

## RISIKOBEGRENZUNGSGESETZ IN KRAFT:

-- WAS GILT KONKRET?

-- UND WANN?

Frankfurt am Main, im August 2008

Für die Beantwortung weiterer Fragen in diesem Zusammenhang stehen Ihnen die folgenden Partner der deutschen Büros von Cleary Gottlieb gerne zur Verfügung:

Christof von Dryander: [cvondryander@cgsh.com](mailto:cvondryander@cgsh.com)

Dr. Klaus Riehmer: [kriehmer@cgsh.com](mailto:kriehmer@cgsh.com)

Dr. Gabriele Apfelbacher: [gapfelbacher@cgsh.com](mailto:gapfelbacher@cgsh.com)

Dr. Thomas Kopp: [tkopp@cgsh.com](mailto:tkopp@cgsh.com)

Dr. Werner Meier: [wmeier@cgsh.com](mailto:wmeier@cgsh.com)

Hanno Sperlich: [hsperlich@cgsh.com](mailto:hsperlich@cgsh.com)

Dr. Oliver Schröder: [oschroeder@cgsh.com](mailto:oschroeder@cgsh.com)

## I. ÜBERBLICK

Das sogenannte „Risikobegrenzungsgesetz“ ist nunmehr endgültig beschlossen worden und wurde am 18. August 2008 im Bundesgesetzblatt veröffentlicht (BGBl. I, S. 1666 ff.). Es führt zu Änderungen überwiegend im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) und Aktiengesetz (AktG) und betrifft die folgenden Punkte:

- *acting in concert* – Erweiterung des Anwendungsbereichs,
- Erweiterte Stimmrechtszurechnung bei bestimmten Finanzinstrumenten (ab 1. März 2009),
- Verschärfung der Rechtsfolgen bei der Verletzung von gesetzlichen Mitteilungspflichten zu gehaltenen Anteilen,
- Mehr Informationen über die mit wesentlichen Beteiligungen verfolgten Ziele (ab 31. Mai 2009),
- Verbesserte Identifizierung der Inhaber von Namensaktien,
- Information der Belegschaft über Kontrollwechsel und
- Beschränkungen bei der Veräußerung von Kreditforderungen.

An den ursprünglichen Entwürfen für das Gesetz gab es scharfe Kritik. So war von Anfang an nicht plausibel, welche „Risiken“ eigentlich begrenzt werden sollten. Bei dem Titel des Gesetzes mag allerdings die Diskussion über Wert und Unwert der „Heuschrecken“ mit im Spiel gewesen sein. Inhaltlich entwickelte sich Kritik vor allem an der zunächst sehr weitgehenden Ausdehnung der *acting in concert*-Regelungen in WpHG und WpÜG, die im Rahmen der Beratungen im Finanzausschuss des Bundestages am Ende etwas zurechtgerückt wurden.

Der Bundestag hat am 27. Juni 2008 dem Gesetzesentwurf (BT-Drucks. 16/7438) in der Beschlussfassung des Finanzausschusses (BT-Drucks. 16/9778) zugestimmt. **Datum des Inkrafttretens** für große Teile des Gesetzes, u.a. bezüglich der Neuregelung des *acting in concert*, ist der **19. August 2008**. Einzelne Neuregelungen, z. B. zur erweiterten Stimmrechtszurechnung bei bestimmten Finanzinstrumenten, treten erst zu späteren Zeitpunkten in Kraft.

Wie aus der obenstehenden Liste der verschiedenen Regelungsgegenstände deutlich wird, betrifft das Risikobegrenzungsgesetz eine ganze Palette unterschiedlicher Themen, die nur teilweise im Zusammenhang miteinander stehen. Im Folgenden werden schwerpunktmäßig diejenigen Bereiche näher dargestellt, die für potentielle Investoren und börsennotierte Gesellschaften von besonderer Bedeu-

tung sind bzw. im Rahmen von Transaktionen zukünftig berücksichtigt werden müssen.

## II. DIE GESETZGEBERISCHEN MAßNAHMEN IM EINZELNEN

### 1. *acting in concert* – Erweiterung des Anwendungsbereichs

Von hoher praktischer Relevanz ist die Neufassung der Regelungen zur Stimmrechtszurechnung bei einem abgestimmten Verhalten von Investoren, dem sogenannten *acting in concert* in § 22 Abs. 2 WpHG bzw. § 30 Abs. 2 WpÜG. Eine Verhaltensabstimmung unter Investoren kann bekanntlich dazu führen, dass die betreffenden Stimmrechte im Rahmen der Meldepflichten zu gehaltenem Anteilsbesitz und – noch gravierender – der Feststellung eines Kontrollerwerbs gegebenenfalls mit der Folge eines Pflichtangebots gegenseitig zuzurechnen sind.

Das Unterlassen einer Mitteilung nach den §§ 21 ff. WpHG bzw. ein unterbliebenes Pflichtangebot kann zum Verlust von Rechten aus den betreffenden Aktien und zur Verhängung von Bußgeldern führen. Im Ergebnis besteht bei Unsicherheit über das Vorliegen von *acting in concert* auch Unklarheit darüber, ob bestimmte Aktionäre ihre Stimmrechte in der Hauptversammlung ausüben dürfen oder nicht. Werden die Stimmrechte in dieser Situation ausgeübt, kann dies zu Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse führen.

