



Professor Dr. Thomas M. J. Möllers

Universität Augsburg ■ Universitätsstraße 2 ■ 86135 Augsburg
Tel. +49(0) 821 598-4516 ■ Fax +49(0) 821 598-4517
thomas.moellers@jura.uni-augsburg.de
www.thomas-moellers.de



Partnerschaft Rechtsanwälte Steuerberater Wirtschaftsprüfer

Dr. Jörn Hirschmann ■ Dr. Thorsten Voß

An der Welle 3 ■ 60322 Frankfurt am Main
Tel. +49(0) 69 715 89 96-0 ■ Fax +49(0) 69 715 89 96-99
j.hirschmann@sibeth.com ■ t.voss@sibeth.com
www.sibeth.com

Sitz der Partnerschaft: München,
PR 517 (Amtsgericht München)

An den
Vorsitzenden des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestags
Herrn MdB Eduard Oswald
Paul-Löbe-Haus
Platz der Republik 1
11011 Berlin

**Schriftliche Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines
Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen
verbundenen Risiken vom 24. Oktober 2007
(BT-Drucks. 16/7438 vom 7. Dezember 2007)**

Augsburg / Frankfurt am Main, 22. Januar 2008

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken vom 24.10.2007 äußern wir uns wie nachstehend ausgeführt.

Teil A: § 27 WpHG-E

(Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers / Florian Holzner):

I. Einleitung – Heuschreckendebatte und das geplante Risikobegrenzungsgesetz

Der deutsche Kapitalmarkt gerät zunehmend ins Visier von Finanzinvestoren. So verhinderte etwa der Hedge-Fonds TCI (mit einem Anteil von weniger als 5%), dass die Deutsche Börse die Londoner Börse übernimmt. Zudem wurde die Abwahl des Vorstandsvorsitzenden *Werner Seiffert* erzwungen.¹ Als abschreckendes Beispiel der Ak-

* Für seine Anregungen bedanken wir uns bei Herrn Ass. iur. Thomas Wenninger, z.Zt. Washington, D.C.

¹ FAZ v. 10.5.2005, abrufbar unter <http://www.faz.net>.

tivitäten von Finanzinvestoren wurde in der Öffentlichkeit der Fall Cognis diskutiert: Die neuen Anteilseigner Permira und Goldman Sachs hatten sich bereits nach kurzer Zeit über kreditfinanzierte Sonderausschüttungen beinahe das Doppelte ihres bei der Übernahme eingesetzten Eigenkapitals ausschütten lassen.² Provokativ wurde die Diskussion vom früheren Bundesarbeitsminister *Franz Müntefering* angestoßen, der Finanzinvestoren als „Heuschrecken“ bezeichnete.³

Abstrahiert man die teils polemisch geführte Diskussion, so wird zumindest Teilen der institutionellen Investoren ein gesamtwirtschaftlicher Nutzen bescheinigt⁴; gleichermaßen stehen gewisse Investitionsstrategien und Transaktionsgestaltungen⁵ im Zentrum ständiger rechtspolitischer Kritik. Nach langen Diskussionen um eine geeignete legislatorische Reaktion hat die Bundesregierung den Entwurf des Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz) vorgelegt. Obschon zahlreiche einschneidende, direkt an den Handlungsmöglichkeiten der Investoren ansetzende Maßnahmen vor allem gesellschaftsrechtlicher Art in der Vergangenheit diskutiert wurden⁶, hat der vorliegende Gesetzesentwurf keinen dieser Vorschläge aufgenommen. Als zielführender wurde von der Bundesregierung eine weitere Erhöhung der Transparenz am Kapitalmarkt⁷ angesehen. Um eine solche zu erreichen, sollen nach dem Regierungsentwurf u.a. die Regelungen bezüglich des *acting in concert* erweitert⁸ und die (gesellschaftsrechtlichen) Sanktionen für die Verletzung der wertpapierrechtlichen Mitteilungspflichten verschärft⁹ wer-

² Vgl. hierzu Chronik einer Plünderung, Der Spiegel 51/2006, S. 74.

³ „Manche Finanzinvestoren verschwenden keinen Gedanken an die Menschen, deren Arbeitsplätze sie vernichten – sie bleiben anonym, haben kein Gesicht, fallen wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter. (...) Gegen diese Form von Kapitalismus kämpfen wir“; s. Interview für Bild am Sonntag v. 17.4.2005, zitiert nach: <http://de.wikipedia.org/wiki/Heuschreckendebatte>.

⁴ Z.B. *Kaplan*, 24 JoFE 217-254 (1989): Danach weisen z.B. Unternehmen nach einem LBO (leveraged buy out) eine höhere Profitabilität auf; insbesondere steigen bei derartigen Unternehmen die operativen Gewinne deutlich an.

