

# Die sog. gespaltene Rechtsanwendung im Kapitalmarktrecht

Erörtert am Beispiel der §§ 21 ff WpHG

Privatdozent Dr. iur. ULRICH SEGNA, Frankfurt am Main\*

Inhaltsübersicht

ZGR 2015, 84–123

I. Einleitung . . . . .	85
II. Die drei Säulen der Beteiligungstransparenz . . . . .	88
III. Methodische Vorüberlegungen . . . . .	91
1. Rechtsnatur der §§ 21 ff WpHG . . . . .	91
2. Folgerungen für die Auslegung . . . . .	93
3. Grundsatz der größtmöglichen Transparenz? . . . . .	95
IV. Einwände gegen eine gespaltene Rechtsanwendung . . . . .	98
1. Analogieverbot . . . . .	98
2. Einheit der Rechtsordnung . . . . .	101
3. Rechtsprechung des EuGH . . . . .	104
V. Analogiefähigkeit der §§ 21 ff WpHG . . . . .	106
1. Grundsatz: Abschließender Charakter . . . . .	106
2. Ausnahme: Richtlinienkonforme Rechtsfortbildung . . . . .	109
VI. Eingreifen von § 28 WpHG . . . . .	114
VII. Mögliche Anwendungsfälle . . . . .	117
1. Standstill-Vereinbarungen . . . . .	119
2. Übertragung von Stimmrechten gegen Gegenleistung . . . . .	120
3. Konzerninterne Beteiligungsumschichtungen . . . . .	121
4. Kettenzurechnung . . . . .	121
VIII. Schluss . . . . .	123

*Kapitalmarktrechtliche Ge- und Verbote sind oftmals sowohl durch straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtliche als auch durch zivilrechtliche Sanktionen abgesichert. Dieser Befund wirft die Frage auf, ob das straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Analogieverbot auch bei der Verhängung zivilrechtlicher Sanktionen zu beachten ist oder insoweit die allgemeinen zivilrechtlichen Auslegungsgrundsätze zur Anwendung kommen, nach denen eine planwidrige Gesetzeslücke durch Analogie geschlossen werden kann. Der BGH und ein großer Teil des Schrifttums lehnen eine gespaltene Rechtsanwendung ab, messen also dem straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlichen Analogieverbot eine umfassende, die Norm insgesamt be-*

\* Privatdozent Dr. iur. ULRICH SEGNA, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, im Wintersemester 2014/2015 Lehrstuhlvertreter an der Universität Heidelberg. Der Beitrag ist aus dem Probenvortrag des Verfassers am 17. Juli 2013 im Rahmen des Habilitationsverfahrens am Fachbereich Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main hervorgegangen.

treffende Bedeutung zu. Der Beitrag setzt sich am Beispiel der §§ 21 ff WpHG, die in der letzten Zeit in den Mittelpunkt der Diskussion über die gespaltene Rechtsanwendung gerückt sind, kritisch mit dieser Auffassung auseinander. Dabei geht er auch der Frage nach, welche Auswirkungen der durch die Richtlinie 2013/50/EU vom 22. Oktober 2013 für den Bereich der Beteiligungstransparenz vollzogene Schwenk von der bloßen Mindest- zur partiellen Vollharmonisierung auf die Auslegung und Fortbildung des nationalen Rechts hat.

*Orders and prohibitions under capital market law are frequently secured by both criminal or regulatory sanctions and civil sanctions. Such finding raises the question of whether the criminal prohibition of analogy must also be observed when civil sanctions are imposed or, insofar, the general civil law principles of interpretation will be applied according to which an unintended gap in the law can be closed by way of analogy. The Federal Court of Justice (BGH) and a large section of the literature deny the split application of the law, i.e. they attribute comprehensive importance – relating to the norm as a whole – to the criminal prohibition of analogy. Using the example of Sec 21 et seq WpHG – which have recently gained center stage of the discussion about the split application of the law – the article critically deals with such opinion. In the course of this, the article also considers the question which effects the swing from the mere minimum to partial full harmonization made by means of the EU Directive 2013/50/EU of 22 October 2013 with respect to the area of participation transparency has on the interpretation and development of the national law.*

### I. Einleitung

Vor mehr als 15 Jahren hat *Andreas Cahn* die These aufgestellt, dass bei der Anwendung der anlegerschützenden Normen des WpHG unterschiedliche Grundsätze gelten je nachdem, um welche Rechtsfolge es geht. Diese These knüpft an den Befund an, dass kapitalmarktrechtliche Ge- und Verbote oftmals sowohl durch straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtliche als auch durch zivilrechtliche Sanktionen abgesichert sind. Soweit es um die Verhängung einer Strafe oder eines Bußgelds geht, seien der Grundsatz *nulla poena sine lege* und das aus ihm folgende Analogieverbot (Art. 103 Abs. 2 GG, § 1 StGB, § 3 OWiG) zu beachten. Soweit die Verhängung zivilrechtlicher Sanktionen, etwa die Zuerkennung von Schadensersatz auf der Grundlage von § 823 Abs. 2 BGB, in Frage steht, könne sich die Gesetzesanwendung nach der zivilrechtlichen Methodik richten. Insoweit sei eine über den Wortlaut hinausgehende Gesetzesauslegung ebenso zulässig wie die analoge Anwendung einer Vorschrift. Ein und dasselbe Verhalten könne also zivilrechtlich verboten sein und zum Schadensersatz verpflichten, straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlich dagegen mit dem Gesetz in Einklang stehen<sup>1</sup>.

In seinem Urteil vom 19. Juli 2011 hat der II. Zivilsenat des BGH dieser sog. gespaltene Rechtsanwendung (auch: gespaltene Auslegung, Normspaltung) eine ebenso knappe wie entschiedene Absage erteilt. In dem eine aktienrecht-

1 CAHN, ZHR 162 (1998), 1, 8 ff; zuvor schon (für die §§ 21 ff WpHG) DERS., AG 1997, 502, 503.

liche Beschlussmängelklage betreffenden Fall war über die Reichweite der Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG zu entscheiden, und zwar über die Frage, ob im Rahmen einer fremdnützigen Verwaltungstreuhand dem Treuhänder Stimmrechte eines Dritten, der sein Verhalten mit dem Treugeber abgestimmt hat, nach § 22 Abs. 2 WpHG zuzurechnen sind. Das OLG München als Vorinstanz hatte diese Frage in einer viel beachteten (und kritisierten) Entscheidung bejaht<sup>2</sup>, der BGH hat sie verneint. Eine „Weiterreichung“ der den Treugeber aufgrund eines *Acting in concert* treffenden Mitteilungspflicht an den daran nicht beteiligten Treuhänder widerspreche schon dem Wortlaut des Gesetzes und sei auch nach dem Sinn und Zweck der §§ 21 ff WpHG nicht geboten<sup>3</sup>. Obwohl damit feststand, dass für die vom OLG befürwortete Zurechnung kein Raum war, nahm der BGH den Fall zum Anlass für eine grundsätzliche methodische Stellungnahme: Die Verletzung der Mitteilungspflicht aus § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG sei nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. e) WpHG eine Ordnungswidrigkeit, für die gemäß § 3 OWiG das aus Art. 103 Abs. 2 GG folgende Bestimmtheitserfordernis gelte. Daher komme eine über den Wortlaut hinausgehende oder analoge Anwendung auch für den Bereich des Zivilrechts grundsätzlich nicht in Betracht<sup>4</sup>. Damit bekräftigte der II. Zivilsenat jenen Standpunkt, den er bereits in seinem WMF-Urteil vom 18. September 2006 zur Zurechnungsnorm des § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG eingenommen hatte<sup>5</sup>.

Im Schrifttum ist diese Aussage teils als Beitrag zur Rechtssicherheit begrüßt<sup>6</sup>, teils als voreilige methodische Festlegung kritisiert worden<sup>7</sup>. Letzteres zu

2 OLG München, NZG 2009, 1386.

3 BGHZ 190, 291, 297 f (Tz. 29–32).

4 BGHZ 190, 291, 298 (Tz. 33).

5 BGHZ 169, 98, 107 (Tz. 17).

6 Dem BGH ausdrücklich zustimmend BRELLOCHS, ZIP 2011, 2225, 2227; MERKNER, AG 2012, 199, 200. Gegen eine gesplattene Rechtsanwendung ferner – z. T. mit Unterschieden in der Begründung – ASSMANN, in: Uwe H. Schneider/Assmann, WpHG, 6. Aufl., 2012, Einl. Rdn. 73; VON BÜLOW, Kölner Komm. z. WpHG, 2. Aufl., 2014, § 22 Rdn. 40; FUCHS, in: Fuchs, WpHG, 2009, Einl. Rdn. 79; DEHLINGER/ZIMMERMANN, in: Fuchs, WpHG, 2009, vor §§ 21 bis 30 Rdn. 25; VEIL, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., 2010, Anh. § 22: vor §§ 21 ff WpHG Rdn. 7; VON BÜLOW/PETERSEN, NZG 2009, 1373, 1375 f; EICHNER, ZRP 2010, 5, 6; FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 936 f; CASPER, ZIP 2003, 1469, 1473; LIEBSCHER, ZIP 2002, 1005, 1009; NARTOWSKA, NZG 2013, 124, 125; PENTZ, ZIP 2003, 1478, 1480 (zu § 30 WpÜG); SEIBT, ZIP 2005, 729, 740 (zu § 30 Abs. 2 WpÜG); SUDMEYER, BB 2002, 685, 688; VEIL/DOLFF, AG 2010, 385, 389 f; WIDDER/KOCHER, ZIP 2012, 2092, 2094.

7 SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213 ff. Für die Zulässigkeit einer gesplatteten Rechtsanwendung ferner WILKE, Grenzen einheitlicher Rechtsanwendung von Ver- und Geboten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG), 2010, S. 299 ff; UWE H. SCHNEIDER, in: Uwe H. Schneider/Assmann, WpHG, 6. Aufl., 2012, vor § 21 Rdn. 48; HIRTE, Kölner Komm. z. WpHG, 2. Aufl., 2014, § 21 Rdn. 7; KOPPENSTEINER, Kölner Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2004, Anh. § 22 §§ 21 ff WpHG Rdn. 9; GRUNDMANN, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, 2. Aufl., 2009, Bank- und Börsenrecht VI Rdn. 32; EGGERS, in: Park,

Recht, denn wie die folgenden Ausführungen zeigen werden, lässt sich die Frage nach der Zulässigkeit einer gespaltenen Rechtsanwendung in der Tat nicht in drei Sätzen abtun. Das gilt zumal, soweit es um die §§ 21 ff WpHG geht, die in den letzten Jahren nicht ohne Grund in den Mittelpunkt der Diskussion über dieses Instrument gerückt sind<sup>8</sup>. Denn zum einen hat sich gerade bei diesen Vorschriften immer wieder die Frage gestellt, ob und inwieweit sie einflussreichen Investoren noch Raum für Umgehungen lassen und entsprechenden Strategien durch eine analoge Anwendung der umgangenen Norm begegnet werden kann<sup>9</sup>. Und zum anderen ist gerade bei den §§ 21 ff WpHG eine ungebrochene Neigung der Instanzgerichte zu beobachten, diese Bestimmungen über ihren Wortlaut hinaus auszudehnen und der Sache nach eine Analogie zu betreiben, ohne sich der methodischen Zulässigkeit dieses Vorgehens zu vergewissern<sup>10</sup>. Diese Neigung ist umso problematischer, als § 28 WpHG an die Verletzung der Mitteilungspflicht aus § 21 Abs. 1 WpHG die drastische Sanktion des Rechtsverlusts knüpft, die von manchen als „strafähnlich“ qualifiziert wird<sup>11</sup> und sich in den letzten Jahren zu einem der

Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl., 2013, Teil 4 Kap. 1 Rdn. 3; KALSS, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 2. Aufl., 2010, § 20 Rdn. 34; HAMMEN, Der Konzern 2009, 18, 19 ff (für § 30 Abs. 2 WpÜG); OECHSLER, ZIP 2011, 449, 453 (für § 30 Abs. 2 WpÜG); UWE H. SCHNEIDER/ANZINGER, ZIP 2009, 1, 9; TAUTGES, BB 2010, 1291, 1294; VERSE, NZG 2009, 1331, 1334.

- 8 Die Einschätzung von ASSMANN, aaO (Fn. 6), Einl. WpHG Rdn. 73, die Frage der gespaltenen Auslegung sei „bislang nur wenig erörtert“ worden, muss jedenfalls für die §§ 21 ff WpHG als überholt gelten. Soweit ersichtlich, ist über die gespaltene Rechtsanwendung erstmals im Kartellrecht intensiver diskutiert worden. Auslöser war der sog. Teerfarben-Beschluss des BGH (BGHSt 24, 54), in dem der Kartellsenat einer erweiterten Auslegung des Vertragsbegriffs in § 1 GWB a. F. dahingehend, dass er unter Verzicht auf das Merkmal der Einigung auch andere Formen bewusst gleichförmigen Verhaltens erfasst, unter Hinweis auf Art. 103 Abs. 2 GG eine Absage erteilt hat. Zur Debatte stand freilich nicht eine zivilrechtliche Sanktion, sondern die Verhängung eines Bußgeldes auf der Grundlage von § 38 Abs. 1 Nr. 1 GWB a. F. Der BGH stellte denn auch ausdrücklich fest: „Der Tatbestand einer Ordnungswidrigkeit darf auch bei einem noch so dringenden rechtspolitischen Bedürfnis nicht im Wege der Gesetzes- oder Rechtsanalogie erweitert werden“ (BGHSt 24, 54, 62). Zu dieser Diskussion etwa STEINDORFF, FS Larenz, 1973, S. 217, 237 ff (tendenziell für eine gespaltene Rechtsanwendung); dagegen SANDROCK, Die Einheit der Wirtschaftsordnung, 1971, S. 22 ff; PFEIFFER, Grundfragen der Rechtskontrolle im Kartellverfahren (Auslegungsmethodik – unbestimmte Rechtsbegriffe – Verfahrensrecht), in: Schwerpunkte des Kartellrechts 1978/79, 1980, S. 1, 11 f; FISCHER, ZGR 1978, 235, 239; zum heutigen Diskussionsstand DANNECKER/BIERMANN, in: Immenga/Mestmäcker, Wettbewerbsrecht: GWB, 5. Aufl., 2012, vor § 81 Rdn. 70–72.
- 9 Zur erweiternden Auslegung und Analogie als adäquate und ausreichende Reaktion auf Gesetzesumgehungen siehe allgemein FLUME, Das Rechtsgeschäft, 4. Aufl., 1992, S. 350 f und 408 f; ARNDT TEICHMANN, JZ 2003, 761, 765.
- 10 Zum Phänomen der Überraschungsentscheidungen im Bereich der §§ 21 ff WpHG siehe etwa BRELLOCHS, ZIP 2011, 2225; VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 93 ff.
- 11 Siehe die N. in Fn. 159.

schärfsten Schwerter in der Hand professioneller Anfechtungskläger entwickelt hat<sup>12</sup>.

## II. Die drei Säulen der Beteiligungstransparenz

Um in der Diskussion über die gespaltene Rechtsanwendung eine erste Orientierung zu bekommen, ist es hilfreich, zunächst einen Blick auf den Zweck und die Systematik der §§ 21 ff WpHG zu werfen. In ihrer ursprünglichen, auf die erste Transparenzrichtlinie von 1988<sup>13</sup> zurückgehenden Fassung waren diese Vorschriften ganz auf das Ziel ausgerichtet, den Anlegern und der Gesellschaft ein genaueres Bild von den aktuellen Verhältnissen an der Gesellschaft zu verschaffen. Die Zusammensetzung des Aktionärkreises und Veränderungen maßgeblicher Aktienbeteiligungen, so die Gesetzesbegründung damals, seien wichtige Kriterien für Anlagedispositionen der Investoren und hätten erheblichen Einfluss auf die Kursentwicklung einer Aktie. Seien das Volumen der frei handelbaren Titel und die Existenz von Großaktionären bekannt, könne dies außerdem dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegenwirken<sup>14</sup>. Freilich hob die Gesetzesbegründung auch hervor, dass die Beteiligungstransparenz nicht bloß den Schutz des einzelnen Anlegers bezwecke, sondern auch zum Ziel habe, „Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Marktes zu stärken und damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes insgesamt zu fördern“<sup>15</sup>. In diesem Sinne verpflichten die §§ 21, 22 WpHG zur Offenlegung von Stimmrechten, die vom Meldepflichtigen selbst gehalten oder ihm zugerechnet werden. § 22 WpHG hat dabei nach allgemeiner Ansicht zumindest auch die Funktion, den Kerntatbestand des § 21 WpHG gegen Umgehungen abzusichern<sup>16</sup>.

Dagegen standen die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten ursprünglich in keinem Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen. Insbesondere verfolgte der Gesetzgeber mit ihnen nicht das Ziel, das unlautere Anschleichen

12 Siehe zuletzt BAUMS/DRINHAUSEN/KEINATH, ZIP 2011, 2329, 2340 und 2351.

13 Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABL. EG Nr. L 348 vom 17. Dezember 1988, S. 62.

14 Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 35 und 52.

15 Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 52.

