

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Referat WA 11
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt am Main

Per Email: Konsultation-12-18@bafin.de

Datum	Durchwahl	E-Mail
Frankfurt, den 17 August 2018	069 15 40 90 2 35	julia.backmann@bvi.de

BVI¹-Stellungnahme im Rahmen der Konsultation 12/2018
Überarbeitung von Teilen des Emittentenleitfadens
Geschäftszeichen: WA 11-Wp 2000-2017/0009

Sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für die Gelegenheit, zum Entwurf der Änderungen des Emittentenleitfadens Stellung zu nehmen. Die Vorgaben für Meldepflichten bedeutender Stimmrechte sind für Fondsgesellschaften von wesentlicher Bedeutung, denn sie agieren als Treuhänder für ihre Anleger. Daher sind Rechtsunsicherheiten im Zusammenhang mit Meldetatbeständen sehr problematisch. Klarstellende Auslegungen im Emittentenleitfaden sind daher äußerst begrüßenswert.

1. Spannungsverhältnis zwischen abgestimmtem Verhalten und kollektivem Aktionärsengagement
Abschnitt I.2.5.10

In der Praxis besteht ein hoher Bedarf nach klareren Vorgaben für die Fälle des abgestimmten Verhaltens. Wir würden es sehr begrüßen, wenn die BaFin in ihren Emittentenleitfaden noch einige Beispiele für Fälle aufnehmen könnte, in denen kein abgestimmtes Verhalten vorliegt.

Hintergrund: Für Anleger in Emittenten, deren Herkunftsstaat die Bundesrepublik Deutschland ist („Inländische Emittenten“), besteht ein Spannungsverhältnis zwischen potentiell abgestimmtem Verhalten

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 106 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten knapp 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen.

ten (acting in concert)² und kollektivem Aktionärsengagement. Hintergrund ist das innerhalb von Europa uneinheitliche Verständnis von abgestimmtem Verhalten³ sowie die über die Mindestanforderungen hinausgehende Umsetzung der Transparenz-Richtlinie in Deutschland. Die Frage des abgestimmten Verhaltens umfasst – anders als nach den europäischen Vorgaben – nicht nur eine Verständigung über die Ausübung von Stimmrechten, sondern, hiervon unabhängig, jedes Zusammenwirken zur Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Portfoliounternehmens.⁴ Ab wann ein solches Zusammenwirken vorliegt, ist zudem mit einer gewissen Rechtsunsicherheit verbunden. Während im europäischen Ausland für die Frage, ob ein abgestimmtes Verhalten vorliegt, vielfach die von der ESMA veröffentlichte „White List“ maßgeblich ist, hat die BaFin verdeutlicht, dass sich die nationale Rechtslage durch diese „White List“ nicht ändert.⁵ Für die Meldungen bedeutender Stimmrechte stehen dieser Rechtsunsicherheit zudem deutlich über die europäischen Vorgaben hinausgehende Rechtsfolgen gegenüber: Neben dem Verlust der Stimmrechte können fehlerhafte Meldungen auch zum Verlust von Bezugsrechten und Dividenden führen. Dies gilt sogar für fehlerhafte Meldungen beim Halten von Finanz- oder sonstigen Instrumenten, die dem Inhaber einen rechtlichen Zugriff auf Stimmrechte gewähren oder eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben.⁶

Auswirkungen: Faktisch können Fondsgesellschaften, die im Inland investiert sind, nicht im gleichen Maße mit anderen Aktionären kollektiv Engagement ausüben. Denn als Treuhänder agierende Asset Manager müssen das Risiko einer Zurechnung minimieren und sind daher bei inländischen Emittenten im Hinblick auf die Abstimmung mit anderen Aktionären sehr zurückhaltend. Neben dem Risiko der Rechtsfolgen bei fehlerhaften Stimmrechtsmitteilungen würde eine Zurechnung Fondsgesellschaften vor erhebliche praktische Probleme stellen. Eine gegenseitige Zurechnung würde die gegenseitige Offenlegung der gehaltenen Stimmrechte erfordern und damit der konkret im Fonds gehaltenen Werte. Dies ist weder im Hinblick auf Marktmissbrauchsrecht noch auf das Geschäftsmodell von Fondsgesellschaften, deren Wertschöpfung in der aktiven Anlageentscheidung liegt, durchführbar. Kollektives Aktionärsengagement kann aber sowohl für Emittenten als auch für Investoren zu umfassenderen Analysen und offeneren Diskussionen der Strategie eines Unternehmens führen. Es erleichtert Aktionären, Leitungsorgane für ihr Handeln zur Verantwortung zu ziehen und fördert die Standards für gute Corporate Governance bei börsennotierten Gesellschaften in der EU.⁷ Kollektives Engagement ist daher grundsätzlich politisch gewollt. Dies ergibt sich etwa aus der überarbeiteten Aktionärsrechterichtlinie.