⁵ Zu nennen sind etwa Fallgruppen des übermäßig fremdfinanzierten Unternehmenskaufes (Buy-Outs im Zusammenhang mit Private Equity Investoren) und die generell festzustellende Aktivität von Finanzinvestoren zu massiver Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik, vor allen hinsichtlich der Besetzung der Leitungsorgane und Veränderungen der Kapitalstruktur der Gesellschaften. Eine solche Tendenz zu verstärkter Einflussnahme ist nicht nur bei Hedgefonds und Private Equity Funds, sondern bei Minderheitsaktionären im Allgemeinen zu beobachten. So übernahm die Postbank einen Stimmrechtsanteil von 9 % an der BHW-Holding. Sie erhielt einen Vertreter im Aufsichtsrat der Postbank. Die Postbank erreichte die Übernahme der BHW-Holding zu einem äußerst günstigen Preis und verhinderte erfolgreich die Übernahme durch konkurrierende Banken. Zum Sachverhalt und möglichen Interessenkonflikten siehe *Möllers*, ZIP 2006, 1615 ff.

⁶ Einen Überblick denkbarer Gestaltungsmöglichkeiten im Gesellschaftsrecht geben *Schmidt/Spindler*, Private Equity und Hedgefonds: Die Regulierung von Finanzinvestoren in Deutschland, Finanzierungsstrukturen, Zusammenfassung einer Studie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Oktober 2007, S. 1, 14 ff.

⁷ „Dabei sollten die an den Finanzmärkten und in den Unternehmen tätigen Akteure grundsätzlich selbst in die Lage versetzt werden, auf die bestmöglichen Ergebnisse hinzuwirken. Eine wichtige Grundvoraussetzung dafür ist die *Herstellung von Transparenz*, mit der eine ausreichende Informationsbasis für alle Akteure hergestellt wird.“ RegE BT-Drucks. 16/7438 v. 7.12.2007, S. 1.

⁸ § 22 Abs. 2 WpHG-E sowie § 30 Abs. 2 WpÜG-E.

⁹ § 28 WpHG-E.

den. Neben weiteren Maßnahmen (aussagefähigere wertpapierhandelsrechtliche Meldungen¹⁰, verbesserte Identifizierung der Inhaber von Namensaktien¹¹, Konkretisierung der Informationsrechte für Belegschaften¹²) sollen dem Kapitalmarkt auch weitreichendere Informationen über Inhaber wesentlicher Beteiligungen an börsennotierten Unternehmen zur Verfügung gestellt werden.¹³

Die bisherigen Meldepflichten des § 21 WpHG beschränken sich auf die Angabe der Beteiligungsverhältnisse; nach § 27 Abs. 2 WpHG-E sollen Investoren zukünftig bei Erreichen bestimmter Beteiligungsschwellen zusätzlichen Melde-/Offenlegungspflichten (u.a. Ziele des Investments, Herkunft der Mittel, Absicht zum Kontrollerwerb) unterliegen.

Die nachfolgende Stellungnahme greift aus den zahlreichen Maßnahmen des Risikobegrenzungsgesetzes diesen Aspekt der erweiterten Offenlegungspflichten (§ 27 Abs. 2 WpHG-E) heraus, da diese Verpflichtung in der bisherigen Diskussion noch nicht tiefgreifender analysiert wurde. Im Einzelnen soll dabei zwei Prämissen nachgegangen werden, auf welchen die neue Informationspflicht nach Ansicht des Gesetzgebers fußt. Erstens: Die Offenlegungspflichten für Investoren börsennotierter Unternehmen blieben hinter denen in anderen Staaten, insbesondere in den USA zurück¹⁴; man müsse sich deshalb an dem US-amerikanischen § 13 (d) SEA orientieren.¹⁵ Und zweitens: Mit dem geplanten Risikobegrenzungsgesetz ließen sich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren verhindern bzw. erschweren, ohne zugleich effizienzfördernde Finanz- und Unternehmenstransaktionen zu beeinträchtigen.¹⁶

Unzweifelhaft bildet das US-amerikanische Kapitalmarktrecht eine wichtige Rechtsquelle, welche für das europäische und deutsche Kapitalmarktrecht in den letzten Jahren immer wieder als Vorbild gedient hat. Auch sind ökonomische Überlegungen im Kapitalmarktrecht unabdingbar, da Kapitalmärkte effizient arbeiten müssen, um das global arbeitende Kapital anzuziehen.¹⁷ Allerdings ist Rechtsvergleichung immer

¹⁰ § 25 WpHG-E.

¹¹ § 67 Abs. 4 Satz 2 AktG-E.

¹² §§ 106, 109 BetrVG-E.

¹³ § 27 Abs. 2 WpHG-E.

¹⁴ „Die für Investoren börsennotierter Unternehmen geltenden Meldepflichten bei Veränderungen wesentlicher Stimmrechtsanteile beschränken sich auf Angaben zu den Beteiligungsverhältnissen. *Damit bleiben sie hinter den Berichtserfordernissen in anderen Staaten, insbesondere in den USA und in Frankreich, zurück*, in denen ab einer bestimmten Anlagegrenze die mit der Beteiligung verfolgten Ziele und die Herkunft der Mittel bekannt zu geben sind,“ BegrRegE BT-Drucks. 16/7438, S. 9.

¹⁵ „In den USA gilt eine Veröffentlichungspflicht hinsichtlich der Ziele und der Herkunft der Mittel bereits ab einer Beteiligungsschwelle von 5 Prozent (Section 13d des Securities Exchange Act),“ BegrRegE BT-Drucks. 16/7438, zu § 27 WpHG-E.

¹⁶ BegrRegE BT-Drucks. 16/7438, S. 1, s. unten Fn. 37.

