142.



allerdings nicht unterbreitet werden. Der Gesetzgeber ist deshalb aufgerufen, diesbezügliche Überlegungen anzustellen. Um § 28 WpHG seine auf den Begriff der Nichterfüllung ausgerichtete Struktur zu belassen, sollte er eine entsprechende Anordnung jedoch in einem neu zu schaffenden § 28a WpHG treffen, welcher sich unter Berücksichtigung der Besonderheiten einer nicht gebotenen Meldung merklich an der Ausgestaltung des § 28 WpHG orientieren sollte.

### **III. Verweis auf die sog. Primärpflichten in § 59 WpÜG**

Bezüglich § 59 Satz 1 WpÜG sollte darüber hinaus noch klargestellt werden, dass nur eine Nichterfüllung der sog. Primärpflichten zur Veröffentlichung der Kontrollerlangung gem. § 35 I Satz 1 WpÜG und zur Übermittlung und anschließenden Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 35 II Satz 1 WpÜG einen Rechtsverlust auslöst.

### **IV. Verschulden**

Schließlich sollte der Gesetzgeber bei dieser Gelegenheit in Bezug auf den kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust klarstellen, dass ein Verschulden des Aktionärs erforderlich ist.<sup>1377</sup>

### **V. Formulierungsvorschläge**

Für § 28 Satz 1 WpHG bietet sich demnach folgende Formulierung an: *„Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen oder einem Dritten im Sinne der Nummern 1-3 des § 22 I Satz 1 oder 2 gehören, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Mitteilungspflichten nach § 21 I oder I a fahrlässig oder vorsätzlich nicht erfüllt werden.“*

Sich hieran orientierend, würde sich für § 59 Satz 1 WpÜG folgender Wortlaut anbieten: *„Rechte aus Aktien, die dem Bieter oder einem Dritten im Sinne der Nummern 1-3 des § 30 I Satz 1 oder 2 gehören, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Pflichten nach § 35 I Satz 1 oder II Satz 1 fahrlässig oder vorsätzlich nicht erfüllt werden.“*

---

<sup>1377</sup> Arends, S. 120, 133, 151 (zu §§ 20 VII AktG, 28 WpHG); vgl. aktuell auch Veil, ZHR 175 (2011), 83, 105 f., der die Sanktion in Anlehnung an andere kapitalmarktrechtliche Haftungsregeln auf grob fahrlässige Pflichtverstöße beschränken will, dadurch der Sanktion jedoch ihre präventive Wirkung nehmen würde, siehe insoweit die nachfolgenden Ausführungen zu Satz 2 des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts.

## C. Satz 2 der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG

### I. Erstreckung des endgültigen Rechtsverlusts auf die Fälle grober Fahrlässigkeit

Die Ausnahmeregelung der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG überzeugt in ihrer jetzigen Form nicht. Die Sanktionswirkung steht und fällt insoweit mit der Nachweisbarkeit des Vorsatzes.<sup>1378</sup> Dies gilt umso mehr, da die Grenzen zwischen Vorsatz und bewusster Fahrlässigkeit fließend sind.<sup>1379</sup> Dieses Ergebnis ist höchst bedenklich, weil „Schlupflochakrobaten“ angesichts möglicher Gewinne regelmäßig versuchen werden, sich auf einen mangelnden Vorsatz zu berufen. Aufgrund der Schwierigkeit, ihnen diesen nachzuweisen, wird dieser Versuch auch nicht gerade selten zielführend sein. Die Enforcementfunktion des Rechtsverlusts wird infolgedessen erheblich geschwächt. Eine solche Verwässerung des Sanktionssystems führt zu schweren Transparenzlücken, da auch den bescheidenen Bußgeldern keine relevante Abschreckungswirkung beigemessen werden kann.<sup>1380</sup> Zudem wird durch die derzeitige Fassung über Jahre andauernden Rechtsunsicherheiten Vorschub geleistet.<sup>1381</sup> Ein Ergebnis, dass insbesondere wegen der finanziellen Interessen, welche mit dem Verlust des Dividendenzahlungsanspruchs einhergehen,<sup>1382</sup> nicht einfach so hingenommen werden kann. Deshalb ist der Forderung des Bundesrats<sup>1383</sup> nachzukommen und der endgültige Rechtsverlust auf Fälle grober Fahrlässigkeit zu erstrecken. Verfassungs- oder europarechtliche Bedenken bestehen hiergegen nicht.<sup>1384</sup>

### II. Anwendung des Satz 2 auf sämtliche Vermögensrechte

Auf der anderen Seite ist es allerdings nicht gerechtfertigt, die Ausnahmeregelungen der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 WpÜG, welche dem Übermaßverbot Rechnung tragen, nicht auf alle Vermögensrechte zu erstrecken. Dies wurde für

---

<sup>1378</sup> Mühle, S. 163 (zu § 59 WpÜG).

<sup>1379</sup> Arends, S. 119, 133.

<sup>1380</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 58 ff.

<sup>1381</sup> Arends, S. 119, 133, 151.

<sup>1382</sup> Steinmeyer/Häger-Santelmann, § 59 Rn. 25; Arnold, AG Report 2009, R3; DAV, WiB 1996, 764, 765; Schneider, FS Schütze, 1999, S. 757, 759; Vocke, BB 2009, 1600, 1603; Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 284; Arends, S. 21.

<sup>1383</sup> Das 3. FMFG, S. 503, 518

<sup>1384</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 5, 60; Segna, AG 2008, 311, 320 und wohl auch Burgard, WM 2000, 611, 615 f. (jeweils § 28 Satz 2 WpHG betreffend); vgl. auch Arends, S. 119, 133, 151 der die Ausnahmeregelung ganz streichen will; a.A. KöKo/WpHG-von Bülow, § 22 Rn. 5, welcher den Rechtsverlust grundsätzlich auf vorsätzliche Pflichtverletzungen beschränken will.

das Bezugsrecht bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen schon mehrfach moniert.<sup>1385</sup> Warum anderen Vermögensrechten diese Privilegierung versagt bleiben sollte, ist nicht einzusehen. Der verfassungsrechtliche Geltungsanspruch der Ausnahmeregelungen besteht vielmehr für sämtliche Vermögensrechte. Eine Ausdehnung der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 WpÜG ist demnach angebracht.

### III. Weitere Klarstellungen

Des Weiteren sollte im Gesetzestext klargestellt werden, dass die Nachholung unverzüglich zu erfolgen hat und die Ausnahmeregelung auf sämtliche Fälle einer tatbestandlichen Schlechterfüllung Anwendung findet.

Zuletzt sollte in die Gesetzesmaterialien ein Hinweis darauf aufgenommen werden, dass der Gesetzgeber durch die Änderung der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG zugleich zum Ausdruck bringen will, dass der Anspruch auf den Liquidationserlös nicht vom Rechtsverlust erfasst wird. Dieser stellt nämlich als letztes Vermögensrecht des Aktionärs die vermögensmäßige Fortsetzung seiner Mitgliedschaft dar, so dass durch seinen Verlust in die Substanz der Mitgliedschaft eingegriffen wird. Da es sich bei diesem Recht um ein Surrogat für die entzogene Mitgliedschaft handelt, würde der Aktionär entschädigungslos enteignet. Diesen systematischen Bruch gilt es zu verhindern, zumal der Verlust des Anspruchs auf den Liquidationserlös unter dem Blickwinkel des Regelungszwecks nicht erforderlich ist.<sup>1386</sup>

### IV. Formulierungsvorschläge

Demnach bietet sich für § 28 Satz 2 WpHG folgende Fassung an: *„Dies gilt für die aus der Aktie folgenden Vermögensrechte nicht, wenn die Mitteilungspflichten nicht vorsätzlich oder grob fahrlässig nicht erfüllt wurden und der Meldepflichtige die erforderliche Mitteilung unverzüglich nachgeholt hat.“*

---

<sup>1385</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 42; Hüffer/AktG, § 20 Rn. 13; DAV, WiB 1996, 822, 823; Witt, WM 1998, 1153, 1157; Arends, S. 23 f., welcher die Auffassung vertritt, dass der Gesetzgeber das Bezugsrecht schlichtweg übersehen habe.

<sup>1386</sup> So bereits zu § 20 VII AktG Hüffer, FS Boujong, 1996, S. 277, 286; vgl. ferner Schäfer/Hamann-Opitz, § 28 WpHG Rn. 19; Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 27; FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 21; MüKo/AktG-Schlitt, § 59 WpÜG Rn. 9; KöKo/AktG-Koppensteiner, § 20 Rn. 79; MüKo/AktG-Bayer, § 20 Rn. 69; siehe ferner Siemers, S. 224, die ergänzend darauf hinweist, dass ein vorsätzlich handelnder Aktionär den Verlust des Anspruchs auf den Liquidationserlös unter Umständen sogar durch die Herbeiführung eines Fortsetzungsbeschlusses nach § 274 I AktG vermeiden kann; a.A. G/H/E/K-Geßler, § 20 Rn. 73; Burgard, S. 59 (Fn. 102).

Parallel hierzu sollte § 59 Satz 2 WpÜG ungefähr so formuliert werden: *„Dies gilt für die aus der Aktie folgenden Vermögensrechte nicht, wenn die Pflichten des § 35 I Satz 1 oder II Satz 1 nicht vorsätzlich oder grob fahrlässig nicht erfüllt wurden und der Bieter die Pflichterfüllung unverzüglich nachgeholt hat.“*

#### **D. § 28 Satz 3 WpHG**

##### **I. Verlängerung des „Nachwirkens“ auf ein Jahr**

Grundsätzlich ist die Einführung des § 28 Satz 3 WpHG zu begrüßen, weil ansonsten der Zeitpunkt der Mitteilung vollständig dem freien Belieben des säumigen Aktionärs unterstellt würde. Auch die Anknüpfung an den Begriff der groben Fahrlässigkeit sollte beibehalten werden,<sup>1387</sup> da andernfalls Schutzbehauptungen die Verschärfung allzu leicht ihrer Wirkung berauben könnten. Gleichwohl handelt es sich bei § 28 Satz 3 WpHG um eine halbherzige Lösung. Stimmrechts- sowie Dividendenverlust greifen nicht, sofern die Pflichtverletzung sechs Monate vor der nächsten Hauptversammlung beendet wird. Aus diesem Grunde sollte der Zeitraum des „Nachwirkens“ auf ein Jahr verlängert werden. Dadurch wird der Zeitpunkt der Pflichterfüllung dem Belieben des Aktionärs endgültig entzogen, so dass der Sanktion des Rechtsverlusts ein wirklicher Abschreckungscharakter zukommt.<sup>1388</sup> Einer quotalen Kürzung der Dividende bedarf es dann nicht mehr.<sup>1389</sup> Auch die Problematik, dass nach dem Zeitpunkt der Beschlussfassung selbst eine vorsätzliche Pflichtverletzung den Dividendenzahlungsanspruch nicht mehr berührt, würde hierdurch einer sachgerechten Lösung zugeführt, da der Aktionär im darauffolgenden Jahr bei der Verteilung der Dividende unberücksichtigt bliebe.

---

<sup>1387</sup> Unzutreffend Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 28 Rn. 6; von Bülow/Petersen, NZG 2009, 481, 482 (Fn. 15); Zimmermann, ZIP 2009, 57, 63; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1247 (Fn. 23), die die Verschärfung auf vorsätzliches Handeln beschränken wollen.

<sup>1388</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 8, 27g; BDI, S. 8; wohl auch Tautges, BB 2010, 1291, 1294 f.; siehe zu diesem Problem auch Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 144, der darüber hinaus anmerkt, dass der Erwerber angesichts der mit einem unbemerkten Beteiligungsaufbau verbundenen Vorteile auch einen Dividendenverlust in Kauf nehmen wird, zumal das Management seinen Stimmrechtsverlust in Regel nicht dazu nutzen wird, Maßnahmen zu beschließen, die seine Geschäftspläne konterkarieren.

<sup>1389</sup> De lege ferenda für eine solche Kürzung Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 33, mit der Begründung, dass der Meldepflichtige ohne eine solche Kürzung mit der Meldung zuwarten könne.

## **II. Erstreckung des § 28 Satz 3 WpHG auf die Fälle einer grob fahrlässig verzögerten Nachholung**

Ferner sollte der Zeitpunkt, zu welchem den Aktionär der Vorwurf der groben Fahrlässigkeit treffen muss, in der Weise konkretisiert werden, dass auch eine grob fahrlässig verzögerte Nachholung einen zeitlich verschärften Rechtsverlust zur Folge haben kann. Nach der derzeitigen Rechtslage ist es einem säumigen Aktionär, welcher zunächst lediglich fahrlässig seine Pflichten nicht erfüllt hat, nämlich möglich, die Korrekturmeldung nach Erkennen seiner Pflichtverletzung vorsätzlich zu unterlassen, ohne dass dies einen zeitlich verschärften Rechtsverlust zur Konsequenz hätte. Ein solches Resultat ist angesichts des Normzwecks des § 28 Satz 3 WpHG und des in dieser Konstellation gegenüber dem betroffenen Aktionär zu erhebenden Unrechtsvorwurfs keineswegs zu rechtfertigen. Eine Änderung des § 28 Satz 3 WpHG ist infolgedessen unumgänglich.

## **III. Einführung eines § 59 Satz 3 WpÜG**

§ 59 WpÜG wurde offensichtlich nicht verschärft.<sup>1390</sup> Gleichwohl erscheint auch im Rahmen des § 59 WpÜG ein nachwirkender Rechtsverlust angebracht, um den Zeitpunkt des Pflichtangebots nicht in das freie Belieben des Bieters zu stellen.<sup>1391</sup>

## **IV. Formulierungsvorschläge**

An die vorstehenden Ausführungen anknüpfend, sollte § 28 Satz 3 WpHG folgendermaßen gefasst werden: *„Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist nach Satz 1 bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Nichterfüllung der Mitteilungspflichten oder einer verzögerten Nachholung um ein Jahr.“*

Für den neu einzuführenden § 59 Satz 3 WpÜG böte sich dementsprechend folgender Wortlaut an: *„Sofern die Pflichten nach § 35 I Satz 1 oder II Satz 2 vorsätzlich oder grob fahrlässig nicht erfüllt oder ihre Nachholung verzögert wurde, verlängert sich die Frist des Satz 1 um ein Jahr.“*

---

<sup>1390</sup> Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 7, die darauf hinweisen, dass § 28 Satz 3 WpHG eingreift, sofern mit dem Erreichen der 30%-Meldeschwelle des § 21 I Satz 1 WpHG zugleich die Kontrollschwelle nach § 29 II WpÜG erreicht wird. Dies gilt allerdings nur, wenn die Pflichtverletzung des Aktionärs darin besteht, dass er seine Kontrollberichterstattung nicht veröffentlicht hat.

<sup>1391</sup> So im Ergebnis Prasuhn, S. 75; kritisch bezüglich der derzeitigen Rechtslage auch Schwark-Noack/Zetzsche, § 59 WpÜG Rn. 1; Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 143 f.

## **E. § 28 Satz 4 WpHG**

### **I. Reformvorschläge**

Auch in Bezug auf die Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG besteht Korrekturbedarf. Zwar ist eine derartige Regelung grundsätzlich zu begrüßen, da sie die Wahrung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes sicherstellt.<sup>1392</sup> Es sollte aber im Gesetzeswortlaut klargestellt werden, dass die vorangegangene Mitteilung nicht unrichtig gewesen sein muss, sondern § 28 Satz 4 WpHG vielmehr auch dann eingreift, wenn eine vorangegangene richtige Stimmrechtsmitteilung durch eine Veränderung des Aktienbestandes unrichtig geworden ist. Darüber hinaus sollte der Wortlaut nicht mehr den Eindruck vermitteln, dass bei der Berechnung der prozentualen Abweichung stets auf den tatsächlichen Stimmrechtsanteil abzustellen ist. Zudem sollte verdeutlicht werden, dass der säumige Aktionär die in Zusammenhang mit der Pflichtverletzung zuletzt berührte Meldeschwelle gemeldet haben muss, um sich auf die Privilegierung des § 28 Satz 4 WpHG berufen zu können. Zuletzt sollte § 28 Satz 4 WpHG keine Anwendung mehr finden, wenn dem Aktionär ein vorsätzlicher Pflichtverstoß zur Last fällt.<sup>1393</sup> Eine Übertragung dieser Überlegungen auf § 59 WpÜG scheidet denknotwendig aus.

### **II. Formulierungsvorschlag**

§ 28 Satz 4 WpHG könnte demnach wie folgt lauten: *„Satz 3 gilt nicht, wenn der gemeldete und der tatsächliche Stimmrechtsanteil um weniger als 10 Prozent voneinander abweichen, die hierdurch zuletzt berührte Meldeschwelle gemeldet wurde und der Meldepflichtige nicht vorsätzlich gehandelt hat.“*

## **F. Ergänzende Vorschläge**

Daneben sollte der Gesetzgeber weitere Gesetzesänderungen, welche die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten verbessern könnten, in Bezug auf ihre Tauglichkeit und Angemessenheit genauestens prüfen.

