

Neue ESMA-Stellungnahme zu „Acting in Concert“: Ziel der weiteren Klarstellung aber verfehlt

Die wenig eindeutigen rechtlichen Bestimmungen zur Reichweite der Verhaltensabstimmung („Acting in Concert“) im deutschen Übernahmerecht (§ 30 Abs. 2 WpÜG) und Wertpapierhandelsrecht (§ 22 Abs. 2 WpHG) haben zu zahlreichen Diskussionen, gerichtlichen Auseinandersetzungen und nicht zuletzt auch zum Eingreifen des Gesetzgebers im Rahmen des Risikobegrenzungsgesetzes im Jahr 2008 geführt. Es kommt hinzu, dass die Regelungen zum „Acting in Concert“ in den einzelnen EU-Mitgliedsstaaten höchst unterschiedlich sind.

Die European Securities and Markets Authority (ESMA) möchte diesbezüglich einen Beitrag zur Vereinheitlichung der Aufsichtspraxis leisten und die Rechtssicherheit für internationale Investoren bei der Ausübung ihrer Aktionärsrechte erhöhen.¹ Hierzu hat sie Mitte November eine [Stellungnahme](#) zur Reichweite der Übernahmerrichtlinie 2004/25/EC im Hinblick auf ein mögliches „Acting in Concert“ bei der Ausübung von Aktionärsrechten und der Bestellung von Organmitgliedern veröffentlicht.

- Die ESMA-Stellungnahme enthält zunächst eine „**White List**“ von Aktivitäten, bei denen ein Zusammenwirken von Aktionären nach Auffassung der nationalen Aufsichtsbehörden, die bei der Erstellung der „White List“ mitgewirkt haben, für sich genommen keine Vermutung eines „Acting in Concert“ begründet.
- Das (praktisch besonders relevante) Zusammenwirken bei der **Bestellung von Organmitgliedern** wird nicht in der „White List“ aufgeführt, weil die EU-Mitgliedsstaaten bei der Umsetzung der Übernahmerrichtlinie insofern unterschiedliche Ansätze gewählt haben. Die ESMA führt jedoch Aspekte an, die nationale Aufsichtsbehörden bei ihrer Entscheidung berücksichtigen können, wenn ein übernahmerechtlich relevantes „Acting in Concert“ im Zusammenhang mit der Bestellung von Organmitgliedern im Raum steht.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat die White List als „wichtige Orientierungshilfe beim Verständnis der bestehenden Übernahmeverordnungen“ begrüßt und zugleich erklärt, dass eine Änderung der Rechtslage damit nicht verbunden sei.²

¹ Siehe Presseerklärung [2013/1645](#) der ESMA vom 12. November 2013 und Abschnitt 3 der ESMA-Stellungnahme.

² Siehe [BaFin-Meldung](#) vom 13. November 2013.

Das Bestreben der ESMA nach einer Rechtsvereinheitlichung und Klarstellung der rechtlichen Regelungen zum „Acting in Concert“ ist grundsätzlich begrüßenswert. Aus der Perspektive des deutschen Rechts wird dieses Ziel durch die ESMA-Stellungnahme jedoch nicht wirklich erreicht. So hat die ESMA-Stellungnahme zwar durchaus Informationswert hinsichtlich der unterschiedlichen nationalen Ansätze zum „Acting in Concert“ in der EU. Sie führt jedoch nicht zu mehr Rechtssicherheit bei der Auslegung des deutschen Rechts.

A. „Acting in Concert“

Nach Art. 5 Abs. 1 der Übernahmerichtlinie müssen die EU-Mitgliedsstaaten sicherstellen, dass eine Person, die infolge ihres alleinigen Erwerbs oder des Erwerbs durch gemeinsam mit ihr handelnde Personen („Acting in Concert“) Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, den außenstehenden Aktionären ein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien unterbreiten muss. Entsprechende Umsetzungsregelungen existieren in den meisten EU-Mitgliedsstaaten.