¹⁷ Hierzu Möllers, AcP 208 (2008), 1 – 36.

dann gefährlich, wenn bestimmte Rechtsregeln nur „partiell“ von einem Rechtssystem in das andere exportiert werden, ohne die erforderlichen Interessen und Wertungen des jeweiligen Rechtsgebietes ausreichend zu berücksichtigen.¹⁸ Beachtet man diese Vorgaben nicht, kann die gewünschte Allokationseffizienz nur zu schnell in ihr Gegenteil umschlagen, so dass die neu eingeführten gesetzgeberischen Maßnahmen effizienz hindernd wirken. Weil die Kapitalmärkte in einem scharfen globalen Wettbewerb stehen, wären solche Regelungen besonders fatal.

Der Gesetzgeber beruft sich ausdrücklich auf US-amerikanisches Recht, ohne dies näher auszuführen: Im Folgenden soll dies nachgeholt werden. Dazu wird zunächst die Vorschrift des § 13 (d) Securities Exchange Act (SEA) vorgestellt, welcher die deutsche Regelung in weiten Teilen entlehnt ist (II.). Wegen der gravierenden Unterschiede zwischen der deutschen und US-amerikanischen Rechtslage wird das eigentliche Ziel, vermeintlich „schlechte“ Transaktionen zu verhindern und vermeintlich „gute“ weiterhin zu ermöglichen, nicht erreicht (III.). Die Stellungnahme schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse (IV.). Diese Stellungnahme warnt ausdrücklich vor einer Einführung des § 27 Abs. 2 WpHG-E: Es handelt sich, so die These, um Placebo-Gesetzgebung aufgrund einer defizitären Teil-Rechtsvergleiche mit dem US-amerikanischen Recht.

II. Die defizitäre Teil-Rechtsvergleiche zum US-amerikanischen Recht

1. § 13 (d) Securities Exchange Act (SEA)

a) Zum Zweck der Vorschrift

Bis 1968 unterlagen in den USA Unternehmensübernahmen im Wege eines Übernahmeangebots (*tender offer*) keinerlei Transparenzpflichten; es bestanden nicht einmal dem § 21 WpHG entsprechende Offenlegungspflichten über das Erreichen bestimmter Beteiligungsschwellen. Dies galt sowohl im Vorfeld des *tender offer* (was ein „Anschleichen“ an die Zielgesellschaft ermöglichte) als auch beim eigentlichen Übernahmeangebot. Für einen Investor war es damit möglich, einen beträchtlichen Anteil oder gar die Kontrollmehrheit der Aktien eines Unternehmens zu erwerben, ohne seine Identität, die Herkunft der für die Transaktion verwendeten Mittel oder die mit der Unternehmensübernahme verfolgten Ziele offenlegen zu müssen.¹⁹ Bei Unternehmenskäufern war die Form des *tender offer* im Vergleich zu deutlich stärker re-

¹⁸ Zur funktionalen Rechtsvergleiche und der Makrorechtsvergleiche s. *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleiche, 3. Aufl. 1996, S. 33 ff.

¹⁹ *Merkt/Göthel*, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1330 mit weiteren Nachweisen in den Fußnoten.

gulierten Formen der Unternehmensübernahme folglich sehr beliebt.²⁰ Für die Aktionäre der potentiellen Zielgesellschaft hingegen resultierte aus der mangelnden Transparenz Unsicherheit und erheblicher Druck, weil die Ziele eines Übernahmeangebots unklar blieben.²¹

Die Rechtslage bei derartigen Übernahmeangeboten wurde nahezu einhellig als höchst unbefriedigend empfunden, so dass der Gesetzgeber 1968 mit dem so genannten Williams Act § 13 (d) SEA einführte. Diese Vorschrift statuierte bei Erreichen eines 5-prozentigen Anteils²² an einer börsennotierten Gesellschaft weitgehende Offenlegungspflichten, wie etwa Offenlegung der Höhe der Beteiligung, der Ziele des Investments, der Herkunft der Mittel und der Absicht zum Kontrollerwerb.²³ Weiterhin wurden die Vorschriften des § 14 (d) - (e) SEA erlassen, welche Offenlegungspflichten des Bieters in der Situation des eigentlichen Übernahmeangebotes festlegen.²⁴ Mit beiden Normen wollte man das Informationsniveau der Aktionäre der Zielgesellschaft im Vorfeld und während eines *tender offers* erhöhen und insofern einen Gleichlauf zu anderen, stärker regulierten Formen der Unternehmensübernahme herstellen. Die Aktionäre der Zielgesellschaft sollten (frühzeitig) auf bedeutende Anhäufungen von Stimmrechtsanteilen und die Absichten der dahinter stehenden Personen aufmerksam gemacht werden, wenn ein Wechsel der Unternehmenskontrolle im Raum steht.²⁵ Einen Schutz für die Unternehmensleitung der Zielgesellschaft im Hinblick auf geeignete oder gar überzogene Verteidigungsmaßnahmen im Zuge einer Übernahme war dagegen nicht bezweckt.²⁶

²⁰ Clark, Corporate Law, 1986, S. 546. Bei einem *proxy contest* oder einem *exchange offer* mussten dagegen den Aktionären im Vorfeld ihrer Entscheidung weitgehende Informationen von Seiten des Bieters zur Verfügung gestellt werden.