16 Insoweit übereinstimmend OLG München, NZG 2009, 1386, 1388; DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 1; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 22 WpHG Rdn. 4; FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 935. Siehe auch die Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 54 zu § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG a. F. (heute § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG) und § 22 Abs. 3 WpHG a. F. (Definition des Begriffs „kontrolliertes Unternehmen“, heute Definition des Begriffs „Tochterunternehmen“).

an eine börsennotierte Aktiengesellschaft zu verhindern<sup>17</sup>. Das änderte sich erst im Zuge der Umsetzung der zweiten Transparenzrichtlinie von 2004<sup>18</sup>. Durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 5. Januar 2007<sup>19</sup> wurde in § 21 WpHG die Eingangsmeldeschwelle auf 3% herabgesetzt, und es wurden zusätzliche Meldeschwellen von 15%, 20% und 30% eingeführt. Darüber hinaus wurde in Gestalt eines neugefassten § 25 WpHG die Meldepflicht auf das Halten bestimmter Finanzinstrumente ausgedehnt, die ihrem Inhaber ein Zugriffsrecht auf mit Stimmrechten verbundene Aktien verleihen. Hier geht es also nicht um bestehenden, sondern um künftigen Stimmrechtseinfluss in Form einer Position, bei welcher der Erwerb der Aktien nur noch vom Willen des potentiell Meldepflichtigen abhängt, wie dies beispielsweise bei Call-Optionen der Fall ist. Anders als in § 21 WpHG liegt die Eingangsmeldeschwelle bei 5%, und auch auf der Sanktionsseite gibt es einen wichtigen Unterschied: Ein Verstoß gegen § 25 WpHG kann zwar mit einem Bußgeld von bis zu einer Million Euro geahndet werden (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. f) und Abs. 4 WpHG), die Sanktion des Rechtsverlusts nach § 28 WpHG greift aber nicht ein.

Seine heutige, aus drei Säulen bestehende Gestalt hat das Recht der Beteiligungspublizität durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 5. April 2011<sup>20</sup> erhalten. Mit ihm hat Gesetzgeber auf den heimlichen Beteiligungsaufbau unter Einsatz von Aktienderivaten mit Barausgleich in den Fällen *Schaeffler/Continental* und *Porsche/VW* reagiert. § 25 WpHG wurde um den Begriff der „sonstigen Instrumente“ erweitert, und es wurde ein neuer § 25 a WpHG eingeführt, der eine Mitteilungspflicht für Finanzinstrumente oder sonstige Instrumente statuiert, die nicht von § 25 WpHG erfasst sind und bei denen ein Stimmrechtserwerb aufgrund der ihnen zugrundeliegenden wirtschaftlichen Logik zumindest möglich ist. Die Eingangsmeldeschwelle liegt auch hier bei 5%, und wiederum gilt, dass Verstöße mit einem Bußgeld geahndet werden können, aber keinen Rechtsverlust nach sich ziehen.

17 UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), vor § 21 WpHG Rdn. 29; FLEISCHER/SCHMOLKE, NZG 2009, 401, 403.

18 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. Nr. L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38.

19 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, BGBl. I, S. 10.

20 Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, BGBl. I, S. 538.

Eine Reihe von Streitfragen hat sich durch die jüngsten Änderungen erledigt, allen voran die, ob in dem Einsatz von *Cash Settled Equity Swaps* eine unzulässige Gesetzesumgehung zu sehen ist, auf die mit einer zumindest analogen Anwendung von § 25 WpHG zu reagieren ist<sup>21</sup>. Die Diskussion über die gespaltene Rechtsanwendung ist gleichwohl nicht zum Ende gekommen. Das ist schon deshalb nicht überraschend, weil der Gesetzgeber die zum ursprünglichen Normenbestand zählenden §§ 21 und 22 WpHG – die erste Säule der Beteiligungstransparenz – unverändert gelassen hat. Geblieben sind damit nicht nur die zahlreichen Auslegungsprobleme, mit denen die Praxis vor allem bei den Zurechnungstatbeständen des § 22 WpHG zu kämpfen hat, im Raum steht auch weiterhin die Behauptung, diese Vorschrift sei wegen ihres kasuistischen Aufbaus „mehr Loch als Käse“ und müsse deshalb ggf. im Wege der Analogie ausgefüllt werden<sup>22</sup>. Aber auch der neue § 25 a WpHG, der im Unterschied zu den §§ 21 und 22 WpHG als generalklauselartiger Auffangtatbestand konzipiert ist und als solcher einen „Rundumschutz gegen allfällige Umgehungsstrategien“<sup>23</sup> gewähren soll, wird bereits als zu eng kritisiert. Anstatt die kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten um eine von § 25 WpHG abgeleitete Vorschrift zu ergänzen, die erhebliche Auslegungsprobleme aufwerfe, hätte der Gesetzgeber zu einem prinzipienorientierten Regelungsansatz übergehen sollen, der eine gesetzliche Zweckumschreibung nach dem Vorbild des § 1 UWG mit einem einheitlichen Offenlegungstatbestand nebst Regelbeispielen kombiniert<sup>24</sup>.

21 So UWE H. SCHNEIDER/ANZINGER, ZIP 2009, 1, 8; siehe ferner UWE H. SCHNEIDER/BROUWER, AG 2008, 557, 562 ff. Zum Teil wurde auch versucht, *Cash Settled Equity Swaps* über eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zu erfassen, siehe HABERSACK, AG 2008, 817, 818 f.; SCHANZ, DB 2008, 1899, 1902 ff.; WEBER/MECKBACH, BB 2008, 2022, 2028 f. Gegen beide Ansätze die wohl überwiegende Ansicht im Schrifttum, die in bezug auf *Cash Settled Equity Swaps* eine rechtspolitisch bedenkliche Transparenzlücke konstatierte, die nur durch den Gesetzgeber geschlossen werden könne; siehe BAUMS/SAUTER, ZHR 173 (2009), 454, 463 ff., insb. 470; BRANDT, NZG 2008, 441, 444 f.; CASCANTE/TOPF, AG 2009, 53, 62 ff.; FLEISCHER/SCHMOLKE, ZIP 2008, 1501, 1502 ff.; DIES., NZG 2009, 401, 404; GÄTSCH/SCHÄFER, NZG 2008, 846, 849; RENZ/RIPPEL, BKR 2008, 309, 312. Auch die BaFin vermochte im Fall *Schaeffler/Continental* keinen Verstoß gegen die §§ 21 ff WpHG zu erkennen, siehe die Pressemitteilung vom 21. August 2008 „BaFin stellt bei Übernahme Continental keine Verletzung von Meldepflichten fest“.

22 UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 22 WpHG Rdn. 5 und 213.

23 FLEISCHER/SCHMOLKE, NZG 2010, 846, 853.

24 So UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 25 a WpHG Rdn. 13; DERS., AG 2011, 645 f. Ausführlich zum Vorschlag eines prinzipienorientierten Regelungsansatzes ANZINGER, Anschleichen an börsennotierte Unternehmen als kapitalmarktrechtliches Problem, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, 2011, S. 187, 223 ff.; ferner UWE H. SCHNEIDER/ANZINGER, ZIP 2009, 1, 9 f.; allgemein zur Wahl zwischen „Principles-Based Regulation“ oder „Rules-Based Regulation“ im Kapitalmarktrecht UWE H. SCHNEIDER, Gedächtnisschrift Gruson, 2009, S. 369 ff.

### III. Methodische Vorüberlegungen

Da die Diskussion über eine gespaltene Anwendung der §§ 21 ff WpHG also trotz der jüngsten Änderungen weitergeht und die Auslegungsprobleme, für die diese Vorschriften berühmt und berüchtigt sind, infolge der letzten Änderungen sogar noch zugenommen haben<sup>25</sup>, empfiehlt es sich, zunächst Klarheit über einige Grundsätze und Besonderheiten zu schaffen, die beim Umgang mit diesen Vorschriften zu beachten sind.

#### 1. Rechtsnatur der §§ 21 ff WpHG

In der Kommentarliteratur findet sich regelmäßig der Hinweis, die Auslegung der Normen des WpHG werde durch deren Zuordnung zu unterschiedlichen Rechtsmaterien, namentlich dem öffentlichen Aufsichtsrecht, dem Straf- und Ordnungswidrigkeitenrecht sowie dem Privatrecht, bestimmt<sup>26</sup>. Das ist im Ansatz zutreffend. Gerade bei den §§ 21 ff WpHG stößt man jedoch auf das Problem, dass es Normen gibt, die sich einer eindeutigen Zuordnung entziehen. Das gilt vor allem für die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1 a, § 25 und § 25 a WpHG. Sie werden von einem Teil des Schrifttums als öffentlich-rechtlich qualifiziert, soweit sie gegenüber der BaFin zu erfüllen sind, dagegen als (auch) privatrechtlich, soweit auch der Emittent Adressat der Mitteilung ist<sup>27</sup>. Den Mitteilungspflichten wird also eine Doppelnatur beigemessen, wobei aus ihrem (auch) privatrechtlichen Charakter von manchen ein zivilrechtlicher Erfüllungsanspruch der Gesellschaft gegen den Meldepflichtigen abgeleitet wird, der zivilprozessual durchgesetzt werden könne<sup>28</sup>.

Dass die Mitteilung auch gegenüber dem Emittenten abzugeben ist, ist aber genauso wenig ein schlagendes Argument für eine (auch) privatrechtliche Einordnung wie der Umstand, dass die Mitteilungspflichten nach §§ 21 ff WpHG bei börsennotierten Gesellschaften an die Stelle der Mitteilungspflichten nach §§ 20 f AktG treten, die nach allgemeiner Meinung als privatrechtlich zu qualifizieren sind. Zu berücksichtigen ist nämlich, dass die §§ 21 ff WpHG

25 Vgl. MERKNER, AG 2012, 199, 205 f; UWE H. SCHNEIDER, WM 2011, 645, 646; TEICHMANN/EPE, WM 2012, 1213.

26 HIRTE/HEINRICH, Kölner Komm. z. WpHG, 2. Aufl., 2014, Einl. Rdn. 107. In gleichem Sinne ASSMANN, aaO (Fn. 6), Einl. WpHG Rdn. 72; SCHWARK, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., 2010, vor § 21 Rdn. 13.

27 DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), vor §§ 21–30 WpHG Rdn. 3; HIRTE, aaO (Fn. 7), § 21 WpHG Rdn. 5; PETERSEN, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., 2010, Anh. § 22, §§ 21–30 WpHG Rdn. 15; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), vor § 21 WpHG Rdn. 15; SCHWARK, aaO (Fn. 26), Vor § 21 WpHG Rdn. 13; SUDMEYER, BB 2002, 685, 686 in Fn. 18.

28 DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 21 WpHG Rdn. 60; dagegen SCHWARK, aaO (Fn. 26), § 21 WpHG Rdn. 22.



nicht bloß partiell, sondern insgesamt der Überwachung durch die BaFin unterliegen, also auch, soweit es um die Mitteilung gegenüber dem Emittenten geht. Versäumt der Meldepflichtige, eine nach dem Gesetz gebotene Mitteilung dem Emittenten zu übermitteln, ist dies genauso ein Grund für aufsichtsrechtliche Maßnahmen, wie wenn die Mitteilung gegenüber der BaFin unterbliebe. Die Kompetenz der BaFin, mittels hoheitlichen Zwangs Aufsicht auszuüben, ist ein starker Beleg für einen öffentlich-rechtlichen Charakter der §§ 21 ff WpHG<sup>29</sup>. Hinzu kommt, dass diese Vorschriften Beteiligungs-transparenz nicht nur im Interesse der einzelnen Anleger und des Emittenten, sondern auch im Interesse des Kapitalmarkts insgesamt herstellen sollen und damit auch einem öffentlichen Interesse verpflichtet sind. Dass die Mitteilung auch an den Emittenten zu richten ist, dient zwar auch seiner Information über die Beherrschungsverhältnisse, hat aber, wie die Pflicht des Emittenten zur unverzüglichen Veröffentlichung (§ 26 WpHG) zeigt, jedenfalls auch den Zweck, die effiziente Versorgung des Kapitalmarkts mit diesen Informationen sicherzustellen.

Auf die in diesen Argumenten anklingenden Ansätze zur Abgrenzung von öffentlichem Recht und Privatrecht kann in diesem Beitrag nicht näher eingegangen werden<sup>30</sup>. Unter Zugrundelegen sowohl der Subordinations-, der modifizierten Subjekts- als auch der Interessentheorie dürften jedoch die besseren Gründe für die Annahme sprechen, dass die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1 a, § 25 und § 25 a WpHG als ausschließlich öffentlich-rechtlich einzustufen sind<sup>31</sup>. Gleiches dürfte für § 27 a WpHG gelten, der durch das Risikobegrenzungs-gesetz<sup>32</sup> in das WpHG eingefügt wurde und Inhaber wesentlicher Beteiligungen dazu verpflichtet, dem Emittenten (nicht auch: der BaFin) die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel mitzuteilen. Dagegen ist die Sanktion des § 28 WpHG als ausschließlich privatrechtlich zu qualifizieren. Denn sie betrifft, mag sie auch der Durchsetzung einer öffentlich-rechtlichen Verhaltenspflicht dienen, mit Rechten aus Aktien allein das mitgliedschaftliche Rechtsverhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft<sup>33</sup>.

29 Vgl. BGH, NZG 2013, 1226, 1228, Rdn. 19 (zu §§ 31 ff WpHG).

30 Dazu etwa MAURER, Allgemeines Verwaltungsrecht, 18. Aufl., 2011, § 3 Rdn. 10 ff; speziell mit Blick auf die §§ 31 ff WpHG DIECKMANN, AcP 213 (2013), 1, 23 ff.

31 MÜLBERT, FS Karsten Schmidt, 2009, S. 1219, 1221 f; ferner VEIL, aaO (Fn. 6), Anh. § 22: § 21 WpHG Rdn. 2; KREMER/OESTERHAUS, Kölner Komm. z. WpHG, 2. Aufl., 2014, § 28 Rdn. 4; CAHN, AG 2013, 459, 461.

32 Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz) vom 12. August 2008, BGBl. I, S. 1666.

33 Unumstritten, siehe DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), Vor §§ 21 bis 30 WpHG Rdn. 3; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), vor § 21 WpHG Rdn. 16; VEIL, aaO (Fn. 6), Anh. § 22: § 21 WpHG Rdn. 2. Von § 28 WpHG als „Koppelungsvorschrift“ sprechen FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 938.

Von *Wilke* ist unlängst ein von der Einordnung der WpHG-Normen anhand der hergebrachten Abgrenzungstheorien abweichender Ansatz zur Diskussion gestellt worden, der sich auf das im Strafrecht entwickelte und dort auf *Binding* zurückgehende „dualistische Normkonzept“ stützt<sup>34</sup>. Danach handelt es sich bei den wertpapierhandelsrechtlichen Ver- und Geboten um sog. Primärnormen, die als solche nicht einem bestimmten Rechtsgebiet zugeordnet werden können, da sie nur das ver- oder gebotene Verhalten umreißen, also statuieren, welche Erwartungen die Rechtsordnung an den Rechtsunterworfenen stellt. In ihrer Rechtsnatur könnten diese Ver- und Gebote erst im Zusammenspiel mit sog. Sekundärnormen bestimmt werden. Darunter seien jene Normen zu verstehen, die eine Sanktion für die Störung der Primärordnung festlegen und somit nicht an den Rechtsunterworfenen, sondern an den Staat bzw. den Richter gerichtet seien<sup>35</sup>. Ein wertpapierhandelsrechtliches Ver- oder Gebot könne somit einen verwaltungs-, einen straf- bzw. bußgeld- oder einen zivilrechtlichen Charakter annehmen je nachdem, ob es um eine aufsichtsrechtliche Maßnahme, die Verhängung einer Strafe oder eines Bußgeldes oder eine zivilrechtliche Sanktion geht. Da die als Gebot oder Verbot ausgestaltete kapitalmarktrechtliche Primärnorm „Empfänger der Rechtsnatur sekundärer Normen“ sei und deren Charakter „resorbiere“, könne sie auch einen öffentlich-rechtlichen und zivilrechtlichen Doppelcharakter aufweisen, sofern die Rechtsordnung an die Verletzung der Primärnorm auch eine zivilrechtliche Sanktion knüpft<sup>36</sup>. Nach diesem Ansatz wäre somit in Anbetracht der zivilrechtlichen Sanktion des § 28 WpHG zumindest bei den Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1 a WpHG von einem solchen Doppelcharakter auszugehen<sup>37</sup>.

## 2. Folgerungen für die Auslegung

Der noch nicht ausgefochtene Streit über die Rechtsnatur der §§ 21 ff WpHG<sup>38</sup> braucht hier nicht vertieft zu werden. Denn die Auswirkungen dieses Streits auf die Frage der gespaltene Rechtsanwendung sind weniger groß, als es auf den ersten Blick den Anschein hat. Sicher ist im Ausgangspunkt eines: Dass, soweit die Verhängung eines Bußgeldes in Frage steht, das aus Art. 103 Abs. 2 GG, § 3 OWiG folgende Analogieverbot gilt. Im Geltungsbereich dieses Verbots markiert der noch mögliche Wortsinn des Gesetzes die äußerste Grenze

34 WILKE, aaO (Fn. 7), S. 83 ff.

35 WILKE, aaO (Fn. 7), S. 87.

36 WILKE, aaO (Fn. 7), S. 89 ff.

37 Bei den § 25 und § 25 a WpHG hinge die Einordnung als ausschließlich öffentlich-rechtlich oder auch zivilrechtlich von der Schutzgesetzzeigenschaft der §§ 21 ff WpHG ab; siehe dazu unter VI. m.N. in Fn. 155.