#### a) Bisherige Regelung und enge Auslegung durch den Bundesgerichtshof

Die bisherige Fassung des § 22 Abs. 2 WpHG sah vor, dass einem Meldepflichtigen die Stimmrechte eines Dritten aus Aktien eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, zuzurechnen sind, wenn der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen *sein Verhalten in Bezug auf diesen Emittenten auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise mit dem Dritten abstimmt*. Ausgenommen waren Vereinbarungen über die Ausübung von Stimmrechten im *Einzelfall*. In § 30 Abs. 2 WpÜG befand sich eine nahezu wortgleiche Regelung für das Übernahmerecht.

Diese nicht besonders präzise formulierten Zurechnungsvorschriften erschwerten anfangs eine sichere Feststellung des *acting in concert*. Der Bundesgerichtshof konkretisierte den Anwendungsbereich der Stimmrechtszurechnung:

Danach lag ein *acting in concert* nur vor, wenn eine **Abstimmung**

**(i) in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung des Emittenten bzw. der Zielgesellschaft vorgenommen wurde,**

**(ii) sich nicht nur auf einen Einzelfall bezog und**

**(iii) die unternehmerische Ausrichtung der Gesellschaft (nachhaltig) beeinflusste.**

Danach erfassten §§ 22 Abs. 2 WpHG und 30 Abs. 2 WpÜG also nur Verhaltensabstimmungen in Bezug auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung.

#### b) **Neue Fassung**

Nachdem zwischenzeitlich erheblich weitergehende Gesetzesentwürfe verworfen wurden, liegt nach der Neufassung künftig ein *acting in concert* auch dann vor, wenn die **Abstimmung** nicht lediglich auf die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung gerichtet ist, sondern **mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten bzw. der Zielgesellschaft in sonstiger Weise erfolgt.**

Mit der Bezugnahme auf eine *dauerhafte und erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten bzw. der Zielgesellschaft* greift das Risikobegrenzungs-gesetz ein Kriterium auf, das ansatzweise auch schon in der o. g. Rechtsprechung verwendet wurde. Auch die bisher bestehende Einzelfallausnahme wurde beibehalten.

#### c) **Konsequenzen: Fallgruppen ohne Änderung durch Neuregelung**

Die *acting in concert*-Regelungen greifen **nach wie vor** bei Abstimmungen im Hinblick auf die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung ein, z. B. durch den **Abschluss von Stimmbindungsverträgen bzw. Poolvereinbarungen**, ohne dass es auf das Ziel der Abstimmung ankommt. Die Abstimmung muss allerdings nachhaltig sein und darf sich nicht lediglich auf einen Einzelfall beschränken. Eine Zurechnung findet indes dann nicht statt, wenn die betreffende Vereinbarung eine sog. „Öffnungsklausel“ enthält, die Beteiligten im Konfliktfall also nach eigenem Ermessen abstimmen können.

**Kein *acting in concert*** vor und nach der Gesetzesänderung stellen dar:

- **Parallele, koordinierte Beteiligungserwerbe** ohne weitergehende Zielsetzung in Bezug auf den Emittenten bzw. die Zielgesellschaft. Dies gilt selbst dann, wenn das Zusammenwirken in Kenntnis des parallelen Handelns anderer Aktionäre erfolgt.

- **Rein aufsichtsratsinterne Vorgänge.** Der BGH hat hierzu klar gestellt, dass Aufsichtsratsmitglieder allein dem Unternehmensinteresse verpflichtet sind und im Rahmen der ihnen obliegenden Amtsführung keinen Weisungen unterliegen. Sie können daher nicht als Vertreter bestimmter Aktionäre angesehen werden, so dass über sie kein relevantes Zusammenwirken erfolgen dürfte.
- **Standstill Agreements, wechselseitige Vorkaufsrechte und Put- oder Call-Optionen.**

**d) Erweiterung des Anwendungsbereichs von *acting in concert* durch das Risikobegrenzungs-gesetz**

Durch das Risikobegrenzungs-gesetz wird der Anwendungsbereich des *acting in concert* teilweise erweitert und auch die folgende Fallgruppe von dem Zurechnungsstatbestand erfasst, bei denen bisher kein *acting in concert* vorlag:

Eine **parallele Einwirkung auf den Vorstand und/oder Aufsichtsrat** (letzteres insbesondere im Zusammenhang mit zustimmungspflichtigen Geschäften) zur Umsetzung bestimmter Maßnahmen, wenn dies zu dem Zweck erfolgt, die unternehmerische Ausrichtung der betroffenen Gesellschaft dauerhaft **und** erheblich zu ändern.

Danach wäre ein Einwirken mit dem Ziel der Änderung der unternehmerischen Ausrichtung grundsätzlich geeignet, die Voraussetzungen eines *acting in concert* zu erfüllen; ein Einwirken mit dem Ziel der Unterstützung des Vorstandes im Rahmen der „Nicht-Änderung“, sprich Beibehaltung der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft, wäre hingegen grundsätzlich unkritisch.