²¹ Clark, Corporate Law, 1986, S. 546 f.

²² In der Fassung von 1968 wurden die Offenlegungspflichten des § 13 (d) SEA erst bei Erreichen eines 10-prozentigen Anteils an einer Gesellschaft ausgelöst. Bereits 1970 wurde die Meldeschwelle auf 5 % herabgesetzt.

²³ Die Vorschrift ist abrufbar unter www.thomas-moellers.de und www.sec.com.

²⁴ Das Zusammenspiel der beiden Vorschriften soll hier nicht näher beleuchtet werden.

²⁵ *GAF Corp. v Milstein* (1971, CA2 NY) 453 F2d (...) "Purpose of requirement in 15 USCS § 78m (d) that owner of stock must file statement with issuer, SEC, and exchange, is to alert marketplace to every large, rapid aggregation or accumulation of securities, regardless of technique employed, which might represent potential shift in corporate control."

²⁶ *Rondeau v Mosinee Paper Corp* (1975) 422 US 49: (...) "By requiring disclosure of information to target corporation as well as Securities and Exchange Commission, Congress intended to do no more than give incumbent management opportunity to express and explain its position, and it was not Congress' intention to provide weapon for management to discourage takeover bids or prevent large accumulations of stock which would create potential for such attempts." Dass § 13 (d) SEA freilich auch einen (zumindest) reflexartigen Schutz für Unternehmensleitungen mit sich bringt, ist jedoch nicht von der Hand zu weisen.

b) Die Anzeige-/Offenlegungspflicht des § 13 (d) SEA

Gemäß § 13 (d) (1) SEA muss jeder wirtschaftliche²⁷ Eigentümer, der mehr als 5 % der Anteile einer Gattung einer börsennotierten²⁸ Gesellschaft erwirbt, diesen Erwerb beim Emittenten und der Securities and Exchange Commission (SEC) anzeigen und innerhalb von 10 Tagen ein Schedule 13D-Formular²⁹ einreichen. Der Schedule 13D fordert unter Item 5, dass der Meldepflichtige seine Anteile an einer Aktiegattung der Gesellschaft offenlegt (vergleichbar den Pflichten des § 21 WpHG). Daneben enthält der Schedule 13D weitere Offenlegungspflichten: So ist der Meldepflichtige verpflichtet, die Herkunft und die Höhe der für den Erwerb der Aktien aufgewendeten (Eigen- oder Fremd-) Kapitalmittel detailliert aufzuschlüsseln.³⁰ Als weitere und wohl einschneidendste Offenlegungspflicht hat der Meldepflichtige seine mit dem Investment verbundenen Ziele anzugeben, § 13 (d) (1) (C) SEA.³¹ Diese Pflicht ist in Schedule 13D (item 4) von der SEC konkretisiert worden: Danach hat der Meldepflichtige seine Absichten hinsichtlich

- (a) des Erwerbes von zusätzlichen Aktien des Emittenten/der Veräußerung von Aktien des Emittenten
- (b) außergewöhnlicher Unternehmenstransaktionen (Unternehmenszusammenschluss, Reorganisation oder Liquidation)
- (c) des Verkaufs eines gewichtigen Teiles der Unternehmensgegenstände des Emittenten oder seiner Tochtergesellschaften
- (d) der Veränderung der Zusammensetzung in den Leitungsorganen des Emittenten

²⁷ Zum Begriff siehe *Merkt/Göthel*, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1333.

²⁸ Hier bestehen nicht näher zu behandelnde Ausnahmen.

²⁹ SEC Rule 13d-101.

³⁰ § 13 (d) (1) (B) SEA.

³¹ § 13 (d) SEA lautet:

“Any person who, after acquiring directly or indirectly the beneficial ownership of any equity security of a class which is registered pursuant to section 12 of this title (...) is directly or indirectly the beneficial owner of *more than 5 per centum* of such class shall, within ten days after such acquisition, send to the issuer of the security at its principal executive office, (...)

(A) the *background, and identity, residence, and citizenship* of, and the nature of such beneficial ownership by, such person and all other persons by whom or on whose behalf the purchases have been or are to be effected;

(B) the *source and amount of the funds* or other consideration used or to be used in making the purchases (...);

(C) if the *purpose of the purchases* or prospective purchases is to acquire control of the business of the issuer of the securities any plans or proposals which such persons may have to liquidate such issuer, to sell its assets to or merge it with any other persons, or to make any other major change in its business or corporate structure (...).”

(e) jeder gewichtigen Änderung in der gegenwärtigen Finanzierungsstruktur oder Dividendenpolitik des Emittenten

(f) jeder anderen gewichtigen Änderung in der Geschäftspolitik des Emittenten

(g) Änderungen der Satzung des Emittenten bezüglich von Bestimmungen, welche die Übernahme des Emittenten behindern könnten

(h) eines Delisting einer Gattung von Aktien des Emittenten

(j) Handlungen, die den soeben genannten Handlungen gleichkommen

offenzulegen. Die Melde-/Offenlegungspflichten des § 13 (d) (1) SEA, konkretisiert durch Schedule 13D, weisen damit inhaltlich eine große Ähnlichkeit zu den Offenlegungspflichten des § 27 Abs. 2 WpHG-E auf.