Nach deutschem Recht beträgt die Kontrollschwelle 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft (§ 29 Abs. 2 WpÜG). Bei der Berechnung des relevanten Stimmrechtsanteils werden nach § 30 Abs. 2 WpÜG auch Stimmrechte eines Dritten zugerechnet, mit dem der Bieter oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise „abstimmt“; ausgenommen sind Vereinbarungen in Einzelfällen. Ein „abgestimmtes Verhalten“ setzt nach § 30 Abs. 2 WpÜG voraus, dass der Bieter 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 der Zielgesellschaft in sonstiger Weise zusammenwirken.

B. Die „White List“

I. Inhalt der ESMA-Stellungnahme

Die folgenden Aktivitäten begründen nach der ESMA-Stellungnahme für sich genommen keine Vermutung eines „Acting in Concert“:

- **Gespräche** über Angelegenheiten, die an die Unternehmensleitung herangebracht werden könnten;
- **Stellungnahmen gegenüber der Unternehmensleitung** im Hinblick auf Unternehmensrichtlinien, -praktiken oder bestimmte Maßnahmen, die die Gesellschaft ergreifen könnte;

- soweit es nicht die Bestellung von Organmitgliedern betrifft, die **Ausübung von Aktionärsrechten** zur (i) Ergänzung der Tagesordnung für die Hauptversammlung, (ii) Unterbreitung von Beschlussvorschlägen für Tagesordnungspunkte der Hauptversammlung, oder (iii) die Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung;
- soweit es nicht Entscheidungen über die Bestellung von Organmitgliedern betrifft und soweit das nationale Aktienrecht eine Beschlussfassung vorsieht, eine **Abstimmung über die Ausübung von Stimmrechten im Hinblick auf einen bestimmten Beschlussvorschlag**, wie etwa
 - die Zustimmung oder Ablehnung (i) eines Beschlussvorschlags zur Vorstandsvergütung, (ii) einer Akquisition oder Veräußerung, (iii) einer Kapitalherabsetzung oder eines Aktienrückkaufs, (iv) einer Kapitalerhöhung, (v) einer Dividendenausschüttung, (vi) der Bestellung, Abberufung oder Vergütung des Abschlussprüfers, (vii) der Durchführung einer Sonderuntersuchung, (viii) des Jahresabschlusses, (ix) der Unternehmensrichtlinien zu Umwelt- oder anderen Fragen sozialer Verantwortung oder zur Einhaltung anerkannter Standards oder Verhaltensanforderungen; oder
 - die Ablehnung von Geschäften mit nahestehenden Personen.

Die ESMA betont zugleich, dass eine Kooperation zwischen Aktionären und deren Rechtsfolgen stets unter Berücksichtigung sämtlicher Umstände des jeweiligen Einzelfalls zu beurteilen sind. Die nationalen Aufsichtsbehörden können demnach bei der Entscheidung, ob ein übernahmerechtlich relevantes „Acting in Concert“ vorliegt, neben der „White List“ auch andere Aspekte berücksichtigen. Im Ergebnis kann somit auch dann ein „Acting in Concert“ vorliegen, wenn Aktivitäten, die in der „White List“ genannt sind, aufgrund konkreter Sachverhaltsumstände dennoch auf eine Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft „ausgerichtet“ sind. Die ESMA empfiehlt Aktionären daher, im Zweifelsfall eine frühzeitige Abstimmung mit den zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden zu suchen.