Dabei sollte er zunächst einmal in Erwägung ziehen, eine bestehende Gesetzeslücke zu schließen. Dadurch, dass es gem. § 21 I Satz 1 WpHG allein auf den Zugang der Mitteilung ankommt, besteht für den Meldepflichtigen nämlich die

---

<sup>1392</sup> Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1248.

<sup>1393</sup> Assmann/Schneider-Schneider, § 28 Rn. 27k; Schulenburg, NZG 2009, 1246, 1249, der jedoch zusätzlich vorschlägt, § 28 Satz 3 WpHG auf vorsätzliches Handeln zu beschränken.

Möglichkeit, die Sanktion des Rechtsverlusts geschickt zu umgehen, indem er seine Beteiligung erst kurz vor der Hauptversammlung aufstockt und dies sodann unverzüglich mitteilt. Dem Emittenten wird es in diesem Fall nicht mehr gelingen, die Information noch vor der Hauptversammlung zu veröffentlichen. Da die Mitteilung jedoch unverzüglich, also fristgerecht, den Adressaten zugegangen ist, tritt trotz der bewussten Umgehung kein Rechtsverlust ein, so dass auch § 28 Satz 3 WpHG keine Lösung bereit hält.<sup>1394</sup> Eine entsprechende Änderung des § 21 I Satz 1 WpHG wäre deshalb wünschenswert.

Überdies ist zu kritisieren, dass die verbotswidrige Stimmrechtsausübung keine Ordnungswidrigkeit darstellt. Selbiges gilt für eine Überlassung der Stimmrechte zum Zwecke der Ausübung an einen Dritten. Eine Anpassung des § 405 III Nr. 5 AktG ist insoweit überfällig.<sup>1395</sup> Zudem könnte auch die Einführung einer zivilrechtlichen Schadensersatzpflicht einen wichtigen Beitrag zur Durchsetzung der §§ 21 ff. WpHG leisten.<sup>1396</sup>

In Bezug auf das Pflichtangebot sollte der Gesetzgeber ebenfalls gewisse Änderungen in Erwägung ziehen. So spricht vieles für eine Korrektur des § 38 WpÜG dahingehend, dass dieser den Minderheitsaktionären einen selbständig durchsetzbaren Anspruch gewährt. Ferner sollte darüber nachgedacht werden, eine ausdrückliche Befugnis der BaFin zur Durchsetzung des Pflichtangebots zu schaffen<sup>1397</sup> oder entsprechend wirkende Individualansprüche der Minderheitsaktionäre einzuführen<sup>1398</sup>. Dies gilt gleichfalls für die Implementierung eines dem § 33 ÜbG entsprechenden Feststellungsverfahrens, welches die Rechtssicherheit maßgeblich erhöhen könnte.<sup>1399</sup>

---

<sup>1394</sup> Im Rahmen des § 59 WpÜG tritt dieses Problem nicht auf, da der Aktionär die Tatsache der Kontrollerlangung selbst zu veröffentlichen hat.

<sup>1395</sup> FraKo/WpÜG-Hommelhoff/Witt, § 59 Rn. 47; Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 86 (Fn. 154), Rn. 91 (Fn. 166).

<sup>1396</sup> Veil, ZBB 2006, 162, 169; wahlweise auch Bruns/Kümpel-Kümpel/Veil, Rn. 297.

<sup>1397</sup> Dies befürwortend Siemers, S. 317, die richtigerweise auch darauf hinweist, dass eine strafrechtliche Verantwortlichkeit keine Lösung bietet, da eine Sanktionierung von fahrlässigen Pflichtverletzungen angesichts der bestehenden Rechtsunsicherheiten unverhältnismäßig wäre und ein vorsätzliches Handeln in der Regel nicht nachgewiesen werden kann, vgl. Siemers, S. 312.

<sup>1398</sup> So Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 550; Prasuhn, S. 75; a.A. Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 316.

<sup>1399</sup> Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 8 f.; Merkt, FS Schwark, 2009, S. 529, 541 f.; Falkenhausen, ZHR 174 (2010), 293, 315 f.; Vocke, BB 2009, 1600, 1606; Siemers, S. 304, 314; noch weitergehend Kocher/Widder, ZIP 2010, 1326, 1329 f., die die Sanktion grundsätzlich erst nach einer Einzelfallprüfung durch die BaFin oder ein Gericht eintreten lassen wollen.

Im Rahmen dieser Gesamtwürdigung sollte der Gesetzgeber darüber hinaus auch eine signifikante Erhöhung der entsprechenden Bußgeldrahmen vornehmen,<sup>1400</sup> um den Spielraum der BaFin und der Gerichte zu erweitern.

Des Weiteren wird er sich ebenso mit der Frage beschäftigen müssen, ob die Sanktion des Rechtsverlusts zukünftig nicht auch auf § 25 WpHG Anwendung finden sollte. In Bezug auf die unmittelbar aus § 25 I Satz 1 folgende Mitteilungspflicht wird dies überwiegend abgelehnt, da der Meldepflichtige zum Zeitpunkt der Mitteilungspflicht oftmals keine Mitgliedschaftsrechte inne habe, die ruhen könnten.<sup>1401</sup> Hinsichtlich des Falls der Zusammenrechnung nach § 25 I Satz 3 WpHG ist das Meinungsbild dagegen geteilt.<sup>1402</sup>

Angesichts des derzeit unzureichenden Enforcements<sup>1403</sup> wird man diese Frage nicht allein mit dem Argument verneinen können, dass der Investor gar keine Mitgliedschaftsrechte inne habe, die er verlieren könne. Zum einen trifft dieses Argument auf die Fälle der Zusammenrechnung nicht zu. Zum anderen können auch die den Finanzinstrumenten zu Grunde liegenden Aktien einem Rechtsverlust unterliegen, sobald sie dem durch den Rechtsverlust sanktionierten Aktionär übertragen worden sind,<sup>1404</sup> wobei sich die Auswirkungen für diesen bei einem verlängerten Rechtsverlust noch deutlich verschärfen würden.<sup>1405</sup> Hierfür spräche auch, dass dem Meldepflichtigen im Anwendungsbereich des § 25 WpHG eine ziemlich starke - nämlich eine einseitige und rechtlich verbindliche - Erwerbsmöglichkeit in Bezug auf bereits ausgegebene und zum Handel zugelassene Aktien zustehen muss.<sup>1406</sup> Schließlich würde eine Erfassung dieser Aktien auch mit der Nichteinbeziehung von Aktien, die dem säumigen Aktionär nach

---

<sup>1400</sup> Vgl. nur Tautges, BB 2010, 1291, 1296, der zudem richtigerweise auch die Fälle einer nicht gebotenen unrichtigen Mitteilung mit einem Bußgeld sanktionieren möchte.

<sup>1401</sup> Fuchs-Dehlinger/Zimmermann, § 25 Rn. 18; Scholz, AG 2009, 313, 313 f.; Korff, AG 2008, 692, 698; Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 408; Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 9; Brandt, BKR 2010, 270, 275; so auch schon Witt, S. 270 (Fn. 154).

<sup>1402</sup> Dafür wohl Scholz, AG 2009, 313, 313 f., der die derzeitige Gesetzeslage lediglich in Bezug auf die in § 25 WpHG genannten Aktien als einsichtig bezeichnet; dagegen Korff, AG 2008, 692, 698.

<sup>1403</sup> Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 558; Fleischer/Schmolke, NZG 2009, 401, 408; zu § 27a WpHG vgl. Fleischer, ZGR 2008, 185, 197 f., der zutreffend von einem Akt symbolischer Gesetzgebung spricht; a.A. Korff, AG 2008, 692, 698, der meint, dass aufgrund der Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG kein Bedürfnis für eine Sanktion bestehe und insofern nicht beachtet, dass es einer Meldung nach § 25 WpHG bis zum 1. Februar 2012 nur bedarf, wenn dieser eine über § 21 WpHG hinausgehende Aussagekraft zukommt, vgl. § 25 I Satz 4 WpHG.

<sup>1404</sup> DAI, NZG 2010, 778, 779; BDI, S. 8 (12-Monatiger Stimmrechtsverlust ab Erwerb); für das schweizerische Recht zudem Schenker, S. 188.

<sup>1405</sup> Der Rechtsverlust wäre auch nicht recht konstruktiv schwer zu regeln; a.A. Brandt, BKR 2008, 441, 448.

<sup>1406</sup> Schwark-Schwark, § 25 WpHG Rn. 2; Schneider/Brouwer, AG 2008, 557, 559; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 579 f.; Renz/Rippel, BKR 2008, 309, 312; Eichner, ZRP 2010, 1, 6.



den §§ 22 I Satz 1 Nr. 5 WpHG und 30 I Satz 1 Nr. 5 WpÜG zugerechnet werden, in Einklang stehen, da diese Aktien ebenfalls erst nach ihrem Erwerb durch den pflichtvergessenen Aktionär einem Rechtsverlust unterliegen.

Gegen eine entsprechende Sanktionierung spricht allein, dass aufgrund der Streichung des § 25 I Satz 4 WpHG durch das AnsFuG die Gefahr einer unbeabsichtigten Pflichtverletzung ab dem 1. Februar 2012 merklich vergrößert wird.

Sofern der Gesetzgeber eine Anwendung des Rechtsverlusts aus diesem oder aus einem anderen Grund weiterhin ablehnen sollte, sollte er unbedingt auf andere Sanktionen zurückgreifen, da die Durchsetzung des § 25 WpHG de lege lata massiv gefährdet ist.

Dazu steht eine ähnliche Entscheidung auch im Rahmen des § 25a WpHG an, weil bereits im Vorfeld seines Inkrafttretens lebhaft diskutiert wird, ob allein das in § 39 II Nr. 2 f), IV WpHG angedrohte Bußgeld<sup>1407</sup> ein ausreichendes Enforcement gewährleistet. Dies wird im Hinblick auf die Möglichkeit, durch ein unbemerktes Anschleichen eine mitunter ziemlich hohe Übernahmeprämie einzusparen,<sup>1408</sup> zu Recht in Abrede gestellt.<sup>1409</sup> Selbiges gilt nach der hier durchgeführten Untersuchung für die sonstigen Instrumente, die nach der Vorstellung des Gesetzgebers der Durchsetzung des § 25a WpHG dienen sollen.<sup>1410</sup>

Daher ist bereits die Forderung aufgekommen, § 25a I Satz 1 WpHG mittels der Androhung eines Rechtsverlusts zur Durchsetzung zu verhelfen.<sup>1411</sup> Andere wollen dagegen nur einen Stimmrechtsverlust anordnen.<sup>1412</sup> Dem liegt offen-

---

<sup>1407</sup> Das maximale Bußgeld beträgt wie bei den §§ 21 und 25 WpHG 1.000.000 €.

<sup>1408</sup> Zu den Vorteilen eines unbemerkten Anschleichens bei einer geplanten Übernahme vgl. Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1477.

<sup>1409</sup> Zum Diskussionsentwurf Brouwer, AG 2010, 404, 407; Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 687; DAI, NZG 2010, 778, 779; zum Regierungsentwurf BDI-Stellungnahme, S. 4, wobei in den Entwürfen lediglich ein Bußgeld in Höhe von 500.000 € vorgesehen war, was an dieser Bewertung angesichts des großen Einsparungspotenzials aber nichts ändern sollte; a.A. wohl Seibt, S. 8.

<sup>1410</sup> Die Koalitionsfraktionen haben explizit auf die Möglichkeit einer Gewinnabschöpfung, die bei einer Erfüllung des Tatbestands der Marktmanipulation drohende Freiheits- oder Geldstrafe sowie einen nicht unerheblichen Reputationsverlust hingewiesen, vgl. Bericht des Finanzausschusses BT-Drucks. 17/4739, S. 13; a.A. Krause, AG 2011, 469, 482 f.

<sup>1411</sup> DAI, NZG 2010, 778, 779, das einen 12-Monatigen Rechtsverlust ab dem Erwerb der Aktien befürwortet; für einen Rechtsverlust wohl auch Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 687; dagegen Brandt, BKR 2010, 270, 275.

<sup>1412</sup> BDI-Stellungnahme, S. 4, die einen 12-Monatigen Stimmrechtsverlust ab dem Erwerb der Aktien vorschlägt; dem folgend Brouwer, AG 2010, 404, 407; ähnlich Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1482 (Stimmrechtssuspendierung für einen bestimmten Zeitraum nach Anteilerwerb); weitergehend Seibt, S. 8, der im Hinblick auf drohende Sanktionslücken sowie die von vielen Banken verfolgte „No Voting Policy“ anregt, den Stimmrechtsverlust bereits mit dem Verstoß gegen die Meldepflicht beginnen zu lassen.

sichtlich die Erwägung zu Grunde, dass bei einem Verstoß gegen eine Norm, die vor einem unbemerkten Stimmrechtsaufbau warnen soll, die passende Sanktion darin bestehe, das Stimmrecht zu versagen, da dadurch diejenigen getroffen werden, die tatsächlich eine Übernahme planen.<sup>1413</sup> Der Gesetzgeber sollte diesen Forderungen jedoch aus mehreren Gründen nicht entsprechen.<sup>1414</sup>

Nach § 25a I Satz 1 WpHG ist zukünftig ab einer Eingangsmeldeschwelle von 5 % bereits das Halten solcher Finanzinstrumente oder sonstiger Instrumente<sup>1415</sup> offenzulegen, die es ihrem Inhaber oder einem Dritten<sup>1416</sup> aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen, mit Stimmrechten verbundene Aktien zu erwerben. Ein solches Ermöglichen ist nach den zwei nicht abschließenden Fallgruppen des § 25a I Satz 2 WpHG dann anzunehmen, wenn die Gegenseite ihre Risiken aus den Instrumenten durch das Halten von Aktien vermindern könnte oder die Instrumente ein Recht oder eine Pflicht zum Erwerb begründen. Dabei soll es nach der Auffassung des Gesetzgebers genügen, dass der Erwerb aufgrund der dem Instrument zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Logik zumindest möglich ist, weswegen keine entsprechende Vereinbarung vorliegen muss.<sup>1417</sup> § 25a WpHG enthält damit eine beinahe konturenlose Generalklausel, die zur Vermeidung sämtlicher zukünftiger Umgehungsmöglichkeiten den bisherigen fallgruppenorientierten Ansatz verlässt und infolgedessen einen fundamentalen Wechsel der Regelungstechnik im Melderegime der §§ 21 ff. WpHG begründet.<sup>1418</sup>

Es wurden darum bezüglich des angedrohten Bußgelds bereits rechtsstaatliche Bedenken im Hinblick auf die Bestimmtheit der Norm geäußert.<sup>1419</sup> Ein derartiger Konflikt ließe sich aufgrund seines strafähnlichen Charakters aber auch bei der Androhung eines Rechtsverlusts nicht vermeiden. Zwar wird hinsichtlich der

---

<sup>1413</sup> So Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1482, die den Stimmrechtsverlust außerdem anfechtungssicher konzipieren wollen, indem dieser durch den Emittenten oder ein Gericht angeordnet wird; vgl. diesbezüglich auch BDI-Stellungnahme, S. 4; DAI, NZG 2010, 778, 779, die eine auf einen Rechtsverlust gestützte Anfechtung per Gesetz ausschließen wollen, sofern die Pflichtverletzung für den Emittenten nicht offensichtlich war.

<sup>1414</sup> Im Ergebnis auch Krause, AG 2011, 469, 482 f., der indes die Wirkung der sonstigen Instrumente, die nach der Vorstellung des Gesetzgebers ein hinreichendes Enforcement gewährleisten sollen, deutlich überschätzt.

<sup>1415</sup> Zu diesem Begriff siehe nur Möllers/Wenninger, NJW 2011, 1697, 1700.

<sup>1416</sup> Instruktiv hierzu Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 684.

<sup>1417</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 17/3628, S. 19 f., nach der sogar ein sog. Kettenerwerb meldepflichtig ist.

<sup>1418</sup> Teichmann/Epe, WM 2010, 1477; ähnlich Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 685; für eine Einordnung als flexible Generalklausel auch Brouwer, AG 2010, 404, 406; Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846, 853; DAI, NZG 2010, 778, 778; Seibt, S. 2; a.A. Anzinger, WM 2011, 391, der von einer vorsichtigen Erweiterung spricht und dies u.a. mit den konkretisierenden Fallgruppen begründet.

<sup>1419</sup> Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1481 f., die von einer Experimentierklausel sprechen, aber trotzdem einen Stimmrechtsverlust anordnen wollen; kritisch auch Wackerbarth, ZIP 2010, 1527, 1531; a.A. Seibt, S. 2.

aus der Norm resultierenden Rechtsunsicherheit<sup>1420</sup> auf die Verordnungsermächtigung in § 25a IV WpHG verwiesen. Allerdings steht dem Bundesministerium der Finanzen bzw. der BaFin nach § 25a IV Satz 1 Nr. 2 WpHG nur die Befugnis zu, Ausnahmen von der Mitteilungspflicht zu statuieren,<sup>1421</sup> wodurch das Auslegungsrisiko auf den Pflichtigen verlagert wird.<sup>1422</sup> Zudem wird die Gefahr einer Pflichtverletzung durch die in § 25a I Satz 7 WpHG angeordnete Zusammenrechnung nochmals vergrößert. Noch größer wären die verfassungsrechtlichen Bedenken, sofern das Instrument einem Dritten den Erwerb ermöglicht und der Dritte nicht an der Pflichtverletzung des Inhabers mitgewirkt hat.

