

Alert Memorandum zum Referentenentwurf eines "Risikobegrenzungsgesetzes" vom September 2007

Frankfurt
Oktober 2007

I. ZIELSETZUNG

Der Bundesregierung bezweckt mit dem „Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)“:

„die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert oder möglicherweise sogar verhindert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen.“ [Auszug aus der Gesetzesbegründung]

Maßnahmen, die Finanzinvestoren direkt adressieren und deren Handlungsmöglichkeiten einschränken, werden - jedenfalls im nationalen Rahmen - nicht für zielführend gehalten. Die Finanzmärkte und die betroffenen Unternehmen sollen vielmehr durch die Herstellung von Transparenz selbst in die Lage versetzt werden, im Hinblick auf die Aktivitäten von Finanzinvestoren sachgerechte Entscheidungen zu treffen.

Der Referentenentwurf (Stand 13. September 2007) orientiert sich streng an den Eckpunkten, die vom Bundeskabinett hierzu beschlossen wurden und schlägt im Einzelnen sechs Maßnahmen vor, die durch den Gesetzgeber konkret umgesetzt werden sollen:

- *acting in concert* - signifikante Erweiterung des Anwendungsbereichs,
- Mehr Informationen zu den Zielen der Inhaber wesentlicher Beteiligungen,
- Verschärfung der Rechtsfolgen bei der Verletzung von gesetzlichen Mitteilungspflichten,
- Verbesserte Identifizierung der Inhaber von Namensaktien,
- Erweiterte Stimmrechtszurechnung bei Finanzinstrumenten,
- Information der Belegschaft über Kontrollwechsel.

Für zwei weitere noch in den Eckpunkten aufgeführte Maßnahmen (Beschränkungen bei der Veräußerung von Kreditforderungen; Aufsicht über Hedgefonds) werden derzeit anscheinend keine Gesetzesänderungen für notwendig gehalten, hier sollen lediglich weitere Prüfungen seitens der Exekutive erfolgen.

Am 20. September 2007 hat das Bundesministerium der Finanzen den Verbänden und betroffenen Wirtschaftskreisen den Referentenentwurf zur Kommentierung übersandt. Ob und in welcher Form er Gesetzesform erlangt, wird der weitere Gesetzgebungsprozess zeigen.

II. DIE GESETZGEBERISCHEN MAßNAHMEN IM EINZELNEN

1. *acting in concert* - signifikante Erweiterung des Anwendungsbereichs

Von erheblicher praktischer Relevanz ist die geplante Neufassung der Regelung zur Stimmrechtszurechnung bei einem abgestimmten Verhalten von Investoren, dem sogenannten *acting in concert*.

Die heute bestehenden Zurechnungsnormen in § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG sind für Investoren von großer Bedeutung, da ein gemeinsames Handeln oder eine Abstimmung mit einem anderen Investor dazu führen kann, dass die Stimmrechtsanteile der Beteiligten im Rahmen der Aufgriffsschwellen für die Mitteilungspflichten zu den kontrollierten Stimmrechten und – noch gravierender – für die Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots an die Aktionäre der Zielgesellschaft zusammenzurechnen sind. Die Unterlassung einer Mitteilung nach § 21 WpHG bzw. ein unterbliebenes Pflichtangebot kann zum Verlust von Rechten aus den betreffenden Aktien und zu signifikanten Bußgeldern führen.

Die nicht präzise formulierten Zurechnungsvorschriften haben eine sichere Feststellung des *acting in concert* in der Vergangenheit erschwert, wobei der Bundesgerichtshof den Anwendungsbereich einer Stimmrechtszurechnung jüngst eingeschränkt hat. **Nach der Rechtsprechung liegt 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 wird, (ii) sich nicht nur auf einen Einzelfall bezieht oder jedenfalls bei einer punktuellen Abstimmung dem kein weitreichendes und konkretes unternehmerisches Gesamtkonzept zu Grunde liegt, und (iii) durch die Abstimmung die Unternehmenspolitik der Gesellschaft (nachhaltig) beeinflusst wurde.**

Ziel der Neufassung der Zurechnungsnormen ist nun einerseits eine Konkretisierung der Definition des *acting in concert*, andererseits soll die aus Sicht der Bundesregierung zu restriktive Rechtsprechung des BGH zum *acting in concert* modifiziert, sprich der Anwendungsbereich erweitert werden.