38 Laut VEIL, aaO (Fn. 6), Anh. § 22: § 21 WpHG Rdn. 2 ist die Rechtsnatur der Mitteilungspflichten „größtenteils noch unerforscht“.

zulässiger Rechtsanwendung<sup>39</sup>. Die durch die § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. e) und f) WpHG in Bezug genommenen Mitteilungstatbestände erlangen durch das Zusammenlesen zwar nicht die Rechtsqualität einer Strafnorm, nahmen aber an der Rechtsnatur dieser Bezugsnormen teil, soweit sie zur Begründung der ordnungswidrigkeitenrechtlichen Verantwortung herangezogen werden<sup>40</sup>.

Im übrigen sollte man sich davor hüten, aus der Einordnung der §§ 21 ff WpHG voreilige Schlüsse auf die (Un-)Zulässigkeit einer gespaltenen Rechtsanwendung zu ziehen<sup>41</sup>. Vor allem geht es nicht an, einerseits unter Hinweis auf den für das WpHG typischen „Normenmix“ einer „differenzierten Normauslegung nach den für die jeweiligen Rechtsbereiche maßgeblichen Rechtsanwendungsregeln“ das Wort zu reden, andererseits eine gespaltene Gesetzesanwendung von vornherein als „de lege lata (...) nicht haltbar“ abzulehnen<sup>42</sup>. Auch die Behauptung, die gegenüber der Aufsichtsbehörde zu erfüllenden Pflichten ließen als öffentlich-rechtliche Eingriffsnormen keine Erweiterung zu, die über die gesetzliche Grundlage hinausgeht<sup>43</sup>, wird sich noch als angreifbar erweisen. Mehr noch: Es wird sich herausstellen, dass im Hinblick auf die Möglichkeiten und Grenzen der Rechtsfortbildung zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht keine nennenswerten Unterschiede bestehen, es also für die Frage der gespaltenen Rechtsanwendung keine Rolle spielt, ob man die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1 a, § 25 und § 25 a WpHG als ausschließlich öffentlich-rechtlich qualifiziert oder ihnen eine Doppelnatur beimisst<sup>44</sup>.

Davon abgesehen wird in der Kommentarliteratur darauf hingewiesen, dass die Mitteilungspflichten „trotz ihres teils öffentlich-rechtlichen, teils privatrechtlichen Charakters nach dem Gesetz einheitlich zu erfüllen und dass daher die Bestimmungen auch einheitlich auszulegen sind“<sup>45</sup>. Ein Gebot einer einheitlichen Auslegung der §§ 21 ff WpHG besteht in der Tat in dem Sinne, dass den gesetzlichen Mitteilungspflichten und Zurechnungstatbestände keine unterschiedliche Bedeutung und Reichweite zukommen kann je nachdem, ob es um die Offenlegung gegenüber der Gesellschaft oder gegenüber der BaFin geht.

39 Eingehend dazu statt vieler DANNECKER, Leipziger Kommentar zum StGB, 12. Aufl., 2007, § 1 Rdn. 238 ff; ROXIN, Strafrecht AT, Band I, 4. Aufl., 2006, § 5 Rdn. 26 ff.

40 Vgl. zur Reichweite des Analogieverbots bei Blankettstrafgesetzen DANNECKER, aaO (Fn. 39), § 1 StGB Rdn. 257.

41 So auch WILKE, aaO (Fn. 7), S. 93, nach dessen Ansicht die normtheoretischen Überlegungen zur Einordnung der wertpapierhandelsrechtlichen Ge- und Verbote um Aspekte der Rechtsanwendung in den verschiedenen Verfahren ergänzt werden müssen.

42 So ASSMANN, aaO (Fn. 6), Einl. WpHG Rdn. 72/73.

43 SCHWARK, aaO (Fn. 26), vor § 21 WpHG Rdn. 13; dem folgend BUCK-HEEB, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl., 2014, Rdn. 44.

44 Dazu ausführlich unter IV. 1.

45 UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), vor § 21 WpHG Rdn. 41.

### 3. Grundsatz der größtmöglichen Transparenz?

Manche Autoren meinen in die §§ 21 ff WpHG auch einen „Grundsatz der größtmöglichen Transparenz“ hineinlesen zu können. Dass die Auslegung dieser Normen ihre Grenze in dem nach dem Sprachgebrauch noch möglichen Wortsinn findet, wird von diesen Autoren zwar nicht in Abrede gestellt. Doch soll, um den Umgehungs- und Vermeidungsstrategien gewiefter Investoren so wenig Raum wie möglich zu lassen, eine weite Auslegung geboten und im Zweifel für eine Offenlegung zu entscheiden sein<sup>46</sup>. Ein „Grundsatz der größtmöglichen Transparenz“, der offenbar als entscheidende Maxime im Rahmen der teleologischen Auslegung zum Tragen kommen soll, lässt sich den §§ 21 ff WpHG aber nicht entnehmen und kann auch nicht aus den Regelungsvorstellungen des europäischen Gesetzgebers abgeleitet werden<sup>47</sup>. Geboten ist nicht eine möglichst weite, sondern nicht mehr und nicht weniger als eine am Zweck der gesetzlichen Tatbestände orientierte Auslegung, bei den §§ 21 und 22 WpHG also eine solche, die auf die Offenlegung des wahren Stimmrechtseinflusses in der Gesellschaft gerichtet ist<sup>48</sup>. Das Postulat einer „größtmöglichen Transparenz des Marktgeschehens“ verliert dieses Ziel zu weit aus den Augen und übersieht, dass ein „Mehr“ an Mitteilungen nicht notwendigerweise zu besserer Transparenz führt, sondern der klaren Sicht auf die Teilnahmeverhältnisse auch abträglich sein kann<sup>49</sup>. Im Rahmen der Mitteilungspflichten kommt es auf ein Optimum, nicht auf ein Maximum an Information an<sup>50</sup>. Ein „Grundsatz der größtmöglichen Transparenz“ ist aber noch aus einem anderen Grund fragwürdig: Er verleitet den Rechtsanwender dazu, bei der Normauslegung nachlässig zu verfahren, eine Mitteilungspflicht vorschnell zu bejahen und einer Auseinandersetzung mit der Analogiefähigkeit der einzelnen Mitteilungs- und Zurechnungstatbestände aus dem Weg zu gehen<sup>51</sup>.

Das alles bräuchte nicht so deutlich betont zu werden, würde nicht die Rechtsprechung sich immer wieder von diesem Grundsatz in die Irre führen lassen. So hat das OLG München in seinem vom BGH korrigierten Urteil verkannt, dass § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG nach seinem eindeutigen Wortlaut nur die Stimmrechtszurechnung vom Treuhänder zum Treugeber zulässt. Eine Zurechnung in umgekehrter Richtung ließe sich allenfalls im Wege einer Analogie begründen, deren Voraussetzungen freilich nicht gegeben sind. Bei der

46 UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), vor § 21 WpHG Rdn. 36; HIRTE, aaO (Fn. 7), § 21 WpHG Rdn. 7; KOPPENSTEINER, aaO (Fn. 7), Anh. § 22: §§ 21 ff WpHG Rdn. 9.

47 VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 97 m. Fn. 71.

48 NIETSCH, WM 2012, 2217, 2221; der Sache nach auch DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), Vor §§ 21 bis 30 WpHG Rdn. 23; ferner VEIL/DOLFF, AG 2010, 385, 390, die allerdings für eine „restriktive“ Auslegung eintreten.

49 So für § 22 WpHG DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 4.

50 FLEISCHER/SCHMOLKE, NZG 2010, 846, 853.

51 FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 935.

Verwaltungstreuhand ist die Zurechnung vom Treuhänder zum Treugeber deshalb gerechtfertigt, weil der Treuhänder typischerweise an die Weisungen des Treugebers gebunden ist oder sich bei der Rechtsausübung zumindest von dessen Interessen leiten lassen muss. Eine Zurechnung vom Treugeber zum Treuhänder ist vom Zweck des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG jedoch nicht gedeckt, denn einem Treuhänder kommt die Möglichkeit zur Einflussnahme auf die Stimmrechtsausübung durch den Treugeber typischerweise gerade nicht zu. Es besteht daher keine planwidrige Transparenzlücke, die durch eine analoge Anwendung dieses Zurechnungstatbestandes geschlossen werden müsste. Im Gegenteil würde eine darauf gegründete Mitteilung durch den Treuhänder dem Markt eine Stimmrechtsmacht signalisieren, die dieser gar nicht hat, und die Abbildung der wahren Machtverhältnisse in der Gesellschaft sogar erheblich verfälschen<sup>52</sup>. Zwar ist dem OLG München, das sich mit seiner Entscheidung noch innerhalb der Grenzen einer „weiten Auslegung“ wählte<sup>53</sup>, darin zuzustimmen, dass § 22 WpHG auch als Umgehungsschutz gedacht ist<sup>54</sup>. Das entbindet den Rechtsanwender aber nicht davon, die Reichweite der Zurechnungstatbestände im Einzelfall sorgfältig auszumessen<sup>55</sup>.

Vom Ziel eines „hohen Maßes an Transparenz“ hatte sich auch schon das LG Köln in seinem berühmt-berüchtigten Urteil vom 5. Oktober 2007 in der Sache STRABAG AG leiten lassen. Darin hatte das Gericht die weder mit dem Wortlaut noch dem Zweck des § 21 Abs. 1 WpHG zu vereinbarende These aufgestellt, dass auch die bloße Umfirmierung eines Paketaktionärs eine Mitteilungspflicht nach dieser Vorschrift auslöst<sup>56</sup>.

Ein Lehrstück für die unter Umständen weitreichenden Folgen methodisch fragwürdiger Auslegungsmaximen ist schließlich auch das aufsehenerregende Urteil des OLG Köln vom 6. Juni 2012, in dem das Gericht den Standpunkt eingenommen hat, dass neben dem Eigentümer auch ein in das Aktienregister eingetragener Legitimationsaktionär einer Mitteilungspflicht aus § 21 Abs. 1 WpHG unterliegt, sofern er nach außen unbeschränkt zur Stimmrechtsausübung berechtigt ist<sup>57</sup>. Zwar wäre es übertrieben, auch dieses Urteil in die

52 FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 936; a. A. MAYRHOFER/PIRNER, DB 2009, 2312, 2313.

53 Vgl. OLG München, NZG 2009, 1386, 1388: „Auf die Frage, ob ansonsten für die aufsichtsrechtliche Vorschrift eine analoge Anwendung in Betracht zu ziehen wäre, kommt es daher hier nicht mehr an.“

54 Vgl. OLG München, NZG 2009, 1386, 1388.

55 FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 935.

56 LG Köln, AG 2008, 336. Die Entscheidung ist im Schrifttum auf einhellige Ablehnung gestoßen, siehe statt vieler MERKNER, AG 2012, 199, 201; SEGNA, AG 2008, 311, 312 ff; VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 91; abl. auch OLG Düsseldorf, AG 2010, 711, 712.

57 OLG Köln, NZG 2012, 946.

Kategorie der „Ausreißer“-Entscheidungen<sup>58</sup> einzuordnen, die einer genaueren Nachprüfung selbst bei weitherzigster Gesetzesinterpretation nicht standhalten und auch in der Verwaltungspraxis der BaFin oder im Schrifttum keinerlei Rückhalt finden<sup>59</sup>. Anstatt aus dem angeblichen „Ziel eines möglichst hohen Transparenzniveaus“ voreilige Schlüsse zu ziehen, hätte das OLG jedoch eingehend prüfen müssen, ob das WpHG in § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 eine abschließende Regelung für die Mitteilungspflichten von Legitimationsaktionären enthält.

Das ist mit der ganz h. M. zu bejahen<sup>60</sup>. Nach dem klaren Wortlaut der Bestimmung trifft einen zur Stimmrechtsausübung Bevollmächtigten eine Mitteilungspflicht nur dann, wenn er die Stimmrechte aus den ihm anvertrauten Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann. Daraus ergibt sich *e contrario*, dass eine Mitteilungspflicht nicht besteht, wenn der Bevollmächtigte hinsichtlich der Stimmrechtsausübung den Weisungen des Aktionärs unterworfen ist. Das AktG sieht nun aber vor, dass Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, die als Legitimationsaktionäre im Aktienregister eingetragen sind, das Stimmrecht aus den ihnen anvertrauten Aktien nur aufgrund einer Ermächtigung des Eigentümers ausüben dürfen<sup>61</sup>. Insofern geht es davon aus, dass auch in dem Fall, in dem der Aktionär keine ausdrücklichen Weisungen erteilt hat, keine Stimmrechtsausübung nach eigenem Ermessen des Instituts, sondern eine Stimmrechtsausübung nach Weisung des Aktionärs vorliegt, der sich durch sein Schweigen die Vorschläge des Instituts zu eigen gemacht hat<sup>62</sup>. Wenn aber eine Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG mangels Ermessens des Legitimationsaktionärs ausscheidet, so darf diese gesetzgeberische Entscheidung nicht dadurch konterkariert werden, dass man dessen Mitteilungspflicht kurzerhand auf den Grundtatbestand des § 21 Abs. 1 WpHG stützt<sup>63</sup>. Ent-

58 So zum Urteil des OLG München FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 937.

59 Das Urteil des OLG verteidigend BAYER/SCHOLZ, NZG 2013, 721, 725 ff; für eine Mitteilungspflicht von Legitimationsaktionären ferner BAYER, Münchener Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2008, § 67 Rdn. 57 f; GRIGOLEIT/RACHLITZ, in: Grigoleit, AktG, 2013, § 67 Rdn. 23; DIEKMANN, BB 1999, 1985, 1987.

60 Das Urteil des OLG Köln denn auch ablehnend CAHN, AG 2013, 459, 460 ff; NARTOWSKA, NZG 2013, 124 ff; PAUL, GWR 2012, 346; RICHTER, WM 2013, 2296 ff und 2337 ff; WIDDER/KOCHER, ZIP 2012, 2092 ff; gegen eine Mitteilungspflicht des Legitimationsaktionärs aus Art. 21 Abs. 1 WpHG auch DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 77; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 22 WpHG Rdn. 134.

61 § 135 Abs. 6 und 10 i. V. m. § 125 Abs. 5 AktG.

62 Siehe § 135 Abs. 6 Satz 2, Abs. 2 Satz 2 AktG sowie Begr. RegE NaStraG, BT-Drs. 14/4051, S. 16.

63 Für eine ausführliche Begründung CAHN, AG 2013, 459, 460 f. Siehe auch die Begr. RegE NaStraG, BT-Drs. 14/4051, S. 16: „Wegen der Bindung des § 135 Abs. 7 AktG (heute § 135 Abs. 6 AktG, Verf.) löst die Eintragung als Legitimationsaktionär grundsätzlich keine Meldepflicht nach den §§ 21 ff WpHG aus. Die Sachlage entspricht der des Auftragsstimmrechts bei Inhaberaktien, bei denen gemäß § 22 Abs. 1 Nr. 7 WpHG

gegen der Einschätzung des OLG Köln ist eine Mitteilungspflicht von Legitimationsaktionären auch nicht notwendig, um den Anlegern ein zutreffendes Bild von den wahren Machtverhältnissen in der Gesellschaft zu verschaffen. Sie ist im Gegenteil eher dazu geeignet, die wahren Machtverhältnisse zu verschleiern<sup>64</sup>. Vor allem unter ausländischen Finanzinstituten und den hinter ihnen stehenden Anteilseignern hat das Urteil des OLG Köln für erhebliche Verunsicherung gesorgt. Es ist vermutlich einer der Gründe dafür, weshalb die Präsenz auf den Hauptversammlungen der großen deutschen Aktiengesellschaften im Jahr 2013 deutlich zurückgegangen ist, bei der Deutschen Börse etwa von 59 auf knapp 29 Prozent<sup>65</sup>.

#### *IV. Einwände gegen eine gespaltene Rechtsanwendung*

Auf der Grundlage dieser methodischen Vorüberlegungen kann nun einer Reihe von grundsätzlichen Einwänden gegen eine gespaltene Rechtsanwendung nachgegangen werden.

##### *1. Analogieverbot*

Wie in der Einleitung erwähnt, steht nach Auffassung des BGH bereits das aus Art. 103 Abs. 2 GG und § 3 OWiG folgende Analogieverbot einer gespaltenen Anwendung der §§ 21 ff WpHG entgegen<sup>66</sup>. Dieser Standpunkt wird auch von einem Teil des Schrifttums vertreten, in dem gelegentlich sogar behauptet wird, die gesetzlichen Meldepflichten hätten deshalb denselben Anforderungen wie der Ordnungswidrigkeitstatbestand des § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. e) WpHG zu genügen, weil sie diesen Tatbestand „konkretisieren“<sup>67</sup>. Aber damit wird unterstellt, was zu begründen wäre, dass nämlich der Gesetzgeber, wenn er ein bestimmtes Ge- oder Verbot mit einer straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlichen Sanktion verknüpft, die damit verbundenen Restriktionen auch auf den aufsichts- und den zivilrechtlichen Bereich erstreckt wissen will. Das wird man so pauschal nicht annehmen können. Durch die Straf- oder Bußgeldbewehrung bringt der Gesetzgeber zum Ausdruck, dass er der Durchsetzung der betreffenden Regelung einen besonders hohen Stellenwert einräumt. Dieses Anliegen würde konterkariert, würde man dem Rechtsanwen-

(heute § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG, Verf.) ebenfalls keine Zurechnung erfolgt, da die Stimmrechte nicht nach eigenem Ermessen ausgeübt werden können. Beide Fälle sollten gleich behandelt werden.“

64 CAHN, AG 2013, 459, 461 f.

65 FAZ v. 29. Mai 2013, S. 21; CAHN, AG 2013, 459, 460.

66 Siehe die N. in Fn. 4 und 5.

67 BRELLOCHS, ZIP 2011, 2225, 2227.

der auch im außerstrafrechtlichen Bereich die Möglichkeit beschneiden, das vollständige methodische Instrumentarium zu gebrauchen, um einen im Gesetz nur unzureichend zum Ausdruck gebrachten Regelungsplan des Gesetzgebers zur vollständigen Umsetzung zu verhelfen<sup>68</sup>. Dabei ist auch zu bedenken, dass es dem Gesetzgeber freisteht, durch eine unmissverständliche Fassung des Gesetzes oder einen eindeutigen Hinweis in den Materialien einer gespaltenen Anwendung einen Riegel vorzuschieben<sup>69</sup>.