Darüber hinaus kommt dem Pflichtigen bei § 25a WpHG keine dem § 25 WpHG vergleichbare Stellung zu, da es im Rahmen der neuen Offenlegungspflicht nicht darauf ankommt, von wem die Initiative zum Erwerb ausgeht, weshalb von der zweiten Fallgruppe des § 25a I Satz 2 WpHG auch Stillhalterpositionen bei Put-Optionen und Call-Optionen, die eine Bedingung vorsehen, auf welche nicht allein der Inhaber Einfluss hat, erfasst werden.<sup>1423</sup> Ähnliches lässt sich in Bezug auf die erste Fallgruppe behaupten, weil es dort keine Rolle spielt, ob tatsächlich ein sog. Hedging erfolgt, weswegen sich die Berechnung der meldepflichtigen Instrumente gem. § 25a II Satz 2 WpHG nach der Anzahl der Aktien richtet, die die Gegenseite zur vollständigen Absicherung halten müsste.<sup>1424</sup>

Zuletzt darf die Sinnhaftigkeit derart weitgehender Pflichten zur Offenlegung der wirtschaftlichen Beteiligungsinteressen ohnehin bezweifelt werden,<sup>1425</sup> da die

---

<sup>1420</sup> Kritisch Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 684 ff., die unterschiedliche Fallgestaltungen daraufhin untersuchen, ob sie zu einer Meldepflicht führen; ähnlich Krause, AG 2011, 469, 478 f., der daher Bereichsausnahmen fordert; a.A. CESR, Rn. 46 f., das die Implementierung einer Generalklausel für unausweichlich hält, um eine Umgehung durch die Schaffung neuer Instrumente verhindern zu können.

<sup>1421</sup> Krause, AG 2011, 469, 478; Möllers/Wenninger, NJW 2011, 1697, 1700; Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 687; abweichend Seibt, S. 3; widersprüchlich Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846, 849, 853.

<sup>1422</sup> Teichmann/Epe, WM 2010, 1477, 1482, die deshalb zu Recht eine Verordnung für erforderlich halten, die positiv definiert, welche Instrumente meldepflichtig sind; a.A. Anzinger, WM 2011, 391, 396. Die in der Regierungsbegründung angesprochene Liste meldepflichtiger Instrumente ändert daran nichts, da diese weder abschließend noch bindend sein wird, vgl. Begr. RegE BT-Drucks. 17/3628, S. 20.

<sup>1423</sup> Begr. RegE BT-Drucks. 17/3628, S. 19 f.; bezüglich der Erfassung von Stillhalterpositionen zu Recht kritisch Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 684; a.A. Brouwer, AG 2010, 404, 406.

<sup>1424</sup> Merkner/Sustmann, NZG 2010, 681, 683 f., 686, die zutreffend von einer Fiktion sprechen; siehe diesbezüglich auch Krause, AG 2011, 469, 480.

<sup>1425</sup> Eingehend Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231; a.A. CESR, Rn. 38, das eine Erweiterung der Meldepflicht auf sämtliche Instrumente empfiehlt, die in ihrer Wirkung dem Halten von Aktien oder Erwerbsrechten für Aktien wirtschaftlich vergleichbar sind (sog. SEE-Instrumente); ähnlich Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 10; Brouwer, AG 2010, 404, 406, die sich für einen prinzipiengeleiteten Offenlegungstatbestand aussprechen; vermittelnd Baums/Sauter, ZHR 173 (2009), 454, 487 ff., die eine regelmäßige Anpassung des Gesetzes an neu auftretende Fallgruppen befürworten, um Rechtsunsicherheiten zu vermeiden und eine rechtspolitische Debatte zu

durch eine solch frühzeitige Transparenz ausgelösten Kurssteigerungen den Anreiz, nach unterbewerteten Unternehmen zu suchen, mindern und dadurch den Markt für Unternehmenskontrolle schwächen.<sup>1426</sup> Dies gilt umso mehr, wenn man berücksichtigt, dass der Pflichtige zumeist noch keine Kontrolle über die Ausübung der Stimmrechte haben wird.<sup>1427</sup> Ferner lässt sich eine solche Pflicht auch nicht einfach mit der Gewährleistung einer effizienten Preisbildung rechtfertigen.<sup>1428</sup> Im Gegenteil, zu strenge Transparenzpflichten können für die Informationseffizienz sogar nachteilig sein.<sup>1429</sup> Diese Gefahr besteht auch im Rahmen des § 25a WpHG, weil angesichts der niedrigen Eingangsmeldeschwelle nicht garantiert werden kann, dass die Regelung nur Instrumente erfasst, die zu einem unbemerkten Stimmrechtsaufbau im Vorfeld einer Übernahme oder einer sonstigen Einflussnahme auf den Emittenten genutzt werden.<sup>1430</sup>

Der Gesetzgeber sollte deshalb besser die notwendigen Maßnahmen ergreifen, um die bestehenden Regeln zur Stimmrechtstransparenz auch in Fällen des unbemerkten Anschleichens effektiv durchsetzen zu können.<sup>1431</sup> Dabei sollte er bedenken, dass sowohl der sich anschleichende Investor als auch derjenige, der den Investor bei diesem Vorhaben unterstützt, nicht das geringste Interesse daran haben, den Kapitalmarkt über die zwischen ihnen getroffenen Vereinba-

---

gewährleisten; innovativ Wackerbarth, ZIP 2010, 1527, 1532 ff., der eine Meldepflicht des Stimmberechtigten gegenüber der BaFin vorschlägt, sofern dieser kein Interesse an der Stimmrechtsausübung hat.

<sup>1426</sup> Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231, 240; Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846, 853; Brandt, BKR 2008, 441, 447; vgl. dazu Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 584 f., die anführen, dass sich der Aufbau von Derivatepositionen bereits durch die Sicherungsgeschäfte der Gegenseite im Aktienkurs niederschlägt; kritisch dagegen Wackerbarth, ZIP 2010, 1527, 1531.

<sup>1427</sup> Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846, 851 f.; Wackerbarth, ZIP 2010, 1527, 1528, der zu Recht bemängelt, dass § 25a WpHG letztlich aber genau diese Vermutung zu Grunde liegt; a.A. CESR, Rn. 17 (i).

<sup>1428</sup> Vgl. Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231, 239; Brandt, BKR 2008, 441, 446 f.; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 584 f., die eine faire Bepreisung fordern; übersichtlich auch Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846, 852, die ihre Untersuchung an den gegenteiligen Argumenten des CESR ausrichten; a.A. Anzinger, WM 2011, 391, 396; Brouwer, AG 2010, 404, 406; Seibt, S. 1.

<sup>1429</sup> Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 846, 853; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 585; Brandt, BKR 2008, 441, 447; a.A. wiederum Anzinger, WM 2011, 391, 396.

<sup>1430</sup> Brandt, BKR 2010, 270, 271, 273, der auf kurzfristige Spekulations- und Sicherungsgeschäfte sowie die reduzierte Einflussmöglichkeit des Investors verweist und darum eine Schwelle von 10 % präferiert; in dieselbe Richtung Wackerbarth, ZIP 2010, 1527, 1531 f.; vgl. ferner Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231, 251, der eine Schwelle von 15 % vorschlägt und für darunter liegende Beteiligungen eine Meldepflicht gegenüber der BaFin anregt; a.A. wiederum CESR, Rn. 41, das die Schwellenwerte der Transparenzrichtlinie II anwenden will, dabei aber leichtfertig unterstellt, dass ein Investor, der das wirtschaftliche Risiko der Aktien trägt, auch versuchen wird, Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben.

<sup>1431</sup> Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231, 247; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 585; a.A. erneut Anzinger, WM 2011, 391, 392, der der Auffassung ist, dass die fallgruppenorientierten §§ 21 ff. WpHG nur geringe Wertungsspielräume gewährten, die eine ihrem Zweck entsprechende Normenfaltung ermöglichten.

rungen zu informieren.<sup>1432</sup> Abhilfe könnte insofern eine Vorschrift schaffen, die den ersten Transparenzpflichtigen, der eine verdeckte Absprache offenlegt, auf Kosten der Übrigen belohnt.<sup>1433</sup> Selbige Wirkung könnte ebenso einer Regelung zukommen, die dem Investor im Falle einer schwerwiegenden Pflichtverletzung für eine bestimmte Zeit untersagt, ein Übernahmeangebot abzugeben.<sup>1434</sup>

Da die Neuregelung des § 25a WpHG nicht auf einer europäischen Vorgabe beruht und eine Revision der Transparenzrichtlinie II in Vorbereitung ist,<sup>1435</sup> ist zum Abschluss der Reformüberlegungen auch noch kurz die Frage nach der Sinnhaftigkeit einer Vollharmonisierung aufzuwerfen.<sup>1436</sup> Dabei soll bezüglich der hier in Rede stehenden Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen die Publizitätsvorschriften jedoch nur festgehalten werden, dass ein solcher Schritt in diesem Bereich nicht zwingend geboten ist. Zwar kann durch ein einheitliches Schutzniveau das Vertrauen der Anleger durchaus gestärkt werden.<sup>1437</sup> Allerdings verspricht eine Vereinheitlichung der Sanktionierung keine großen Kostensenkungspotenziale und lässt daneben zahlreiche Probleme bei der Einpassung in die verschiedenen Sanktionssysteme der Mitgliedstaaten befürchten.<sup>1438</sup> Außerdem würden im Falle einer Harmonisierung wertvolle Lerneffekte ausbleiben, die sich aus einer unterschiedlichen Sanktionierung ergeben können.<sup>1439</sup>

## **G. Schlussbetrachtung**

Der Gesetzgeber sieht sich im Rahmen des Rechtsverlusts einem Zielkonflikt ausgesetzt, welcher besonders im Falle des Stimmrechtsverlusts und der damit verbundenen Anfechtungsgefahr, die zuletzt empirisch nachgewiesen wurde und aufgrund der letzten Gesetzesänderungen nicht geringer werden wird,

---

<sup>1432</sup> Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 585; ausführlich auch Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 145 f.

<sup>1433</sup> Zetzsche, EBOR 10 (2009), 115, 146; Noack/Zetzsche, FS Schwark, 2009, S. 569, 585 f., die ferner vorschlagen, die wesentlichen Untersuchungsergebnisse der BaFin mit Sachverhalt und rechtlicher Würdigung im Internet zugänglich zu machen; so auch Baums/Thoma-Hecker, § 59 Rn. 69.

<sup>1434</sup> Dies erwägend Schiessl, Der Konzern 2009, 291, 299; Brouwer, AG 2010, 404, 407; Brandt, BKR 2010, 270, 275, der eine sechsmonatige Sperrfrist vorschlägt, sofern ein gravierender und vorsätzlicher Verstoß gegen die §§ 25, 25a WpHG vorliegt; noch weitergehend Seibt, S. 9, der der BaFin zusätzlich die Befugnis einräumen will, bei einer erheblichen Verletzung der Meldepflichten vorübergehend oder dauerhaft den auf diese Weise ermöglichten Erwerb von Stimmrechten zu untersagen.

<sup>1435</sup> Vgl. das Konsultationspapier der EU-Kommission vom 27. Mai 2010, in dem die Rechtsfolgen einer Pflichtverletzung aber nicht thematisiert wurden.

<sup>1436</sup> Siehe hierzu detailliert Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 1241, die eine Vollharmonisierung von Kernelementen der Beteiligungstransparenz befürworten; eher kritisch Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231, 250.

<sup>1437</sup> Zetzsche, EBOR 11 (2010), 231, 250, der aber zu Recht festhält, dass wirkungsvolle Enforcement-Mechanismen unerlässlich sind, um aus einer Harmonisierung den größten Nutzen zu ziehen.

<sup>1438</sup> Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 1241, 1247.

<sup>1439</sup> Zu diesem Problemkreis allgemein Fleischer/Schmolke, NZG 2010, 1241, 1246 f.

offensichtlich wird. Obwohl die Anfechtung i.V.m. einer formalen oder faktischen Registersperre, die auch durch das Freigabeverfahren in den seltensten Fällen überwunden werden kann, die Gesellschaft und die übrigen Aktionäre durchaus belasten kann, sollte jedoch unbedingt daran festgehalten werden, dem säumigen Aktionär seinen unternehmerischen Einfluss zu entziehen, um die Sanktion des Rechtsverlusts nicht ad absurdum zu führen.

Angesichts der mit den materiellen Verhaltensgeboten in Zusammenhang stehenden wirtschaftlichen Interessen bietet der kapitalmarktrechtliche Rechtsverlust in seinen derzeitigen Erscheinungsformen allerdings bedauerlicherweise nur einen bedingten Anreiz zu einem gesetzeskonformen Verhalten. Punktuelle Veränderungen sind aus diesem Grunde unumgänglich.

Insoweit sollte - im Zuge einer Angleichung des § 59 WpÜG an § 28 WpHG - der Kreis der vom Rechtsverlust infizierten Aktien aus Gründen des Umgehungsschutzes auf die Fälle der Sicherungsübereignung erstreckt werden. Die den infizierten Aktien entsprechenden Fälle der Kettenzurechnung sollten ebenfalls der Sanktion unterliegen. Außerdem sollte der Gesetzgeber zukünftig auch die Abgabe einer nicht gebotenen Stimmrechtsmitteilung mit einem Rechtsverlust sanktionieren. Darüber hinaus sollte der endgültige Rechtsverlust auf die Fälle grober Fahrlässigkeit erweitert werden. Im Gegenzug sollten die §§ 22 III WpHG und 2 VI WpÜG auf ihre zweite Alternative beschränkt und die Ausnahmeregelung des Satz 2 auf sämtliche Vermögensrechte angewendet werden. Überdies sollte die Dauer des nachwirkenden Rechtsverlusts nach § 28 Satz 3 WpHG auf ein Jahr verlängert werden, um den Zeitpunkt der Pflichterfüllung endgültig der Disposition der Aktionäre zu entziehen, wobei eine entsprechende Anpassung der Regelung des § 59 WpÜG überfällig ist. Bezüglich des wertpapierhandelsrechtlichen Rechtsverlusts wäre zudem noch eine Einschränkung der Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG wünschenswert.

Auch Gesetzesänderungen in anderen Bereichen könnten die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten verbessern. Anregungen hierzu gibt es zu Hauf. Insofern obliegt es dem Gesetzgeber, das Sanktionssystem noch einmal genauestens zu überdenken. Hierbei sollte er jedoch die präventiven Wirkungen,

welche einem punktuell reformierten kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust zukommen können, keinesfalls unterschätzen.<sup>1440</sup>

## **Kapitel 7: Wesentliche Ergebnisse der Untersuchung**

### **A. 1. Teil**

#### **I. Kapitel 1**

1. Die Sanktion des Rechtsverlusts tritt im deutschen Recht in acht verschiedenen Normen in Erscheinung. Namentlich sind dies die §§ 20 VII, 21 IV AktG, § 20 III AktG i.V.m. § 328 I und II AktG, § 67 II Satz 2 und 3 AktG, §§ 23 V, 28 WpHG und § 59 WpÜG. Der Rechtsverlust kann darum als „Sanktion des Unternehmensrechts“ bezeichnet werden.

2. Die verschiedenen Ausprägungen der Sanktion unterscheiden sich mitunter stark, wobei die einen umfassenden Rechtsverlust anordnenden Regelungen der §§ 28 WpHG und 59 WpÜG, welche unter dem Begriff des „kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts“ zusammengefasst werden können, in ihrer Sanktionswirkung am weitesten gehen.

3. Erstmals wurde ein umfassender Rechtsverlust im Jahre 1965 in den §§ 20 VII und 21 IV des AktG implementiert. Durch das zweite und das dritte Finanzmarktförderungsgesetz wurde auch in § 28 WpHG sukzessive ein umfassender Rechtsverlust eingeführt, der durch das Risikobegrenzungsgesetz zuletzt nochmals verschärft wurde. Seit dem Jahre 2002 droht die Sanktion des Rechtsverlusts zudem in § 59 WpÜG.

4. Die §§ 28 WpHG und 59 WpÜG sind nebeneinander anwendbar, so dass ein etwaiger Rechtsverlust erst endet, wenn sämtliche Pflichten, deren Missachtung einen Rechtsverlust auslöst, erfüllt wurden.

5. Aus dogmatischer Perspektive werden bei den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG, da durch den Rechtsverlust auch in die Willensbildung der Hauptversammlung

---

<sup>1440</sup> So auch Veil, ZHR 175 (2011), 83, 100 ff., der nicht nur auf die Verwurzelung der Sanktion im deutschen Unternehmensrecht, sondern auch darauf verweist, dass sich andere Mitgliedstaaten die präventiven Wirkungen eines Rechtsverlusts ebenfalls zunutze machen. Veil möchte die Sanktion aber auf den Stimmrechtsverlust beschränken, weil dadurch ein innerer Zusammenhang mit der Pflichtverletzung hergestellt werden könne, was jedoch nicht überzeugt, da bei der Beantwortung der Frage nach der richtigen Sanktion allein auf deren präventive Wirkung abgestellt werden muss und die verwaltungsrechtlichen Sanktionen sowie der Stimmrechtsverlust insofern kein ausreichendes Enforcement gewährleisten; vgl. ferner Siemers, S. 311.

eingegriffen wird, kapitalmarktrechtliche Pflichtverletzungen mit gesellschaftsrechtlichen Rechtsfolgen verknüpft. Dieses Konzept ist aufgrund der dadurch verursachten Anfechtungsgefahr nicht unumstritten.