Durch die vom Bundestag beschlossene Regelung wird die Abgrenzung zwischen relevantem und nicht relevantem Abstimmungsverhalten wieder schwieriger, da die neue Definition des *acting in concert* nicht mehr auf die Ausübung von Stimmrechten beschränkt ist. Insbesondere wird es darauf ankommen, unter welchen konkreten Umständen eine über den *Einzelfall* hinausgehende Abstimmung mit dem Ziel einer *dauerhaften* und *erheblichen* Änderung der *unternehmerischen Ausrichtung* des Emittenten bzw. der Zielgesellschaft vorliegt. Hierbei handelt es sich offensichtlich um eine Aneinanderreihung von unbestimmten Rechtsbegriffen, die keine klar definierten Grenzen aufweisen. Neben dem schon erwähnten Begriff der „Änderung“ wird nicht hinreichend spezifiziert, was unter „unternehmerischer Ausrichtung“ konkret zu verstehen ist und wann eine Änderung „dauerhaft und erheblich“ sein soll. Das Ziel der Konkretisierung des Tatbestands durch die Neufassung des Gesetzes wird insoweit verfehlt. Vielmehr wird bis zu einer Präzisierung der genannten Begriffe durch die Rechtsprechung wieder für einige Zeit gewisse Unsicherheit bestehen. Hilfreich sind in diesem Zusammenhang indessen die Hinweise des Bundesgerichtshofs zur *Einzelfallaus-*

*nahme* in seiner Entscheidung vom 18. September 2006, wonach diesbezüglich eher eine formale Sichtweise heranzuziehen ist. Es kommt also darauf an, ob die Abstimmung sich auf einen oder mehrere Punkte bezieht. Diese Einzelfallausnahme kann jedenfalls dazu führen, dass auch Einwirkungen zu einzelnen substantiellen Maßnahmen (wie z. B. beim Fall TCI/Deutsche Börse in Bezug auf die Pläne zum Erwerb der London Stock Exchange) nicht vom Tatbestand erfasst werden. Eine endgültige höchstrichterliche Klärung hierzu steht indessen noch aus.

**In jedem Fall muss künftig jedes gemeinsame oder irgendwie koordinierte Handeln von Investoren vorab rechtlich analysiert werden, um mögliche Risiken zu minimieren und Rechtsnachteile zu vermeiden.**

**Auch börsennotierte Gesellschaften selbst sollten – z. B. durch die Erstellung eines „acting in concert-Leitfadens“ – die relevanten internen Bereiche über die Neuregelung informieren und zukünftig die Kommunikation mit ihren Aktionären genau beobachten, um ein mögliches acting in concert frühzeitig zu identifizieren oder ihre Aktionäre vor den unerwünschten Folgen eines acting in concert zu schützen.**

e) **Beschränkung auf „Neufälle“**

Die erweiterte Definition für das *acting in concert* gilt zwar ab sofort. Es wurden jedoch Altfälle, also eine Verwirklichung des neugefassten Tatbestandes des *acting in concert* vor dem Inkrafttreten des Gesetzes, von den Rechtswirkungen ausgenommen:

- So besteht **keine Verpflichtung**, die Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft zu veröffentlichen und ein Pflichtangebot zu unterbreiten, wenn die Kontrolle dadurch erlangt wird, dass ein vor dem Inkrafttreten am 19. August 2008 **abgestimmtes Verhalten (ausschließlich) aufgrund der Neufassung** des § 30 Abs. 2 WpÜG zu einer Zurechnung von Stimmrechten führt (§ 68 Abs. 3 WpÜG n.F.).

Außerdem findet auf Angebote, die vor dem Inkrafttreten am 19. August 2008 nach § 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG veröffentlicht worden sind, **ausschließlich die bisherige Fassung** des § 30 Abs. 2 WpÜG Anwendung (§ 68 Abs. 4 WpÜG n.F.).

- In Bezug auf die Neufassung des § 22 Abs. 2 WpHG muss derjenige, der – auch unter Berücksichtigung der Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG – einen mit Aktien verbundenen Stimmrechtsanteil bzw. Finanzinstrumente im Sinne des § 25 WpHG hält, das Erreichen oder Überschreiten der für § 21 WpHG bzw. § 25 WpHG geltenden Schwellen, die er bei Inkrafttreten des neuen § 22 Abs. 2 WpHG **ausschließlich durch Zurechnung von Stimmrechten aufgrund der Neufassung** erreicht oder überschreitet, **nicht**

**mitteilen.** Eine solche Mitteilung ist erst dann abzugeben, wenn erneut eine der für § 21 WpHG bzw. § 25 WpHG geltenden Schwellen erreicht, überschritten oder unterschritten wird (§ 41 Abs. 4c WpHG n.F.).

Empfehlenswert ist es daher, solche Verhaltensweisen bestmöglich zu dokumentieren, die vor dem 19. August 2008 erfolgt und einen Altfall darstellen, um nicht unter die ab diesem Zeitpunkt geltende weitergehende Regelung zu fallen.

## 2. Erweiterte Stimmrechtszurechnung bei Finanzinstrumenten

Das Risikobegrenzungs-gesetz führt zudem zu einer weiteren Verschärfung der Veröffentlichungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten. Seit Anfang 2007 besteht neben der Meldepflicht bei Veränderungen wesentlicher Stimmrechtsanteile an börsennotierten Gesellschaften nach § 21 WpHG auch eine zusätzliche Meldepflicht nach § 25 WpHG (i.V.m. § 17 WpAIV) für das Halten von (sonstigen) Finanzinstrumenten, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, einseitig im Rahmen einer rechtlich bindenden Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben (z. B. – nicht nur auf Barausgleich gerichtete – Optionsgeschäfte). Für solche Finanzinstrumente gelten, mit Ausnahme der 3 %-Schwelle, die Meldeschwellen des § 21 WpHG. Eine Meldepflicht besteht somit ab Erreichen oder Überschreiten (bzw. Unterschreiten) einer Position von 5 %, danach bei 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % und 75 %.