Nach dem Referentenentwurf soll künftig ein *acting in concert* auch vorliegen können, wenn die Abstimmung

- auf den parallelen Erwerb einer Beteiligung statt auf die Ausübung von Stimmrechten gerichtet ist,
- nur in einem Einzelfall erfolgt oder
- außerhalb der Hauptversammlung stattfindet.

Allerdings ist nach dem Referentenentwurf weitere Voraussetzung der Zurechnung, dass die Beteiligten in „*einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen*“. Damit greift der Referentenentwurf ein Kriterium auf, das auch schon in der o. g. Rechtsprechung verwendet wurde.

Insgesamt wird durch den Referentenentwurf der Anwendungsbereich des *acting in concert* **erheblich erweitert**. So kann jetzt ein gemeinsam geplanter paralleler Aktienerwerb, eine parallele Einwirkung auf den Vorstand zur Umsetzung bestimmter Maßnahmen oder eine Einzelaktion wie eine Abstimmung über die Wahl von Aufsichtsräten ein *acting in concert* darstellen, wenn dies geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung der betroffenen Gesellschaft dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen. Auf die – tatsächlich schwer feststellbare – subjektive Seite, also die eigentlichen Zielsetzungen der Investoren, käme es nicht unbedingt an.

Durch eine solche Regelung würde die Abgrenzung zwischen relevantem oder nicht relevantem Abstimmungsverhalten wieder schwieriger, weil einfach feststellbare Kriterien aus der bisherigen Definition des *acting in concert* wie etwa die Beschränkung auf die Ausübung von Stimmrechten oder die Einzelfallausnahme eliminiert werden. Insbesondere wird es darauf ankommen, unter welchen Umständen sich die Abstimmung zu einer dauerhaften oder erheblichen unternehmerischen Beeinflussung eignet. Das Ziel der Konkretisierung durch die Neufassung des Gesetzes wird so verfehlt, vielmehr wird bis zu einer Präzisierung der Begriffe durch die Rechtsprechung wieder für einige Zeit Unsicherheit bestehen. In jedem Fall müsste künftig jede geplante Abstimmung zwischen Investoren vorab analysiert werden, um mögliche Risiken zu minimieren und Rechtsnachteile zu vermeiden.

2. Mehr Informationen zu den Zielen der Inhaber wesentlicher Beteiligungen

Nach dem Referentenentwurf soll ein Meldepflichtiger, der Meldeschwellen von 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% und 75% der Stimmrechte an einem Emittenten erreicht oder überschreitet, nach dem Vorbild anderer Staaten wie den USA oder

Frankreich künftig neben seinem Stimmrechtsanteil auf Verlangen des Emittenten auch Auskunft über die mit dem Erwerb der Anteile verfolgten weitergehenden wirtschaftlichen Ziele und die Herkunft der zum Erwerb verwendeten Mittel geben (§ 27 Abs. 2 WpHG-RefE).

Allerdings wird der Emittent ein solches Verlangen im Regelfall erst nach Kenntnisnahme eines entsprechenden Stimmrechtserwerbs stellen können. Dies macht eine **zweistufige Mitteilung durch den Meldepflichtigen** erforderlich, zunächst über das Erreichen der Meldeschwelle und anschließend ggf. über seine Ziele und die Herkunft seiner Finanzmittel.

Der **Umfang der zusätzlichen Angaben** wird vom Referentenentwurf 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
 - die Investition strategischen Zielen oder der Erzielung von Handelsgewinnen dient,
 - innerhalb der nächsten 12 Monate weitere Stimmrechtszuwächse beabsichtigt sind,
 - er einen Kontrollerwerb nach § 29 Abs. 2 WpÜG anzielt,
 - er eine Einflussnahme auf die Besetzung des Aufsichtsrats oder des Vorstands des Emittenten verfolgt, oder
 - 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 Meldepflichtigen, ist auch dies unverzüglich mitzuteilen, d.h. es besteht insoweit eine Aktualisierungspflicht.

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

Die Verletzung dieser Mitteilungspflichten soll nach dem gegenwärtigen Entwurf nicht besonders scharf sanktioniert werden. Der Emittent hat zwar dem Anlegerpublikum mitzuteilen, wenn der Meldepflichtige einem Informationsverlangen nicht oder nicht ordnungsgemäß nachkommt, doch sind weitergehende Rechtsfolgen nicht vorgesehen. Allerdings ist nicht ausgeschlossen, dass eine (bewusst) falsche Auskunft als unzulässige Marktmanipulation mit entsprechenden rechtlichen Konsequenzen angesehen werden könnte.