6. Ferner hat der Rechtsverlust strafähnlichen Charakter, weshalb er stets an den rechtsstaatlichen Grundsätzen des Strafrechts gemessen werden muss.

7. Die Art und Weise der Durchsetzung der Mitteilungspflichten und des Pflichtangebots in anderen Mitgliedstaaten muss trotz des den Mitgliedstaaten eingeräumten Umsetzungsspielraums bei der Auslegung rechtsvergleichend berücksichtigt werden. Gleiches gilt für die kapitalmarktrechtlichen Sanktionen in der Schweiz und den USA. Auch wenn keine dieser Rechtsordnungen einen ex lege eintretenden Rechtsverlust, der alle Rechte aus den Aktien erfasst, kennt, drohen in diesen Staaten mitunter gleichfalls weitreichende Sanktionen. Ein Argument für die Auslegung lässt sich aus der rechtsvergleichenden Betrachtung somit nicht herleiten.

## **II. Kapitel 2**

1. Auch bei der Auslegung des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts sind prinzipiell die grammatische, die systematische, die historische, die teleologische, die verfassungskonforme und die richtlinienkonforme Auslegung maßgeblich. Die teleologische Auslegung stellt dabei, insbesondere im Wirtschafts- bzw. Kapitalmarktrecht, ein besonders gewichtiges Kriterium dar, sofern ihr nicht im Einzelfall verfassungsrechtliche Erwägungen entgegenstehen.

2. Für den Rechtsverlust im Speziellen gilt es zu berücksichtigen, dass dessen Telos, auf die Einhaltung der jeweiligen materiellen Verhaltensgebote möglichst effektiv hinzuwirken, grundsätzlich eine extensive Auslegung gebietet („Gebot der extensiven Auslegung“).

3. Angesichts des schweren Eingriffs in das durch Art. 14 GG geschützte Anteilseigentum darf die Auslegung allerdings nicht zu einem unverhältnismäßigen Eingriff in das Anteilseigentum des Aktionärs führen.

4. Ebenso muss die Auslegung stets den Rechtsunsicherheiten, welche in Bezug auf die materiellen Verhaltensgebote bestehen und hauptsächlich durch die komplizierten Zurechnungsregeln ausgelöst werden, hinreichend Rechnung tragen.



5. Des Weiteren sind die Belastungen der Gesellschaft und der übrigen Aktionäre mittels der Auslegung möglichst gering zu halten.

6. Zuletzt ist unbedingt zu berücksichtigen, dass für den kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust aus verfassungsrechtlichen Gründen das Schuldprinzip, das Analogieverbot und das Rückwirkungsverbot des Art. 103 II GG gelten.

## **B. 2. Teil**

### **I. Kapitel 3**

1. Die Nichterfüllung ist das zentrale Tatbestandsmerkmal des kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlusts. Es verursacht sowohl bei § 28 WpHG als auch bei § 59 WpÜG einige Auslegungsfragen, die sich zwar im Detail unterscheiden, prinzipiell aber auf den gleichen Ursachen beruhen.

2. Hinsichtlich § 28 Satz 1 WpHG ist jedoch zunächst einmal festzuhalten, dass der Meldepflichtige seiner Mitteilungspflicht, egal wodurch sie ausgelöst wurde, durch eine von ihm veranlasste und beiden Adressaten rechtzeitig zugegangene Mitteilung nachkommen muss, um der Sanktion des Rechtsverlusts zu entgehen.

3. Grundsätzlich erfasst § 28 Satz 1 WpHG nach seinem Telos und der Systematik dabei auch eine fehlerhafte Mitteilung. Der Formulierungsunterschied zu § 39 II Nr. 2 e) WpHG vermag an diesem Ergebnis nichts zu ändern. Wann eine tatbestandliche Schlechterfüllung vorliegt, ist allerdings eine Wertungsfrage, bezüglich derer auf das Erreichen des Informationszwecks und auf die schützenswerten Interessen des Meldepflichtigen abzustellen ist.

4. Die Meldeschwelle und das Datum müssen aus diesem Grunde stets korrekt sein, um einen Rechtsverlust zu vermeiden. Sie stellen praktisch die essentialia negotii der Meldung dar. Hinsichtlich der genauen Angabe des Stimmrechtsanteils und der Zurechnungstatbestände kommt es hingegen auf den konkreten Einzelfall an. Eine mehrdeutige Meldung genügt aber in der Regel nicht, wobei eine solche nicht bereits deswegen vorliegt, weil sich die genaue Reduzierung oder Aufstockung des Anteils nicht der Mitteilung entnehmen lässt. Eine fehlerhafte Angabe bezüglich der durch die Ausübung eines Finanzinstruments i.S.d. § 25 WpHG erlangten Stimmrechte hat dagegen keinen Rechtsverlust zur Folge.

5. § 28 WpHG greift nach seinem Wortlaut indes nicht bei einer Verletzung des § 25 WpHG ein. Nichts anderes gilt, sofern gem. § 25 I Satz 3 WpHG eine Zusammenrechnung der Stimmrechte und der Finanzinstrumente stattfindet. Im Falle eines Verstoßes gegen die am 1. Februar 2012 in Kraft tretende Mitteilungspflicht des § 25a WpHG droht ebenfalls kein Rechtsverlust. Schließlich ist § 28 WpHG auch nicht anwendbar, wenn eine Mitteilungspflicht irrtümlich angenommen und infolgedessen eine gesetzlich nicht erforderliche Stimmrechtsmitteilung abgegeben wurde. Die abweichenden Ansichten verstoßen gegen das Analogieverbot.

6. Bei der Auslegung des § 59 Satz 1 WpÜG ist vor allem streitig, wie der Verweis auf die Absätze 1 und 2 des § 35 WpÜG, welche auch auf die Verfahrensvorschriften der §§ 10 und 14 WpÜG verweisen, zu verstehen ist. Aus systematischen und verfassungsrechtlichen Erwägungen ist ein Normverständnis zutreffend, das nur die sog. Primärpflichten zur Veröffentlichung der Kontrollerlangung gem. § 35 I Satz 1 WpÜG und zur Übermittlung und anschließenden Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 35 II Satz 1 WpÜG erfasst. Der Telos des Rechtsverlusts steht dem nicht entgegen.

7. Da die bedeutendsten Verhaltenspflichten die Art und Weise vorgeben, in der die Primärpflichten zu erfüllen sind, kann jedoch stets eine relevante Schlechterfüllung vorliegen. Ob eine solche anzunehmen ist, hängt vom Erreichen des Publikationszwecks, den sonstigen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt, den berechtigten Interessen des Bieters und der Systematik des WpÜG ab.

8. Infolgedessen ist es unverzichtbar, dass der Bieter seine Kontrollerlangung fristgerecht, in den gesetzlich vorgeschriebenen Medien und in deutscher Sprache veröffentlicht. Bei Fehlern bezüglich der Zurechnungstatbestände oder der Höhe des Stimmrechtsanteils kommt es wiederum auf den Einzelfall an.

9. Auch sofern der Bieter der BaFin anschließend keine Angebotsunterlage übermittelt oder die Angebotsunterlage nicht fristgerecht übermittelt wird, hat dies einen Rechtsverlust zur Folge. Ist die Angebotsunterlage dagegen fehlerhaft, so ist insbesondere aufgrund der Systematik des WpÜG eine Untersagung durch die BaFin erforderlich. Die Schlechterfüllung stellt in dieser Konstellation keinen Fall der Nichterfüllung dar, kann eine solche aber hervorrufen.

10. Darüber hinaus hat auch die abschließende Veröffentlichung der Angebotsunterlage unbedingt fristgerecht, in den vorgeschriebenen Medien und ohne wesentliche Abweichungen von der Angebotsunterlage zu erfolgen, um einen Rechtsverlust zu vermeiden.

11. Einem Antrag auf Nichtberücksichtigung oder Befreiung kommt in der Regel ein Suspensiveffekt zu. Gibt die BaFin dem Antrag des Bieters später statt, so darf er hierauf vertrauen, wenn er die Verfügung nicht ausnahmsweise durch unzutreffende Angaben, die für die positive Bescheidung ursächlich waren, erwirkt hat.

12. Obwohl in den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG kein allgemeines Verschuldenserfordernis normiert ist, kann angesichts des stets zu wahrenen Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes und des verfassungsrechtlichen Schuldprinzips auf ein solches Erfordernis nicht verzichtet werden. Zwar gibt es auch im Gesetz Anknüpfungspunkte, die geeignet sind, das Verschulden des pflichtvergessenen Aktionärs zu berücksichtigen. Diese sind allerdings allein nicht ausreichend, um die Interessen des Pflichtigen hinreichend zu würdigen. Dies wird insbesondere deutlich, wenn die gesetzlichen Maximalfristen abgelaufen sind und eine unverschuldete Schlechterfüllung vorliegt. Die beim Verschulden anzulegenden zivilrechtlichen Maßstäbe sind jedoch streng.

13. Bei einem Rechtsirrtum ist davon auszugehen, dass ein Aktionär, der bedeutende Beteiligungen erwirbt, sich ggf. fachkundig durch einen im Kapitalmarktrecht tätigen Rechtsanwalt beraten lassen muss. Ist dies der Fall, so hat der Pflichtige in der Regel alles Erforderliche getan, um sich nach § 831 I Satz 2 BGB zu exkulpieren. Auch auf eine Auskunft bzw. die Verwaltungspraxis der BaFin wird der Pflichtige sich grundsätzlich verlassen dürfen. Im Zweifel ist der Aktionär im Zusammenhang mit den §§ 21 ff. WpHG aber verpflichtet, eine vorsorgliche Mitteilung abzugeben.

14. In tatsächlicher Hinsicht kommt insbesondere ein Irrtum des Aktionärs über zuzurechnende Stimmrechte in Betracht. Ein Verschulden scheidet dabei nur aus, wenn der Aktionär durch eine angemessene Organisation gewährleistet hat, dass er grundsätzlich rechtzeitig informiert wird.

## II. Kapitel 4

1. Der Rechtsverlust erfasst alle aus der Mitgliedschaft folgenden Verwaltungs- und Vermögensrechte. Er betrifft sämtliche Aktien, beginnt zu dem Zeitpunkt, zu dem der Aktionär erstmals schuldhaft mit der Erfüllung seiner Pflichten in Verzug gerät, und endet regelmäßig ex nunc.

2. Wurden mehrere Mitteilungen unterlassen, so ist nur die letzte erforderliche Meldung nachzuholen. Allein ein Unter- bzw. Überschreiten der maßgeblichen Schwelle beendet den Rechtsverlust jedoch nicht.

3. Die §§ 28 WpHG, 59 WpÜG verursachen einen konzernweiten Rechtsverlust. Die Tochtergesellschaften können infolgedessen die Rechte aus ihren Aktien stets nur dann ausüben, wenn sie selbst und alle im Konzern über ihnen stehenden Gesellschaften ihre kapitalmarktrechtlichen Pflichten erfüllt haben. Ihnen steht allerdings ein Schadensersatzanspruch zu. Zudem sind die Verweise der §§ 22 III WpHG, 2 VI WpÜG im Sinne einer rechtsfolgenorientierten Interpretation teleologisch zu reduzieren, weswegen der Abschluss eines Stimmbindungs- oder Entherrschungsvertrages sowie qualifizierte Mehrheitserfordernisse, über die der pflichtvergessene Aktionär nicht verfügt, eine Qualifizierung als Tochterunternehmen ausschließen. Die Vermutung des § 17 II AktG gilt beim Rechtsverlust daher ebenfalls nicht. Außerdem unterliegen die Aktien in Fällen der Mehrmütterschaft nur der Sanktion, sofern die Pflichtverletzung von einem das Stimmrechtsverhalten des Konsortiums kontrollierenden Aktionär begangen wurde.

4. Überdies sind solche Aktien von der Sanktion betroffen, die für Rechnung des Säumigen gehalten werden. Eine aus dem Sanktionszweck und den verfassungsrechtlichen Grenzen des Rechtsverlusts resultierende einschränkende Auslegung gebietet jedoch, für den Eintritt der Sanktionswirkung neben der Zuordnung der wesentlichen Chancen und Risiken aus den Aktien, zusätzlich einen im konkreten Einzelfall feststellbaren Einfluss des Pflichtigen auf die Stimmrechtsausübung zu verlangen, wobei im Gegenzug auch eine tatsächliche Einflussnahmemöglichkeit als ausreichend erachtet werden sollte.

5. § 59 WpÜG geht in seiner Wirkung noch weiter, indem er zusätzlich auf den Begriff der gemeinsam handelnden Personen verweist und dadurch die Beteiligten eines Acting in Concerts oftmals auch dann sanktioniert, wenn diese ihren eigenen Verpflichtungen nachgekommen sind und nur eine der gemeinsam

handelnden Personen mit der Erfüllung ihrer Pflichten säumig ist. Auch eine umgekehrte Infizierung der Aktien der Muttergesellschaft ist bei § 59 WpÜG deswegen vorstellbar. In Bezug auf den wertpapierübernahmerechtlichen Rechtsverlust ist § 2 V WpÜG aber restriktiv zu handhaben, so dass beispielsweise ein bloßes Parallelverhalten keine Qualifizierung als gemeinsam handelnde Person begründet und zu verlangen ist, dass die gemeinsam handelnde Person ihr Verhalten an dem des Bieters ausrichtet.

6. In den Fällen der §§ 22 I Satz 1 Nr. 3-6 WpHG, 30 I Satz 1 Nr. 3-6 WpÜG sind die dem säumigen Aktionär zugerechneten Aktien Dritter hingegen nach beiden Vorschriften nicht erfasst. Ferner unterliegen stimmrechtslose Vorzugsaktien der Sanktion nur, sofern der Wortlaut der §§ 28 WpHG, 59 WpÜG keine Stimmrechtszurechnung voraussetzt.

7. Zu den vom Rechtsverlust betroffenen Verwaltungsrechten gehören alle Rechte, die innerhalb der Hauptversammlung des Emittenten wahrgenommen werden. Auch gehen dem betroffenen Aktionär die Rechte verloren, welche an eine bestimmte Beteiligungshöhe anknüpfen. Selbiges gilt für bestimmte Einzelrechte. Organstellungen und die daraus resultierenden Rechte werden vom Rechtsverlust aber nicht erfasst. Der für den Rechtsverlust maßgebliche Zeitpunkt wird durch die Ausübung des jeweiligen Verwaltungsrechts markiert.

8. Die größte Bedeutung ist dem Stimmrechtsverlust beizumessen. Die Aktien des Aktionärs werden bei der Stimmen-, der Kapitalmehrheit und beim „vertretenen“ Grundkapital nicht mitgezählt, so dass der säumige Aktionär seinen unternehmerischen Einfluss verliert. Unter Umständen können die Minderheitsaktionäre demzufolge sogar die Kapitalmehrheit erlangen und irreversible Beschlüsse fassen. Nimmt der betroffene Aktionär trotzdem an der Abstimmung teil, so ist der Hauptversammlungsbeschluss, sofern er auf diesem Fehler beruht, anfechtbar. Dies ist zumindest dann der Fall, wenn die zu Unrecht mitgezählten Stimmen für das Beschlussergebnis kausal waren.

9. Auch die Anfechtungsbefugnis nach § 245 Nr. 1 AktG ist vom Rechtsverlust erfasst, sofern nicht ausnahmsweise ein sog. stimmloser Beschluss vorliegt. Selbiges gilt für § 245 Nr. 2 AktG. Eine Berufung auf § 245 Nr. 3 AktG bleibt dem Aktionär allerdings möglich, wenn er bei der Klageerhebung keinem Rechtsver-

lust unterliegt. Auch die Erhebung einer Nichtigkeitsklage wird durch den Rechtsverlust nicht gehindert.

10. Zu den vom Rechtsverlust betroffenen Vermögensrechten zählt in erster Linie der Dividendenzahlungsanspruch. Dieser bleibt aber in voller Höhe erhalten, sofern der Rechtsverlust bis zur Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses beendet ist. Steht der Rechtsverlust zum Zeitpunkt der Beschlussfassung bereits endgültig fest, so ist die Dividende der übrigen Aktionäre quotale zu erhöhen. Andernfalls ist der Aktionär vorsichtshalber im Beschluss zu berücksichtigen, sein Gewinnanteil zurückzuhalten und als sonstige Verbindlichkeit zu verbuchen. Steht der Rechtsverlust sodann später endgültig fest, so sind die nicht ausgezahlten Dividenden wiederum an die übrigen Aktionäre auszuschütten. Hierfür sprechen die Beschlussfassung der Hauptversammlung und der Telos des Rechtsverlusts. Zu Unrecht bezogene Dividenden sind vom Aktionär regelmäßig nach § 62 I AktG i.V.m. § 57 AktG zurückzuerstatten und abermals auf die übrigen Aktionäre zu verteilen.