Bisher fand bezüglich der jeweils relevanten Meldeschwellen keine Zusammenrechnung von potentiellen Stimmrechten aus den genannten Finanzinstrumenten und aus Aktien statt. Ein Investor konnte daher ein Aktienpaket von bis zu 2,99 % und Finanzinstrumente wie Kaufoptionen von bis zu 4,99 % halten, ohne einer Meldepflicht zu unterliegen. Dies wird sich **zum 1. März 2009** ändern. Nach dem **Risikobegrenzungs-gesetz werden künftig Stimmrechte aus Finanzinstrumenten zugrundeliegenden Aktien einerseits und aus selbst gehaltenen oder zurechenbaren Aktien andererseits zusammengezählt** und sind ab einer **Schwelle von 5 %** zu melden. Dies führt dazu, dass Eingangsmeldeschwellen früher erreicht und die Meldedichte erhöht wird. Damit ist es künftig ausgeschlossen, (potentielle) Stimmrechte von bis zu knapp 8 % zu erwerben, ohne dass Meldeschwellen berührt werden. Vielmehr ist eine solche Vorgehensweise künftig nur noch bis zu einem Gesamtbestand von knapp 5 % möglich.

Zur Vermeidung doppelter Mitteilungspflichten durch die Zusammenrechnung von Aktien und Finanzinstrumenten soll allerdings eine Mitteilung nach § 25 WpHG nur noch erforderlich sein, wenn gerade durch die Hinzurechnung der Finanzinstrumente zu den Aktien eine gesetzliche Meldeschwelle erreicht, überschritten oder unterschritten wird. Ansonsten genügt eine Mitteilung nach § 21 WpHG.

Ausschließlich auf Barausgleich (d.h. nicht auf Lieferung von „Stimmrechtspapieren“) gerichtete Derivatgeschäfte (z. B. *cash settled equity swaps*) fallen nicht unter den Begriff der (sonstigen) Finanzmarktinstrumente i.S.d. derzeitigen Fassung des § 25 WpHG und lösen deshalb keine Meldepflicht nach dem WpHG aus. Dies wird sich auch durch das Risikobegrenzungs-gesetz nicht ändern.

Diese Derivatgeschäfte sind aber aktuell in die Diskussion gekommen. Bekannte Beispiele sind die von Porsche im Hinblick auf das Engagement bei VW und von der Schaeffler-Gruppe in Bezug auf die Continental AG erworbenen Positionen. Zur Deckung ihres eigenen Risikos aus derartigen Swap-Geschäften sichern sich die beteiligten Finanzinstitute regelmäßig durch den Kauf der zugrundeliegenden Aktien oder derivativen Finanzinstrumente ab. Zwar können die Anteile im ersten Fall nach Ende der Laufzeit grundsätzlich an den meistbietenden Erwerber verkauft werden. Es ist aber natürlich möglich, dass die beteiligten Banken diese Anteile anschließend direkt an den Vertragspartner weiterveräußern, insbesondere, wenn sie keinen besseren Abnehmer finden.

Grundsätzlich lassen sich auf reinen Barausgleich gerichtete Finanzinstrumente nach gegenwärtigem Recht zur Erleichterung eines Beteiligungsaufbaus ohne Publizität einsetzen, wobei eine rechtliche Verpflichtung der Banken zur Lieferung von Aktien allerdings nicht bestehen darf. Für den potentiellen Bieter besteht damit ein gewisses Risiko, dass er die Aktien am Ende nicht erwerben kann. Auf politischer Ebene wird gegenwärtig diskutiert, ob die gesetzlichen Mitteilungspflichten auch auf derartige Derivate ausgeweitet werden sollten. Das könnte zur Folge haben, dass alsbald Vorschläge für eine Erweiterung des § 25 WpHG über die Änderungen im Risikobegrenzungs-gesetz hinaus vorgelegt werden.

Aus rechtsvergleichender Sicht lassen sich diesbezüglich Beispiele aus Großbritannien und den Vereinigten Staaten heranziehen:

Der britische *City Code on Takeovers and Mergers* erfasst bereits heute auch auf Barausgleich gerichtete Derivatgeschäfte wie *total return swaps* oder *contracts for differences* (sogenannte CFDs). Diese Derivatgeschäfte werden sowohl bei der Berechnung der Kontrollschwelle, deren Erreichen oder Überschreiten grundsätzlich die Verpflichtung zur Abgabe eines öffentlichen Angebots mit sich bringt, als auch im Hinblick auf Meldeschwellen für Wertpapiergeschäfte während der Angebotsfrist mit einbezogen. Allerdings kommt dem zuständigen Aufsichtsgremium, dem *Takeover Panel*, ein Ermessensspielraum zu, ob die betreffenden Derivatgeschäfte zu berücksichtigen sind oder nicht. Der *Takeover Panel* orientiert sich dabei nicht nur an der konkreten Ausgestaltung der jeweiligen Vereinbarung, sondern insbesondere auch an der gängigen Marktpraxis für solche Geschäfte – also z. B. auch daran, ob die unterliegenden Wertpapiere nach Ende der Laufzeit regelmäßig an den Vertragspartner veräußert werden. Der Investor kann aber im Einzelfall nachweisen, dass die von ihm vereinbarten Geschäfte nicht auf die Ausübung von Stimmrechten oder gar Kontrolle gerichtet sind.