Eine so umfassende Geltung des Analogieverbots, wie sie der BGH für zwingend hält, wird auch vom BVerfG nicht gefordert<sup>70</sup>. In einem das Bankaufsichtsrecht betreffenden Kammerbeschluss aus dem Jahr 2006 hat es die Rechtsauffassung des BVerwG gebilligt, wonach Art. 103 Abs. 2 GG der analogen Anwendung strafbewehrter verwaltungsrechtlicher Vorschriften nicht entgegensteht, soweit es nicht um die strafrechtliche Sanktion, sondern den Erlass verwaltungsrechtlicher Präventivmaßnahmen wie einer aufsichtsbehördlichen Untersagungsverfügung geht. In dem der Verfassungsbeschwerde zugrundeliegenden Fall ging es um die Reichweite der Genehmigungspflicht für die Finanzportfolioverwaltung (Vermögensverwaltung) gemäß § 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 3 KWG. Der Beschwerdeführer war Gesellschafter und Geschäftsführer einer GbR, deren Zweck in der gemeinsamen privaten Kapitalanlage in Devisen-, Aktien-(Index-), Zins- und Terminmärkten bestand. Das damalige Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen hatte gegen ihn im August 2001 eine Untersagungsverfügung gemäß § 37 KWG erlassen mit der Begründung, er übe das Vermögensverwaltungsgeschäft aus, ohne über die nach § 32 Abs. 1 Satz 1 KWG erforderliche Erlaubnis zu verfügen. Das Tatbestandsmerkmal „für andere“ sei gegeben, da die GbR keine juristische Person sei und die Vermögensverwaltungstätigkeit des Beschwerdeführers daher für die Gesellschafter der GbR erbracht werde. Das BVerwG hatte gegen diese – schon damals zweifelhafte – Interpretation von § 1 Abs. 1 a Satz 2 Nr. 3 KWG keine Einwände<sup>71</sup>. Selbst wenn sie bereits die Grenze zur Analogie erreichen würde, wäre dies ohne entscheidungserhebliche Bedeutung. Ein vorrangiges Ziel des KWG sei der Schutz der Anleger durch wirkungsvolle Präventivmaßnahmen. Ob diese durch repressive Maßnahmen, namentlich durch Strafverfolgung, ergänzt und verstärkt werden können, sei von sekun-

68 CAHN, ZHR 162 (1998), 1, 10; MAYER/SCHÜRNBRAND, JZ 2004, 545, 549; SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1214 f; VERSE, NZG 2009, 1331, 1334; grundsätzlich a. A. K. SCHMIDT, FS Rebmann, 1989, S. 419, 437, der annimmt, dass der Wille des Gesetzgebers einer gespaltenen Auslegung regelmäßig entgegensteht.

69 WILKE, aaO (Fn. 7), S. 320.

70 Darauf wurde, soweit ersichtlich, erstmals hingewiesen von HAMMEN, Der Konzern 2009, 18, 20 f.

71 Zu Recht kritisch schon damals FREY, BKR 2005, 200, 201 f; aus heutiger Sicht SCHÄFER, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 4. Aufl., 2012, § 1 Rdn. 131.



därer Bedeutung<sup>72</sup>. Auch das daraufhin angerufene BVerfG hat einen Verstoß gegen das verfassungsrechtliche Analogieverbot verneint. Ein verwaltungsrechtlicher Erlaubnistatbestand, der von einer Strafvorschrift (hier: § 54 Abs. 1 Nr. 2 KWG) in Bezug genommen werde, unterliege nicht generell den Beschränkungen des Art. 103 Abs. 2 GG, sondern nur, soweit er zur Ausfüllung der strafrechtlichen Blankettnorm herangezogen und damit selbst zum Teil der Strafrechtsnorm werde<sup>73</sup>. Damit bleibt festzuhalten, dass aus Sicht des BVerfG eine gespaltene Rechtsanwendung keinen grundsätzlichen verfassungsrechtlichen Bedenken begegnet und nicht einmal in bezug auf den Erlass belastender Verwaltungsakte ein aus der Verfassung herzuleitendes Analogieverbot besteht.

Auch im öffentlich-rechtlichen Schrifttum ist mittlerweile weitgehend anerkannt, dass das Instrument der Analogie grundsätzlich auch im Verwaltungsrecht zur Verfügung steht<sup>74</sup>. Ein Analogieverbot soll sich insbesondere nicht aus dem Vorbehalt des Gesetzes ergeben, der vom BVerfG aus Art. 20 Abs. 3 GG abgeleitet wird und ein Verwaltungshandeln ohne gesetzliche Ermächtigung verbietet. Für diese Auffassung spricht in der Tat, dass ein methodengerechter Analogieschluss nicht mehr darstellt als die Vollendung eines unvollkommen umgesetzten Regelungsplans des Gesetzgebers, so dass eine ausreichende Bindung an das Gesetz gegeben ist<sup>75</sup>. Selbst im Steuerrecht gewinnt die Überzeugung immer mehr an Boden, dass eine steuerschärfende Analogie nicht *per se* unzulässig ist<sup>76</sup>. Es gibt keinen überzeugenden Grund, im Kapitalmarktrecht strengere Maßstäbe anzulegen. Auch für dieses Rechtsgebiet ist daher davon auszugehen, dass es ein umfassendes Analogieverbot in dem vom BGH behaupteten Sinne nicht gibt.

72 BVerwGE 122, 29 = NZG 2005, 265, 270; zuvor schon BVerwG, NJW 1998, 2690, 2692.

73 BVerfG, NZG 2006, 499, 500.

74 SACHS, GG, 6. Aufl., 2011, Art. 20 Rdn. 121; DERS., in: Stelkens/Bonk/Sachs, VwVfG, 8. Aufl., 2014, § 44 Rdn. 53/54; REIMER, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Assmann/Voßkuhle, Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band I, 2. Aufl., 2012, § 9 Rdn. 29; THORSTEN INGO SCHMIDT, VerwArch 97 (2006), 139, 155 ff; wohl auch SCHMIDT-ASSMANN, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 103 Rdn. 234 (Dezember 1992); monographisch HEMKE, Methodik der Analogiebildung im öffentlichen Recht, 2006. Deziert ablehnend FELIX, Einheit der Rechtsordnung, 1998, S. 389 f. Siehe auch die Darstellung des Diskussionsstandes bei WILKE, aaO (Fn. 7), S. 263 ff.

75 SACHS, aaO (Fn. 74), vor Art. 1 GG Rdn. 112 und Art. 20 Rdn. 121; SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1216.

76 Siehe die Darstellung bei ENGLISCH, in: Tipke/Lang, Steuerrecht, 21. Aufl., 2013, § 5 Rdn. 81–83 sowie bei UWE H. SCHNEIDER/ANZINGER, ZIP 2009, 1, 5 f, jeweils m. w. N. auch zur Gegenauffassung; ferner GERSCH, in: Klein, AO, 12. Aufl., 2014, § 4 Rdn. 37/38; PAHLKE, in: Pahlke/Koenig, AO, 2. Aufl., 2009, § 4 Rdn. 117.

## 2. Einheit der Rechtsordnung

Nicht selten wird gegen eine gesplante Rechtsanwendung auch der Einwand vorgebracht, sie sei mit dem Gedanken einer einheitlichen Rechtsordnung nicht zu vereinbaren<sup>77</sup>. Angesprochen ist damit jene Argumentationsfigur, über deren Inhalt und Bedeutung nicht erst seit *Karl Engischs* berühmter Schrift aus dem Jahr 1935<sup>78</sup> diskutiert wird<sup>79</sup>. Was genau die Formel von der Einheit der Rechtsordnung besagt, worin sie ihren Grund hat und welche Folgerungen aus ihr zu ziehen sind – diese Diskussion kann hier nicht vollständig dargestellt, geschweige denn vertieft werden<sup>80</sup>. Es muss der Hinweis genügen, dass sich aus der „verwirrenden Vielfalt der Bedeutungsvarianten“<sup>81</sup> im Laufe der Zeit die Forderung nach Widerspruchsfreiheit der Gesamtrechtsordnung als zentrales Anliegen herauskristallisiert hat<sup>82</sup>. Und insofern wird die Einheit der Rechtsordnung oftmals nicht als bloßes rechtsästhetisches Ideal, sondern als Gebot sowohl an den Gesetzgeber als auch den Rechtsanwender verstanden, Widersprüche innerhalb der Rechtsordnung zu vermeiden<sup>83</sup>. Zu den Widersprüchen, die – in den Worten *Engischs* – „unter allen Umständen aufgelöst werden“ müssen<sup>84</sup>, zählen vor allem sog. Normwidersprüche. Ein Normwiderspruch liegt insbesondere vor, wenn ein und dasselbe Verhalten von der Rechtsordnung zugleich für rechtmäßig und rechtswidrig erklärt wird oder wenn die Rechtsordnung Verhaltensweisen gebietet, die miteinander unvereinbar sind<sup>85</sup>.

Die Kritiker der gesplante Rechtsanwendung heben auf diesen Gesichtspunkt ab, wenn sie auf die Gefahr hinweisen, es könnten sich auf Dauer zwei unterschiedliche, möglicherweise widersprechende Maßstäbe für die ord-

77 DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), Vor §§ 21 bis 30 WpHG Rdn. 25; VON BÜLOW, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 40; DERS./PETERSEN, NZG 2009, 1373, 1376; VEIL/DOLFF, AG 2010, 385, 389.

78 ENGISCH, Die Einheit der Rechtsordnung, 1935.

79 Für eine historische Aufbereitung der Diskussion MANFRED BALDUS, Die Einheit der Rechtsordnung, 1995.

80 Für einen Überblick über den Meinungsstand siehe FELIX, aaO (Fn. 74), S. 5 ff mit zahlreichen N. Siehe ferner die Beiträge zur Hamburger Ringvorlesung „Vielfalt des Rechts – Einheit der Rechtsordnung“, hrsg. von K. SCHMIDT, 1994.

81 BALDUS, aaO (Fn. 79), S. 13.

82 Siehe die Zusammenfassung der Begriffsanalyse bei FELIX, aaO (Fn. 74), S. 142 ff.

83 Siehe etwa BYDLINSKI, Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff, 2. Aufl., 1991, S. 463 ff; CANARIS, Systemdenken und Systembegriff in der Jurisprudenz, 2. Aufl., 1983, S. 14, 16 f, 116 ff; RÜTHERS/FISCHER/BIRK, Rechtstheorie, 7. Aufl., 2013, Rdn. 775; ZIPPELIUS, Recht und Gerechtigkeit in der offenen Gesellschaft, 1994, S. 364, 367 f; ferner KRAMER, Juristische Methodenlehre, 4. Aufl., 2013, S. 88 ff.

84 ENGISCH, aaO (Fn. 78), S. 63.

85 ENGISCH, aaO (Fn. 78), S. 46 ff; DERS., Einführung in das juristische Denken, 9. Aufl., 1997, S. 209 ff.

nungsgemäße Erfüllung der Mitteilungspflicht entwickeln. Dadurch entstehende Rechtsunsicherheiten wären angesichts der erheblichen zivilrechtlichen Folgen fehlerhafter Mitteilungen nach § 28 WpHG nicht hinnehmbar<sup>86</sup>. Es wird sogar befürchtet, die Normadressaten könnten durch eine gespaltene Rechtsanwendung in einen Teufelskreis geraten, bei dem die Rückkehr in die Legalität nicht gelingen könne. Welche Meldung der Betroffene auch abgibt, würden ihm wahlweise die BaFin oder die Zivilgerichte bescheinigen, er habe seine Beteiligung noch immer nicht korrekt gemeldet und unterliege nach wie vor einem Rechtsverlust bzw. handle ordnungswidrig<sup>87</sup>.

Die gespaltene Rechtsanwendung hat aber nicht die Anordnung unterschiedlicher Verhaltenspflichten zur Folge<sup>88</sup>. Sie dehnt bloß eine kapitalmarktrechtliche Verhaltensnorm in einen Bereich aus, in dem das straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionsinstrumentarium wegen des Analogieverbots nicht zum Einsatz gebracht werden darf. Bezogen auf die §§ 21 ff WpHG bedeutet das: Gibt der Meldepflichtige eine Mitteilung ab, die der im Wege der Rechtsfortbildung begründeten Pflicht entspricht, handelt er rechtmäßig und hat keinerlei Sanktionen zu befürchten<sup>89</sup>. Kommt er dieser Pflicht nicht nach, handelt er rechtswidrig und muss mit aufsichtsrechtlichen Maßnahmen und zivilrechtlichen Sanktionen rechnen. Nur die Verhängung eines Bußgelds scheidet aus. Ein Widerspruch innerhalb der Rechtsordnung liegt darin nicht, weil nicht jedes rechtswidrige Verhalten auch bestraft oder mit einer ordnungswidrigkeitenrechtlichen Sanktion belegt werden muss<sup>90</sup>. Das hat auch *Engisch* so gesehen, als er meinte, es bleibe der Rechtsordnung unbenommen, an ein bestimmtes Unrecht nur einzelne mögliche Folgen zu knüpfen, also nur Schadensersatz und keine Strafe oder nur Strafe und keinen Schadensersatz. Wegen der Verschiedenheit der Unrechtsfolgen von Privat- und Strafrechtswidrigkeit zu sprechen, hielt *Engisch* allerdings aus gutem Grund für einen Missgriff. Denn die Rechtswidrigkeit eines Verhaltens ist stets anhand der gesamten Rechtsordnung festzustellen<sup>91</sup>. Die Formulierung *Cabms*, ein und dasselbe Verhalten könne zivilrechtlich verboten sein und zum

86 VON BÜLOW/PETERSEN, NZG 2009, 1373, 1376; VEIL/DOLFF, AG 2010, 385, 389.

87 FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 937.

88 WILKE, aaO (Fn. 7), S. 327 f; SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1215.

89 Insoweit schief allerdings SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1215, wenn er meint, es liege auch aus der Perspektive des § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. e WpHG kein Verstoß gegen § 21 WpHG vor, weil dessen entsprechende Anwendung insoweit als eine zulässige Analogie zu Gunsten des Täters (?) zu qualifizieren sei.

90 Vgl. HECKER, Europäisches Strafrecht, 4. Aufl., 2012, § 10 Rdn. 54 (zur sog. richtlinienbedingten Normspaltung).

91 ENGISCH, aaO (Fn. 78), S. 58; siehe ferner den Hinweis von K. SCHMIDT, FS Rebmann, S. 419, 437, dass bei der gespaltenen Auslegung die Spaltung auf der Sanktionsebene stattfindet und es nicht darum geht, dasselbe Verhalten teils als erlaubt, teils als unerlaubt zu qualifizieren.

Schadensersatz verpflichten, straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlich dagegen mit dem Gesetz in Einklang stehen<sup>92</sup>, ist insofern angreifbar.

Wenn die Befürchtung, es könnten sich auf Dauer zwei unterschiedliche, möglicherweise widersprechende Maßstäbe für die ordnungsgemäße Erfüllung der §§ 21 ff WpHG entwickeln, gleichwohl nicht ganz unberechtigt erscheint, so hat das nichts mit der Frage der gespaltene Rechtsanwendung zu tun, sondern damit, dass nach gegenwärtigem Stand die Gerichte nicht an die Rechtsauffassung der BaFin gebunden sind und eine Bindung auch in umgekehrter Richtung nicht besteht<sup>93</sup>. Der Emittentenleitfaden der BaFin stellt nur eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift dar<sup>94</sup>. Dass die Zivilgerichte immer wieder mit Entscheidungen überraschen, die von der Rechtsauffassung der BaFin abweichen, ist nicht allein auf den Übereifer bei der Interpretation der Mitteilungs- und Zurechnungstatbestände, sondern auch auf das regulatorische Konzept des § 28 WpHG zurückzuführen, das kapitalmarktrechtliche, d. h. der Überwachung durch die BaFin unterliegende Mitteilungspflichten mit einer gesellschaftsrechtlichen, d. h. von den Zivilgerichten zu beurteilenden Sanktion verknüpft<sup>95</sup>.