11. Auch der Verlust des Bezugsanspruchs bei einer Kapitalerhöhung gegen Einlagen kann für den Aktionär durchaus „schmerzhaft“ sein, wobei es bei diesem Vermögensrecht ebenso auf den genauen Zeitpunkt der Rechtsentstehung ankommt. Der Vorstand hat die Aktien im Falle eines Rechtsverlusts bestmöglich zugunsten des Gesellschaftsvermögens zu verwerten. Wurde das Bezugsrecht nichtsdestotrotz ausgeübt, so hat der Aktionär die entsprechenden Aktien der Gesellschaft zurückzugewähren. Ihm ist dabei der aktuelle Börsenkurs und in keinem Fall mehr als der Erwerbspreis zu erstatten.

12. Zudem wird angesichts des im Gesetzeswortlaut zum Ausdruck gebrachten Willens des Gesetzgebers der Anspruch auf den Liquidationserlös nach § 271 AktG vom Rechtsverlust erfasst. Überzeugend ist dies freilich nicht.

13. Entgegen der Gesetzesmaterialien erfasst der Rechtsverlust außerdem das „Bezugsrecht“ aus § 212 AktG bei einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Ein Grundsatz, dass auf keinen Fall in die vermögensmäßige Substanz der Beteiligung selbst eingegriffen werden darf, ergibt sich aus dem Gesetz nämlich nicht. Vielmehr ist der Rechtsverlust nach seinem Telos auch auf Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln zu erstrecken, was jedoch eine analoge Anwendung des Satz 2 erforderlich werden lässt.

14. Sonstige Vermögensrechte werden aufgrund verfassungsrechtlicher Gründe vom Rechtsverlust nur erfasst, wenn es sich bei ihnen nicht um ein Surrogat für die entzogene Mitgliedschaft oder einen gesetzlichen Ausgleich für ihren Wegfall handelt. Sofern die Aktionärserschaft aber in irgendeiner Form fortbesteht, tritt ein Rechtsverlust ein. Infolgedessen werden lediglich das Einziehungsentgelt nach § 237 II AktG, die Barabfindung des § 327 b AktG und Gesellschaftsanteile des übernehmenden Rechtsträgers nach § 20 I Nr. 3 UmwG vom Rechtsverlust verschont.

15. Nach der Ausnahmeregelung der §§ 28 Satz 2 WpHG und 59 Satz 2 WpÜG kommt es nur zu einem vorübergehenden Ruhen der Rechte, so dass die Ansprüche der §§ 58 IV, 271 AktG rückwirkend geltend gemacht werden können, sofern die Pflichterfüllung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und ordnungsgemäß und unverzüglich nachgeholt worden ist. Dieser Beweis obliegt jedoch dem anspruchstellenden Aktionär.

16. Ein Unterlassen i.S.d. Satz 2 liegt auch bei einer relevanten Schlechterfüllung vor. Über den im Rahmen des Satz 2 anzuwendenden Vorsatzbegriff besteht dagegen Uneinigkeit. Unabhängig davon lässt ein Irrtum über die pflichtbegründenden Tatumstände den Vorsatz entfallen, wenn dieser nicht auf einer Vernachlässigung von Informationsbeschaffungspflichten oder einer mangelhaften Organisation beruht. Sofern der säumige Aktionär sich allerdings in der rechtlichen Beurteilung irrt, wird der Meinungsstreit über den Vorsatzbegriff entscheidungserheblich. Im Ergebnis ist dieser nach dem Willen des Gesetzgebers und der Gesetzssystematik zu Gunsten des zivilrechtlichen Vorsatzbegriffs zu entscheiden, so dass bei einem fahrlässigen Rechtsirrtum ein vorsätzliches Handeln ausscheidet. Gleichwohl muss sich der Aktionär fachkundig beraten lassen, wobei eine Auskunft der BaFin oder eines im Kapitalmarktrecht tätigen Rechtsanwalts ein vorsätzliches Verhalten wiederum in der Regel ausschließen wird. Bei juristischen Personen und Personengesellschaften richtet sich die Zurechnung des Vorsatzes nach § 31 BGB. Rechtsanwälte und sonstige Dritte sind konsequenterweise wiederum als Verrichtungsgehilfen i.S.d. § 831 BGB einzuordnen.

17. Der durch das Risikobegrenzungs-gesetz eingeführte § 28 Satz 3 WpHG verlängert den Rechtsverlust um sechs Monate ab dem Zeitpunkt der Korrekturmeldung. Hierdurch soll verhindert werden, dass Investoren zwischen zwei

Hauptversammlungen ihre Mitteilungspflichten nicht erfüllen, ohne stimm- oder dividendenrechtliche Konsequenzen fürchten zu müssen.

18. Die Verschärfung erfasst entgegen der Gesetzesmaterialien und vieler Stimmen in der Literatur gleichfalls die Vermögensrechte des betroffenen Aktionärs. Die Pflichtverletzung muss sich aber auf die Höhe des Stimmrechtsanteils beziehen und zumindest grob fahrlässig erfolgt sein. Dabei kommt es abermals auf die konkreten Bemühungen des Aktionärs an. Der Vorwurf der groben Fahrlässigkeit muss den Aktionär jedoch schon zu dem Zeitpunkt treffen, zu dem er mit der Erfüllung der Mitteilungspflichten erstmals in Verzug gerät. Auf sog. Altfälle findet § 28 Satz 3 WpHG keine Anwendung, weil beim Rechtsverlust das spezielle Rückwirkungsverbot des Art. 103 II GG zu beachten ist.

19. Die Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG ist nach dem Zweck der Publizitätsvorschriften so zu verstehen, dass die Verschärfung nicht eingreift, wenn die Abweichung des zuletzt gemeldeten Anteils vom aktuellen Stimmrechtsanteil weniger als 10 % beträgt und die in Zusammenhang mit der Pflichtverletzung zuletzt berührte Meldeschwelle gemeldet wurde. Hinsichtlich der konkreten Berechnung ist zu Gunsten des Aktionärs stets auf den höheren Wert des gemeldeten und des tatsächlichen Stimmrechtsanteils abzustellen.

20. Sowohl die Schwellenberührung als auch die Kontrollerlangung stellen in der Regel eine Insiderinformation dar. Ein Erwerb oder eine Veräußerung von Aktien in Kenntnis einer noch nicht veröffentlichten Schwellenberührung oder Kontrollerlangung und des dadurch eingetretenen Rechtsverlusts ist dem pflichtvergesenen Aktionär deswegen nach § 14 I Nr. 1 WpHG i.V.m. § 38 I Nr. 1 WpHG unter Androhung von Freiheitsstrafe untersagt.

## **C. 3. Teil**

### **I. Kapitel 5**

1. Der Gesetzgeber sieht sich im Rahmen des Rechtsverlusts einem Zielkonflikt ausgesetzt, welcher besonders im Falle des Stimmrechtsverlusts offensichtlich wird. Obwohl die Anfechtung i.V.m. einer formalen oder faktischen Register Sperre, die auch durch das Freigabeverfahren in den seltensten Fällen überwunden werden kann, die Gesellschaft und die übrigen Aktionäre praktisch durchaus belastet, sollte allerdings unbedingt daran festgehalten werden, dem säumigen



Aktionär seinen unternehmerischen Einfluss zu entziehen, um die Sanktion des Rechtsverlusts nicht ad absurdum zu führen.

2. Der kapitalmarktrechtliche Rechtsverlust bietet in seinen derzeitigen Erscheinungsformen leider nur einen bedingten Anreiz zu einem gesetzeskonformen Verhalten. Dies trifft insbesondere auf bewusst handelnde Großaktionäre zu, deren wirtschaftliche Interessen die durch den Rechtsverlust bewirkten Nachteile bei weitem übersteigen können. Punktuelle Veränderungen sind aus diesem Grunde unumgänglich.

## **II. Kapitel 6**

1. Zu diesem Zweck sollte - im Zuge einer Angleichung des § 59 WpÜG an § 28 WpHG - der Kreis der vom Rechtsverlust infizierten Aktien zur Vermeidung von gezielten Umgehungen auf die Fälle der Sicherungsübereignung erstreckt werden. Auch die den infizierten Aktien entsprechenden Fälle der Kettenzurechnung sollten in Zukunft der Sanktion unterliegen. Zudem sollte de lege ferenda auch die Abgabe einer nicht gebotenen Stimmrechtsmitteilung mit einem Rechtsverlust geahndet werden. Darüber hinaus sollte der endgültige Rechtsverlust auf die Fälle grober Fahrlässigkeit erweitert werden. Im Gegenzug sollten die §§ 22 III WpHG und 2 VI WpÜG in Zukunft auf ihre zweite Alternative reduziert und die Ausnahmeregelung des Satz 2 auf sämtliche Vermögensrechte angewendet werden. Daneben sollte die Dauer des nachwirkenden Rechtsverlusts nach § 28 Satz 3 WpHG auf ein Jahr verlängert werden, wobei eine entsprechende Anpassung der Regelung des § 59 WpÜG überfällig ist. Zuletzt wäre bezüglich des wertpapierhandelsrechtlichen Rechtsverlusts noch eine Einschränkung der Bagatellregelung des § 28 Satz 4 WpHG wünschenswert.

2. Auch könnten Gesetzesänderungen in anderen Bereichen die Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten verbessern. Deswegen sollte der Gesetzgeber das Sanktionssystem noch einmal genauestens überdenken. Die präventiven Wirkungen, welche einem punktuell reformierten kapitalmarktrechtlichen Rechtsverlust zukommen können, sollte er dabei keinesfalls unterschätzen.

## **Literaturverzeichnis**

- Altmeppen, Holger Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen  
Übernahmerecht in: ZIP 2001, 1073
- Anders, Dietmar Abgestimmte Stimmrechtsausübung - ist die Einzelfallausnahme  
Filgut, Esther systemwidrig? in: ZIP 2010, 1115
- Anzinger, Heribert M. Die normative Reichweite des Transparenzgebots für  
Beteiligungen an börsennotierten Kapitalgesellschaften  
- Plädoyer für einen Paradigmenwechsel im Melderegime  
in: WM 2011, 391
- Arends, Volker Die Offenlegung von Aktienbesitz nach deutschem Recht  
(zitiert: Arends, S.), Diss. Wiesbaden 2000
- Arnold, Arnd Aktionärsrechte und Hauptversammlung nach dem ARUG  
in: Der Konzern 2009, 88
- Arnold, Michael Auswirkungen auf die HV-Vorbereitung durch verschärfte  
Mitteilungspflichten in: AG Report 2007, R460
- ders. Neues zu Stimmrechtsmitteilungen nach dem WpHG  
in: AG Report 2009, R207
- ders. Auswirkungen auf die HV-Vorbereitung durch verschärfte  
Mitteilungspflichten in: AG Report 2007, R460
- ders. Risikobegrenzungsgesetz: Dividendenverlust bei  
Meldepflichtverletzungen in: AG Report 2009, R3

- Assmann, Heinz-Dieter           Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes in: ZBB 1989, 49
- ders.                               Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht  
in: ZHR 172 (2008), 635
- ders. [Hrsg.]                   Wertpapierhandelsgesetz (zitiert: Assmann/Schneider-Bearb., § Rn.),  
5., neu bearb. und erw. Aufl., Köln 2009
- ders. [Hrsg.]                   Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz  
(zitiert: Assmann/Pötzsch/Schneider-Bearb., § Rn.), Köln 2005
- ders. [Hrsg.]                   Handbuch des Kapitalanlagerechts  
Schütze, Rolf A.               (zitiert: Assmann/Schütze-Bearb., § Rn.),  
3., neu bearb. Aufl., München 2007
- Austmann, Andreas           Pflichten zur Offenlegung von Aktienbesitz in: WiB 1994, 143
- Bach, Albrecht                 Direkte Wirkungen von EG-Richtlinien in: JZ 1990, 1108
- Bachmann, Gregor           Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von  
Unternehmen in: ZHR 172 (2008), 597
- ders.                               Rechtsfragen der Wertpapierleihe in: ZHR 173 (2009), 596
- Baum, Harald                 Funktionale Elemente und Komplementaritäten des britischen  
Übernahmerechts in: RIW 2003, 421
- Baumbach, Adolf [Hrsg.]     GmbH-Gesetz (zitiert: Baumbach/Hueck-Bearb., § Rn.),  
Fastrich, Lorenz [Bearb.]    19. Aufl., München 2009

Baums, Theodor [Hrsg.]	WpÜG (zitiert: Baums-Bearb., § Rn.),
Achenbach, Hans	Loseblatt, Stand: Lfg. 5/04, Köln
Baums, Theodor	Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse?
Keinath, Astrid	Eine empirische Studie in: ZIP2007, 1629
Gajek, Daniel	
Baums, Theodor	Anschleichen an Übernahmeziele mit Hilfe von
Sauter, Maike	Aktienderivaten in: ZHR 173 (2009), 454
Becker, Andreas	Deliktsrechtliche Sanktionen von Verstößen gegen die
	Kapitalmarktschützenden Vorschriften des
	Wertpapierhandelsgesetzes (zitiert: Becker, S.), Diss. Marburg 2006
Beckmann, Ralph	Das neue Übernahmerecht
Kersting, Mark Oliver	(zitiert: Beckmann/Kersting/Mielke-Bearb., Abschnitt Nr.),
Mielke, Werner	München 2003
Bedkowski, Dorothea	Der neue Emittentenleitfaden der BaFin in: BB 2009, 394
dies.	Der neue Emittentenleitfaden der BaFin - nunmehr veröffentlicht
	in: BB 2009, 1482
dies.	Keine Meldepflicht nach § 21 WpHG bei Umfirmierung des
Widder, Stefan	Aktionärs in: BB 2008, 2372
dies.	Meldepflichten nach WpHG bei Umfirmierung bzw. Namensänderung
	des Aktionärs in: BB 2008, 245

Benner-Heinacher, Jella S.	Mindeststandards für Übernahmeregeln in Deutschland in: DB 1997, 2521
Berding, Benjamin	Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Grundsätze im Übernahmerecht in: WM 2002, 1149
Berger, Klaus Peter	Unternehmensübernahmen in Europa in: ZIP 1991, 1644
Bernhardt, Wolfgang	Mitteilungs-, Bekanntmachungs- und Berichtspflichten über Beteiligungen nach neuem Aktienrecht in: BB 1966, 678
Beurskens, Michael	Haftung für enttäushtes Aktionärsvertrauen (zitiert: Beurskens, S.), Diss. Köln 2008
Binder, Jens-Hinrich	Geschäftsleiterhaftung und fachkundiger Rat in: AG 2008, 274
Bittner, Claudia	Die EG-Übernahme-Richtlinie aus englischer Sicht in: RIW 1992, 182
Borges, Georg	Acting in Concert: Vom Schreckensgespenst zur praxistauglichen Zurechnungsnorm in: ZIP 2007, 357
Bott, Claudia	Transparenz von Beteiligungsverhältnissen nach dem
Schleef, Michael	Wertpapierhandelsgesetz - Nutzen für den Anleger? in: ZBB 1998, 330
Bozenhardt, Friedrich	Der Bestätigungsbeschluss nach § 244 AktG - Mittel zur Heilung unrichtig festgestellter Hauptversammlungsbeschlüsse und zur Überwindung der Registersperre bei Anfechtungsklagen? in: Festschrift für Karl Peter Mailänder, 2006, S. 301



- dies. Stimmrechtszurechnung zum Treuhänder? in: NZG 2009, 1373
- Bülow, Christoph von Acting in Concert und neue Offenlegungspflichten nach dem  
Stephanblome, Markus Risikobegrenzungs-gesetz in: ZIP 2008, 1797
- Bürgers, Tobias [Hrsg.] Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz  
Becker, Florian (zitiert: HeiKo-Bearb., § Rn.), Heidelberg 2008  
Bundesanstalt für Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht Finanzdienstleistungsaufsicht (zitiert: Emittentenleitfaden, Kap.),  
Kapitel III Stand 15. Juli 2005  
Kapitel VIII Stand 28. April 2009
- Bundesverband der Eckpunkte für mehr Transparenz am Kapitalmarkt (zitiert: BDI, S.)  
Deutschen Industrie e.V.
- ders. BDI-Stellungnahme zum Regierungsentwurf für ein Gesetz  
zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung  
der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes  
(zitiert: BDI-Stellungnahme, S.)
- Burgard, Ulrich Die Offenlegung von Beteiligungen, Abhängigkeits- und Konzernlagen  
bei der Aktiengesellschaft (zitiert: Burgard, S.), Diss. Berlin 1990
- ders. Die Offenlegung von Beteiligungen bei der Aktiengesellschaft  
in: AG 1992, 41
- ders. Die Berechnung des Stimmrechtsanteils nach §§ 21 - 23  
Wertpapierhandelsgesetz in: BB 1995, 2069