Für Publizitätspflichten außerhalb von öffentlichen Angeboten galt dieses weite Verständnis von relevanten Derivatgeschäften bisher nicht. Allerdings hat der britische Finanzmarkregulator *Financial Services Authority* (FSA) jüngst Regeln für zusätzliche Mitteilungspflichten verabschiedet, um Marktteilnehmer am Aufbau von verdeckten Beteiligungen via Aktienderivaten zu hindern. Deshalb sind in Großbritannien künftig die gleichen Meldepflichten für Derivatkäufe wie für Aktienerwerbe vorgesehen, es sollen also auch auf Barausgleich gerichtete Finanzinstrumente einbezogen werden. Die endgültigen Regelungen sollen voraussichtlich Anfang 2009 veröffentlicht und im Herbst 2009 in Kraft treten.

In die gleiche Richtung geht auch eine (noch nicht rechtskräftige) Entscheidung des *United States District Court for the Southern District of New York* vom 11. Juni diesen Jahres, demzufolge der Hedge-Fonds TCI im Rahmen des Aufbaus von auf Barausgleich gerichteten Swap-Positionen bezüglich der Bahngesellschaft CSX gesetzliche Meldepflichten umgangen haben soll. Auch dieses Gericht ist der Meinung, dass die hier betroffenen *cash settled equity swaps* zu melden gewesen wären. Die Entscheidung der Instanzgerichte steht insoweit allerdings noch aus.

Im Rahmen der Diskussion über ein erneutes Tätigwerden des Gesetzgebers wird einerseits die Marktpraxis in Bezug auf die Lieferung der relevanten Aktien bzw. die Möglichkeit der Gegenpartei zur effektiven Ausübung der Kontrolle über die Aktien zu prüfen und entsprechend zu berücksichtigen sein. Es wird auch zu untersuchen sein, ob es auf die Frage des Bestehens verbindlicher schuldrechtlicher oder dinglicher Zugriffsmöglichkeiten auf die z. B. einem Swap-Geschäft zugrunde liegenden Aktien oder Stimmrechte tatsächlich ankommen soll oder nicht. Eine Ausdehnung der Meldepflicht sollte hingegen nicht solche Erwerbsvorgänge betreffen, die nicht auf den Erwerb von Stimmrechtseinfluss oder gar ein „Anschleichen“ abzielen. Vor diesem Hintergrund würde sich möglicherweise die Einführung eines Ermessensspielraums für die BaFin nach englischem Vorbild anbieten, um im Einzelfall Ausnahmen von einer erweiterten Meldepflicht zuzulassen.

Das Ergebnis dieser Diskussion wird sich voraussichtlich erst in den nächsten Monaten näher herauskristallisieren. Ob der Gesetzgeber über das Risikobegrenzungsgesetz hinaus eine weitere Verschärfung der Meldepflichten im Bereich der Derivatgeschäfte vornehmen wird, bleibt daher zunächst abzuwarten.

Die Neufassung des § 25 WpHG durch das Risikobegrenzungsgesetz tritt erst am **1. März 2009** in Kraft. Das gleiche gilt für die sich aus der Neufassung ergebenden Folgeänderungen in § 17 WpAIV.

Darüber hinaus muss nach der neu eingefügten **Übergangsvorschrift** des § 41 Abs. 4b WpHG derjenige, der – auch unter Berücksichtigung der Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG – einen mit Aktien verbundenen Stimmrechtsanteil

sowie Finanzinstrumente im Sinne des § 25 WpHG hält, das Erreichen oder Überschreiten der für § 25 WPHG geltenden Schwellen, die er bei Inkrafttreten, also am 1. März 2009, **ausschließlich aufgrund der Änderung des § 25 WpHG** durch die oben geschilderte Zusammenrechnung erreicht oder überschreitet, **nicht mitteilen**. Eine solche Mitteilung ist vielmehr erst dann abzugeben, wenn erneut eine der für § 25 WpHG geltenden Schwellen erreicht, überschritten oder unterschritten wird. Allerdings sind solche Mitteilungspflichten, die vor Inkrafttreten der Neuregelung nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wurden, unter Berücksichtigung der neu eingeführten Zusammenrechnung zu erfüllen.

### 3. Verschärfung der Rechtsfolgen bei der Verletzung von gesetzlichen Mitteilungspflichten

Um die Einhaltung der Mitteilungspflichten bei Veränderungen wesentlicher Stimmrechtsanteile sicherzustellen, wird eine Verletzung der Mitteilungspflichten gemäß §§ 21 ff. WpHG schon nach der gegenwärtigen Rechtslage – neben der Bußgeldsanktion – grundsätzlich mit dem Verlust der Rechte aus den betreffenden Aktien bis zur Nachholung der Mitteilung geahndet (§ 28 WpHG). Der Gesetzgeber missbilligt aber die bisher nicht selten geübte Praxis, wonach notwendige Mitteilungen zunächst aufgeschoben und erst vor der nächsten Hauptversammlung des Emittenten nachgeholt wurden. Denn auf diese Weise konnten Meldepflichtige einen Paketaufbau zunächst verschleiern, ohne die entsprechende Sanktion eines Stimmrechtsentzugs auf der nächsten Hauptversammlung fürchten zu müssen. Mit einem Ordnungsgeld konnte diese Praxis auch schon vorher sanktioniert werden.

Das Risikobegrenzungs-gesetz begnügt sich nicht mehr mit dieser Sanktionsmöglichkeit, sondern enthält eine Neufassung des § 28 WpHG, wonach der **Verlust der Rechte** aus den jeweiligen Aktien grundsätzlich **sechs Monate nach der nachgeholt en Erfüllung der Mitteilungspflicht fortbestehen soll**, falls die Mitteilungspflicht (im Zeitpunkt der Schwellenberührung) bezüglich der **Höhe des Stimmrechtsanteils** vorsätzlich oder grob fahrlässig verletzt wurde.