In welches Dilemma (vermeintlich) Meldepflichtige durch dieses Konzept geraten können, hat *Cahn* unlängst am Beispiel des Urteils des OLG Köln zur Mitteilungspflicht von Legitimationsaktionären<sup>96</sup> dargelegt: Machen sie der BaFin nach § 21 WpHG Mitteilung im Hinblick auf die Aktien, für die sie als Legitimationsaktionäre in das Aktienregister eingetragen sind, wird die BaFin diese Mitteilung zurückweisen, weil nach ihrer Auffassung kein Fall des § 21 WpHG vorliegt. Richten sich die Legitimationsaktionäre nach der Rechtsauffassung der BaFin und geben sie dementsprechend keine Mitteilung ab, müssen sie nach dem Urteil des OLG Köln davon ausgehen, das Stimmrecht aus den ihnen anvertrauten Aktien nicht ausüben zu dürfen, selbst wenn die Aktionäre ihnen Weisungen erteilt haben<sup>97</sup>. Ob die Abgabe einer vorsorglichen Mitteilung einen gangbaren Ausweg aus diesem Dilemma eröffnet, ist nicht gesichert. Die BaFin gestattet sie jedenfalls nicht und empfiehlt, Zweifelsfragen mit ihr abzustimmen<sup>98</sup>. Vor diesem Hintergrund hat der Vorschlag,

92 CAHN, ZHR 162 (1998), 1, 9 f.

93 In gleichem Sinne MÜLBERT, FS Karsten Schmidt, S. 1219, 1225.

94 Allg. Auffassung, siehe etwa MENNICKE, in: Fuchs, WpHG, 2009, Vor §§ 12 bis 14 Rdn. 40; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 28 WpHG Rdn. 69 a; FLEISCHER, DB 2009, 1335, 1337; MERKNER/SUSTMANN, NZG 2005, 729, 730; MÖLLERS, WM 2005, 1393, 1396.

95 Zum Charakter des § 28 WpHG als „Koppelungsvorschrift“ siehe bereits oben unter III. 1.

96 Siehe oben unter III. 2.

97 CAHN, AG 2013, 459.

98 BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl., S. 110 (Stand: 22. Juli 2013). Dazu kritisch BEDKOWSKI, BB 2009, 394, 395 f; FLEISCHER, DB 2009, 1335, 1339.

zumindest *de lege ferenda* eine Art richterliche Berücksichtigungspflicht zu etablieren, also im Sinne eines Konzepts der *persuasive authority* die Gerichte zu verpflichten, sich mit der Verwaltungspraxis der BaFin inhaltlich auseinanderzusetzen<sup>99</sup>, einiges für sich. Wie auch immer aber man der Gefahr divergierender oder gar konträrer Entscheidungen begegnen mag: Als schlagendes Argument gegen eine gespaltene Anwendung der §§ 21 ff WpHG läßt sie sich nicht ins Feld führen.

### 3. Rechtsprechung des EuGH

Des weiteren wird behauptet, der EuGH habe in seiner Entscheidung *Grøngaard und Bang*<sup>100</sup> der gespaltenen Rechtsanwendung eine klare Absage erteilt<sup>101</sup>. In dieser Rechtssache ging es um die Auslegung von Art. 3 lit. a) der Insiderrichtlinie<sup>102</sup>. Danach ist es Insidern i. S. v. Art. 2 der Richtlinie untersagt, eine Insider-Information an einen Dritten weiterzugeben, „soweit dies nicht in einem normalen Rahmen in Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht“. *Grøngaard* und *Bang*, die vor einem dänischen Gericht wegen der unbefugten Weitergabe von Insiderinformationen angeklagt waren, hatten geltend gemacht, eine einschränkende Auslegung dieses Erlaubnistatbestandes laufe dem Grundsatz „nulla poena sine lege“ zuwider. Dem hat Generalanwalt *Maduro* unter Hinweis darauf widersprochen, dass Sanktionen für Verstöße gegen die Richtlinie nicht notwendigerweise Strafcharakter haben müssten. Art. 13 der Richtlinie verpflichte die Mitgliedstaaten lediglich dazu, Sanktionen vorzusehen, die einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Richtlinienvorschriften darstellen. Daher könne die Auslegung des Anwendungsbereichs der Richtlinie nicht von der Art des Verfahrens (Zivil-, Straf- oder Verwaltungsverfahren) abhängen, in dem auf die Auslegung Bezug genommen wird<sup>103</sup>.

Der EuGH hat sich dem angeschlossen und ergänzend darauf hingewiesen, es sei „Aufgabe des vorlegenden Gerichts [. . .], bei der Auslegung des zur Durchführung einer Richtlinie erlassenen nationalen Rechts unter Berücksichtigung

99 HUPKA, Neue Rechtsquellen im Kapitalmarktrecht und ihre Behandlung durch nationale Gerichte, in: Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 2009, S. 291, 313 ff; für eine *persuasive authority* des Emittentenleitfadens schon *de lege lata* BEDKOWSKI, BB 2009, 394, 399 f; FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 937 f.

100 EuGH vom 22. November 2005, Rs. C-384/02, Slg. 2005, I-9939.

101 ASSMANN, aaO (Fn. 6), Einl. Rdn. 73; FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 937; WIDDER/KOCHER, ZIP 2010, 457, 459.

102 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. Nr. L 334 vom 18. November 1989, S. 30.

103 GA MADURO, Schlussanträge vom 25. Mai 2004 – C-C038/02, BeckEuRS 2004, 417853, Tz. 24.

des Wortlauts und des Zwecks dieser Richtlinie für die Einhaltung des Grundsatzes der Rechtssicherheit zu sorgen<sup>104</sup>. Ferner hat er noch einmal unterstrichen, dass „die Verpflichtung des nationalen Gerichts, bei der Auslegung der einschlägigen Bestimmungen seines nationalen Rechts auf den Inhalt einer Richtlinie abzustellen, Grenzen hat, insbesondere wenn eine solche Auslegung dazu führt, auf der Grundlage der Richtlinie und unabhängig von einer zu ihrer Durchführung erlassenen Regelung die strafrechtliche Verantwortlichkeit derjenigen, die gegen ihre Bestimmungen verstoßen, zu begründen oder zu verschärfen“<sup>105</sup>.

Diese Entscheidung ist gewiss als Bekräftigung des Grundsatzes „nulla poena sine lege“ zu werten, der seit langem als allgemeiner Rechtsgrundsatz des Gemeinschaftsrechts anerkannt ist<sup>106</sup>. Indem der EuGH betont, dass die Pflicht der Gerichte zur gemeinschaftsrechtskonformen Auslegung des nationalen Rechts insbesondere dort ihre Grenze hat, wo es um die Begründung oder Verschärfung einer vom nationalen Recht unabhängigen strafrechtlichen Verantwortlichkeit geht, will er sichergestellt wissen, dass die strafrechtliche Verantwortlichkeit des einzelnen stets auf ein nationales Strafgesetz und nicht allein auf eine Richtlinie gestützt wird<sup>107</sup>. Als Plädoyer gegen eine gespaltene Rechtsanwendung ist das Urteil jedoch nicht zu verstehen<sup>108</sup>. Mit der Aussage, die Auslegung des Anwendungsbereichs einer Richtlinie könne nicht davon abhängen, ob sie in einem zivil-, verwaltungs- oder strafrechtlichen Verfahren geltend gemacht wird, zieht der EuGH lediglich die notwendige Konsequenz aus dem Umstand, dass kapitalmarktrechtliche Richtlinien in der Regel kein eigenständiges Rechtsfolgenregime enthalten, sondern sich auf den Auftrag an die Mitgliedstaaten beschränken, Sanktionen vorzusehen, die wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind<sup>109</sup>. Was die richtlinienkonforme Auslegung in außerstrafrechtlichen Zusammenhängen betrifft, beschränkt sich das Urteil auf die Aufforderung an die Gerichte, für die Einhaltung des Grundsatzes der Rechtssicherheit zu sorgen<sup>110</sup>. Damit aber kann es als konkludente Bestätigung des vom EuGH entwickelten Äquivalenzgrundsatzes verstanden werden, demzufolge der nationale Richter, um richtlinienkonforme Ergebnisse zu erreichen, sich desselben methodischen Instrumentariums zu bedienen hat, das ihm auch bei der Entscheidung von Fällen im Rahmen des autonomen nationalen Rechts zur Verfügung steht<sup>111</sup>. Wenn und soweit also dem Richter nach nationalem Recht die teleologische Extension oder analoge

104 EuGH, Slg. 2005, I-9939, Tz. 29.

105 EuGH, Slg. 2005, I-9939, Tz. 30.

106 EuGHE 1996, I-6609 – verb. Rs. C-74/95 und C-129/95 „Telecom Italia“, Tz. 25.

107 Vgl. auch HECKER, aaO (Fn. 90), § 10 Rdn. 61.

108 WILKE, aaO (Fn. 7), S. 353 ff.; SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1216.

109 Siehe heute etwa Art. 28 Abs. 1 Richtlinie 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie II).

110 EuGH, Slg. 2005, I-9939, Tz. 29.

111 Siehe etwa EuGH vom 15. April 2008, Rs. C-268/06 *Impact*, Slg. 2008, I-2483 Tz. 101;

Anwendung einer Norm gestattet ist, ist er auch unionsrechtlich zu einem solchen Vorgehen verpflichtet, um Divergenzen zwischen den Vorgaben einer Richtlinie und dem angeglichenen nationalen Recht zu beseitigen<sup>112</sup>.

### V. Analogiefähigkeit der §§ 21 ff WpHG

Die Diskussion über die gespaltene Rechtsanwendung läuft damit letztlich auf die Frage hinaus, ob und inwieweit die §§ 21 ff WpHG überhaupt einer analogen Anwendung zugänglich sind. Diese Frage ist wegen der jeweils unterschiedlichen Funktion im Recht der Beteiligungstransparenz für jede Norm gesondert zu beantworten. Dabei ist freilich der enge systematische Zusammenhang zu berücksichtigen, in dem die einzelnen Tatbestände als Teile eines einheitlichen Regelungsprogramms stehen<sup>113</sup>.

#### 1. Grundsatz: Abschließender Charakter

Die Analogiefähigkeit von § 21 Abs. 1 WpHG ist klar zu verneinen. Denn diese Norm will nicht allgemein und umfassend Transparenz der Beteiligungsverhältnisse an börsennotierten Gesellschaften schaffen, sondern nur hinsichtlich bedeutender Beteiligungen, und knüpft deshalb ganz bewusst an das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten bestimmter Stimmrechtsquoten an. Diese Quoten sind vom Gesetzgeber festgesetzt worden, weil ihre „Berührung“ etwas über die Verstärkung oder Verminderung von Einfluss in der Gesellschaft besagt. Für eine Ergänzung des § 21 Abs. 1 WpHG um zusätzliche Mitteilungspflichten ist daher kein Raum. Die These des LG Köln, auch die bloße Umfirmierung eines Paketaktionärs sei ein mitteilungspflichtiger Tatbestand, wäre daher selbst dann nicht zu halten gewesen, wenn das Gericht sie auf eine analoge statt auf eine direkte Anwendung von § 21 Abs. 1 WpHG gestützt hätte. Es fehlt an einer planwidrigen Regelungslücke<sup>114</sup>.

Weniger einfach liegen die Dinge bei § 22 WpHG. Wie bereits betont, darf die Funktion dieser Norm als Flankenschutz für § 21 WpHG nicht als Einladung zu einer weiten Auslegung mit dem Ziel einer größtmöglichen Transparenz missverstanden werden<sup>115</sup>. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich, dass man sogar noch einen Schritt weiter gehen und das Zurechnungssystem des § 22

EuGH vom 5. Oktober 2004 – verb. Rs. C-397/01 bis C-403/01 PFEIFFER u. a., Slg. 2004, I-8835 Tz. 115/116.

112 WULF-HENNING ROTH, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 2. Aufl., 2010, § 14 Rdn. 30; SCHÜRNBAND, NZG 2011, 1213, 1216.

113 UWE H. SCHNEIDER, AG 2011, 645, 646.

114 SEGNA, AG 2008, 311, 313 f.

115 Siehe oben unter III. 2.

WpHG grundsätzlich als abschließend verstehen muss<sup>116</sup>. Denn *erstens* hat der Gesetzgeber dem Katalog der Zurechnungstatbestände in § 22 Abs. 1 WpHG nicht das Wörtchen „insbesondere“ vorangestellt. Das ist zwar kein zwingender, aber doch sehr starker Beleg für einen taxativen Charakter, wenn man bedenkt, dass der Gesetzgeber überall dort zu solchen Katalogen zu greifen pflegt, wo – wie auch hier – der Rechtssicherheit ein besonders hoher Stellenwert beigemessen werden muss<sup>117</sup>. *Zweitens* ist eben dieser Aspekt der Rechtssicherheit auch bei den späteren Modifikationen des § 22 WpHG, der nach dem Willen des Gesetzgebers in der gleichen Weise auszulegen ist wie die übernahmerechtliche Parallelnorm des § 30 WpÜG<sup>118</sup>, ein zentrales Motiv gewesen, zuletzt bei der Änderung des § 22 Abs. 2 WpHG durch das Risikobegrenzungs-gesetz vom 12. August 2008. Sie war die Reaktion des Gesetzgebers darauf, dass „der bisherige Tatbestand für die Zurechnung der Stimmrechte Dritter in der Praxis zu zahlreichen Auslegungs- und Nachweisproblemen geführt hat“<sup>119</sup>. Und *drittens* ist daran zu erinnern, dass der Gesetzgeber trotz der Erfahrungen in den Fällen *Schaeffler/Continental* und *Porsche/VW* den kasuistischen Regelungsansatz der §§ 21 f WpHG beibehalten und nicht durch einen prinzipiengeleiteten Regelungsansatz ersetzt hat<sup>120</sup>, der zwar an Mehr an Flexibilität, aber auch ein Mehr an Rechtsunsicherheit mit sich gebracht hätte.

Aus dem abschließenden Charakter der Zurechnungstatbestände folgt auf alle Fälle ein Induktionsverbot: Dem Rechtsanwender ist es untersagt, ihnen im Wege der Gesamtanalogie ein allgemeines Rechtsprinzip zu entnehmen, etwa durch Aufstellung des Satzes: „Wer Stimmrechte beeinflussen kann, muss sich

116 DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 3; BACHMANN, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz im Lichte moderner Finanzinstrumente, in: Fleischer/Kalss/Vogt, Konvergenzen und Divergenzen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2011, S. 207, 221; BAUMS/SAUTER, ZHR 173 (2009), 454, 470; FLEISCHER/SCHMOLKE, ZIP 2008, 1501, 1506; WIDDER/KOCHER, ZIP 2010, 457, 458. Für einen abschließenden Charakter des § 22 WpHG auch der Emittentenleitfaden der BaFin, S. 112 (Stand: 22. Juli 2013); für § 30 WpÜG auch CAHN, Der Kontrollbegriff des WpÜG, in: Mülbner/Kiem/Wittig, 10 Jahre Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 2011, S. 77, 87; a. A. SCHÜRNBAND, NZG 2011, 1213, 1217.

117 Vgl. KRAMER, aaO (Fn. 83), S. 78.

118 Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 53 und 70; bekräftigt in Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drs. 16/7438, S. 11. Dem folgend DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), Vor §§ 21 bis 30 WpHG Rdn. 27; LANGE, ZBB 2004, 22, 24; LIEBSCHER, ZIP 2002, 1005, 1009; WACKERBARTH, ZIP 2005, 1217, 1218 f.; a. A. UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), Vor § 21 WpHG Rdn. 40; VON BÜLOW/BÜCKER, ZGR 2004, 669, 703 f.; CASPER, ZIP 2003, 1469, 1472 f.; FLEISCHER, ZGR 2008, 185, 196 ff.; SEIBT, ZIP 2005, 729, 732 f.

119 Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drs. 16/7438, S. 11; zuvor schon Begr. RegE WpÜG, BT-Drs. 14/7034, S. 53.

120 Zu diesem Vorschlag siehe die N. in Fn. 24.



diese zurechnen lassen<sup>121</sup>. Die überzeugenderen Gründe sprechen des weiteren für die Annahme, dass das enumerative Regelungsmodell des § 22 WpHG auch eine behutsame Ausdehnung *einzelner* Zurechnungstatbestände im Wege der teleologischen Extension oder Gesetzesanalogie verbietet<sup>122</sup>. Zwar ist heute weitgehend anerkannt, dass aus der Ausgestaltung einer Norm nach dem Enumerationsprinzip nicht automatisch auf ein Verbot der Gesetzesanalogie geschlossen werden darf. So enthält der Katalog der Erbunwürdigkeitsgründe in § 2339 BGB nach verbreiteter Auffassung nur ein Induktionsverbot<sup>123</sup>. Gleiches gilt für den Katalog der genehmigungsbedürftigen Geschäfte eines Vormunds in § 1822 BGB, wo die Bestellung eines Nießbrauchs an einem Erwerbsgeschäft oder dessen Verpfändung der Veräußerung nach Nr. 3 gleichgestellt wird<sup>124</sup>.

Die Annahme eines Analogieverbots liegt jedoch umso näher, je größer das Bedürfnis nach Rechtssicherheit ist<sup>125</sup>. Wie bereits erwähnt, hat der Gesetzgeber für den Bereich der kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten im Zuge der letzten Änderungen zu erkennen gegeben, dass er diesem Bedürfnis ein besonders hohes Gewicht beimisst. Wenn er sich in der Vergangenheit mehrmals um eine Klarstellung der Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG bemüht hat, um den „zahlreichen Auslegungs- und Nachweisproblemen“ in der Praxis abzuhelpfen<sup>126</sup>, so ist dies eine klare und eindeutige Entscheidung, die vom Rechtsanwender auch mit Rücksicht auf die scharfe Sanktion des § 28 WpHG nicht durch eine analoge Anwendung dieser Tatbestände konterkariert werden darf<sup>127</sup>. Wenn mitunter gesagt wird, § 22 WpHG sei „mehr als Loch als Käse“, so ist das folglich nicht als Aufforderung zur Rechtsfortbildung zu verstehen, sondern als Zuspitzung des Befundes, dass der Gesetz-

121 BACHMANN, aaO (Fn. 116), S. 221 f. Zu Induktionsverboten allgemein CANARIS, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, 2. Aufl., 1983, S. 180 ff, insb. S. 184.