II. Perspektive des deutschen Rechts

Aus deutscher Sicht hat die Aufnahme eines Tatbestandes in die „White List“ eine vergleichsweise schwache oder gar keine Indiz- oder Vermutungswirkung. Zunächst kommt es nach deutschem Recht nicht darauf an, ob es Teilnehmer eines „Acting in Concert“ auf „Kontrolle“ abgesehen haben oder nicht. Dies entspricht eher dem Verständnis des „Acting in Concert“ nach dem Recht des Vereinigten Königreichs. Es geht aus der deutschen Perspektive vielmehr darum, ob eine Stimmrechtsabstimmung oder eine qualifizierte Änderung der unternehmerischen Ausrichtung beabsichtigt ist. Danach ist die „White List“ kein geeignetes Ausschlusskriterium. Verschiedene Aktivitäten der „White List“ stellen nämlich geradezu übliche Mittel oder Rechte für Aktionäre dar, ihren Einfluss auf die Gesellschaft geltend zu machen

und werden dann bei einem „Acting in Concert“ auch gemeinsam herangezogen, möglicherweise um „mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft zusammenzuwirken“. Dies gilt z. B. für gemeinsame Stellungnahmen gegenüber der Unternehmensleitung zur Einleitung eines Strategiewechsels. Wenn beispielsweise ein Wechsel von der Expansion im bisherigen Geschäftsfeld zur Abwicklung der Gesellschaft von der Hauptversammlung beschlossen werden muss, sind eine Ergänzung der Tagesordnung, abweichende Beschlussvorschläge und evtl. die Einberufung der Hauptversammlung ebenso wie die Beschlussfassung unvermeidliche Mittel auch für ein „Acting in Concert“.

Aus der Perspektive des deutschen Rechts ist daher mehr als zweifelhaft, ob die „White List“ tatsächlich eine Vermutungswirkung dahingehend entfalten kann, dass die darin genannten Aktivitäten allenfalls „ausnahmsweise“ bei Vorliegen besonderer Umstände ein „Acting in Concert“ darstellen. Vielmehr dürfte auch bei den Tatbeständen der „White List“ völlig unvoreingenommen zu prüfen sein, ob ein „Acting in Concert“ gegeben ist oder nicht.

C. Bestellung von Organmitgliedern

I. Inhalt der ESMA-Stellungnahme

Im Hinblick auf die Bestellung von Organmitgliedern führt die ESMA folgende Aspekte an, die nationale Aufsichtsbehörden bei ihrer Entscheidung berücksichtigen können, ob ein übernahmerechtlich relevantes „Acting in Concert“ im Zusammenhang mit der Bestellung von Organmitgliedern gegeben ist, weil die Abstimmung nicht lediglich Ausdruck einer gemeinsamen Haltung, sondern **auf die Erlangung von Kontrolle über die Zielgesellschaft gerichtet** ist:

- Welche Beziehungen bestehen zwischen den Aktionären, welche Zielsetzungen verfolgen sie und was sind die Folgen ihres Handelns?
- Welche Beziehungen bestehen zwischen den kooperierenden Aktionären und den vorgeschlagenen Organmitgliedern?
- Im Hinblick auf wie viele Organmitglieder erfolgt eine Abstimmung?
- Erfolgt eine Abstimmung im Hinblick auf die Bestellung von Organmitgliedern einmalig oder wiederholt?
- Haben die Aktionäre nicht nur parallel abgestimmt, sondern auch gemeinsame Wahlvorschläge für Organmitglieder unterbreitet?
- Kommt es durch die Bestellung der vorgeschlagenen Organmitglieder zu einer Änderung der Mehrheitsverhältnisse in dem betreffenden Organ?

II. Perspektive des deutschen Rechts

Nach deutschem Recht kann bei der Bestellung von Organmitgliedern einerseits die ein „Acting in Concert“ ausschließende Einzelfallausnahme greifen. Diesbezüglich stellte der Finanzausschuss des Bundestages im Zusammenhang mit der Verabschiedung des Risikobegrenzungsgesetzes fest, dass es sich bei der Vorabstimmung über die Nominierung von Kandidaten für die Besetzung des Aufsichtsrats „regelmäßig“ um eine Abstimmung im Einzelfall handelt, die keine Stimmrechtszurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG begründe.³

Andererseits sind bei Organbestellungen jeweils die konkreten Umstände des Einzelfalles relevant, insbesondere die Zielsetzungen etwaiger zusammenwirkender Aktionäre. In der Begründung der Bundesregierung zum Risikobegrenzungsgesetz wird zur Bestellung von Organmitgliedern instruktiv Folgendes ausgeführt:

„Darüber hinaus hat nicht jede in der Praxis übliche Abstimmung über die Besetzung des Aufsichtsrats eine Stimmrechtszurechnung zur Folge. Ebenso wenig kommt der Abstimmung über die Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden grundsätzlich eine die Zurechnung der Stimmrechte begründende Bedeutung zu. Anders verhält es sich, wenn mit der Wahl des Vorsitzenden besondere Umstände verbunden sind, die über den Normalfall hinausgehen, etwa die konkrete Absicht verbunden ist, dass der Vorsitzende eine bestimmte unternehmerische Neuausrichtung herbeiführen wird. Bei der Abstimmung über die Auswechslung mehrerer Aufsichtsratsmitglieder ist darauf abzustellen, ob mit dieser Maßnahme konkrete unternehmerische oder finanzwirtschaftliche Entscheidungen beabsichtigt werden, z. B. die Zerschlagung des Unternehmens oder die Zahlung einer hohen Sonderdividende, die dazu führt, dass sich bestimmte bislang verfolgte oder geplante strategische oder unternehmerische Politiken nicht mehr umsetzen lassen. Je größer die Zahl der ausgewechselten Aufsichtsratsmitglieder, desto mehr spricht für die Annahme eines Acting in Concert.“⁴

Demnach sind bei der Auswechslung bzw. Neubestellung von Organmitgliedern nach deutschem Recht als Sonderumstände beispielsweise zu berücksichtigen:

- Das mögliche Ziel einer **unternehmerischen Neuausrichtung**, das mit einer Neubesetzung auch einzelner Aufsichtsratspositionen verbunden sein kann,
- die Umsetzung **konkreter unternehmerischer oder finanzwirtschaftlicher Entscheidungen**, z. B. Änderung der Unternehmensstruktur oder des Einsatzes der Finanzmittel und

³ Siehe Begründung des Finanzausschusses, BT-Drucks. 16/9821, S. 12.

⁴ BT-Drucks. 16/7438, S. 11.

- die **Anzahl der neubesetzten Aufsichtsratsposten** – je größer, desto eher liegt ein „Acting in Concert“ vor.

Diese Aspekte finden sich grundsätzlich auch in der ESMA-Stellungnahme wieder. Für das – nicht einfach zu ermittelnde – deutsche Recht und seine Auslegung ergeben sich insofern allerdings keine neuen Erkenntnisse, sodass die ESMA-Stellungnahme nicht wirklich zu mehr Rechtssicherheit in diesem Bereich führt.

D. Konsequenzen für die Praxis

Die ESMA-Stellungnahme hat einen gewissen Informationswert für Marktteilnehmer, denn sie enthält neben den unter B. und C. zusammengefassten Ausführungen einen Überblick über die verschiedenen „Acting in Concert“-Regelungen in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten. Eine wesentliche Vereinheitlichung der Aufsichtspraxis und eine Klarstellung bislang zweifelhafter Fragen dürfte durch die Stellungnahme jedoch nicht erreicht werden.

Aus der Perspektive des deutschen Rechts ist mehr als zweifelhaft, ob die „White List“ tatsächlich eine Vermutungswirkung dahingehend entfalten kann, dass die darin genannten Aktivitäten allenfalls „ausnahmsweise“ bei Vorliegen besonderer Umstände ein „Acting in Concert“ darstellen. Auf jeden Fall dürfte die Klarstellungswirkung der „White List“ äußerst begrenzt sein, nicht zuletzt da die ESMA selbst ihre „White List“ unter den Vorbehalt abweichender Entscheidungen durch die nationalen Aufsichtsbehörden stellt. Gleiches gilt im Prinzip für den Bereich der Organbestellung, in dessen Rahmen die von der ESMA insoweit aufgeführten Aspekte für die Feststellung eines „Acting in Concert“ Relevanz haben können, inhaltlich aber keine neuen Erkenntnisse für die Auslegung des deutschen Rechts bringen.