Die Neufassung gilt ab dem **19. August 2008** und erfasst grundsätzlich sowohl den Fall, dass ein meldepflichtiger Sachverhalt gar nicht gemeldet wurde, als auch den Fall, dass eine hinsichtlich der Höhe des Stimmrechtsanteils falsche Meldung abgegeben wurde. Der sechsmonatige Rechtsverlust soll nur dann nicht eintreten, wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als 10 % des tatsächlichen Stimmrechtsanteils beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 WpHG genannten Schwellen unterlassen wird.

Ausweislich der Gesetzesbegründung soll sich der verlängerte Rechtsverlust, im Gegensatz zu dem für § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG geltenden Grundsatz, auf die Verwaltungsrechte (also insbesondere das Stimmrecht) beschränken. Vermögensrechte wie insbesondere das Dividendenbezugsrecht sollen demnach nicht von dem Rechtsverlust betroffen sein. Diese Differenzierung ist dem Wortlaut der Neufassung zwar nicht unmittelbar zu entnehmen, ergibt sich aber in den meisten Fällen – mit Ausnahme des vorsätzlichen Unterlassens der Stimmrechtsmitteilung – bereits aus § 28 Abs. 1 Satz 2 WpHG, der bezüglich bestimmter Vermögensrechte eine Heilungsmöglichkeit vorsieht. Danach tritt ein Rechtsverlust in Bezug auf Ansprüche nach den §§ 58 Abs. 4 und 271 AktG nicht ein, wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist.

Aufgrund der neu eingeführten Zusammenrechnung von Stimmrechten aus Aktien und aus sonstigen Finanzinstrumenten (Siehe oben Ziff. II. 2.) kann zukünftig auch eine fehlerhafte Berechnung der jeweiligen Anteile sowie eine unzutreffende rechtliche Einordnung bestimmter Finanzinstrumente zu einem Rechtsverlust führen.

Der Wortlaut des neuen § 28 Abs. 1 Satz 3 WpHG, wonach die neue Frist für den Rechtsverlust nur gilt, sofern „die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist“ lässt sich so verstehen, dass der verlängerte Stimmrechtsverlust nur bei fehlerhaften Angaben über die Stimmrechtshöhe, nicht jedoch bei fehlerhaften Angaben über die in komplexen Transaktionen oftmals komplizierten Zurechnungsketten eingreifen soll. Dies gilt schon deshalb, weil die fehlerhafte Bestimmung von Zurechnungszusammenhängen nach angemessener rechtlicher Beratung grundsätzlich nicht die Schwelle der groben Fahrlässigkeit erreichen dürfte.

#### 4. Mehr Informationen zu den Zielen der Inhaber wesentlicher Beteiligungen

Nach dem Risikobegrenzungs-gesetz muss ein Meldepflichtiger, der die Melde-schwellen von 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % und 75 % der Stimmrechte an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat ist, erreicht oder überschreitet, dem Emittenten künftig neben seinem Stimmrechtsanteil auch die mit dem Erwerb der Anteile verfolgten weitergehenden wirtschaftlichen Ziele und die Herkunft der zum Erwerb verwendeten Mittel innerhalb von 20 Handelstagen nach Erreichen oder Überschreiten dieser Schwellen mitteilen (§ 27a WpHG n.F.). Der Emittent hat die erhaltene Information oder die Tatsache, dass die entsprechende Mitteilungspflicht nicht erfüllt wurde, anschließend zu veröffentlichen.

Diese Mitteilung ist als **Pflicht** des Meldepflichtigen und nicht, wie zwischenzeitlich während des Gesetzgebungsverfahrens vorgeschlagen, lediglich als Auskunftsrecht des Emittenten ausgestaltet. Allerdings kann die Satzung des Emittenten mit Sitz im Inland künftig vorsehen, dass keine Meldepflicht bestehen soll

(§ 27a Abs. 3 Satz 1 WpHG n.F.). Die Mitteilungspflicht besteht ferner nicht für Kapitalanlagegesellschaften, Investmentaktiengesellschaften sowie ausländische Verwaltungsgesellschaften und Investmentgesellschaften im Sinne der Richtlinie 85/611/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), die einem Verbot i.S.d. Art. 25 OGAW unterliegen, sofern eine Anlagegrenze von 10 % oder weniger festgelegt worden ist oder eine nach der OGAW zulässige Ausnahme bei der Überschreitung von Anlagegrenzen vorliegt. Insbesondere Investmentfonds bzw. Verwaltungsgesellschaften von Investmentfonds aus Drittstaaten fallen damit eindeutig nicht unter die Ausnahmeregelung.

Der **Umfang der zusätzlichen Angaben** wird vom Risikobegrenzungs-gesetz im Kern vorgegeben, doch können bei Bedarf noch weitere Einzelheiten durch eine Rechtsverordnung vorgesehen werden.

- In Bezug auf die **Ziele des Investments** hat der Investor dabei anzugeben, ob
  - das Investment strategischen Zielen oder der Erzielung von Handelsgewinnen dient,
  - innerhalb der nächsten 12 Monate weitere Stimmrechtszuwächse beabsichtigt sind,
  - er eine Einflussnahme auf die Besetzung des Aufsichtsrats oder des Vorstands des Emittenten verfolgt, oder
  - er eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur des Emittenten, insbesondere im Hinblick auf das Verhältnis von Eigen- und Fremdfinanzierung und die Dividendenpolitik anstrebt.

