

By PwC Deutschland | 24. Juni 2026

Stimmrechtszurechnung wegen Acting in Concert nach dem Valora-Urteil des EuGH

Gemäß § 33 WpHG besteht die Pflicht, das Erreichens, Überschreiten oder Unter-schreiten bestimmter Beteiligungsschwellen an börsennotierten Gesellschaften zu melden. Dabei regelt § 34 Abs. 2 WpHG die Zurechnung von Stimmrechten Dritter zum Meldepflichtigen im Rahmen des „Acting in Concert“, also dem Zusammenwirken verschiedener Aktionäre. Mit Urteil vom 12. Februar 2026 hat der EuGH über die Vereinbarkeit von § 34 Abs. 2 Satz 1 Alt. 2 WpHG mit dem Unionsrecht entschieden (Rs. C-864/24 – Valora).

Maßstab für die Prüfung des EuGH war die Transparenzrichtlinie (Richtlinie 2004/109/EG), die unionsweit einheitliche Standards für die Beteiligungstransparenz bei börsennotierten Emittenten setzt. Der Gerichtshof entschied, dass §34 Abs.2 Satz1 Alt.2 WpHG insoweit gegen die Richtlinie verstößt, als für die Stimmrechtszurechnung – entgegen Art.10 lit.a der Transparenzrichtlinie– keine Vereinbarung zwischen dem Meldepflichtigen und dem Dritten verlangt wird. Tatsächlich lässt §34 Abs.2 WpHG für eine Zurechnung von Stimmrechten bereits ein lediglich faktisch koordiniertes Verhalten genügen. Das geht über die Transparenzrichtlinie hinaus.

Diese Erweiterung der Stimmrechtszurechnung kann nach dem EuGH auch nicht auf die Ausnahmeregelung des Art.3 Abs.1a UA.4 Ziff.iii TransparenzRiL gestützt werden, die den Mitgliedstaaten in bestimmten Konstellationen strengere nationale Zurechnungsvorschriften gestattet. So sei die Bereichsausnahme eng auszulegen. Strengere nationale Zurechnungsvorschriften seien nur zulässig, soweit sie einen unmittelbaren Bezug zu Übernahmen, Unternehmenszusammenschlüssen oder vergleichbaren Vorgängen aufweisen, die auf eine Veränderung der Eigentums- oder Kontrollverhältnisse am Emittenten gerichtet sind. §34 WpHG kommt jedoch ganz allgemein für alle Mitteilungspflichten nach §33 WpHG zur Anwendung. §33 WpHG regelt die Mitteilungspflicht bereits ab Schwellen von 3% und ist daher, anders als die korrespondierende Regelung des §30 WpÜG, gerade nicht auf Transaktionen im Sinne der Bereichsausnahme beschränkt.

Die BaFin hat auf das EuGH-Urteil mit der Aufsichtsmitteilung Nr.02/2026 (WA) vom 20.März 2026 reagiert. Hiernach wird sie §34 Abs.2 WpHG ab sofort dahingehend auslegen, dass eine Zurechnung von Stimmrechten nur dann stattfindet, wenn „eine Abstimmung über die einvernehmliche Ausübung von Stimmrechten auf Grund einer Vereinbarung erfolgt, die beide Parteien verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des betreffenden Emittenten zu verfolgen“. Zudem wird die BaFin die Zurechnungstatbestände des §34 Abs.1 Satz1 Nr.3 (Stimmrechte aus als Sicherheit an Dritte übertragenen Aktien) und Nr.5 WpHG (Stimmrechte aus Aktien, die durch Willenserklärung erworben werden können) nicht mehr anwenden, weil diese in der TransparenzRiL keine Entsprechung finden. Die BaFin erklärte damit ihre Verwaltungspraxis, wie sie im Emittentenleitfaden und in den FAQ zu §§33ff. WpHG dokumentiert ist, für überholt.

Demgegenüber geht die BaFin davon aus, dass die übernahmerechtliche Zurechnungsvorschrift des §30 WpÜG europarechtskonform ist, und will diese Norm weiterhin unverändert anwenden. So habe der EuGH ausdrücklich darauf hingewiesen, dass strengere nationale Vorschriften im unmittelbaren Zusammenhang mit Übernahmeangeboten zulässig bleiben.

Hinzuweisen ist auf die Folgen von Verstößen gegen die Meldepflichten, nämlich den Rechtsverlust nach §44 WpHG. Das betrifft insbesondere den Verlust des Stimmrechts und des Dividendenanspruchs. Zwar darf sich die BaFin nicht mehr auf die überschießenden Zurechnungstatbestände stützen und hieran knüpfende Bußgelder verhängen. Umstritten sind jedoch die Konsequenzen für das Verhältnis zwischen Aktionär und Emittent. Richtet sich der Verlust der Aktionärsrechte wie Stimmrecht und Dividendenanspruch weiterhin nach dem Wortlaut des §34 WpHG oder bedarf es auch insofern einer europarechtskonformen

Auslegung? Im Hinblick auf diese Unklarheiten erscheint es ratsam, trotz fehlender Sanktionsmöglichkeit der BaFin vorsorglich weiterhin Meldungen nach den bisherigen Grundsätzen abzugeben.

Der deutsche Gesetzgeber ist aufgerufen, den Gesetzeswortlaut des §34 WpHG zügig richtlinienkonform anzupassen. Dabei wird rechtspolitisch zu entscheiden sein, ob der bisherige Gleichlauf der Zurechnungstatbestände von §34 WpHG und §30 WpÜG erhalten bleiben soll, oder ob auch nach der Anpassung des §34 WpHG an der weiteren Fassung des §30 WpÜG festgehalten wird.

Kontaktieren Sie uns

Dr. Thomas Wenninger, LL.M. (GWU)

Local Partner Stuttgart

Tel.: +49 211 25034-1717

E-Mail: thomas.wenninger@pwc.com

Alexander Schmidt

Manager Stuttgart

Tel.: +49 175 2443508

E-Mail: a.schmidt@pwc.com

Schlagwörter

Gesetzgebung