Demgemäß ist darauf hinzuweisen, dass die ESMA-Stellungnahme für nationale Gerichte, die mit der Auslegung des WpÜG (oder vergleichbarer nationaler Gesetze in anderen EU-Mitgliedsstaaten) befasst sind, nicht bindend ist. Es ist daher nicht auszuschließen, dass ein Gericht bei der Auslegung des nationalen „Acting in Concert“-Tatbestands zu Ergebnissen kommt, die nicht konsistent mit der ESMA-Stellungnahme sind.

* * * * *

Für Fragen zu den Themen dieses Memorandums stehen Ihnen Dr. Klaus Riehmer (kriehmer@cgsh.com), Dr. Oliver Schröder (oschroeder@cgsh.com) und Dr. Peter Polke (ppolke@cgsh.com) aus dem Frankfurter Büro von Cleary Gottlieb sowie unsere Partner und Counsel, die auf unserer [Website](#) unter Praxisbereiche – Regionen – Deutschland – Anwältinnen und Anwälte aufgeführt sind, gerne zur Verfügung.

Büros

NEW YORK

One Liberty Plaza
New York, NY 10006-1470, USA
T: +1 212 225 2000
F: +1 212 225 3999

WASHINGTON

2000 Pennsylvania Avenue, NW
Washington, DC 20006-1801, USA
T: +1 202 974 1500
F: +1 202 974 1999

PARIS

12, rue de Tilsitt
75008 Paris, Frankreich
T: +33 1 40 74 68 00
F: +33 1 40 74 68 88

BRÜSSEL

Rue de la Loi 57
1040 Brüssel, Belgien
T: +32 2 287 2000
F: +32 2 231 1661

LONDON

City Place House
55 Basinghall Street
London EC2V 5EH, England
T: +44 20 7614 2200
F: +44 20 7600 1698

MOSKAU

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLC
Paveletskaya Square 2/3
Moskau, Russland 115054
T: +7 495 660 8500
F: +7 495 660 8505

FRANKFURT

Main Tower
Neue Mainzer Strasse 52
60311 Frankfurt am Main
T: +49 69 97103 0
F: +49 69 97103 199

KÖLN

Theodor-Heuss-Ring 9
50688 Köln
T: +49 221 80040 0
F: +49 221 80040 199

ROM

Piazza di Spagna 15
00187 Rom, Italien
T: +39 06 69 52 21
F: +39 06 69 20 06 65

MAILAND

Via San Paolo 7
20121 Mailand, Italien
T: +39 02 72 60 81
F: +39 02 86 98 44 40

HONGKONG

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton (Hong Kong)
Hysan Place, 37th Floor
500 Hennessy Road
Causeway Bay
Hong Kong
T: +852 2521 4122
F: +852 2845 9026

PEKING

Twin Towers – West (23rd Floor)
12 B Jianguomen Wai Da Jie
Chaoyang District
Peking 100022, China
T: +86 10 5920 1000
F: +86 10 5879 3902

BUENOS AIRES

CGSH International Legal Services, LLP-
Sucursal Argentina
Avda. Quintana 529, 4to piso
1129 Ciudad Autonoma de Buenos Aires
Argentina
T: +54 11 5556 8900
F: +54 11 5556 8999

SÃO PAULO

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton
Consultores em Direito Estrangeiro
Rua Funchal, 418, 13 Andar
São Paulo, SP Brazil 04551-060
T: +55 11 2196 7200
F: +55 11 2196 7299

ABU DHABI

Al Sila Tower, 27th Floor
Sowwah Square, PO Box 29920
Abu Dhabi, United Arab Emirates
T: +971 2 412 1700
F: +971 2 412 1899

SEOUL

Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP
Foreign Legal Consultant Office
19F, Ferrum Tower
19, Eulji-ro 5-gil, Jung-gu
Seoul 100-210, Korea
T: +82 2 6353 8000
F: +82 2 6353 8099