- ders. Kapitalmarktrechtliche Lehren aus der Übernahme Vodafone-Mannesmann - Zur Verletzung der Mitteilungspflicht nach §§ 21 I, 22 I Nr. 6 WpHG und den sich daraus ergebenden Folgerungen für ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz - in: WM 2000, 611
- Bydlinski, Franz Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff (zitiert: Bydlinski, S.), 2., erg. Aufl., Wien 1991
- Cahn, Andreas Probleme der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem WpHG bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften in: AG 1997, 502
- ders. Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG in: ZHR 162 (1998), 1
- ders. Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und Rechtsschutz Betroffener in: ZHR 167 (2003), 262
- Cascante, Christian Ist „Nutzung“ mehr als „Kenntnis“?
- Bingel, Adrian Das Insiderhandelsverbot vor dem EuGH in: AG 2009, 894
- Cascante, Christian „Auf leisen Sohlen“? - Stakebuilding bei der börsennotierten AG
- Topf, Cornelia in: AG 2009, 53
- Caspari, Karl-Burkhard Die geplante Insiderregelung in der Praxis in: ZGR 1994, 530
- Casper, Matthias Acting in Concert - Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes in: ZIP 2003, 1469



ders.	Der stimmlose Beschluss in: Festschrift für Uwe Hüffer, 2010, S. 111
Committee of European Securities Regulators (nunmehr ESMA)	CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares (zitiert: CESR, Rn.)
Chachulski, Claudia	Verlängerter Rechtsverlust nach § 28 Satz 3 WpHG bei Erfüllung aktueller Meldepflichten in: BKR 2010, 281
Deutsches Aktieninstitut	Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts in: NZG 2010, 778
Deutscher Anwaltverein e.V.	DAV-Vorschlag für eine Harmonisierung der gesetzlichen Pflichten zur Mitteilung von Beteiligungen nach Aktiengesetz und Wertpapierhandelsgesetz (April 1995) in: WiB 1996, 764
ders.	DAV-Ergänzungsvorschlag für eine Harmonisierung der gesetzlichen Pflichten zur Mitteilung von Beteiligungen nach Aktiengesetz und Wertpapierhandelsgesetz (März 1996) in: WiB 1996, 822
ders.	Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins: Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) in: NZG 2008, 60
ders.	Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins: Stellungnahme zum Entwurf einer Überarbeitung und Ergänzung des Emittentenleitfadens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in: NZG 2009, 175

Diekmann, Hans	Mitteilungspflichten nach §§ 20 ff AktG und dem Diskussionsentwurf des Wertpapierhandelsgesetzes in: DZWir 1994, 13
ders. Merkner, Andreas	Erhöhte Transparenzanforderungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht - ein Überblick über den Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungs-gesetz in: NZG 2007, 921
Di Fabio, Udo	Richtlinienkonformität als ranghöchstes Normauslegungsprinzip? - Überlegungen zum Einfluss des indirekten Gemeinschaftsrechts auf die nationale Rechtsordnung in: NJW 1990, 947
Diregger, Christoph	Terra incognita - zivilrechtliche Sanktionen bei unterlassenem Pflichtangebot in: Der Gesellschafter 2010, 19
Ehricke, Ulrich Ekkenga, Jens Oechsler, Jürgen	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (zitiert: Ehricke/Ekkenga/Oechsler-Bearb., § Rn.), München 2003
Eichner, Moritz	Anschleichen bei Unternehmensübernahmen - Perfides taktisches Manöver oder achtbare strategische Entscheidung? in: ZRP 2010, 5
Eidenmüller, Horst	Regulierung von Finanzinvestoren in: DStR 2007, 2116
Ekkenga, Dr. Jens Hofschroer, Josef	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Teil I) in: DStR 2002, 724
dies.	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Teil II) in: DStR 2002, 768



- Fiedler, Christine                      Mitteilungen über Beteiligungen von Mutter- und Tochterunternehmen (zitiert: Fiedler, S.), Diss. Baden-Baden 2005
- Fischer, Christian                      Rechtsfragen grenzüberschreitender Übernahmeangebote (zitiert: Fischer, S.), Diss. Frankfurt a.M. 2008
- Fleischer, Holger                      Gesetzesfolgenabschätzung im Kapitalmarktrecht in: Festschrift für Rüdiger von Rosen, 2008, S. 595
- ders.                                      Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (§ 27 a WpHG) in: AG 2008, 873
- ders.                                      Vertrauen von Geschäftsleitern und Aufsichtsratsmitgliedern auf Informationen Dritter Konturen eines kapitalgesellschaftsrechtlichen Vertrauensgrundsatzes in: ZIP 2009, 1397
- ders.                                      Rechtsverlust nach § 28 WpHG und entschuldbarer Rechtsirrtum des Meldepflichtigen in: DB 2009, 1335
- ders.                                      Vorstandshaftung und Vertrauen auf anwaltlichen Rat in: NZG 2010, 121
- ders.                                      Rechtsrat und Organwalterhaftung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in: Festschrift für Uwe Hüffer, 2010, S. 187
- ders.                                      Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht in: ZGR 2008, 185

- ders. Stimmrechtszurechnung zum Treuhänder gemäß  
 Bedkowski, Dorothea § 22 I 1 Nr. 2 WpHG: Ein zivilgerichtlicher Fehlgriff und seine  
 kapitalmarktrechtlichen Folgen in: DStR 2010, 933
- ders. Das Anschleichen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft  
 Schmolke, Klaus Ulrich - Überlegungen zur Beteiligungstransparenz de lege lata  
 und de lege ferenda - in: NZG 2009, 401
- dies. Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz  
 und „Hidden Ownership“ in: ZIP 2008, 1501
- dies. Die Reform der Transparenzrichtlinie: Mindest- oder  
 Vollharmonisierung der kapitalmarktrechtlichen  
 Beteiligungspublizität? in: NZG 2010, 1241
- dies. Zum beabsichtigten Ausbau der kapitalmarktrechtlichen  
 Beteiligungstransparenz bei modernen Finanzinstrumenten  
 (§§ 25, 25a DiskE-WpHG) in: NZG 2010, 846
- Flume, Johannes W. Aktienrechtliches Anfechtungswesen und kapitalmarktrechtliche  
 Beteiligungspublizität in: Der Konzern 2009, 385
- Fuchs, Andreas [Hrsg.] Wertpapierhandelsgesetz (zitiert: Fuchs-Bearb., § Rn.),  
 Bouchon, Martin München 2009
- Gaede, Bettina Koordiniertes Aktionärsverhalten im Gesellschafts- und  
 Kapitalmarktrecht (zitiert: Gaede, S.), Diss. Baden-Baden 2008
- Gätsch, Andreas Abgestimmtes Verhalten nach § 22 II WpHG und § 30 II WpÜG  
 Schäfer, Frank A. in der Fassung des Risikobegrenzungsgesetzes in: NZG 2008, 846

Geibel, Stephan	Erwerbsangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und
Süßmann, Rainer	Übernahmegesetz in: BKR 2002, 52
Geibel, Stephan [Hrsg.]	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Angerer, Lutz	(zitiert: Geibel/Süßmann-Bearb., § Rn.), 2., überarb. Aufl., München 2008
Gelhausen, Hans Friedrich	Bilanzielle Folgen der Nichterfüllung von Mitteilungspflichten
Bandey, Uwe	gemäß §§ 20 f. AktG und §§ 21 ff. WpHG nach In-Kraft-Treten des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes in: WPg 2000, 497
Geßler, Ernst	Verlust oder nur Ruhen der Aktionärsrechte nach § 20 Abs. 7 AktG? in: BB 1980, 217
ders.	Aktiengesetz (zitiert: G/H/E/K-Bearb., § Rn.), Band 1 §§ 1-75, München 1984
Godin, Reinhard von	Aktiengesetz (zitiert: Godin/Wilhelmi, § Anm.), Band 1 §§ 1-178, 4. Aufl., neu bearb. v. Sylvester Wilhelmi, Berlin 1971
Goette, Wulf [Hrsg.]	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz (zitiert: MüKo/AktG-Bearb., § Rn.), Band 1 §§ 1-75, 3. Aufl., München 2008 Band 7 §§ 222-277, 2. Aufl., München 2001 Band 9,1. §§ 327a-327f AktG, WpÜG, SpruchG, 2. Aufl., München 2004
ders.	Neuere aktienrechtliche Rechtsprechung des II. Zivilsenats des Bundesgerichtshofes in: DStR 2009, 2602

- Grigoleit, Hans Christoph      Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters  
Rachlitz, Richard                in: ZHR 174 (2010), 12
- Grobecker, Wolfgang            Der Bestätigungsbeschluss nach § 244 AktG in der Praxis  
Kuhlmann, Jens                 in: NZG 2007, 1
- Grunewald, Barbara             Satzungsfreiheit für das Beschlussmängelrecht in: NZG 2009, 967
- Haarmann, Wilhelm [Hrsg.]      Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und  
Übernahmegesetz (zitiert: FraKo/WpÜG-Bearb., § Rn.),  
3., neu bearb. Aufl., Frankfurt a. M. 2008
- Habersack, Mathias              Der Finanzplan Deutschland und die Rechte der Aktionäre  
in: ZIP 2001, 1230
- ders.                                 Beteiligungstransparenz adieu? - Lehren aus dem Fall  
Continental/Schaeffler - in: AG 2008, 817
- ders. [Hrsg.]                        Handbuch der Kapitalmarktinformation  
Aerssen, Rick van                (zitiert: Habersack/Mülbert/Schlitt-Bearb., § Rn.), München 2008
- ders.                                 Zur Reform des Beschlussmängelrechts -Bestandsaufnahme nach  
Stilz, Eberhard                 ARUG und Perspektiven - in: ZGR 2010, 710
- Hägele, Matthias                 Praxisrelevante Probleme der Mitteilungspflichten nach §§ 20, 21  
AktG in: NZG 2004, 726
- Halfpap, Patrick                 Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA: ein institutioneller  
Vergleich (zitiert: Halfpap, S.), Diss. Frankfurt a.M. 2008

Hammen, Horst	Analogieverbot beim Acting in Concert? in: Der Konzern 2009, 18
Happ, Wilhelm	Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes in: JZ 1994, 240
ders.	Zur Nachholung aktienrechtlicher Meldepflichten und damit verbundenen prozessualen Fragen in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 545
ders. [Hrsg.] Groß, Wolfgang [Bearb.]	Aktienrecht (zitiert: Happ/AktR-Bearb., Abschnitt Rn.), 3., neu bearb. und erw. Aufl., Köln 2007
Harbarth, Stephan	Kontrollerlangung und Pflichtangebot in: ZIP 2002, 321
Heidel, Thomas [Hrsg.]	Aktienrecht und Kapitalmarktrecht (zitiert: Heidel-Bearb., § Rn.), 2. Aufl., Baden-Baden 2007
Heinrich, Tobias A.	Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen (zitiert: Heinrich, S.), Diss. Frankfurt a.M. 2006
ders. Kiesewetter, Matthias	Praxisrelevante Aspekte des Stimmrechtsverlusts nach § 28 WpHG i.d.F. des Risikobegrenzungsgesetzes in: Der Konzern 2009, 137
Heinsius, Theodor	Rechtsfolgen einer Verletzung der Mitteilungspflichten nach § 20 AktG in: Festschrift für Robert Fischer, 1979, S. 215
Helm, Thorsten Manthey, Nikolaus Vincent	Missbräuchliche Anfechtungsklagen im Aktienrecht - Rechtsvergleich und Lösungsansätze - in: NZG 2010, 415



- Henn, Günter [Begr.]                      Handbuch des Aktienrechts (zitiert: Henn/AktR-Bearb., Kap. Rn.),  
Frodermann, Jürgen [Hrsg.]              8., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Heidelberg 2009  
Becker, Sebastian
- Heppe, Hansjörg                            Zu den Mitteilungspflichten nach § 21 WpHG im Rahmen der  
Umwandlung von Gesellschaften in: WM 2002, 60
- Hildner, Matthias                            Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz verbundener  
Unternehmen (zitiert: Hildner, S.), Diss. Berlin 2002
- Hirte, Heribert                                Nachweis mitgeteilter Beteiligungen im Wertpapierhandelsrecht  
in: Festschrift für Marcus Lutter, 2000, S. 1347
- ders. [Hrsg.]                                    Kölner Kommentar zum WpHG (zitiert: KöKo/WpHG-Bearb., § Rn.),  
Altenhain, Karsten                            Köln 2007
- dies.    Kölner Kommentar zum WpÜG (zitiert: KöKo/WpÜG-Bearb., § Rn.),  
2. Aufl., Köln 2010
- Hoffmann-Becking, Michael              Gesellschaftsrecht 2008: Ein Blick aufs Jahr - und ein paar Wünsche  
an den Gesetzgeber! in: DB Status:Recht 2008, 19
- ders. [Hrsg.]                                    Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts  
(zitiert: MH-Bearb., § Rn.), Band 4 Aktiengesellschaft,  
3., neu bearb. und erw. Aufl., München 2007
- Holzborn, Timo                                Bad Homburger Handbuch zum Übernahmerecht  
Zschocke, Christian Oscar                (zitiert: Bad Homburger Handbuch-Bearb., Abschnitt Rn.),  
[Hrsg.]    Heidelberg 2003

- Hopt, Klaus J. Offene Märkte oder Abschottung?  
in: Festschrift für Rüdiger von Rosen, 2008, S. 537
- ders. Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und  
Übernahmegesetz in: ZHR 166 (2002), 383
- ders. Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz  
- insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität -  
in: ZHR 159 (1995), 135
- ders. [Hrsg.] Aktiengesetz (zitiert: GK-Bearb., § Rn.), Band 1 Einleitung; §§ 1-53,  
Gadow, Wilhelm [Begr.] 4., neu bearb. Aufl., Berlin 2004
- ders. [Hrsg.] Handelsgesetzbuch (zitiert: Baumbach/Hopt-Bearbeiter, § Rn.),  
Baumbach, Adolf [Begr.] 34., neu bearb. und erw. Aufl., München 2010
- Horbach, Matthias Der Gewinnverzicht des Großaktionärs in: AG 2001, 78
- Houben, Eike Die Gestaltung des Pflichtangebots unter dem Aspekt des  
Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der  
Unternehmenskontrolle in: WM 2000, 1873
- Hüffer, Uwe Verlust oder Ruhen von Aktionärsrechten bei Verletzung  
aktienrechtlicher Mitteilungspflichten?  
in: Festschrift für Karlheinz Boujong, 1996, S. 277
- ders. Aktiengesetz (zitiert: Hüffer/AktG, § Rn.), 8., neu bearb. Aufl.,  
München 2008

- Hutter, Stephan  
Kaulamo, Katja  
Das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz: Änderungen der anlassabhängigen Publizität in: NJW 2007, 471
- Jäger, Regina  
Rechtsprobleme bei der Meldung des Anteilsbesitzes gem. § 21 bzw. § 41 WpHG, insbesondere bei Familienaktiengesellschaften in: WM 1996, 1356
- Janert, Ingo  
Veröffentlichungspflicht börsennotierter Gesellschaften bei Unterlassener Mitteilung nach § 21 WpHG? in: BB 2004, 169
- Josenhans, Michael  
Grenzüberschreitende öffentliche Übernahmeangebote (zitiert: Josenhans, S.), Diss. Berlin 2007
- Junge, Werner  
Anzeigepflichten und Publizität bei Beteiligungserwerb in: Festschrift für Johannes Semmler, 1993, S. 473
- Kämmerer, Jörn Axel  
Bemessung von Geldbußen im Wettbewerbs- und Kapitalmarktrecht: Eine komparative Betrachtung in: Festschrift für Klaus J. Hopt, 2010, S. 2043
- Kalss, Susanne  
Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich in: NZG 1999, 421
- Kiesewetter, Matthias  
Befreiung vom Pflichtangebotsverfahren bei anschließendem Squeeze Out? in: ZIP 2003, 1638
- Kirchner, Hildebert  
Pannier, Dietrich [Bearb.]  
Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache (zitiert: Kirchner/Pannier), 6., völlig neu bearb. und erw. Aufl., Berlin 2008

Kirschner, Oliver	Unterlassene Meldung einer Umfirmierung als Verstoß gegen § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG in: DB 2008, 623
Klein, Martin	Beteiligungstransparenz ohne Beteiligungsrelevanz?
Theusinger, Ingo	Mitteilungspflichten bei Umfirmierungen und Umwandlungsmaßnahmen in: NZG 2009, 250
Kleindiek, Detlef	Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebots nach dem WpÜG in: ZGR 2002, 546
Koch, Raphael	Passiver Kontrollerwerb und Pflichtangebot in: ZIP 2008, 1260
ders.	Der Schutz vor räuberischen Aktionären durch die Neuregelungen des ARUG in: ZIP 2009, 1603
Wackerbeck, Matthias	
Kocher, Dirk	Die Einzelfallausnahme beim kapitalmarktrechtlichen Acting in Concert in: Der Konzern 2010, 162
ders.	Keine Ausweitung der Bestandsmitteilungspflicht bei Einführung des TUG nach § 41 Abs. 4a WpHG in: ZIP 2010, 1326
Widder, Stefan	
König, Jochen	Reichweite aktien- und kapitalmarktrechtlicher
Römer, Hans-Jürgen	Rechtsausübungshindernisse - Nach § 20 VII AktG und § 28 S. 1 WpHG ruhende Beteiligungsrechte in: NZG 2004, 944
König, Wolfgang	Das Risikobegrenzungsrecht - offene und gelöste Fragen in: BB 2008, 1910