3. Verschärfung der Rechtsfolgen bei der Verletzung von gesetzlichen Mitteilungspflichten

Um die Einhaltung der Mitteilungspflichten bei Veränderungen wesentlicher Stimmrechtsanteile sicherzustellen, wird eine Verletzung der Mitteilungspflicht gemäß § 21 WpHG schon nach der gegenwärtigen Rechtslage grundsätzlich mit dem Verlust der Rechte aus den betreffenden Aktien bis zur Nachholung der Mitteilung geahndet. Der Gesetzgeber missbilligt aber anscheinend die derzeit bestehende Möglichkeit, notwendige Mitteilungen zunächst aufzuschieben und erst vor der nächsten Hauptversammlung des Emittenten vorzunehmen. Auf diese Weise ist es Meldepflichtigen möglich, einen Paketaufbau zunächst zu verschleiern, ohne die entsprechende Sanktion eines Stimmrechtsentzugs auf der nächsten Hauptversammlung fürchten zu müssen.

Der Referentenentwurf schlägt daher eine Neufassung des § 28 WpHG vor, wonach der Verlust der Rechte aus den jeweiligen **Aktien sechs Monate nach Erfüllung der Mitteilungspflicht fortbestehen soll**, falls die Mitteilung vorsätzlich oder grob fahrlässig unterblieben ist.

4. Verbesserte Identifizierung der Inhaber von Namensaktien

Lauten die Aktien einer Aktiengesellschaft auf den Namen (und nicht auf den Inhaber), führt die Gesellschaft ein Aktienregister. 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, da häufig nicht die tatsächlichen Inhaber, sondern Platzhalter - in der Regel Kreditinstitute - aufgeführt werden. Der Referentenentwurf zielt darauf ab, der Aktiengesellschaft die Identifizierung ihrer Aktionäre wieder zu erleichtern.

Wie bisher soll zwar auch künftig statt dem Inhaber ein Platzhalter in das Aktienregister eingetragen werden können. Allerdings eröffnet der Referentenentwurf der Gesellschaft die Möglichkeit, **in der Satzung die Eintragung von Platzhaltern zu verbieten oder einzuschränken**, um so die Aussagekraft des Aktienregisters über die Aktionärsstruktur der Gesellschaft wieder zu verbessern.

Auch wenn von einer solchen Satzungsregelung kein Gebrauch gemacht wird, soll die Gesellschaft nach dem Referentenentwurf die im Aktienregister Eingetragenen um **Auskunft darüber bitten können, ob ihnen die Aktien gehören bzw. für wen sie diese Aktien im Einzelnen halten** (§ 67 Abs. 4 S. 2 ff AktG-RefE). Auf diese Weise benannte weitere Personen sind ebenfalls zu einer entsprechenden Auskunft verpflichtet, so dass mit diesem Mechanismus schließlich der tatsächliche Inhaber offengelegt werden kann. Verweigert der

jeweils Eingetragene die Auskunft, **verliert er die Rechte** aus den betreffenden Aktien bis zur Auskunftserteilung (allerdings besteht eine Heilungsmöglichkeit bzgl. der Vermögensrechte). Bei einer fehlerhaften Mitteilung kommt ein Bußgeld in Betracht.

Der Referentenentwurf verpflichtet den Aktionär jetzt auch dazu, beim Erwerb die erforderlichen Angaben für das Aktienregister mitzuteilen, während bislang aufgrund der Vermutungswirkung des § 67 Abs. 2 AktG zur Inhaberstellung darauf vertraut wurde, dass diese Angaben freiwillig erfolgen. Außerdem muss künftig die Gesellschaft im Rahmen der Mitteilung darauf hingewiesen werden, wenn ein Platzhalter eingetragen werden soll, damit die Gesellschaft bei Bedarf ihr Auskunftsverlangen entsprechend stellen kann.

„Zur Klarstellung“ sieht der Referentenentwurf auch noch vor, dass keine Rechte aus den betreffenden Aktien bestehen, solange ein (neuer) Aktionär nicht ins Aktienregister eingetragen ist bzw. ein Platzhalter unter Verletzung entgegenstehender Satzungsbestimmungen ins Aktienregister eingetragen wurde. Unklar ist allerdings, wie sich dieser Rechtsverlust mit der weiter fortbestehenden Vermutung in § 67 Abs. 2 AktG vereinbaren lässt, nach der als Aktionär gegenüber der Gesellschaft der ins Aktienregister Eingetragene gilt. Entweder gilt ein veräußernder Aktionär bei einer Verletzung der Mitteilungspflicht durch den Erwerber weiterhin als Aktionär und kann die damit verbundenen Rechte ausüben, oder diese Rechte entfallen insgesamt bei einem Verstoß gegen die neue Mitteilungspflicht.