2. Ausnahmen von der Offenlegungspflicht für passive Investoren

Allerdings bestehen im amerikanischen Rechtskreis bedeutende Ausnahmen von der umfangreichen Melde-/Offenlegungspflicht des § 13 (d) (1) SEA. Neben hier nicht näher zu behandelnden Ausnahmen³² ist vor allem die 1998 eingeführte eingeschränkte Offenlegungspflicht für sogenannte passive Investoren (*passive ownership investor rule*) von entscheidender Bedeutung. Die Securities Exchange Commission hat auf dem Verordnungsweg für passive Investoren die Möglichkeit geschaffen, anstatt des weitreichenden Schedule 13D ein sogenanntes Schedule 13G³³ einzureichen, welches im Wesentlichen lediglich Informationen über die Identität des Erwerbers, die Anzahl der erworbenen Aktien und die Erklärung des Investors, dass dieser die Aktien nicht zum Zwecke des Kontrollerwerbes erworben hat, verlangt. Die Angabe der mit der Transaktion verfolgten Ziele (wie im Schedule 13D) ist nach Schedule 13G gerade nicht erforderlich. Ein Investor gilt danach unter folgenden Voraussetzungen als passiv: Er muss entweder einer bestimmten Gruppe von näher spezifizierten Investoren (z.B. Banken, Versicherungen)³⁴ angehören oder direkt oder indirekt nicht mehr als 20 % der Anteile an der Zielgesellschaft halten.³⁵ Kumulativ zu einer dieser beiden Voraussetzungen darf der Investor die Aktien nicht zum Zwecke des Kontrollerwerbes des Emittenten erworben haben.³⁶

³² S. auch § 13 (d) (6) (A), (B), (C) und (D) SEA.

³³ SEC Rule 13d-102.

³⁴ SEC Rule 13d-1 (b) (1) (ii).

³⁵ SEC Rule 13d-1 (c) (3).

³⁶ SEC Rule 13d-1 (b) (1) (i) bzw. SEC Rule 13d-1 (c) (1).

Der Sache nach sorgt die Ausnahmeregel für passive Investoren dafür, dass die Offenlegungspflichten in den Fällen, in welchen Investoren die Meldeschwellen ohne Kontrollabsicht überschreiten, auf die Angabe des Beteiligungsverhältnisses reduziert werden. Schedule 13G entspricht daher in weiten Teilen den Melde-/ Offenlegungspflichten des § 21 WpHG.

3. Bewertung

Die rechtsvergleichende Gesamtschau verdeutlicht, dass der Verweis im Regierungsentwurf, es handele sich bei § 27 Abs. 2 WpHG-E um einen Regeltransfer, unrichtig ist. Wie insbesondere die Ausnahme für passive Investoren belegt, ist § 13 (d) SEA nicht vom Bestreben getragen, das Informationsniveau am Kapitalmarkt im Allgemeinen anzuheben; die Ausnahme schärft das Profil der Vorschrift streng in Richtung der Herstellung erhöhter Transparenz im Vorfeld übernahmerechtlicher Konstellationen. Steht hingegen keine Übernahme im Raum, werden für Investoren lediglich Offenlegungspflichten ausgelöst, die inhaltlich weitestgehend dem deutschen § 21 Abs. 1 WpHG entsprechen. Der § 27 Abs. 2 WpHG hat insoweit im Vergleich zu § 13 (d) SEA den weiteren Anwendungsbereich, weil die Offenlegungspflicht immer, nämlich auch ohne Akquisitionsabsicht des Meldepflichtigen besteht.

Der Begründung des Regierungsentwurfes, die davon ausgeht, dass deutscher Nachholbedarf im Vergleich zur US-amerikanischen Rechtslage bestehe, ist daher zu widersprechen. Sie ignoriert den Regelungszweck und Anwendungsbereich beider Normen.

III. Gesetzeszweck und ökonomische Zielsetzung des § 27 Abs. 2 WpHG-E

Das Risikobegrenzungs-gesetz soll das Korrelat zum ebenfalls 2008 in Kraft tretenden Gesetz zur Modernisierung der Kapitalbeteiligungen (MoRaKG)³⁷ darstellen. Die mit dem Risikobegrenzungs-gesetz angestrebte Herstellung erhöhter Transparenz soll nach Auffassung der Bundesregierung dazu führen, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Transaktionen durch Finanzinvestoren erschwert werden, ohne effizienz-fördernde Transaktionen zu verhindern. Wörtlich heißt es: „Es geht der Bundesregie-rung darum, die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert oder möglicherweise sogar verhindert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die *effi-zienzfördernd* wirken, zu beeinträchtigen.“³⁸ Leider wird im Gesetzesentwurf der Begriff „gesamtwirtschaftlich unerwünschter“ bzw. „effizienzfördernder“ Transaktionen an

³⁷ BegrRegE BT-Drucks. 16/631 v. 7.9.2007.

³⁸ BegrRegE BT-Drucks. 16/7438 v. 7.12.2007, S. 1.

keiner Stelle genauer erläutert.³⁹ Im Einzelnen wird aufzuzeigen sein, dass die Norm leerläuft (1.) und aus ökonomischer Perspektive effizienz hindernd ist (2.).