122 Insoweit a. A. BACHMANN, aaO (Fn. 116), S. 222; SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1217.

123 Für eine grundsätzliche Analogiefähigkeit der einzelnen Tatbestände HELMS, Münchener Komm. z. BGB, 6. Aufl., 2013, § 2339 Rdn. 7; CANARIS, aaO (Fn. 121), S. 186 f; siehe ferner BGH, NJW 1968, 2051, 2052, wo der BGH für den Fall der Tötung des Vorerben durch den Nacherben von einer Lücke in § 2339 Abs. 1 Nr. 1 BGB ausgeht, die durch eine analoge Anwendung von § 162 Abs. 2 BGB geschlossen werden müsse.

124 DIEDERICHSEN, in: Palandt, BGB, 73. Aufl., 2014, § 1822 Rdn. 7; CANARIS, aaO (Fn. 121), S. 184 f; a. A. WAGENITZ, Münchener Komm. z. BGB, 6. Aufl., 2012, § 1822 Rdn. 18.

125 Vgl. CANARIS, aaO (Fn. 121), S. 184.

126 Siehe nochmals Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BT-Drs. 16/7438, S. 11.

127 Ausdrücklich anders HIRTE, aaO (Fn. 7), § 21 WpHG Rdn. 7, nach dessen Ansicht der Aspekt der Rechtssicherheit nicht bei dem Umfang der Mitteilungspflichten von Bedeutung ist, sondern erst bei der Frage, ob deren Verletzung sanktioniert werden kann (Fehlen von Verschulden).

geber bei dieser Vorschrift Transparenzlücken bewusst in Kauf genommen hat<sup>128</sup>.

Was sodann den Tatbestand des § 25 WpHG betrifft, wurde schon in der Diskussion über den Fall *Schaeffler/Continental* darauf hingewiesen, dass er angesichts seines engen, auf einseitige Zugriffsrechte beschränkten Anwendungsbereichs als abschließend zu verstehen ist<sup>129</sup>. Das gilt erst recht, seitdem der Gesetzgeber ihm den generalklauselartigen Auffangtatbestand des § 25 a WpHG an die Seite gestellt hat. Für diesen wiederum ist festzustellen, dass er vom Rechtsanwender prinzipiell auszuschöpfen ist und dass der Katalog von Regelbeispielen nicht in einen abschließend zu verstehenden Enumerativkatalog umgedeutet werden darf<sup>130</sup>. Auf der anderen Seite wird man respektieren müssen, dass selbst § 25 a WpHG nicht auf konkrete Tatbestandsmerkmale verzichtet. So muss sich die Möglichkeit zum Erwerb auf „bereits ausgegebene Aktien“ beziehen. Der Beteiligungsaufbau auf der Grundlage von Wandel- und Optionsrechten, die sich auf neue Aktien insbesondere aus bedingtem Kapital beziehen, wird daher auch von diesem Tatbestand nicht erfasst. Gleiches gilt für sog. Loan-to-own-Strategien aktiver Fremdkapital-Investoren im Zusammenhang mit der Restrukturierung von Unternehmen, bei denen der Einstieg in das Fremdkapital mit dem Ziel erfolgt, die günstig erworbenen Forderungen in noch zu schaffende Gesellschaftsanteile umzuwandeln (Debt-Equity-Swap)<sup>131</sup>. Dass solche Gestaltungen nicht unter § 25 a WpHG fallen, mag man rechtspolitisch kritisieren, darf aber nicht durch einen Analogieschluss korrigiert werden.

## 2. Ausnahme: Richtlinienkonforme Rechtsfortbildung

### a) Grundsätzliches

Von dem somit bestehenden Analogieverbot – das, wie zu unterstreichen ist, mit Art. 103 Abs. 2 GG nichts zu tun hat – wird man allerdings ggf. eine Ausnahme machen müssen. Sie ergibt sich daraus, dass die §§ 21 ff WpHG zum großen Teil auf europäische Vorgaben zurückgehen, in ihrer ursprünglichen Fassung auf die erste Transparenzrichtlinie von 1988, in ihrer heutigen auf die zweite Transparenzrichtlinie von 2004. Es gilt somit der Grundsatz der richtlinienkonformen Auslegung, zu dem der BGH in seinem *Quelle*-Urteil vom 26. November 2008 zwei für den vorliegenden Zusammenhang wichtige

128 BAUMS/SAUTER, ZHR 173 (2009), 454, 470; FLEISCHER/SCHMOLKE, ZIP 2008, 1501, 1506.

129 TEICHMANN/EPE, WM 2010, 1477, 1479.

130 Vgl. SCHÜNEMANN, JZ 2005, 271, 276.

131 Dazu ausführlich BÜCKER/PETERSEN, ZGR 2013, 802, 810 ff.

Aussagen getroffen hat: erstens, dass dieser Grundsatz sich nicht auf die Auslegung im engeren Sinne beschränkt, sondern das Gebot und die Befugnis einschließt, das nationale Recht, wo dies nötig und möglich ist, richtlinienkonform fortzubilden<sup>132</sup>; zweitens, dass sich eine planwidrige Unvollständigkeit des Gesetzes, die Voraussetzung einer Rechtsfortbildung ist, auch daraus ergeben kann, dass der Gesetzgeber nachweislich eine richtlinienkonforme Umsetzung angestrebt, dieses Ziel aber teilweise verfehlt hat<sup>133</sup>. Wenn und soweit also dem Gesetzgeber die Umsetzung einer Richtlinie missglückt ist, ist dieser Defekt von den Gerichten mithilfe der gebräuchlichen methodischen Instrumente zu beseitigen, auch wenn der nach dem Willen des Gesetzgebers abschließende Charakter der betreffenden Vorschriften dem an sich entgegensteht. Darin liegt kein unzulässiges *contra legem*-Judizieren, sondern im Gegenteil die Durchsetzung des *generellen* Willens des Gesetzgebers, eine richtlinienkonforme Regelung zu schaffen<sup>134</sup>.

In gleicher Weise kann und muss im Rahmen der § 21 ff WpHG verfahren werden<sup>135</sup>. Denn sowohl bei der Einführung dieser Vorschriften durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz als auch bei den Anpassungen durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz ging der Gesetzgeber zweifelsfrei davon aus, die europäischen Vorgaben korrekt umzusetzen. Einer *richtlinienkonformen* Fortbildung der §§ 21 ff WpHG steht der abschließende Charakter der einzelnen Tatbestände also nicht entgegen.

### *b) Auswirkungen des partiellen Wechsels von der Mindest- zur Vollharmonisierung*

Die Pflicht zur richtlinienkonformen Auslegung (im weiteren Sinne) besteht unabhängig davon, ob die in Frage stehende Richtlinie den Mitgliedstaaten nur bestimmte Mindeststandards vorgibt oder dem Konzept der Vollharmonisierung folgt. Sie erhält jedoch eine zusätzliche Brisanz, wenn der europäische Gesetzgeber sich dazu entscheidet, von der bloßen Mindest- zur Vollharmo-

132 BGHZ 179, 27, 34 f (Tz. 21) – Quelle unter Verweis auf das weite Verständnis des Begriffs „Auslegung“ durch den EuGH; siehe dazu auch die Darstellung bei WULF-HENNING ROTH, aaO (Fn. 112), § 14 Rdn. 17-24.

133 BGHZ 179, 27, 36 ff (Tz. 25 und 31) – Quelle.

134 BGHZ 179, 27, 38 f (Tz. 30/31) – Quelle; ebenso LANGENBUCHER, Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 3. Aufl., 2013, § 1 Rdn. 106; WULF-HENNING ROTH, aaO (Fn. 112), § 14 Rdn. 53 b; PFEIFFER, NJW 2009, 412, 413; kritisch HÖPFNER, Voraussetzungen und Grenzen richtlinienkonformer Auslegung und Rechtsfortbildung, in: Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 2009, 2010, S. 73, 102 ff; GSELL, AcP 214 (2014), 99, 137 ff; SCHÜRNBAND, JZ 2007, 910, 916.

135 Vgl. (für § 30 WpÜG) WACKERBARTH, Münchener Komm. z. AktG, 3. Aufl., 2011, § 30 WpÜG Rdn. 31 und für die Vorschriften des WpHG allgemein ASSMANN, aaO (Fn. 6), Einl. WpHG. Rdn. 75.

nisierung *überzugeben*<sup>136</sup>. Denn in diesem Fall wird dem nationalen Gesetzgeber die Möglichkeit, durch Erlass strengerer Regelungen „nach oben“ auszuweichen und eine in jedem Fall richtlinienkonforme Lösung zu schaffen, abgeschnitten<sup>137</sup>. Er muss das nationale Recht, soweit es über die Richtlinie hinausgeht, auf deren Vorgaben zurückschneiden und diese exakt treffen. Das ist *ex ante* aber alles andere als einfach, weil Richtlinien hinsichtlich der Reichweite ihres mindest- bzw. vollharmonisierenden Ansatzes, ihres sachlichen Anwendungsbereichs und des Inhalts der einzelnen Vorschriften oftmals Auslegungsprobleme aufwerfen, die, wenn überhaupt, erst im nachhinein durch den EuGH mit verbindlicher Wirkung geklärt werden. Der nationale Gesetzgeber steht damit vor der schwierigen Aufgabe, die zukünftige Auslegung der Richtlinie durch den EuGH so genau wie möglich zu antizipieren. Das birgt naturgemäß die Gefahr von Fehleinschätzungen, wie sie dem deutschen Gesetzgeber auch schon bei der Umsetzung mindestharmonisierender Richtlinien unterlaufen sind<sup>138</sup>. Für die Normadressaten kann dies ein erhebliches Maß an Rechtsunsicherheit zur Folge haben. Macht sich der nationale Gesetzgeber über die Tragweite der Richtlinie falsche Vorstellungen, laufen sie Gefahr, in einem späteren Verfahren im Wege der richtlinienkonformen Rechtsfortbildung rückwirkend mit der „wirklichen“ Rechtslage (in der Auslegung durch den EuGH) konfrontiert zu werden, mit der sie aufgrund des entgegenstehenden Wortlauts des nationalen Gesetzes nicht gerechnet haben<sup>139</sup>. Diese Gefahr besteht zwar auch bei der Mindestharmonisierung, ist im Fall der Vollharmonisierung aber tendenziell größer<sup>140</sup>.

Dies anzumerken besteht deshalb Anlass, weil das europäische Recht mit den Änderungen der Transparenzrichtlinie II durch die Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013<sup>141</sup> einen teil-

136 Vgl. zum folgenden (für das Verbraucherprivatrecht) RIEHM, Grenzen der Vollharmonisierung – dargestellt am Beispiel des Verbrauchervertragsrechts –, in: Jahrbuch Junger Zivilrechtswissenschaftler 2009, 2010, S. 159, 162 ff.

137 Allgemein zur Abgrenzung zwischen Mindest- und Vollharmonisierung WULF-HENNING ROTH, in: Gsell/Herresthal, Vollharmonisierung im Binnenmarkt, 2009, S. 13, 18 f; speziell für das europäische Kapitalmarktrecht WALLA, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., 2014, § 4 Rdn. 29; MÖLLERS, Vollharmonisierung im Kapitalmarkt, in: Gsell/Herresthal, Vollharmonisierung im Binnenmarkt, 2009, S. 247, 249 f.

138 Siehe RIEHM, aaO (Fn. 136), S. 166 unter Hinweis auf den Fall „Quelle“, der die Frage des Nutzensersatzes bei Nachlieferung im Verbrauchsgüterkaufrecht und insoweit die Auslegung von Art. 3 der Verbrauchsgüterkaufrichtlinie (RL 1999/44 EG) betraf; siehe dazu EuGH vom 17. April 2008, Rs. C-404/06, Slg. 2008, I-2685 und BGHZ 179, 21 ff.

139 RIEHM, aaO (Fn. 136), S. 166 m. w. N.

140 Vgl. RIEHM, aaO (Fn. 136), S. 168.

141 Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen

weisen Wechsel von der Mindest- zur Vollharmonisierung vollzogen hat. Hintergrund ist, dass der von der Transparenzrichtlinie II verfolgte Ansatz der Mindestharmonisierung (vgl. Art. 3 Abs. 1) zu einer starken Rechtszersplitterung innerhalb der Europäischen Union geführt hat. Die meisten Mitgliedstaaten, darunter auch Deutschland, haben von der Möglichkeit des sog. Goldplating in zum Teil beträchtlichem Umfang Gebrauch gemacht. Da die Alleingänge der Mitgliedstaaten nach Einschätzung der Kommission zu Wettbewerbsverzerrungen und unnötigen Kosten für grenzüberschreitend tätige Investoren geführt haben, hatte sie sich in ihrem Vorschlag zur Änderung der Transparenzrichtlinie vom 25. Oktober 2011<sup>142</sup> für eine zumindest partielle Vollharmonisierung der Transparenzvorschriften stark gemacht.

Art. 3 Abs. 1 a Unterabs. 4 der geänderten Transparenzrichtlinie sieht nunmehr als Grundsatz vor, dass ein Mitgliedstaat für Mitteilungspflichtige keine strengeren Anforderungen als die in der Richtlinie festgelegten vorsehen darf. Allerdings enthält die Richtlinie eine Reihe von Ausnahmetatbeständen, die zum Teil erhebliche Auslegungsprobleme aufwerfen. So räumt Art. 3 Abs. 1 a Unterabs. 4 i) den Mitgliedstaaten die Möglichkeit ein, Mitteilungsschwellen festzulegen, „die niedriger als jene gemäß Artikel 9 Absatz 1 sind oder jene ergänzen“<sup>143</sup>. Von dieser Möglichkeit dürfte auch die in der rechtspolitischen Diskussion von manchen geforderte Einführung von Meldeschwellen bei 90% und 95% – also im Bereich jenseits der Meldeschwelle von 75% – umfasst sein, die das deutsche Recht bislang nicht kennt<sup>144</sup>. Das wird freilich mit dem (fragwürdigen) Argument bestritten, in Art. 3 Abs. 1 a Unterabs. 4 i) sei nur von niedrigen und ergänzenden Mitteilungsschwellen die Rede, nicht aber von höheren<sup>145</sup>.

über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294 vom 6. November 2013, S. 13. Die Änderungen sind binnen 24 Monaten nach ihrem Inkrafttreten, d. h. bis zum 26. November 2015 umzusetzen (vgl. Art. 4 Abs. 1 und Art. 6 Änderungsrichtlinie). Für einen Überblick PARMENTIER, AG 2014, 15 ff; SEIBT/WOLLENSCHLÄGER, ZIP 1014, 545 ff.

142 KOM(2011) 683 endg. Eingehende Würdigung des Kommissionsvorschlags bei SEIBT/WOLLENSCHLÄGER, AG 2012, 305 ff; VEIL, WM 2012, 53 ff. Zur vorherigen Diskussion über die Notwendigkeit einer Vollharmonisierung im Bereich der Beteiligungstransparenz FLEISCHER/SCHMOLKE, NZG 2010, 1241 ff.

143 Erwägungsgrund (12) der Richtlinie rechtfertigt diese Ausnahme mit den „im Bereich der Eigentumskonzentration in der Union bestehenden Unterschieden und den gesellschaftsrechtlichen Unterschieden in der Union, die dazu führen, dass bei einigen Emittenten die Gesamtzahl der Aktien von der Gesamtzahl der Stimmrechte abweicht“.

144 PARMENTIER, AG 2014, 15, 17; zur rechtspolitischen Sicht VEIL, ZHR 177 (2013), 427, 438 f.

145 SEIBT/WOLLENSCHLÄGER, ZIP 2014, 545, 548.

Nicht hinreichend klar ist auch, inwieweit die Richtlinie den Mitgliedstaaten bezüglich der Stimmrechtszurechnung noch Raum für Sonderwege läßt. Art. 10 Transparenzrichtlinie II als *sedes materiae* ist im Zuge der Revision nicht geändert worden. Wegen des grundsätzlichen Wechsels zur Vollharmonisierung könnte man gleichwohl der Annahme zuneigen, dass die Mitgliedstaaten überschießende Umsetzungen dieser Vorschrift auf das von ihr vorgegebene Maß zurückschneiden müssen. Davon betroffen wäre auch Deutschland, das in § 22 Abs. 2 WpHG über Art. 10 lit. a) Transparenzrichtlinie II hinausgegangen ist. Gemäß Art. 3 Abs. 1 a Unterabs. 4 iii) sollen allerdings die Mitgliedstaaten auch weiterhin alle Rechts- oder Verwaltungsvorschriften anwenden dürfen, die im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten, Zusammenschlüssen und anderen Transaktionen stehen, die die Eigentumsverhältnisse oder die Kontrolle von Unternehmen betreffen, und deren Einhaltung durch die nach der Übernahmerichtlinie<sup>146</sup> benannte Aufsichtsbehörde beaufsichtigt wird. Mit diesem Ausnahmetatbestand – einem im sog. Trilog-Verfahren zwischen dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission im Mai 2013 erzielten Kompromiss – sollten nach einhelliger Lesart vor allem die nationalen Vorschriften zum *Acting in concert* gerettet werden<sup>147</sup>. Damit können sowohl § 30 Abs. 2 WpÜG als auch § 22 Abs. 2 WpHG unverändert beibehalten werden. Aus dem ohne Kenntnis seines Hintergrundes kaum verständlichen Wortlaut von Art. 3 Abs. 1 a Unterabs. 4 iii) der geänderten Transparenzrichtlinie geht dies freilich nicht unmittelbar hervor.