- ders. Praxis des Übernahmerechts  
 Wilken, Oliver (zitiert: König/Wilken/Felke, Rn.), Köln 2008  
 Felke, Klaus
- Koppensteiner, Hans-Georg Einige Fragen zu § 20 AktG  
 in: Festschrift für Heinz Rowedder, 1994, S. 213
- Korff, Matthias Das Risikobegrenzungsgesetz und seine Auswirkungen auf das WpHG  
 in: AG 2008, 692
- Krämer, Lutz Emittentenleitfaden „reloaded“  
 Heinrich, Tobias A. Eine Bestandsaufnahme der Neuauflage des Emittentenleitfaden  
 der BaFin in: ZIP 2009, 1737
- Krause, Hartmut Das neue Übernahmerecht in: NJW 2002, 705
- ders. Die erweiterte Beteiligungstransparenz bei  
 börsennotierten Aktiengesellschaften  
 Neue Mitteilungspflichten für Eigenkapitalderivate und  
 andere Instrumente aufgrund des Anlegerschutz- und  
 Funktionsverbesserungsgesetzes in: AG 2011, 469
- Kropff, Bruno Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6.9.1965 und des  
 Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6.9.1965 mit Begründung  
 des Regierungsentwurfs ; Bericht des Rechtsausschusses des  
 Deutschen Bundestags (zitiert: Kropff, S.), Düsseldorf 1965
- ders. Zur Anwendung des Rechts der verbundenen Unternehmen auf  
 den Bund in: ZHR 144 (1980), 74

- Kümpel, Siegfried Bank- und Kapitalmarktrecht (zitiert: Kümpel, Rn.), 3., neu bearb. und wesentlich erw. Aufl., Köln 2004
- Kümpel, Thomas Die Konsolidierung von Zweckgesellschaften vor dem Hintergrund  
Piel, Karin der Subprimekrise. Was ändert sich im Rahmen des BilMoG?  
in: DStR 2009, 1222
- Küting, Karlheinz Das neue deutsche Konzernbilanzrecht - Änderungen der  
Seel, Christoph Konzernrechnungslegung durch das  
Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG)  
in: Beihefter zu DStR 26 2009, 37
- Kumpan, Christoph Transparenz als Mittel der Kapitalmarktregulierung  
- Die neuen Transparenzvorschriften der Richtlinie über Märkte für  
Finanzinstrumente - in: WM 2006, 797
- Kuthe, Thorsten [Hrsg.] Compliance Handbuch Kapitalmarktrecht  
(zitiert: Kuthe/Rückert/Sickinger-Bearb., Kap. Rn.),  
2., überarb. und erw. Aufl., Frankfurt a.M. 2008
- Land, Volker Das neue deutsche Übernahmegesetz - Einführung und kritische  
Hasselbach, Kai Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des BMF - in: DB 2000, 1747
- Lange, Oliver Aktuelle Rechtsfragen der kapitalmarktrechtlichen Zurechnung  
in: ZBB 2004, 22
- Langenbucher, Katja Aktien- und Kapitalmarktrecht (zitiert: Langenbucher, § Rn.),  
München 2008

- Larenz, Karl Methodenlehre der Rechtswissenschaft (zitiert: Larenz, S.),  
6., neu bearb. Aufl., Berlin 1991
- Lebherz, Axel Emittenten-Compliance-Organisation zur Sicherstellung eines  
rechtskonformen Publizitätsverhaltens (zitiert: Lebherz, S.),  
Diss. Baden-Baden 2008
- Letzel, Hans-Joachim Das Pflichtangebot nach dem WpÜG in: BKR 2002, 293  
ders. Das Pflichtangebot nach dem Übernahmekodex - mit  
Vorausschau auf das Pflichtangebot nach dem ÜbG  
in: NZG 2001, 260
- Liebscher, Thomas Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG  
Auslegung und Abgrenzung der Übernahme- und  
kapitalmarktrechtlichen Zurechnungsvorschriften gem.  
§ 22 WpHG, § 30 WpÜG in: ZIP 2002, 1005
- Löhdefink, Andreas Acting in Concert und Kontrolle im Übernahmerecht  
(zitiert: Löhdefink, S.), Diss. Köln 2007
- Longino, Marcus Haftung des Emittenten für fehlerhafte Informationen  
in: DStR 2008, 2068
- Lorenz, Dirk Ein Jahr Freigabeverfahren nach dem ARUG - Zeit für einen  
Pospiech, Lutz Blick auf Entscheidungen, Entwicklungstrends und ungeklärte  
Rechtsfragen in: BB 2010, 2515
- Lüdenbach, Norbert Mutter-Tochter-Verhältnisse durch beherrschenden Einfluss  
Freiberg, Jens nach dem BilMoG in: BB 2009, 1230

- Lutter, Marcus Die Auslegung angeglichenen Rechts in: JZ 1992, 593
- ders. Die Beteiligung von Ausländern an inländischen Aktiengesellschaften  
Schneider, Uwe H. - Möglichkeiten der Beschränkung nach geltendem Recht und  
Vorschläge de lege ferenda - in: ZGR 1975, 182
- Maier, Stefanie Die Pflichten des Bieters bei freiwilligen Übernahmeangeboten  
(zitiert: Maier, S.), Diss. Berlin 2006
- Manz, Gerhardt [Hrsg.] Die Aktiengesellschaft (zitiert: Manz/AG-Bearb., Rn.),  
Balsler, Heinrich 5., vollst. neu bearb. Aufl., Freiburg 2007
- Markwardt, Karsten Diskussionsbericht zu den Referaten „Acting in Concert“ von  
Casper und Pentz in: ZIP 2003, 1492
- Marsch-Barner, Reinhard Rechtliche Überlegungen zur Hauptversammlungssaison 2009  
in: DB Status:Recht 2009, 37
- ders. Zur neueren Entwicklung im Recht der Namensaktie  
in: Festschrift für Uwe Hüffer, 2010, S. 627
- ders. [Hrsg.] Handbuch börsennotierte AG,  
1. Aufl., Köln 2007 (zitiert: Marsch-Barner-Bearb., § Rn. (1. Auflage)),  
2., neu bearb. Aufl., Köln 2009 (zitiert: Marsch-Barner-Bearb., § Rn.)
- Matthes, Dirk Das bedingte öffentliche Erwerbsangebot (zitiert: Matthes, S.),  
Diss. Baden-Baden 2008



Maunz, Theodor [Begr.]	Grundgesetz (zitiert: Maunz/Dürig-Bearb., § Rn.),
Dürig, Günter [Begr.]	53. Aufl., München 2009
Herzog, Roman [Hrsg.]	
Mayrhofer, Thomas	Der Schutz vor Anfechtungstrojanern - quo vadis?
Sidhu, Karl	in: Festschrift für Sebastian Spiegelberger, 2009, S. 845
Mayrhofer, Thomas	Anmerkung zu OLG München, Urt. v. 9. 9. 2009
Pirner, Barbara	- 7 U 1997/09 in: DB 2009, 2312
Meilicke, Wienand	Die Postbank-Übernahme durch die Deutsche Bank
Meilicke, Frédéric	- eine Gestaltung zur Vermeidung von Pflichtangeboten nach § 35 WpÜG? in: ZIP 2010, 558
Merkner, Andreas	Die Neuauflage des Emittentenleitfadens der BaFin-
Sustmann, Marco	Rechtssicherheit bei der Abgabe von Stimmrechtsmitteilungen? in: NZG 2009, 813
dies.	Vorbei mit dem unbemerkten Anschleichen an börsennotierte Unternehmen? in: NZG 2010, 681
Merkt, Hanno	Das übernahmerechtliche Pflichtangebot im Spiegel der Reformdiskussion in: Festschrift für Eberhard Schwark, 2009, S. 529
ders.	US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (zitiert: Merkt/Göthel, Rn.),
Göthel, Stephan R.	2., neu bearb. Aufl., Frankfurt a.M. 2006
ders.	Zur Einführung: Kapitalmarktrecht in: JuS 2003, 217
Rosbach, Oliver	

Meyer, Andreas Kiesewetter, Matthias	Rechtliche Rahmenbedingungen des Beteiligungsaufbaus in: WM 2009, 340
Meyer, Andreas H. Lipsky, Max	Suspensiveffekt des Antrags gem. §§ 36, 37 WpÜG in: NZG 2009, 1092
Mimberg, Jörg	Das Zusammentreffen von Beschlussbestätigung und positiver Beschlussfeststellungsklage in: Festschrift für Uwe Hüffer, 2010, S. 663
Möller, Andreas	Rechtsmittel und Sanktionen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in: AG 2002, 170
Möllers, Thomas M. J.	Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht - Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht - in: ZGR 1997, 334
ders. Holzner, Florian	Die Offenlegungspflichten des Risikobegrenzungsgesetzes (§ 27 II WpHG-E) - Defizitäre Rechtsvergleichung und mangelnde Allokationseffizienz in: NZG 2008, 166
ders. Wenninger, Thomas G.	Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz in: NJW 2011, 1697
Mühle, Sabine	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (zitiert: Mühle, S.), Diss. Baden-Baden 2002
Mülbert, Peter O.	Das Recht des Rechtsverlusts - insbesondere am Beispiel des § 28 WpHG in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1219

ders.	Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht - die konzeptionelle Schwachstelle des RegE WpÜG in: ZIP 2001, 1221
ders. Schneider, Uwe H.	Der außervertragliche Abfindungsanspruch im Recht der Pflichtangebote in: WM 2003, 2301
Müller, Hans-Peter	Endgültiger Dividendenverlust bei unterlassener Mitteilung Gem. § 20 Abs. 7 AktG? in: AG 1996, 396
Müller, Welf [Hrsg.]	Beck'sches Handbuch der AG (zitiert: Beck/AG-HB-Bearb., § Rn.), 2. Aufl., München 2009
Müller-Erbach, Rudolf	Die Relativität der Begriffe und ihre Begrenzung durch den Zweck des Gesetzes in: JhJ 61 (1913), 343
Neye, Hans-Werner	Harmonisierung der Mitteilungspflichten zum Beteiligungsbesitz von börsennotierten Aktiengesellschaften in: ZIP 1996, 1853
Nießen, Tobias	Die Harmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzregeln durch das TUG in: NZG 2007, 41
Nietsch, Michael	Die Verwendung von Insiderinformationen in: ZHR 174 (2010), 556
ders.	Die prozessualen Auswirkungen des Bestätigungsbeschlusses auf Ausgangs- und Freigabeverfahren in: Der Konzern 2007, 239
Noack, Ulrich	ARUG: das nächste Stück der Aktienrechtsreform in Permanenz in: NZG 2008, 441

- ders. Neues Recht für Namensaktionäre - Zur Änderung des § 67 AktG durch das Risikobegrenzungsgesetz - in: NZG 2008, 721
- ders. Verdeckter Positionsaufbau in börsennotierten  
Zetzsche, Dirk Aktiengesellschaften  
in: Festschrift für Eberhard Schwark, 2009, S. 569
- Nobel, Peter Ein deutscher und europäischer Blick auf  
Drenckhan, Helke Unternehmensübernahmen in der Schweiz in: WM 2006, 1329
- Nodoushani, Manuel Die Transparenz von Beteiligungsverhältnissen  
Aktien- und kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten im Lichte  
neuer Gesetzesentwicklungen in: WM 2008, 1671
- Nottmeier, Horst Praktische Fragen in Zusammenhang mit §§ 21, 22 WpHG  
Schäfer, Holger in: AG 1997, 87
- Nyenhuis, Jens Bedingte Übernahmeangebote im Vereinigten Königreich  
und Deutschland (zitiert: Nyenhuis, S.), Diss. Frankfurt a.M. 2005
- Obermüller, Walter Die Hauptversammlung der Aktiengesellschaft  
Werner, Winfried (zitiert: Butzke/HV, Abschnitt Rn.), 4. Aufl., vollst. neu bearb.  
Winden, Kurt und erw. von Volker Butzke, Stuttgart 2001
- Oechsler, Jürgen Acting in Concert beim Aktienerwerb (§ 30 Abs. 2 WpÜG)  
in: ZIP 2011, 449
- Otto, Hans-Jochen Die Verteilung der Kontrollprämie bei Übernahme von  
Aktiengesellschaften und die Funktion des Höchststimmrechts  
in: AG 1994, 167

Palandt, Otto	Bürgerliches Gesetzbuch (zitiert: Palandt-Bearb., § Rn.),
Bassenge, Peter [Bearb.]	68., neu bearb. Aufl., München 2009
Paudtke, Bernd	Zum zeitweiligen Verlust der Rechte eines Aktionärs gem. § 20 VII AktG in: NZG 2009, 939
Paul, Carsten	Gesetzgeberische Regulationsanliegen und rechtsdogmatische Einordnung von § 35 WpÜG - Wider die These vom Konzernerneingangsschutz in: Der Konzern 2009, 80
Pentz, Andreas	Mitteilungspflichten gem. §§ 20, 21 AktG gegenüber einer mehrstufig verbundenen Aktiengesellschaft in: AG 1992, 55
ders.	Acting in Concert - ausgewählte Einzelprobleme in: ZIP 2003, 1480
Petersen, Karl	Konzernrechnungslegung nach HGB
Zwirner, Christian	(zitiert: Petersen/Zwirner-Bearbeiter, S.), 1. Aufl., Weinheim 2009
Pluskat, Sorika	Acting in Concert in der Fassung des Risikobegrenzungsgesetzes - jetzt alles anders? in: DB 2009, 383
Pöttsch, Thorsten	Das neue Übernahmerecht (zitiert: Pöttsch, S.), Köln 2002
Pohlmann, Petra	Rechtsschutz der Aktionäre der Zielgesellschaft im Wertpapiererwerbs- und Übernahmeverfahren in: ZGR 2007, 1
Prasuhn, Katharina	Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen nach dem WpÜG (zitiert: Prasuhn, S.), Diss. Baden-Baden 2009

- Quack, Karlheinz Die Mitteilungspflichten des § 20 AktG und ihr Einfluß auf das Verhalten der Organe des Mitteilungsadressaten in: Festschrift für Johannes Semmler, 1993, S. 581
- Raiser, Thomas (Jurist) Recht der Kapitalgesellschaften (zitiert: Raiser/Veil, § Rn.),  
Veil, Rüdiger 5., neu bearb. und erw. Aufl., München 2010
- Rasch, Harold Deutsches Konzernrecht (zitiert: Rasch, S.),  
5., neu bearb. Aufl., Berlin 1974
- Rebmann, Kurt [Hrsg.] Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch  
(zitiert: MüKo/BGB-Bearb., § Rn.),  
Band 1/1, 5. Aufl., München 2006  
Band 2, 5. Aufl., München 2007  
Band 3, 3. Aufl., München 2008
- Renz, Hartmut Die Unterschiede zwischen Theorie und Praxis - Vergleich der  
Rippel, Julia-Christine gesetzlichen Lage der Informationspflichten gem. §§ 21 WpHG  
und der Umsetzung durch den Emittentenleitfaden der BaFin  
in: BKR 2009, 265
- dies. Die Informationspflichten gem. §§ 21ff. WpHG und deren  
Änderungen durch das Risikobegrenzungs-gesetz in: BKR 2008, 309
- dies. Änderungen der Transparenzvorschriften gem. §§ 21 ff. WpHG  
(Mitteilungspflichten von Stimmrechten) durch das Gesetz zur  
Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der  
Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes in: BKR 2011, 235

- Rieckers, Oliver Einfluss angefochtener Bestätigungsbeschlüsse auf anhängige und abgeschlossene Unbedenklichkeitsverfahren in: BB 2005, 1348
- ders. Das OLG hat das Eintragsinteresse der Gesellschaft angemessen berücksichtigt, BB-Kommentar zu OLG Frankfurt a.M., BB 2008, 239 in: BB 2008, 240
- Riegger, Bodo Zweifelsfragen zum Dividendenverlust nach § 28 WpHG in: Festschrift für Harm Peter Westermann, 2008, S. 1331
- ders. Rechtsfolgen bei Verletzung der Meldepflichten nach §§ 21, 25 WpHG unter besonderer Berücksichtigung des Risikobegrenzungsgesetzes in: Festschrift für Uwe Hüffer, 2010, S. 823
- Wasmann, Dirk
- Roßkopf, Gabriele Selbstregulierung von Übernahmeangeboten in Großbritannien (zitiert: Roßkopf, S.), Diss. Berlin 2000
- Rubel, Jörgen Die Interessenabwägungsklauseln im Freigabeverfahren nach dem ARUG - Bestandsaufnahme und Anwendungshinweise in: DB 2009, 2027
- Savigny, Friedrich Carl von System des heutigen römischen Rechts (zitiert: Savigny, S.), 3. Ausg., unveränd. fotomechan. Nachdr. der Ausg. von 1849, Bad Homburg 1961
- Schäfer, Dietrich Aktuelle Probleme des neuen Aktienrechts in: BB 1966, 229
- ders. Die Rechtsfolgen bei Unterlassung der Mitteilung nach den §§ 20 und 21 des Aktiengesetzes in: BB 1966, 1004