1. Rechtsfolgenorientierte Überlegungen

Normen sind regelmäßig Handlungsanweisungen, Gebote oder Verbote.⁴⁰ Normen sind überflüssig, wenn sie nicht angewendet werden, sondern als *law in the books* ignoriert werden. Auch hier ist ein Vergleich mit der US-amerikanischen Rechtslage hilfreich.

a) Umgehungsmöglichkeiten

aa) 20-Tages-Frist

Wenn Normen umgangen werden können, sind sie wenig effektiv. Schon die 10-Tages-Frist, das sogenannte „*ten-day-window*“, innerhalb dessen die Meldepflichten nach § 13 (d) (1) SEA erfüllt werden müssen, ist in den USA umstritten: Der Meldepflichtige kann während dieses Zeitraumes weiter unbegrenzt und vor allem unerkannt Aktien erwerben.⁴¹ Das relativ lange Zeitfenster schränkt insofern die Transparenzdichte im Vorfeld von Unternehmensübernahmen ein und läuft insofern dem *telos* des § 13 (d) SEA entgegen. Die SEC bemühte sich vergeblich, dieses Fenster auf dem Verordnungsweg zu verkürzen, indem sie den Meldepflichtigen verpflichtete, die erforderliche Offenlegung bereits am Tag nach dem Erreichen der Meldeschwelle vorzunehmen.⁴² Wenn § 27 Abs. 2 WpHG-E ein doppelt so langes Meldezeitfenster statuiert (20 Tage), werden die aufgezeigten Umgehungsmöglichkeiten noch weiter erhöht, so dass schon insofern an der Effektivität von § 27 WpHG-E gezweifelt werden kann.

bb) Abhängigkeit der Meldepflicht vom „Verlangen des Emittenten“

Verstärkt werden diese Bedenken durch die in § 27 Abs. 2 WpHG-E angelegte Befugnis des Emittenten, selbst zu bestimmen, von welchem Meldepflichtigen er die Of-

³⁹ Eidenmüller, DStR 2007, 2116, 2118.

⁴⁰ Thon, Rechtsnorm und subjektives Recht, Untersuchungen zur allgemeinen Rechtslehre, 1878, S. 8; weiterentwickelt von Bierling, Juristische Prinzipienlehre, Bd. 1, 1894, S. 29 ff.; Kelsen, Reine Rechtslehre, 2. Aufl. 1960, S. 4 f., 25, 45; Rütters, Rechtstheorie, 2. Aufl. 2004, Rn. 148 ff.

⁴¹ Dies kann für ihn von Vorteil sein, weil nach der Bekanntgabe mit einem Ansteigen des Aktienkurses zu rechnen ist. Auch sind die Leitungsorgane der Zielgesellschaft ohne Meldung noch nicht gewarnt. Zuletzt gibt das *ten-day-window* dem Investor die Möglichkeit, in diesem Zeitraum seine Position an der Zielgesellschaft auszubauen, ohne dass der Kapitalmarkt und weitere Erwerbsinteressenten darauf aufmerksam gemacht werden, dass die Zielgesellschaft möglicherweise zum Verkauf steht. Zu dieser Problematik s. Cox/Hillman/Langevoort, Securities Regulation, 2001 S. 1044; Merkt/Göthel US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1333.

⁴² Merkt/Göthel, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1333. Letztlich konnte sich weder der Gesetzgeber noch die SEC entschließen, das Meldezeitfenster allgemein zu verkürzen.

fenlegung verlangt („auf Verlangen des Emittenten“). Dies wird vor allem mit dem Argument der Gleichbehandlung der Aktionäre kritisiert.⁴³ Noch gewichtiger erscheint die Überlegung, dass es Konstellationen auch und gerade im Zusammenhang mit Finanzinvestoren geben kann, in welchen die Interessen der Leitungsorgane und Aktionäre auseinanderfallen können.⁴⁴ Folglich ist in den USA die Offenlegungspflicht nicht von einem Verlangen des Emittenten abhängig.

cc) Weitere Umgehungsmöglichkeiten

Zu Recht wurde schließlich betont, dass die 10 %-Schwelle viel zu hoch sei und schon bei 5% eingreifen müsste, um effektiv zu sein.⁴⁵ Aktiver Einfluss auf die Unternehmenspolitik lässt sich auch mit weniger als 10% der Anteile ausüben; ob die erweiterten Regelungen zum *acting in concert* (§ 22 Abs. 2 WpHG-E) hier Abhilfe schaffen, erscheint unsicher. Hinsichtlich der Transaktionen von Private Equity Investoren (v.a. Leveraged Buy-Outs) ist erwähnenswert, dass diese in Deutschland bisher hauptsächlich in nicht börsennotierte Unternehmen investiert haben oder jedenfalls nach der Unternehmensübernahme ein Delisting anstreben. In solchen Fällen ist § 27 Abs. 2 WpHG gar nicht (mehr) anwendbar, so dass es im Zusammenhang mit derartigen Transaktionen weiterhin Transparenzdefizite geben wird.