Ändern sich die Ziele des Investors, ist auch dies innerhalb von 20 Handelstagen mitzuteilen, d.h. es besteht insoweit eine Aktualisierungspflicht.

- Hinsichtlich der **Herkunft der verwendeten Mittel** hat der Investor mitzuteilen, ob es sich um Fremd- oder Eigenmittel handelt bzw. bei einer Mischfinanzierung die Verteilung zwischen Fremd- und Eigenmitteln offenzulegen.

Die Verletzung dieser Mitteilungspflichten wird nicht besonders scharf sanktioniert. Der Emittent hat zwar dem Anlegerpublikum mitzuteilen, wenn der Meldepflichtige seiner Mitteilungspflicht nicht oder nicht ordnungsgemäß nachkommt, doch sind weitergehende Rechtsfolgen nicht vorgesehen. Nicht ausgeschlossen ist allerdings, dass eine (bewusst) falsche Auskunft als unzulässige Marktmanipulation mit entsprechenden rechtlichen Konsequenzen angesehen werden könnte.

Der neu eingeführte § 27a WpHG **tritt erst am 31. Mai 2009 in Kraft**. Bis dahin wird möglicherweise auch eine für Detailregelungen noch geplante Rechtsverordnung erlassen sein.

## 5. Verbesserte Identifizierung der Inhaber von Namensaktien

Hat eine Aktiengesellschaft Namensaktien ausgegeben (und nicht Inhaberaktien), muss die Gesellschaft ein Aktienregister führen. Ein solches Register kann für die Gesellschaft vorteilhaft sein, insbesondere zur Erleichterung der Kommunikation zwischen Gesellschaft und Aktionären. Allerdings bilden die Aktienregister in der Praxis die wahre Aktionärsstruktur oft nur unvollkommen ab. Häufig werden nicht die rechtlichen Eigentümer der Aktien, sondern Kreditinstitute als „Platzhalter“, die die Aktien für die rechtlichen Eigentümer halten, aufgeführt. Das Risikobegrenzungs-gesetz zielt darauf ab, der Aktiengesellschaft die Identifizierung ihrer Aktionäre zu erleichtern.

Wie bisher soll zwar auch künftig statt dem Aktionär ein Platzhalter in das Aktienregister eingetragen werden können. Allerdings eröffnet das Risikobegrenzungs-gesetz der Gesellschaft die Möglichkeit, **in der Satzung die Eintragung von Platzhaltern einzuschränken**, um so die Aussagekraft des Aktienregisters über die Aktionärsstruktur der Gesellschaft wieder zu verbessern. Hierbei wird anscheinend insbesondere an die Festlegung bestimmter Schwellenwerte gedacht, die aufgrund von Erfahrungen in der Schweiz bei börsennotierten Gesellschaften ab Anteilspaketen von ca. 0,5 bis 2 % praktikabel seien.

Die Neuregelung enthält auch eine Sondervorschrift für bestimmte Investmentfonds. Danach gelten Aktien, die zu einem in- oder ausländischen Investmentvermögen gehören, dessen Anteile nicht ausschließlich von Anlegern, die nicht natürliche Personen sind, gehalten werden, als Aktien des in- oder ausländischen Investmentvermögens, auch wenn sie im Miteigentum der Anleger stehen. Verfügt das Investmentvermögen über keine eigene Rechtspersönlichkeit, gelten sie als Aktien der Verwaltungsgesellschaft des Investmentvermögens.

Als Sanktion sieht die Neufassung des § 67 AktG vor, dass Stimmrechte (also nicht Rechte auf Dividendenbezug) aus den betreffenden Aktien bei Überschreitung einer satzungsmäßigen Höchstgrenze bzw. Nichterfüllung einer satzungsmäßigen Pflicht zur Offenlegung, dass die betreffenden Aktien einem anderen gehören, nicht bestehen.

Auch wenn eine entsprechende Satzungsregelung nicht getroffen wird, soll die Gesellschaft nach dem Risikobegrenzungs-gesetz die im Aktienregister eingetragenen Personen um **Auskunft darüber bitten können, ob ihnen die Aktien gehören bzw. für wen sie diese Aktien im Einzelnen halten** (§ 67 Abs. 4 Satz 2 ff. AktG n.F.). Auf diese Weise identifizierte weitere Personen sind eben-

falls zu einer entsprechenden Auskunft verpflichtet, so dass mit diesem Mechanismus schließlich der tatsächliche Inhaber der Namensaktien offengelegt werden kann. Verweigert der jeweils Eingetragene die Auskunft, **verliert er die Stimmrechte** aus den betreffenden Aktien bis zur Auskunftserteilung. Bei einer fehlerhaften Mitteilung kommt die Verhängung eines Bußgeldes in Betracht.

Die Neufassung des § 67 AktG verpflichtet den Aktionär jetzt dazu, der Gesellschaft beim Erwerb von Namensaktien die für die Eintragung in das Aktienregister erforderlichen Angaben mitzuteilen, während bislang aufgrund der Vermutungswirkung des § 67 Abs. 2 AktG zur Aktionärsstellung darauf vertraut wurde, dass diese Angaben freiwillig erfolgen.

Der modifizierte § 67 AktG ist ab dem **19. August 2008** in Kraft.