- Schäfer, Frank A.  
Hamann, Uwe  
Kapitalmarktgesetze (zitiert: Schäfer/Hamann-Bearb., § Rn.),  
Loseblatt, Band I, 2. Aufl., Stand: 1. Lfg., 01/2006, Stuttgart
- Schanz, Kay-Michael  
Schaeffler/Continental: Umgehung von Meldepflichten bei  
öffentlichen Übernahmen durch Einsatz von derivativen  
Finanzinstrumenten in: DB 2008, 1899
- Schenker, Urs  
Schweizerisches Übernahmerecht (zitiert: Schenker, S.),  
Habil. Bern 2009
- Schiessl, Maximilian  
Beteiligungsaufbau mittels Cash-settled Total Return Equity Swaps -  
neue Modelle und Einführung von Meldepflichten  
in: Der Konzern 2009, 291
- Schmidt, Dirk  
Zur aktienrechtlichen Mitteilungspflicht für Beteiligungen II  
in: ZfbK 1966, 1081
- Schmidt, Karsten [Hrsg.]  
Bayer, Walter  
Aktiengesetz (zitiert: Schmidt/Lutter-Bearb., § Rn.),  
Band 1 §§ 1-149, Köln 2008
- Schnabel, Kerstin  
Korff, Matthias  
Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten  
gemäß §§ 21 ff WpHG und ihre Änderung durch das  
Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz - Ausgewählte Praxisfragen  
in: ZBB 2007, 179
- Schneider, Sven H.  
Zur Bedeutung der Gesamtzahl der Stimmrechte börsennotierter  
Unternehmen für die Stimmrechtsmeldepflichten der Aktionäre  
in: NZG 2009, 121



- ders. Der Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG bei Verletzung kapitalmarktrechtlicher Meldepflichten - zugleich eine Untersuchung zu § 20 Abs. 7 AktG und § 59 WpÜG in: ZIP 2006, 493
- Schneider, Uwe H.
- Schneider, Uwe H. Anwendungsprobleme bei den kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zur Offenlegung von wesentlichen Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften (§§ 21 WpHG) in: AG 1997, 81
- ders. Acting in Concert - ein kapitalmarktrechtlicher Zurechnungstatbestand in: WM 2006, 1321
- ders. Acting in Concert: Vereinbarung oder Abstimmung über Ausübung von Stimmrechten? in: ZGR 2007, 440
- ders. Der kapitalmarktrechtliche Rechtsverlust in: Festschrift für Siegfried Kümpel, 2003, S. 477
- ders. Die kapitalmarktrechtlichen Offenlegungspflichten von Konzernunternehmen nach §§ 21 ff. WpHG in: Festschrift für Hans Erich Brandner, 1996, S. 565
- ders. Alternative Mitteilungen nach § 21 WpHG?  
- Zur Rechtsberatung bei Rechtsunsicherheit -  
in: Festschrift für Rolf A. Schütze, 1999, S. 757
- ders. Internationales Kapitalmarktrecht  
Regelungsprobleme, Methoden und Aufgaben  
in: AG 2001, 269

ders.	Umgehungen und missbräuchliche Gestaltungen im
Anzinger, Heribert M.	Kapitalmarktrecht oder: Brauchen wir eine § 42 AO entsprechende Vorschrift im Kapitalmarktrecht? in: ZIP 2009, 1
ders.	Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten bei Finanzinstrumenten
Brouwer, Tobias	in: AG 2008, 557
dies.	Kapitalmarktrechtliche Transparenz bei der Aktienleihe
	in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1411
Schneider, Uwe H.	Übernahmeangebote und Konzerngründung - Zum Verhältnis von
Burgard, Ulrich	Übernahmerecht, Gesellschaftsrecht und Konzernrecht
	in: DB 2001, 963
Schockenhoff, Martin	Acting in Concert - geklärte und ungeklärte Rechtsfragen
Schumann, Alexander	in: ZGR 2005, 568
Schönke, Adolf [Begr.]	Strafgesetzbuch (zitiert: Schönke/Schröder-Bearb., § Rn.),
Schröder, Horst	27., neu bearb. Aufl., München 2006
Lenckner, Theodor [Bearb.]	
Scholz, Kai-Steffen	Verlust von Aktionärsrechten gem. § 28 WpHG in: AG 2009, 313
Schröder, Oliver	Anmerkung zu OLG München, Urt. v. 9. 9. 2009
Schöfer, Florian	- 7 U 1997/09 in: Der Konzern 2010, 72
Schüppen, Matthias [Hrsg.]	Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht
Binge, Christoph [Bearb.]	(zitiert: MAH/AktR-Bearb., § Rn.), München 2005

Schulenburg, Volker	Ausnahme und Ende des sechsmonatigen Rechtsverlusts nach § 28 S. 3 WpHG - zu den Grenzen der erlaubten Falschmeldung nach § 28 S. 4 WpHG in: NZG 2009, 1246
Schwark, Eberhard [Hrsg.] Beck, Heiko	Kapitalmarktrechts-Kommentar (zitiert: Schwark-Bearb., § Rn.), 4., neu bearb. und erw. Aufl., München 2010
Schwarte, Phillip	Das Pflichtangebot im Anschluss an Verschmelzung und Spaltung (zitiert: Schwarte, S.), Diss. Hamburg 2006
Segna, Ulrich	Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff. WpHG und § 244 AktG in: AG 2008, 311
Seibt, Christoph H.	Grenzen des übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestandes in § 30 Abs. 2 WpÜG (Acting in Concert) in: ZIP 2004, 1829
ders.	Stellungnahme in Thesen im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts - zu Artikel 1 Nr. 1 bis 4 und Artikel 4 (zitiert: Seibt, S.)
Semler, Johannes Asmus, Thomas	Der stimmlose Beschluss in: NZG 2004, 881
Semler, Johannes [Hrsg.] Bärwaldt, Roman	Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung (zitiert: Semler/Volhard-Bearb., § Rn.), 2 Aufl., München 2003

- Senge, Lothar [Hrsg.]                      Karlsruher Kommentar zum Gesetz über Ordnungswidrigkeiten  
(zitiert: KaKo/OWiG-Bearb., § Rn.),  
3., neu bearb. Aufl., München 2006
- Siemers, Bettina                              Der Rechtsverlust nach § 59 WpÜG: Sanktionsmöglichkeiten bei  
verletzter Angebotspflicht aus § 35 WpÜG (zitiert: Siemers, S.),  
Diss. Hamburg 2009
- Simon, Björn                                  Rechtsschutz im Hinblick auf ein Pflichtangebot nach § 35 WpÜG  
(zitiert: Simon, S.), Diss. Baden-Baden 2005
- Simon, Stefan [Hrsg.]                      Spruchverfahrensgesetz (zitiert: Simon/Leuering-Bearb., § Rn.),  
Leuering, Dieter                              München 2007
- Spindler, Gerald [Hrsg.]                      Kommentar zum Aktiengesetz (zitiert: Spindler/Stilz-Bearb., § Rn.),  
Bachmann, Gregor                              München 2007
- Stadler, Markus                              Zurechnung von Stimmrechten und Pflichtangebote im Rahmen von  
Treuhandschaften an börsennotierten Aktien, insbesondere im Falle  
doppelnütziger Sanierungstreuhandschaften in: NZI 2009, 878
- Starke, Till M.                                  Beteiligungstransparenz im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht  
(zitiert: Starke, S.), Diss. Baden-Baden 2002
- Staudinger, Julius von [Begr.]              Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch  
(zitiert: Staudinger-Bearb., § Rn.),  
Einleitung zum BGB und Allgemeiner Teil 1,  
Neubearbeitung, Berlin 2004  
Buch 2 Recht der Schuldverhältnisse, Neubearbeitung, Berlin 2009

Steinmeyer, Roland Häger, Michael	WpÜG, 1. Aufl., Berlin 2002  (zitiert: Steinmeyer/Häger-Bearb., § Rn. (1. Auflage)),  2., völlig neu bearb. und wesentlich erw. Aufl., Berlin 2007  (zitiert: Steinmeyer/Häger-Bearb., § Rn.)
Steuer, Stephan	Die Förderung des Finanzplatzes Deutschland durch den Gesetzgeber  in: Festschrift für Siegfried Kümpel, 2003, S. 519
ders. Bauer, Georg	Erwerbsgeschäfte im Grenzbereich bedeutender Beteiligungen  nach dem Wertpapierhandelsgesetz in: WM 1996, 1477
Sudmeyer, Jan	Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach  §§ 21, 22 WpHG in: BB 2002, 685
Süßmann, Rainer Meder, Manuel M.	Schärfere Sanktionen bei Verletzung der Mitteilungspflichten  - Erweiterung des § 28 WpHG - in: WM 2009, 976
Tautges, Marco	Kapitalmarktrechtliche Mitteilungen trotz nicht bestehender  Mitteilungspflicht und deren Veröffentlichung - Lehren aus dem  Fall „MAN - Invesco“ in: BB 2010, 1291
Teichmann, Christoph Epe, Daniel	Neuer Regelungsansatz in der kapitalmarktrechtlichen  Beteiligungstransparenz: Generalklausel statt Fallgruppen-Lösung  in: WM 2010, 1477
Tettinger, Peter J.	Einführung in die juristische Arbeitstechnik (zitiert: Tettinger, Rn.),  3. Aufl., München 2003

Thaeter, Ralf [Hrsg.] Amann, Robert	Öffentliche Übernahmen (zitiert: Thaeter/Brandi-Bearb., Teil § Rn.), München 2003
Thölke, Ulrich	BB-Kommentar zu OLG Dresden, BB 2005, 680 in: BB 2005, 684
Tiling, Johann	Die Anonymität der Aktionäre im Gesellschafts- und Wettbewerbsrecht in: AG 1968, 95
Timmann, Jan Birkholz, Matthias	Der Regierungsentwurf für ein Risikobegrenzungsgesetz in: BB 2007, 2749
Tippach, Stefan	Marktdaten im künftigen Insiderrecht? in: WM 1993, 1269
Traugott, Rainer Schaefer, Franz W.	Zulässigkeit von Paketzschlägen - Rechtsvergleichende Untersuchung und praktische Konsequenzen für die Auslegung des deutschen WpÜG in: NZG 2004, 158
Ulbricht, Holger	Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeversuche nach deutschem und englischem Recht (zitiert: Ulbricht, S.), Diss. Frankfurt a.M. 2006
Vaupel, Christoph F. Uhl, Laurenz	Insiderrechtliche Aspekte bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen in: WM 2003, 2126
Veil, Rüdiger	Der Schutz des verständigen Anlegers im europäischen und nationalen Kapitalmarktrecht in: ZBB 2006, 162
ders.	Stimmrechtszurechnungen aufgrund von Abstimmungsvereinbarungen gemäß § 20 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG in: Festschrift für Karsten Schmidt, 2009, S. 1645



Vocke, Christian	Zum Rechtsverlust nach § 28 WpHG bei Verstößen gegen Stimmrechtsmitteilungspflichten in: BB 2009, 1600
ders.	Grenzen des temporären Rechtsverlusts eines Aktionärs gemäß § 20 Abs. 7 AktG in: BB 2009, 1778
Vonnemann, Wolfgang	Mitteilungspflichten gemäß §§ 20 Abs. 1, 21 Abs. 1 AktG in: AG 1991, 352
Wackerbarth, Ulrich	Ein Seismograph für Übernahmeaktivitäten in: ZIP 2010, 1527
ders. Kreße, Bernhard	Suspensiveffekt des Antrags nach §§ 36 f. WpÜG? - Erwiderung auf den Beitrag von Meyer/Lipsky, NZG 2009, 1092 in: NZG 2010, 418
Wand, Peter Tillmann, Tobias	Der stimmlose Gesellschafterbeschluss in der Vollversammlung in: AG 2005, 227
Wank, Rolf	Die Auslegung von Gesetzen (zitiert: Wank, S.), 4. Aufl., Köln 2008
Wastl, Ulrich	Das Handeln mit größeren Aktienpaketen börsennotierter Unternehmen - Eine Bestandsaufnahme aus primär aktien-, börsen- und kapitalmarktrechtlicher Sicht - in: NZG 2000, 505
Weber, Christoph Meckbach, Anne	Finanzielle Differenzgeschäfte - Ein legaler Weg zum „Anschleichen“ an die Zielgesellschaft bei Übernahmen? in: BB 2008, 2022
Weber-Rey, Daniela	Risikobegrenzungsgesetz - Gratwanderung im Dienste der Transparenz in: DStR 2008, 1967



- Weisgerber, Thomas [Bearb.] Das dritte Finanzmarktförderungsgesetz (zitiert: Das 3. FMFG, S.),  
Köln 1998
- Widder, Stefan Rechtsnachfolge in die Mitteilungspflichten nach §§ 21 WpHG,  
§ 20 AktG? in: NZG 2004, 275
- ders. Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz und  
Gesamtrechtsnachfolge in: BB 2005, 1979
- ders. Die Behandlung eigener Aktien im Rahmen der Mitteilungspflichten  
Kocher, Dirk nach §§ 21 WpHG in: AG 2007, 13
- dies. Stimmrechtszurechnung vom Treugeber zum Treuhänder  
gem. § 22 I Satz 1 Nr. 2 WpHG analog? in: ZIP 2010, 457
- Wilhelm, Jan Kapitalgesellschaftsrecht (zitiert: Wilhelm, Rn.),  
3., neu bearb. und erw. Aufl., Berlin 2009
- Wilhelmi, Hans Das neue Aktiengesetz in: AG 1965, 187
- Wilsing, Hans-Ulrich Wiederaufleben des Stimmrechts aus Vorzugsaktien und  
Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG in: BB 1995, 2277
- ders. Der Regierungsentwurf des Risikobegrenzungsgesetzes- ein Überblick  
Goslar, Sebastian in: DB 2007, 2467
- dies. Kapitalbeteiligung, Gründungsaktionäre, Mitteilungspflichten,  
Rechtsverlust/ „Mitteldeutsche Leasing AG“ in: EWir2006, 449

Wilsing, Hans-Ulrich Saß, Robert	Die Rechtsprechung zum Freigabeverfahren seit Inkrafttreten des ARUG in: DB 2011, 919
Winner, Martin ders.	Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht in: ÖJZ 2006, 659 Ein gutes Jahrzehnt Übernahmerecht in Österreich - eine Würdigung in: Der Gesellschafter 2010, 7
Witt, Carl-Heinz  ders.	Übernahme von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse (zitiert: Witt, S.), Diss. Köln 1998  Die aktuellen Änderungen der §§ 21 WpHG und §§ 20f. AktG durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz und das „KonTraG“ in: WM 1998, 1153
ders.	Die Änderungen der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG durch das geplante Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in: AG 2001, 233
ders.	Vorschlag für eine Zusammenführung der §§ 21 ff. WpHG und des § 20 AktG zu einem einzigen Regelungskomplex in: AG 1998, 171
Wymeersch, Eddy	Übernahmeangebote und Pflichtangebote in: ZGR 2002, 520
Zankl, Peter	Minderheitsrechte von Aktionären in: BB 1978, 1755
Zetzsche, Dirk	Aktionärsinformationen in der börsennotierten Aktiengesellschaft (zitiert: Zetzsche, S.), Diss. Köln 2006

- ders. Die nächste >> kleine << Aktienrechtsreform: Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG) in: Der Konzern 2008, 321
- ders. Against Mandatory Disclosure of Economic-only Positions Referenced to Shares of European Issuers - Twenty Arguments against the CESR Proposal in: EBOR 11 (2010), 231
- ders. Hidden Ownership in Europe: BAFin`s Decision in Schaeffler v. Continental in: EBOR 10 (2009), 115
- Zickler, Michael C. Gilt der Rechtsverlust des § 28 WpHG auch für Falkenhausen, Joachim von ausländische Gesellschaften? in: BB 2009, 1994
- Zimmermann, Martina Die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz nach dem Risikobegrenzungsgesetz in: ZIP 2009, 57
- Zinser, Alexander Der RefE eines „Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ vom 12. 3. 2001 in: NZG 2001, 391
- Zippelius, Reinhold Juristische Methodenlehre (zitiert: Zippelius, S.), 10. Aufl., München 2006
- Zöllner, Wolfgang [Hrsg.] Kölner Kommentar zum Aktiengesetz Biedenkopf, Kurt H. [Bearb.] (zitiert: KöKo/AktG-Bearb., § Rn. (1. Auflage)), Band 1. §§ 1-147 AktG, 1. Aufl., Köln 1985

Zöllner, Wolfgang [Hrsg.]      Kölner Kommentar zum Aktiengesetz  
Cahn, Andreas                      (zitiert: KöKo/AktG-Bearb., § Rn.),  
Lutter, Marcus                      Band 1. Teillfg. §§ 1-53 AktG, 3., neu bearb. und erw. Aufl., Köln 2010  
    Band 6. §§ 291-328 AktG und Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG,  
    SpruchG, 3., neu bearb. und erw. Aufl., Köln 2004

Zöllner, Wolfgang [Hrsg.]      Kölner Kommentar zum Aktiengesetz,  
Mertens, Hans-Joachim            Band 1. §§ 1-75 AktG, 2., neu bearb. und erw. Aufl., Köln 1998  
Claussen, Carsten Peter            (zitiert: KöKo/AktG-Bearb., § Rn. (2. Auflage)),  
    Band 5,1. §§ 179-240 AktG, 2., neu bearb. und erw. Aufl., Köln 1995  
    (zitiert: KöKo/AktG-Bearb., § Rn.)