b) Sanktionen

aa) Die Rechtsfolgen bei einer Verletzung des § 13 (d) SEA

Auch bezüglich der Rechtsdurchsetzung lassen sich Rückschlüsse aus den Erfahrungen mit § 13 (d) SEA ziehen: In der Rechtsanwendung bereitet die Frage nach den Rechtsfolgen bei Nichtbeachtung der Offenlegungspflichten des § 13 (d) SEA nämlich große Schwierigkeiten.⁴⁶ Unstrittig ist, dass die SEC auf gerichtlichem Wege die Einhaltung der Meldepflichten aus § 13 (d) SEA, sei es das Einreichen oder die Korrektur einer Anzeige, erzwingen kann; ebenso steht ihr insofern der vorbeugende Rechtsschutz gegen zukünftige Verletzung der Offenlegungspflichten offen.⁴⁷ Ebenso

⁴³ Diekmann/Merkner, NZG 2007, 921, 925; kritisch auch DSW, Stellungnahme zum Risikobegrenzungs-gesetz v. 7.11.2007, S. 1, 3, abrufbar unter <http://www.thomas-moellers.de>.

⁴⁴ Exemplarisch sei hier erwähnt, dass es ein wesentliches Grundprinzip von Private Equity-Transaktionen ist, das bisherige Management kapitalmäßig an der Zielgesellschaft zu beteiligen. Hintergrund dieser Praxis ist die beabsichtigte Linderung des *principal-agent*-Problems. Ein Auseinanderfallen der Interessen zwischen Management und Aktionären der Gesellschaft ist in solchen Fällen naheliegend.

⁴⁵ Timmann, BB 2007, 2749, 2751.

⁴⁶ Zu diesem Komplex s. auch Clark, Corporate Law, 1986, S. 633; Merkt/Göthel, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1336 f. § 13 (d) (1) SEA selbst enthält keinerlei Bestimmungen, weder hinsichtlich möglicher Sanktionen noch hinsichtlich der klagebefugten Personen.

⁴⁷ Clark, Corporate Law, 1986, S. 558.

ist anerkannt, dass der Emittent eine Klage auf Unterlassung (*injunctive relief*) des Verstoßes gegen die Pflichten aus § 13 (d) SEA anstrengen kann.⁴⁸

Gegenstand heftiger Kontroversen ist hingegen die Klagebefugnis der einzelnen Aktionäre der Zielgesellschaft hinsichtlich einer Klage auf Unterlassung: Lange wurde die Auffassung vertreten, dass es den Aktionären insofern an der Aktivlegitimation fehle; ihre Interessen sollten durch den Emittenten vertreten werden. In einem neueren Urteil wird aber darauf hingewiesen, dass die Interessen des Managements und die der Aktionäre bei der Verfolgung der Missachtung der Offenlegungspflichten in gewissen Konstellationen auch auseinander fallen könnten, so dass auch den Aktionären eine Klagebefugnis auf Unterlassung zuzubilligen sei.⁴⁹ Noch unüberschaubarer wird die Rechtslage bei der Frage nach der richtigen Anspruchsgrundlage für Schadensersatzbegehren von (unzureichend informierten) Aktionären. Neben der bekannten § 10b-5 SEA wird insofern auch noch § 18 (a) SEA diskutiert, wobei die Durchsetzung der Ansprüche in der Praxis mit erheblichen Beweisschwierigkeiten verbunden ist.⁵⁰

bb) Die fehlenden Rechtsbehelfe des § 27 WpHG-E

Die Erfahrung mit der US-amerikanischen Vorschrift lehrt daher, dass gerade die Statuierung der Offenlegung von subjektiven Absichten zu erheblichen Schwierigkeiten bei der Rechtsdurchsetzung führen kann. Bei der deutschen Vorschrift kommt noch erschwerend hinzu, dass der Gesetzgeber weitgehend auf jegliche Form der Rechtsdurchsetzung verzichtet: Öffentlich-rechtlich ist die Norm nicht als Ordnungswidrigkeit oder Straftatbestand formuliert. Nach dem Willen des Gesetzgebers sollen auch keine zusätzlichen Stellen zur Überwachung eingerichtet werden.⁵¹

Verstärkt wird das Problem der mangelhaften Rechtsverfolgung durch die große Unsicherheit hinsichtlich der Frage, inwieweit es sich bei § 27 Abs. 2 WpHG-E um ein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB handelt, auf welches sich unzureichend informierte Aktionäre bei einer zivilrechtlichen Schadensersatzklage gegen den Meldepflichtigen stützen können. Bekanntlich ist schon bei § 21 ff. WpHG umstritten, inwieweit Verstöße gegen die Mitteilungspflichten einen Individualschutz der Anleger in der Aktiengesellschaft bezwecken, wobei die überwiegende Meinung in den § 21 ff.

⁴⁸ *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709, 719-20 (2d Cir.1971); *Dan River Inc. v. Unitex Ltd.*, 624 F.2d 1216, 1224 (4th Cir.1980); *Indiana Nat'l Corp. v. Rich*, 712 F.2d 1180, 1185 (7th Cir.1983); *Fl. Comm. Banks v. Culverhouse*, 772 F.2d 1513 (11th Cir.1985); *Chevron Corp. v. Pennzoil Co.*, 974 F.2d 1156, 1158 (9th Cir.1992).

⁴⁹ *Bender v Jordan* (2006, DC Dist Col) 439 F.Supp. 2d 139, CCH Fed Secur.L.Rep.P. 93913.