Nicht von selbst beantwortet sich schließlich auch die Frage, inwieweit § 25 a WpHG an Art. 13 Abs. 1 b) der revidierten Transparenzrichtlinie angepasst werden muss, mit dem das europäische Melderegime auf Finanzinstrumente ausgedehnt worden ist, die eine dem Halten von Aktien oder Erwerbsrechten vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben<sup>148</sup>. In Anbetracht dieser Unklarheiten ist nicht auszuschließen, dass die *richtlinienkonforme* Fortbildung der §§ 21 ff WpHG zwecks genauer Anpassung dieser Vorschriften an die Richtlinienvorgaben in Zukunft eine größere Rolle spielen wird als bisher<sup>149</sup>.

146 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. L 142 vom 30. April 2004, S. 12.

147 So die Formulierung von VEIL, ZHR 177 (2013), 427, 434; siehe ferner VON BÜLOW, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 17; SEIBT/WOLLENSCHLÄGER, ZIP 2014, 545, 549; PARMENTIER, AG 2014, 15, 18 f.

148 Anpassungsbedarf sehen SEIBT/WOLLENSCHLÄGER, ZIP 2014, 545, 549 ff; siehe auch DIES., AG 2012, 305, 311 f (zu Art. 13 Abs. 1 lit. b) des Kommissionsvorschlags).

149 Siehe VEIL, aaO (Fn. 6), Anh. § 22 AktG: Vor §§ 21 ff WpHG Rdn. 9, der die bislang fehlende praktische Bedeutung der richtlinienkonformen Auslegung denn auch auf das Konzept der Mindestharmonisierung zurückführt. Zu den im Schrifttum diskutierten Fallgruppen einer gespaltenen Rechtsanwendung siehe unter VII.

### VI. Eingreifen von § 28 WpHG

Wer eine gespaltene Rechtsanwendung – und sei es nur in dem engen Rahmen der richtlinienkonformen Rechtsfortbildung – für zulässig hält, gelangt zu der Frage, ob und inwieweit bei Verstößen gegen Mitteilungspflichten, die auf einer gespaltenen Anwendung der §§ 21 ff WpHG beruhen, die Sanktion des Rechtsverlusts nach § 28 WpHG eingreift<sup>150</sup>. Sollte diese Frage zu verneinen sein, wäre dies unter dem Aspekt einer effektiven Durchsetzung der Mitteilungspflichten ein nicht unerhebliches Manko. Denn in der heutigen Praxis geht von dieser Sanktion der größte Anreiz zur Befolgung der Mitteilungspflichten aus. Das liegt zum einen daran, dass der Rechtsverlust kraft Gesetzes eintritt und lediglich einen fahrlässigen Pflichtenverstoß voraussetzt<sup>151</sup>. Zum anderen ist es für professionelle Anfechtungskläger ein Leichtes zu behaupten, ein Aktionär habe seine Mitteilungspflichten verletzt und sei deshalb vom Stimmrecht in der Hauptversammlung ausgeschlossen gewesen. Ein Aktionär mit bedeutendem Anteilsbesitz hat daher allen Anlass, auf die genaue Einhaltung dieser Pflichten zu achten<sup>152</sup>. Die Möglichkeit der BaFin, gegen einen pflichtvergessenen Investor aufsichtsrechtliche Maßnahmen zu ergreifen<sup>153</sup> und ein Bußgeld zu verhängen<sup>154</sup>, bleibt dagegen in ihrer präventiven Wirkung hinter § 28 WpHG zurück. Und die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen durch einzelne Anleger auf der Grundlage von § 823 Abs. 2 BGB hat als Instrument der Rechtsdurchsetzung bislang überhaupt keine Rolle gespielt. Abgesehen davon, dass die Schutzgesetzzeigenschaft der §§ 21 ff WpHG zweifelhaft<sup>155</sup>, jedenfalls noch nicht höchstrichterlich abgesichert

150 Zu der davon zu unterscheidenden Frage, ob § 28 WpHG analog anzuwenden ist, wenn von einem Aktionär eine Stimmrechtsmitteilung abgegeben wird, obwohl eine Mitteilungspflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG tatsächlich nicht besteht, siehe TAUTGES, BB 2010, 1291 ff am Beispiel des Falles „MAN/Invesco“.

151 So die heute ganz h. M., siehe etwa DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 28 WpHG Rdn. 16; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 28 WpHG Rdn. 20; MÜLBERT, FS Karsten Schmidt, S. 1219, 1230 f; SEGNA, AG 2008, 311, 314 f.

152 Siehe VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 87 sowie ZHR 177 (2013), 427, 443, der von einer „enormen präventiven Wirkung“ des § 28 WpHG spricht.

153 Auf der Grundlage von § 4 Abs. 2 Satz 1 WpHG kann die BaFin anordnen, dass ein Meldepflichtiger eine Mitteilung abzugeben oder zu unterlassen oder eine Korrekturmitteilung abzugeben hat. § 4 Abs. 6 WpHG räumt ihr überdies die Ermächtigung ein, im Fall eines Verstoßes gegen die §§ 21 ff WpHG die Mitteilung auf Kosten des Pflichtigen selbst vorzunehmen.

154 Im Jahr 2012 hat die BaFin 347 Verfahren wegen Verstößen gegen die §§ 21 ff WpHG eröffnet. Anfang 2012 waren 503, am Ende dieses Jahres 504 Verfahren anhängig. In 186 Fällen wurden Geldbußen verhängt, wobei die höchste Buße 230.000 Euro betrug; BaFin, Jahresbericht 2012, S. 208 (Tabelle 34). Der guten Ordnung halber sei noch einmal betont, dass die Verhängung eines Bußgelds im Bereich der gespaltenen Auslegung ohnehin ausgeschlossen ist.

155 Gegen die Einordnung der §§ 21 ff WpHG als Schutzgesetz i. S. v. § 823 Abs. 2 BGB

ist<sup>156</sup>, würde eine deliktische Haftung von Investoren gegenüber Anlegern wegen Verletzung von Mitteilungspflichten eine Reihe von Problemen aufwerfen, über die bislang erst in Ansätzen diskutiert worden ist<sup>157</sup>.

Nach geltendem Recht sprechen keine durchgreifenden Bedenken dagegen, die Sanktion des § 28 WpHG auch im Fall der gespaltene Rechtsanwendung eingreifen zu lassen<sup>158</sup>. Zwar ist der von dieser Vorschrift angeordnete Rechtsverlust als strafähnliche Sanktion i. S. d. Rechtsprechung des BVerfG einzuordnen, da er nicht nur der Prävention dient, sondern auch auf Vergeltung für ein rechtlich missbilligtes Verhalten abzielt<sup>159</sup>. Das zeigt sich deutlich an § 28 Satz 3 WpHG, der eine Verlängerung des Rechtsverlusts um sechs Monate anordnet für den Fall, dass dem Meldepflichtigen ein vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Pflichtverstoß zur Last fällt. Allerdings unterstehen strafähnliche zivilrechtliche Sanktionen nicht dem aus Art. 103 Abs. 2 GG folgenden Analogieverbot<sup>160</sup>. Bei ihnen hat es mit dem aus dem Rechtsstaatsprinzip i. V. m. Art. 2 Abs. 1 GG abzuleitenden Grundsatz sein Bewenden, dass Strafe Schuld voraussetzt<sup>161</sup>. Dieser Vorgabe genügt die h. M. aber längst, indem sie in § 28 WpHG ein Verschuldenserfordernis hineinliest<sup>162</sup>. Dieses Erfordernis kann gerade in Fällen der Rechtsfortbildung als Korrektiv dienen, da es Raum für die Berufung auf einen unvermeidbaren Verbotsirrtum läßt<sup>163</sup>. So wird man einem Meldepflichtigen die Suche nach Gesetzeslücken nicht vorwerfen können, wenn er aufgrund einer eindeutigen Rechtsauskunft annehmen durfte, im erlaubten Bereich zu handeln. Anders liegt es bei einem zur Absicherung einer Umgehungsstrategie bestellten Gefälligkeitsgutachten, durch das dem Meldepflichtigen lediglich ein „Peterschein“ für sein geplantes Handeln ausgestellt werden soll<sup>164</sup>.

- DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), Vor §§ 21 bis 30 WpHG Rdn. 22; VEIL, aaO (Fn. 6), Anh. § 22 AktG, § 28 WpHG Rdn. 28; a. A. BAYER, aaO (Fn. 59), Anh. § 22 AktG, § 21 WpHG Rdn. 2; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), Vor § 21 WpHG Rdn. 24.
- 156 Gegen die Schutzgesetzeigenschaft von § 35 Abs. 2 WpÜG jetzt BGH, NZG 2013, 939.
- 157 Dazu VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 89 f, der auf folgende Probleme hinweist: Welche Anforderungen sind an die haftungsbegründende Kausalität zu stellen? Welche Schäden erleidet ein Anleger erleidet, wenn ein Meldepflichtiger keine oder eine unrichtige Meldung abgibt? Welche dieser Schäden sind ersatzfähig?
- 158 Ebenso UWE H. SCHNEIDER/ANZINGER, ZIP 2009, 1, 9; SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1217 f.
- 159 So MÜLBERT, FS Karsten Schmidt, S. 1219, 1231; FLEISCHER/BEDKOWSKI, DStR 2010, 933, 937; VERSE, BKR 2010, 328, 330; WIDDER/KOCHER, ZIP 2010, 457, 459.
- 160 Insoweit weitergehend WIDDER/KOCHER, ZIP 2010, 457, 459.
- 161 BVerfGE 84, 82, 87 = NJW 1991, 3139, 3140; ferner BVerfGE 34, 269, 285 f = NJW 1973, 1221, 1226.
- 162 Siehe die N. in Fn. 151.
- 163 SCHÜRNBRAND, NZG 2011, 1213, 1217.
- 164 Eingehend dazu FLEISCHER, DB 2009, 1335, 1338 f.



Aus den vom EuGH entwickelten Grundsätzen zur richtlinienkonformen Auslegung folgt nichts anderes. Zwar hat das Gericht schon wiederholt ausgesprochen, dass die richtlinienkonforme Auslegung ihre Grenzen in den allgemeinen Rechtsgrundsätzen des Gemeinschaftsrechts findet, zu denen auch der Grundsatz *nulla poena sine lege* zählt. Daraus hat er abgeleitet, dass die Verpflichtung zur richtlinienkonformen Auslegung nicht auch die Begründung oder Verschärfung einer strafrechtlichen Verantwortlichkeit trägt<sup>165</sup>. Um eine strafrechtliche Sanktion im Sinne dieser Rechtsprechung handelt es sich bei § 28 WpHG aber nicht.

Im übrigen muss man sich vor Augen halten, dass die Sanktion des Rechtsverlusts nicht so weit reicht, wie vom Schrifttum mitunter suggeriert wird<sup>166</sup>. Denn zum einen bezieht sie sich nur auf die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und 1 a WpHG, und zum anderen erfasst sie nur Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 oder 2 WpHG zugerechnet werden. Die Regelung des § 28 WpHG ist insoweit abschließend. In den Fällen der Zurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 bis 6 und § 22 Abs. 2 WpHG erstreckt sich der Rechtsverlust somit nicht auf die Aktien des Dritten, aus denen dem Meldepflichtigen Stimmrechte zugerechnet werden<sup>167</sup>. Begrenzungen solcher Art sind auch bei der gespaltenen Rechtsanwendung zu respektieren<sup>168</sup>.

Im Zuge der Umsetzung der Änderungen der Transparenzrichtlinie II wird sich der deutsche Gesetzgeber mit der schon seit längerem diskutierten Frage auseinandersetzen müssen, ob das – im europäischen Vergleich durchaus nicht singuläre<sup>169</sup> – Konzept des § 28 WpHG der Neujustierung bedarf<sup>170</sup>. In ihrer bisherigen Fassung enthielt die Richtlinie bezüglich der von den Mitgliedstaaten vorzusehenden Sanktionen bei Verstößen gegen die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten in Art. 28 nur rudimentäre Vorgaben. Seit ihrer Revision setzt sie auf ein ausgeweitetes und deutlich verschärftes Sanktionssystem, um eine effektive und unionsweit einheitliche Durchsetzung der Mitteilungspflichten zu gewährleisten. Nach Art. 28 b Abs. 2 Satz 1 der geänderten Richtlinie haben die Mitgliedstaaten in ihren Rechts- und Verwaltungsvorschriften die Möglichkeit vorzusehen, die Ausübung der Stimmrechte aus Aktien auszusetzen für den Fall, dass ein Inhaber von Aktien *oder Finanzinstrumenten* seiner Mitteilungspflicht nicht nachkommt. Die Vorschrift geht damit auf der Tatbestandsseite über § 28 WpHG hinaus,

165 Siehe die Ausführungen unter IV. 3 m. Fn. 105.

166 Treffend TAUTGES, BB 2010, 1291, 1295.

167 DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 28 WpHG Rdn. 27.

168 Insoweit zu undifferenziert UWE H. SCHNEIDER/ANZINGER, ZIP 2009, 1, 9.

169 Für eine knappe rechtsvergleichende Umschau SEIBT, ZIP 2012, 797, 798 f.

170 Dazu eingehend MERKNER, AG 2012, 199 ff.; SEIBT, ZIP 2012, 797, 801 ff.; VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 101 ff.

der in seiner gegenwärtigen Fassung Verstöße gegen die §§ 25 und 25 a WpHG nicht erfasst und folglich einer entsprechenden Erweiterung bedarf<sup>171</sup>. Da die geänderte Transparenzrichtlinie sich zur Ausgestaltung der Stimmrechtsaussetzung nicht näher äußert und für den Bereich der Sanktionen – anders als für den Bereich der Transparenzpflichten – lediglich eine Mindestharmonisierung vorschreibt (Art. 28 b Abs. 3), könnte es im übrigen bei § 28 WpHG bleiben, insbesondere beim Rechtsverlust kraft Gesetzes und seiner prinzipiellen Erstreckung auf sämtliche Rechte aus Aktien<sup>172</sup>. Ob sich das rechtspolitisch empfiehlt, steht auf einem anderen Blatt<sup>173</sup>. Ungeachtet dessen sollte der Gesetzgeber bei der anstehenden Umsetzung von Art. 28 b der Richtlinie erwägen, das von der h. M. aufgestellte Verschuldenserfordernis im Gesetz festzuschreiben, ja den Rechtsverlust nur bei Vorsatz und grober Fahrlässigkeit eingreifen zu lassen, wie dies von einem Teil des Schrifttums empfohlen wird<sup>174</sup>. Damit wäre den verfassungsrechtlichen Anforderungen an diese Sanktion auch unter dem Gesichtspunkt der gespaltenen Rechtsanwendung in jedem Fall Genüge getan.

### VII. Mögliche Anwendungsfälle

Wirft man zum Abschluss einen Blick auf die Fallgestaltungen, die im Schrifttum im Zusammenhang mit der gespaltenen Rechtsanwendung diskutiert werden, so gelangt man zunächst zu der wenig überraschenden Feststellung, dass viele von ihnen sich durch die Einführung von § 25 a WpHG erledigt haben. Das gilt nicht zuletzt für die Frage, ob die in den Fällen *Schaeffler/Continental* und *Porsche/VW* eingesetzten Aktienderivate mit Barausgleich über eine analoge Anwendung von § 25 WpHG erfasst werden können. Was die übrigen Fallgestaltungen betrifft, fällt bei näherem Hinsehen auf, dass viele von ihnen kein gutes Beispiel für eine gespaltene Rechtsanwendung abgeben, weil eine Erweiterung der Mitteilungs- und Zurechnungstatbestände im Wege der Rechtsfortbildung bei ihnen eher fern- als naheliegt.

171 PARMENTIER, AG 2014, 15, 23.

172 PARMENTIER, AG 2014, 15, 23; SEIBT/WOLLENSCHLÄGER, ZIP 2014, 545, 554.

173 Was den Vorschlag betrifft, die Sanktion des § 28 WpHG nicht kraft Gesetzes eintreten zu lassen, sondern mit ihrer Verhängung die BaFin zu betrauen (siehe das Plädoyer von SEIBT, ZIP 2012, 797, 801 ff), ist anzumerken, dass die Schweiz vor kurzem zu einer entsprechenden Lösung übergegangen ist; siehe den neuen Art. 34 b BEHG, der mit Wirkung ab 1. Mai 2013 an die Stelle von Art. 20 Abs. 4 BEHG getreten ist (Änderung des BEHG vom 28. September 2012, AS 2013, 1103).

174 Siehe VEIL, ZHR 175 (2011), 83, 105. Wie sich aus Art. 28 b Abs. 2 Satz 2 ergibt, ließe die Richtlinie dafür ohne weiteres Raum.

### 1. Standstill-Vereinbarungen

So wird etwa darüber gestritten, ob sog. Standstill-Vereinbarungen, also Vereinbarungen zwischen Parteien, ohne Zustimmung der jeweils anderen Partei keine Aktien zu erwerben oder zu veräußern, ein *Acting in concert* darstellen. Das ist trotz der Erweiterung des § 22 Abs. 2 WpHG durch das Risikobegrenzungsgesetz klar zu verneinen. Nach § 22 Abs. 2 Satz 2 WpHG liegt ein abgestimmtes Verhalten nur vor, wenn „der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte sich über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten in sonstiger Weise zusammenwirken“. Eine Standstill-Vereinbarung hat aber weder die Ausübung von Stimmrechten zum Inhalt noch zielt sie auf eine dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft ab. Sie wird im Gegenteil in vielen Fällen den Zweck haben, den Einstieg eines weiteren Investors und damit eine Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft zu *verhindern*.