## 6. Information der Belegschaft über Kontrollerwerb

Soweit ein Unternehmen einen **Wirtschaftsausschuss** hat, muss dieser nach dem Risikobegrenzungs-gesetz künftig (also ab dem **19. August 2008**) über eine geplante **Übernahme der Gesellschaft, d.h. über einen Kontrollerwerb**, unterrichtet werden. Bislang wurde eine Unterrichtungspflicht basierend auf einer Generalklausel im Betriebsverfassungsgesetz nur dann angenommen, wenn soziale Auswirkungen der Übernahme möglich waren. Das Risikobegrenzungs-gesetz statuiert eine Unterrichtungspflicht nunmehr dagegen explizit für sämtliche Fälle des Kontrollerwerbs durch „potentielle Erwerber“.

Hat eine Gesellschaft keinen Wirtschaftsausschuss, ist der **Betriebsrat** zu unterrichten. Auf diese Weise soll die Belegschaft über den Kontrollerwerb durch neue Investoren informiert werden. Ein Zustimmungsvorbehalt zugunsten der Arbeitnehmer wird hierdurch nicht eingeführt.

Die im Risikobegrenzungs-gesetz vorgesehene Unterrichtung hat möglicherweise Auswirkungen auf die Gestaltung des Ablaufs von Transaktionen, da eine frühe Unterrichtung des Wirtschaftsausschusses möglicherweise zu einer öffentlichen Verlautbarung der Erwerbsabsicht führen könnte, die unter strategischen Gesichtspunkten nicht wünschenswert ist. Die Unterrichtung kann allerdings wie bisher unterbleiben, wenn hierdurch Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse gefährdet würden. Auch die Insidervorschriften der §§ 12 ff. WpHG müssen in diesem Zusammenhang beachtet werden.

## **7. Beschränkungen bei der Veräußerung von Kreditforderungen zum Schutz von Verbrauchern**

Im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens wurde das Risikobegrenzungs-gesetz um zusätzliche Vorschriften zum **Verkauf von Forderungen aus Verbraucherdarlehensverträgen, insbesondere aus Immobiliendarlehensverträgen**, ergänzt. Dadurch soll der Verbraucherschutz beim Verkauf von Kreditforderungen gestärkt werden. Anlass für die Änderungen waren insbesondere in der Öffentlichkeit bekannt gewordene Fälle von Zwangsversteigerungen, nachdem Banken die von ihnen gehaltenen Kreditforderungen an Finanzinvestoren weiterverkauft hatten.

Die Neuregelung im Risikobegrenzungs-gesetz sieht deshalb vor, dass ab dem 19. August 2008 geschlossene Immobiliendarlehensverträge erst dann gekündigt werden dürfen, wenn der Darlehensnehmer mit mindestens zwei aufeinanderfolgenden Teilzahlungen ganz oder teilweise mit mindestens 2,5 % des Nennbetrages des Darlehens in Verzug ist. Dasselbe gilt für bei Inkrafttreten bestehende Vertragsverhältnisse, die nach dem 19. August 2008 vom Darlehensgeber übertragen werden. Darüber hinaus muss der Verbraucher ab sofort darüber unterrichtet werden, dass Forderungen aus einem Immobiliendarlehensvertrag abgetreten werden können und das Vertragsverhältnis insgesamt übertragen werden kann. Läuft die vereinbarte Zinsbindung aus oder wird die Rückzahlungsforderung fällig, muss der Verbraucher drei Monate im Voraus informiert werden. Im Falle der Abtretung oder Übertragung des Darlehensvertrages ist er zudem über die Person des neuen Gläubigers oder Vertragspartners in Kenntnis zu setzen.

CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP

**FRANKFURT**

Main Tower  
Neue Mainzer Straße 52  
60311 Frankfurt am Main  
069 97103 0  
069 97103 199 Fax

**NEW YORK**

One Liberty Plaza  
New York, NY 10006-1470  
1 212 225 2000  
1 212 225 3999 Fax

**WASHINGTON**

2000 Pennsylvania Avenue, NW  
Washington, DC 20006-1801  
1 202 974 1500  
1 202 974 1999 Fax

**PARIS**

12, rue de Tilsitt  
75008 Paris, Frankreich  
33 1 40 74 68 00  
33 1 40 74 68 88 Fax

**BRÜSSEL**

Rue de la Loi 57  
1040 Brüssel, Belgien  
32 2 287 2000  
32 2 231 1661 Fax

**LONDON**

City Place House  
55 Basinghall Street  
London EC2V 5EH, England  
44 20 7614 2200  
44 20 7600 1698 Fax

**MOSKAU**

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP  
CGS&H Limited Liability Company  
Paveletskaya Square 2/3  
Moskau, Russland 115054  
7 495 660 8500  
7 495 660 8505 Fax

**KÖLN**

Theodor-Heuss-Ring 9  
50668 Köln  
0221 80040 0  
0221 80040 199 Fax

**ROM**

Piazza di Spagna 15  
00187 Rom, Italien  
39 06 69 52 21  
39 06 69 20 06 65 Fax

**MAILAND**

Via San Paolo 7  
20121 Mailand, Italien  
39 02 72 60 81  
39 02 86 98 44 40 Fax

**HONGKONG**

Bank of China Tower  
One Garden Road  
Hongkong  
852 2521 4122  
852 2845 9026 Fax

**BELJING**

Twin Towers – West  
12 B Jianguomen Wai Da Jie  
Chaoyang District  
Beijing 100022, China  
86 10 5920 1000  
86 10 5879 3902 Fax