Lösung: Uns ist bewusst, dass die BaFin im Emittentenleitfaden nur im Rahmen der bestehenden Rechtslage Hilfestellungen für dieses Problem leisten kann. Perspektivisch ist zumindest ein europaweit einheitlicher Ansatz für das abgestimmte Verhalten notwendig. Für den Emittentenleitfaden schlagen wir aber konkrete Beispiele vor, die die Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer im Bereich des kollektiven Engagements erhöhen würden und sich an der „White List“ der ESMA orientieren. Folgende Aktivitäten sollten kein abgestimmtes Verhalten darstellen und könnten beispielhaft in Abschnitt I.2.5.10.1 genannt werden:

- **Stellungnahmen im Hinblick auf die Ausrichtung von Unternehmen in Bezug auf spezifische Themen (z.B. Nachhaltigkeit).** Dies kann folgende Maßnahmen umfassen: (1) Entwicklung von gemeinsamen Positionen von Industrieinitiativen (z.B. Climate Action 100+), (2) Veröffentlichung von gemeinsamen Positionen, (3) gemeinsame Schreiben an individuelle Portfoliounternehmen, (4)

² § 34 Abs. 2 in Verbindung mit § 33 Abs. 1 WpHG, § 30 Abs. 2 in Verbindung mit § 29 Abs. 2 und 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG

³ Vgl. hierzu den Bericht der EU-Kommission zur Anwendung der Übernahmerichtlinie, S. 10, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52012DC0347>.

⁴ § 34 Abs. 2 S. 2 WpHG, § 30 Abs. 2 S. 2 WpÜG im Vergleich zu Art. 10 (1) (a) der Transparenzrichtlinie und Art. 2 (1) (d) der Übernahmerichtlinie.

⁵ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2013/meldung_131113_esma_whitelist_wa.html

⁶ § 38 Abs. 1 WpHG

⁷ Vgl. hierzu den Bericht der EU-Kommission zur Anwendung der Übernahmerichtlinie, S. 11, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52012DC0347>.



Schreiben eines einzelnen Investors mit Hinweis auf eine gemeinsame Position, (5) Abstimmung eines einzelnen Investors im Einklang mit der gemeinsame Position (z.B. Verweigerung der Entlassung, wenn das Portfoliounternehmen den formulierten Anforderungen nicht genüge getan hat).

- **Formulierungen gemeinsamer Governance-Erwartungen in Gremien.** Die Formulierung gemeinsamer Governance-Erwartungen (z.B. BVI-Analyseleitlinien zur Hauptversammlung, DVFA-Corporate Governance Scorecard) zu grundsätzlichen Governance-Themen ist unkritisch. Dies gilt jedenfalls, wenn die Formulierungen abstrakter Natur sind und die Investoren diese bilateral an die Unternehmen herantragen.
- **Gespräche zwischen Anlegern über Angelegenheiten, die an die Unternehmensleitung herangetragen werden könnten.** Ein Austausch zwischen Aktionären auch in Bezug auf konkrete Unternehmen etwa in Bezug auf Tagesordnungspunkte in der Hauptversammlung ohne entsprechende Vereinbarung über die Ausübung der Stimmrechte stellt kein abgestimmtes Verhalten dar.