Ursprünglich hatte die Bundesregierung eine Erweiterung des § 22 Abs. 2 WpHG dahingehend vorgeschlagen, dass dieser Tatbestand nicht nur Verhaltensabstimmungen in bezug auf den Emittenten, sondern auch Verhaltensabstimmungen in bezug auf den Erwerb von Aktien erfasst. Darüber hinaus hatte sie angeregt, § 22 Abs. 2 WpHG um einen neuen Satz 2 zu ergänzen, demzufolge ein abgestimmtes Verhalten vorliegt, „wenn der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen“. Wären diese Vorschläge Gesetz geworden, hätte auch der abgestimmte Parallelerwerb von Aktien zu einer wechselseitigen Zurechnung geführt, „sofern die beteiligten Aktionäre hinsichtlich des Aktienerwerbs bewusst übereinstimmende Interessen i. S. d. neuen § 22 Abs. 2 Satz 2 WpHG wahrnehmen“<sup>175</sup>. Von dort aus wäre es nur ein kleiner Schritt zu der Annahme gewesen, dass auch das koordinierte „Einfrieren“ von Beteiligungen ein *Acting in concert* darstellt<sup>176</sup>. Auf Drängen des Bundesrates<sup>177</sup> wurde die von der Bundesregierung vorgeschlagene Regelung jedoch in zweierlei Hinsicht modifiziert: Das Tatbestandsmerkmal des „Erwerbs von Aktien“ wurde gestrichen, und der neue § 22 Abs. 2 Satz 2 WpHG wurde so formuliert, dass er nur abgestimmte Verhaltensweisen erfasst, die eine Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft zum Ziel haben. Damit sollte den Aktionären die Möglichkeit belassen werden, sich in Abstimmung miteinander für eine Beibehaltung des Status quo auszuspre-

175 So eindeutig RegBegr. Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drs. 16/7438, S. 11.

176 Dagegen freilich DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 83.

177 Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes vom 30. November 2007, BR-Drucks. 763/07, S. 3.

chen, ohne dass daraus wertpapierhandelsrechtliche Mitteilungspflichten oder die Verpflichtung zur Abgabe eines Angebots nach dem WpÜG resultieren<sup>178</sup>.

Wenn aber ein koordiniertes Verhalten der Aktionäre mit dem Ziel, die bisherige Ausrichtung der Gesellschaft beizubehalten, keine Zurechnung nach § 22 Abs. 2 WpHG auslöst, muss dies erst recht für eine Vereinbarung über das Halten von Aktien gelten, die ohne weitere Maßnahmen keinerlei Einwirkung auf die Gesellschaft mit sich bringt<sup>179</sup>. Insoweit besteht auch keine planwidrige Regelungslücke, die durch eine analoge Anwendung dieses Tatbestandes geschlossen werden müsste<sup>180</sup>. Ein anderes Ergebnis wird auch von Art. 10 lit. a) Transparenzrichtlinie II nicht gefordert. Denn diese Bestimmung ist enger gefasst als § 22 Abs. 2 WpHG insofern, als sie nur Vereinbarungen erfasst, durch die sich die jeweiligen Parteien verpflichten, „langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des betreffenden Emittenten zu verfolgen, indem sie die von ihnen gehaltenen Stimmrechte einvernehmlich ausüben“. Der deutsche Gesetzgeber durfte über diese Vorgabe hinausgehen, da die Transparenzrichtlinie II – wie schon ihre Vorgängerin – in ihrer ursprünglichen Fassung hinsichtlich der Beteiligungstransparenz nur eine Mindestharmonisierung bezweckte<sup>181</sup>. Er hat dies aber, wie gezeigt, in einer Weise getan, die Stillhaltevereinbarungen zwischen Aktionären aus dem Tatbestand des *Acting in concert* ausschließt.

## 2. Übertragung von Stimmrechten gegen Gegenleistung

Kein schlagendes Beispiel für die Notwendigkeit einer gespaltenen Rechtsanwendung ist auch der Hinweis auf die Nichtumsetzung von Art. 10 lit. b) Transparenzrichtlinie II<sup>182</sup>. Danach werden auch Stimmrechte zugerechnet, die von einem Dritten aufgrund einer Vereinbarung gehalten werden, die eine zeitweilige Übertragung dieser Stimmrechte gegen Gegenleistung vorsieht. Von der Umsetzung dieser Bestimmung hat der deutsche Gesetzgeber abgesehen, weil er ihr wegen des in Deutschland geltenden Abspaltungsverbots, nach dem das Stimmrecht nicht isoliert übertragen werden kann, keine Rele-

178 Bericht des Finanzausschusses zum Entwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes, BT-Drs. 16/9821, S. 12.

179 Ebenso (für § 30 Abs. 2 WpÜG) NOACK/ZETZSCHE, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., 2010, § 30 WpÜG Rdn. 33.

180 Anders (für § 30 Abs. 2 WpÜG) WACKERBARTH, aaO (Fn. 135), § 30 WpÜG Rdn. 47.

181 VEIL, FS Karsten Schmidt, 2009, S. 1645, 1663 f. Zur Frage der möglichen Fortgeltung von § 22 Abs. 2 WpHG nach Umsetzung der geänderten Transparenzrichtlinie siehe oben unter V. 2. b).

182 Die Vorgängerregelung findet sich in Art. 7 Abs. 1 4. Spiegelstrich Transparenzrichtlinie I.

vanz beigemessen hat<sup>183</sup>. Das war zweifellos richtig, solange sich die Mitteilungspflichten ausschließlich auf Stimmrechte an deutschen börsennotierten Gesellschaften bezogen. Seit der Übernahme des Herkunftsstaatsprinzips in das deutsche Recht im Zuge der Umsetzung der zweiten Transparenzrichtlinie erfassen die §§ 21 ff WpHG aber unter bestimmten Voraussetzungen auch Stimmrechte an Emittenten, die ihren Sitz in einem Staat haben, der weder Mitgliedstaat der EU noch Vertragsstaat des EWR ist<sup>184</sup>. Eine Anpassung des § 22 WpHG wurde gleichwohl nicht vorgenommen. Ob darin eine fehlerhafte Umsetzung der Transparenzrichtlinie zu sehen ist, ist jedoch zweifelhaft. Denn die Stimmrechtsübertragung gegen Gegenleistung läßt sich zwanglos unter § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG subsumieren, der nicht auf den Anteils-, sondern den Stimmrechtserwerb abstellt und damit auch den separaten Stimmrechtserwerb erfasst<sup>185</sup>.

### 3. Konzerninterne Beteiligungsumschichtungen

Schon passender ist das bereits von *Cahn* angeführte Beispiel konzerninterner Beteiligungsumschichtungen<sup>186</sup>. Hier sind in der Tat Fälle denkbar, in denen eine Mitteilung oder ihr nach dem Gesetzeswortlaut zulässiges Unterbleiben beim Markt einen falschen Eindruck über die Veränderung des Stimmrechtseinflusses in der Gesellschaft erwecken kann. Es möge etwa in einem Konzern die Muttergesellschaft 12% und die Tochtergesellschaft 10% der Stimmrechte an einer konzernfremden Gesellschaft halten. Erwirbt die Muttergesellschaft 1% der Stimmrechte von der Tochtergesellschaft und 1% der Stimmrechte von einem Dritten, so ist sie selbst nicht meldepflichtig, da sie keine Meldeschwelle überschreitet. Nur die Tochtergesellschaft hat eine Mitteilung nach § 21 Abs. 1 WpHG abzugeben, da sie die 10%-Schwelle unterschreitet. Damit könnte der unzutreffende Eindruck entstehen, der Konzern habe seine Beteiligung insgesamt abgebaut, obwohl er diese in Wirklichkeit erhöht hat<sup>187</sup>.

Wer nicht die Auffassung teilt, dass derartige Transparenzdefizite in der Systematik des Gesetzes angelegt sind, wird in derartigen Fällen § 21 Abs. 1 WpHG über seinen Wortlaut hinaus um eine Pflicht der Muttergesellschaft zu ergänzender Information erweitern – eine Pflicht, deren Verletzung freilich

183 RegBegr. Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 12/6679, S. 54.

184 Siehe § 2 Abs. 6 Nr. 1 b) WpHG und DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 21 WpHG Rdn. 21.

185 Das wird auch eingeräumt von OPITZ, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl., 5. Lfg. 10/2010, § 22 WpHG Rdn. 1 a. E.

186 Vgl. CAHN, AG 1997, 502, 503.

187 Beispiel von UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), vor § 21 WpHG Rdn. 38.

nicht mit einem Bußgeld geahndet werden kann<sup>188</sup>. Nach hier vertretener Ansicht besteht eine solche Pflicht allerdings nicht, da § 21 Abs. 1 WpHG als abschließend zu verstehen ist. Aus Art. 9 der geänderten Transparenzrichtlinie II ergibt sich nichts anderes. Eine Pflicht zu einer ergänzenden Mitteilung läßt sich auch nicht aus § 17 Abs. 2 Satz 2 WpAIV herleiten, wonach die Mitteilung nach § 21 Abs. 1 WpHG die zugerechneten Stimmrechte für jeden Zurechnungstatbestand getrennt anzugeben hat. Denn § 17 WpAIV regelt lediglich den Inhalt der Mitteilung, nicht die Mitteilungspflicht als solche<sup>189</sup>.

#### 4. Kettenzurechnung

Ein Schwerpunkt der Diskussion wird wohl auch weiterhin bei der sog. Kettenzurechnung liegen. Davon spricht man, wenn mehrere Zurechnungstatbestände hintereinandergeschaltet werden, wenn also einem Meldepflichtigen von einem Dritten Stimmrechte zugerechnet werden, die diesem Dritten von vierter Seite zugerechnet werden. Das Gesetz sieht in zwei Fällen eine Kettenzurechnung vor: Zum einen werden gemäß § 22 Abs. 1 Satz 2 und 3 WpHG Stimmrechte, die dem Tochterunternehmen nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 bis 6 WpHG zugerechnet werden, auch dem Mutterunternehmen nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG in voller Höhe zugerechnet. Zum anderen werden im Fall des *Acting in concert* dem Meldepflichtigen nicht nur die Stimmrechte des Dritten zugerechnet, mit dem er sein Verhalten abstimmt, sondern auch die Stimmrechte, die dem Dritten nach § 22 Abs. 1 WpHG zugerechnet werden. Das ergibt sich aus dem Verweis in § 22 Abs. 2 Satz 3 WpHG.

Es fehlt nicht an Stimmen, die eine Kettenzurechnung über die gesetzlich geregelten Fälle hinaus auch dann für angebracht halten, wenn der Meldepflichtige tatsächlich, wenn auch nur mittelbar, auf den am Ende der Kette stehenden Vierten Einfluss ausüben kann. Das entspreche dem Sinn und Zweck der Zurechnungsnormen, die wahren Machtverhältnisse in der Gesellschaft offenzulegen, und dem Gebot richtlinienkonformer Auslegung von Art. 7 Abs. 1 Spiegelstrich 7 der ersten Transparenzrichtlinie<sup>190</sup>. Doch abgesehen davon, dass *sedes materiae* heute Art. 10 der (geänderten) Transparenzrichtlinie II ist, der eine Art. 7 Abs. 1 Spiegelstrich 7 Transparenzrichtlinie I entsprechende Regelung nicht mehr enthält<sup>191</sup>, fragt man sich, um welche

188 So denn auch CAHN, AG 1997, 502, 503; ferner UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), vor § 21 WpHG Rdn. 38.

189 DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 21 WpHG Rdn. 41.

190 BAYER, aaO (Fn. 59), Anh. § 22 AktG, § 22 WpHG Rdn. 8; UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 22 WpHG Rdn. 21.

191 Stattdessen normiert Art. 13 Transparenzrichtlinie II eine Mitteilungspflicht für Finanzinstrumente, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, von sich aus ihm Rahmen einer förmlichen Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene Aktien eines Emittenten

Konstellationen es hier eigentlich gegen soll. Bei *Uwe H. Schneider* heißt es, eine Kettenzurechnung sei geboten „bei Stimmrechten, die einem Treuhänder in seiner Funktion als Treuhänder zugerechnet werden“<sup>192</sup>. *Bayer* hat ebenfalls Treuhandverhältnisse vor Augen, wird jedoch konkreter, wenn er meint, einem Treugeber müssten auch alle Stimmrechte des Treuhänders zugerechnet werden, die diesem über § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 bis 6 WpHG zugerechnet werden<sup>193</sup>.

Das geht allerdings zu weit. Den beiden gesetzlichen geregelten Fällen der Kettenzurechnung liegt die typisierende Annahme zugrunde, dass der Meldepflichtige auch Einfluss auf die Ausübung der dem Dritten zugerechneten Stimmrechte ausüben kann. Bei der Verwaltungstreuhand beschränkt sich der Einfluss des Treugebers auf die Stimmrechtsausübung durch den Treuhänder (den Dritten) aber typischerweise auf die Aktien, die den Gegenstand des Treuhandverhältnisses bilden. Soweit der Treuhänder weitere Aktien hält oder ihm Stimmrechte aus anderen Gründen zugerechnet werden, ist dies im Hinblick auf den Einfluss des Treugebers grundsätzlich irrelevant. Eine Zurechnung solcher Aktien zum Treugeber und eine darauf gestützte Mitteilung würde beim Publikum nur Verwirrung stiften<sup>194</sup>. Eine Kettenzurechnung über die gesetzlich geregelten Fälle hinaus, d. h. in Rechtsanalogie zu § 22 Abs. 1 Satz 2 und 3 WpHG und § 22 Abs. 2 Satz 3 WpHG, wird man daher höchstens bei gestuften Treuhandverhältnissen in Betracht ziehen können, also in Fällen, in denen Aktien von einem Treuhänder befugterweise auf einen Untertreuhänder übertragen werden<sup>195</sup>. Voraussetzung für eine Kettenzurechnung muss dann allerdings in der Tat sein, dass der am Anfang der Kette stehende Treugeber auf die Ausübung der Stimmrechte durch den Untertreuhänder zumindest mittelbar Einfluss nehmen kann. Das wird man bei gleichartiger Gestaltung der Treuhandverhältnisse in der Regel annehmen können. Ob Art. 10 Transparenzrichtlinie eine solche Kettenzurechnung fordert, ist allerdings zweifelhaft<sup>196</sup>.

zu erwerben. Diese Vorgabe wurde in § 25 WpHG umgesetzt. Der Zurechnungsbestand des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG wurde allerdings bewusst beibehalten, siehe RegBegr Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), BT-Drs. 16/2498, S. 37.

192 UWE H. SCHNEIDER, aaO (Fn. 7), § 22 WpHG Rdn. 22.

193 BAYER, aaO (Fn. 59), Anh. § 22 AktG, § 22 WpHG Rdn. 8.

194 NIETSCH, WM 2012, 2217, 2221 f.

195 DEHLINGER/ZIMMERMANN, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 15 und 51.

196 Eine Kettenzurechnung jenseits der gesetzlich geregelten Fälle ablehnend NIETSCH, WM 2012, 2217, 2221 f; ferner VON BÜLOW, aaO (Fn. 6), § 22 WpHG Rdn. 46 und (für § 30 WpÜG) DIEKMANN, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 30 Rdn. 78 (Stand: Januar 2011).

### VIII. Schluss

Also viel Lärm um Nichts? Zusammenfassend wird man festhalten müssen, dass es nach den letzten Ergänzungen der §§ 21 ff WpHG durch das Anleger-schutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 5. April 2011 in der Tat schwer fällt, noch Fallgruppen zu benennen, die sich als geeigneter Prüfstein für eine gespaltene Rechtsanwendung darstellen. Das sollte aber kein Grund sein, dieses Instrument komplett aus dem Arsenal moderner Rechtsanwendung zu verbannen. Vor allem sollte man sich davor hüten, die gespaltene Rechtsanwendung unter reflexartigem Verweis auf das strafrechtliche Analogieverbot und die Einheit der Rechtsordnung als Teufelszug abzutun. Es trifft auch nicht zu, dass der EuGH in der Rechtssache *Grøngaard und Bang* einer gespaltenen Rechtsanwendung eine klare Absage erteilt hat. Ob und inwieweit im Kapitalmarktrecht eine gespaltene Rechtsanwendung zulässig und geboten ist, hängt vielmehr davon ab, ob die in Frage stehende kapitalmarktrechtliche Ge- oder Verbotsnorm nach dem Willen des Gesetzgebers einer analogen Anwendung zugänglich ist oder nicht. Für die §§ 21 ff WpHG ist diese Frage zu verneinen. Über das aus *diesem* Grund bestehende Analogieverbot darf sich der Rechtsanwender nur hinwegsetzen, soweit ein Bedürfnis nach richtlinienkonformer Rechtsfortbildung besteht. Bis jetzt hat sich ein solches Bedürfnis nicht ergeben. Infolge des teilweisen Wechsels der (geänderten) Transparenzrichtlinie von der Mindest- zur Vollharmonisierung ist jedoch nicht auszuschließen, dass die richtlinienkonformer Rechtsfortbildung in Zukunft eine größere Rolle spielen wird als bisher.