5. Erweiterte Stimmrechtszurechnung bei 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 das Recht verleihen, aus eigenem Ermessen mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien dieser Gesellschaften zu erwerben (z. B. Optionen).

Bisher werden bei der Feststellung der Meldeschwelle in § 25 WpHG nur potentielle Stimmrechte aus den genannten Finanzinstrumenten berücksichtigt. Nach dem **Referentenentwurf sollen jedoch künftig die Stimmrechte aus Finanzinstrumenten und aus selbst gehaltenen oder zurechenbaren Aktien zusammengezählt werden.** Die würde dazu führen, dass Eingangsmeldeschwellen früher erreicht und die Meldedichte erhöht wird.

Zur Vermeidung doppelter Mitteilungspflichten durch diese Zusammenrechnung soll allerdings dann eine Mitteilung nach § 25 WpHG nur noch erforderlich sein, wenn gerade durch die Hinzurechnung der Finanzinstrumente zu den Aktien eine

gesetzliche Meldeschwelle erreicht oder überschritten wird. Ansonsten genügt eine Mitteilung nach § 21 WpHG.

6. Information der Belegschaft über Kontrollerwerb

Soweit eine Aktiengesellschaft einen **Wirtschaftsausschuss** hat, muss er nach dem Referententwurf über die **Übernahme der Gesellschaft, d.h. über einen Kontrollerwerb** iSv § 29 Abs. 2 WpÜG, unterrichtet werden. Hat eine Gesellschaft keinen Wirtschaftsausschuss, ist der Betriebsrat zu unterrichten. Auf diese Weise soll die Belegschaft über den Erwerb wesentlicher Anteile durch neue Investoren informiert werden. Ein Zustimmungsvorbehalt zugunsten der Arbeitnehmer wird hierdurch nicht eingeführt.

Bei börsennotierten Gesellschaften besteht schon heute ein vergleichbarer Informationsmechanismus, da der Betriebsrat bzw. die Belegschaft bei einem öffentlichen Erwerbsangebot und insbesondere auch bei einem Kontrollwechsel nach § 14 Abs. 4 S. 2 WpÜG eine Angebotsunterlage mit Angaben über den Bieter erhält. Auch bei einem *asset deal* ist der Betriebsrat der betroffenen Gesellschaft bereits heute in vielen Fällen zu unterrichten. **Die geplante Gesetzesänderung begründet diese Informationspflicht nun auch für *share deals* in Bezug auf nicht börsennotierte Unternehmen.**

III. WEITERE PRÜFUNGEN

Die allgemeine Begründung des Referententwurfs weist zudem darauf hin, dass die Bundesregierung gegenwärtig diskutiert, ob und inwieweit zusätzliche Vorschriften beim **Verkauf von Forderungen aus Verträgen über Immobilien- und sonstige Kredite** notwendig sind. Eine abschließende Bewertung fehlt bisher.

Außerdem sollen nach der Begründung des Referententwurfs die BaFin und die Deutsche Bundesbank von **Hedgefonds und Private Equity Fonds** potentiell ausgehende Risiken zukünftig in noch intensiverer Weise beobachten, um Gefahren für den Kapitalmarkt zu minimieren.

CLEARY GOTTLIEB STEEN & HAMILTON LLP

FRANKFURT

Main Tower
Neue Mainzer Strasse 52
60311 Frankfurt am Main, Germany
49 69 97103 0
49 69 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, France
33 1 40 74 68 00
33 1 40 74 68 88 Fax

BRUSSELS

Rue de la Loi 57
1040 Brussels, Belgium
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

MOSCOW

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

COLOGNE

Theodor-Heuss-Ring 9
50668 Cologne, Germany
49 221 80040 0
49 221 80040 199 Fax

ROME

Piazza di Spagna 15
00187 Rome, Italy
39 06 69 52 21
39 06 69 20 06 65 Fax

MILAN

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

HONG KONG

Bank of China Tower
One Garden Road
Hong Kong
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