2. Berechnung des Stimmrechtsanteils, I.2.3.2.1 letzter Absatz

Der Emittentenleitfaden sieht vor, dass der Meldepflichtige für seine Meldung nicht auf die letzte Veröffentlichung des Emittenten über die Gesamtzahl der Stimmrechte (§ 41 WpHG, § 12 Abs. 3 WpAV) abzustellen hat, sondern auf eine abweichende Gesamtzahl, wenn er eine solche positiv kennt oder hätte kennen müssen. Wir bitten, diesen Absatz zu streichen. Entsprechend wäre auch der Hinweis auf das tatsächliche Datum bei der bedingten Kapitalerhöhung in Abschnitt I.2.3.4.1.2 zu streichen.

Begründung: Die Verordnung sieht eine solche Abweichung nicht vor (§ 12 Abs. 3 WpAV). Für eine Abweichung sehen wir keinen Raum, denn der Wortlaut der Verordnung ist eindeutig. Danach ist die letzte Veröffentlichung durch den Emittenten zu Grunde zu legen, so dass bereits zweifelhaft ist, ob bei positiver Kenntnis einer abweichenden Gesamtzahl von Stimmrechten hiervon abgewichen werden kann. In keinem Fall kann der Meldepflichtige verpflichtet sein, die abweichende Gesamtzahl von Stimmrechten zu Grunde zu legen, wenn er diese hätte kennen müssen. Die Vorgabe ist zu weitgehend und führt zu erheblicher Unsicherheit, insbesondere im Hinblick auf die möglicherweise daran anknüpfende Suspendierung der Stimmrecht (§ 41 WpHG). Bei weiter Auslegung könnte so jeder Meldepflichtige verpflichtet sein, zu überprüfen, ob ihm abweichende Informationen vorliegen, oder ggf. sogar eigene Nachforschungen anzustellen. Selbst wenn der Meldepflichtige Kenntnis von einer Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte erlangt, ist damit nicht sichergestellt, dass er die genaue Gesamtzahl der Stimmrechte kennt. Beispielsweise mag im Einzelfall durchsickern, dass ein bestimmtes Vorstandsmitglied in einer bestimmten Höhe Bezugsaktien erhalten hat. Damit ist aber noch nicht klar, in welchem Umfang insgesamt Bezugsaktien seit der letzten Meldung der Gesamtzahl der Stimmrechte ausgegeben wurden. Weiterhin ist unklar, wann eine grob fahrlässige Unkenntnis vorliegen soll, d.h. in welchen Fällen den Meldepflichtigen eine Nachforschungspflicht trifft. Für den Markt ist zudem weitaus transparenter, wenn der Meldepflichtige seiner Berechnung die letzte veröffentlichte Mitteilung des Emittenten zugrunde legt. Letztlich kann nur der Emittent die tatsächlich ausgegebene Anzahl der Aktien kennen, der Aktionär ist hier im Informationsfluss zwangsläufig nachgelagert. Dies darf ihm nicht zum Nachteil erwachsen.

Wir würden uns freuen, wenn Sie unsere Anmerkungen im weiteren Verfahren berücksichtigen. Wir haben zudem noch in der Anlage ein paar redaktionelle Anmerkungen beigefügt. Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Marcus Mecklenburg



Dr. Julia Backmann, LL.M.

Redaktionelle Anmerkungen

- I.2.5.6.3: „Asset-Verwaltungsgesellschaft“ und „Fonds-Verwaltungsgesellschaft“ sind keine investimentrechtlichen Begriffe. Wir schlagen vor, die in Abschnitt I.2.5.12 genutzten Begrifflichkeiten „rechtlich selbständige Investmentvermögen“ bzw. „Investmentgesellschaften“ und „Verwaltungsgesellschaften“ zu nutzen.

- I.2.5.12.2: Der letzte Absatz ist nur richtig, sofern ausschließlich inländische Investmentvermögen gemeint sind. Da der vorherige Absatz für rechtlich selbständige Investmentvermögen auf die jeweils anwendbare Rechtsordnung verweist, erschließt sich dies nicht direkt. Der Absatz sollte entweder auch die Fälle ausländischer Investmentvermögen berücksichtigen oder müsste klar auf inländische beschränkt sein.

- I.2.5.12.2: Der Begriff der KVG umfasst lediglich die inländische Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 1 Abs. 14 ff. KAGB). Die Mitteilungspflicht müsste nach unserem Verständnis jedoch für alle Verwaltungsgesellschaften gelten. Daher sollte dies entsprechend erweitert werden.