⁵⁰ *Merkt/Göthel*, US-Amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, Rn. 1337.

⁵¹ BegrRegE BT-Drucks. 16/7438, S. 1.

WpHG Schutzgesetze zugunsten der Aktionäre der jeweiligen Gesellschaft sieht.⁵² Welche Rückschlüsse man daraus auf die Schutzgesetzeigenschaft von § 27 Abs. 2 WpHG-E ziehen kann, ist unklar: Ob man sich am Streitstand bezüglich § 21 WpHG orientieren kann, hängt entscheidend davon ab, ob man § 27 Abs. 2 WpHG-E als Schwestervorschrift zu § 21 Abs. 1 WpHG einordnen möchte. Problematisch erscheint hierbei, dass in der Regierungsbegründung nicht klar wird, zu wessen Schutz die Vorschrift eingeführt werden soll. Dass die verschärften (gesellschaftsrechtlichen) Rechtsfolgen des § 28 Satz 1 WpHG-E auf Verstöße gegen § 27 Abs. 2 WpHG-E nicht anwendbar sind, lässt ebenfalls Folgerungen in beide Richtungen (für/gegen eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB) zu.⁵³

Die ansonsten denkbaren Ansprüche des § 823 Abs. 2 BGB iVm. § 263 StGB bzw. § 826 BGB dürften sich wegen der insofern bestehenden Beweisschwierigkeiten ebenfalls als nicht zielführend erweisen, die Schwierigkeiten bei der Rechtsdurchsetzung im US-amerikanischen Rechtsraum weisen jedenfalls in diese Richtung. Im Ergebnis spricht viel dafür, dass die Norm leerläuft. Es handelt sich um Symbolgesetzgebung – ein Placebo-Gesetz ohne den ernsthaften Wunsch, dass Verstöße gegen die Norm auch wirksam verfolgt werden können.⁵⁴

2. Effizienz als Maßstab ökonomischer Überlegungen

Bleibe es bei dem Befund, dass die Norm gesamtwirtschaftlich unerwünschten Transaktionen nicht wirkungsvoll begegnen kann, könnte man § 27 Abs. 2 WpHG-E als überflüssig, aber weitgehend unschädlich ignorieren. An Brisanz gewinnt die Einführung der Vorschrift, weil zu erwarten ist, dass sie auch effizienzfördernde Transaktionen beeinträchtigen wird. Die Bundesregierung betont, in der Herstellung von erhöhter Transparenz ein Mittel zu sehen, welches gesamtwirtschaftlich erwünschte Transaktionen nicht erschweren bzw. verhindern wird. Die folgenden Überlegungen sprechen aber dafür, dass die erweiterten Offenlegungspflichten im Hinblick auf den Eingriff in die Rechte des Meldepflichtigen effizienz hindernd sind, ohne im Gegenzug durch ein höheres Informationsniveau zugunsten der Zielgesellschaft bzw. des Anlegerpublikums effizienzsteigernd zu wirken.

⁵² Bejahend etwa KK-WpHG/*Hirte*, 2007, § 21 Rn. 4 ff.; *Schneider*, in: Assmann/Schneider, 4. Aufl. 2006, vor § 21 Rn. 16; *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 285 f.; verneinend *Hüffer*, AktG, 7. Aufl. 2006, § 22 AktG, § 21 WpHG Rn. 1; *Schwark/Schwark*, KMRK, 3. Aufl. 2004, § 21 WpHG Rn. 16.

⁵³ Die Schutzgesetzeigenschaft ablehnend etwa *Diekmann/Merkner*, NZG 2007, 921, 925 Fn. 38.

⁵⁴ Zur Symbolgesetzgebung s. etwa *Hegenbarth*, ZRP 1981, 201 ff.; *Schmehl*, ZRP 1991, 251 ff.; *Voß*, Symbolische Gesetzgebung, 1989; *Sendler*, NJW 1989, 1761, 1763; *Deckert*, Folgenorientierung in der Rechtsanwendung, 1995, S. 24, 97; *Raiser*, Rechtssoziologie, 4. Aufl. 2007, S. 255 f. spricht nur von symbolischer Normgeltung.

a) Informationspflichten als effizienzhindernde Maßnahme zulasten des Pflichtigen

Ganz ohne Zweifel erhöhen die Offenlegungspflichten des § 27 WpHG-E die Transaktionskosten der Unternehmen. Schon jetzt werden etwa 3.000 Meldungen nach § 21 WpHG abgegeben.⁵⁵ Wenn die Bundesregierung die Kosten des Risikobegrenzungsgesetzes auf 347.940 EUR und die Kosten nach § 27 WpHG-E auf 113.520 EUR bezeichnet, so muss dies, gelinde gesagt, ein wenig überraschen.⁵⁶ Schon wegen der Unzahl unbestimmter Rechtsbegriffe, etwa wann die Schwelle zu einer Nachtrags- oder Änderungspflicht erreicht ist⁵⁷, wird man die Kosten deutlich höher einschätzen müssen. Zusätzliche Transparenz am Kapitalmarkt ist mit weiteren Nachteilen für die meldepflichtigen Akteure verbunden. Solange nicht der Bereich der unzulässigen Kursmanipulation oder des Ausnutzens des Insiderwissens erreicht ist, muss nämlich jeder Investor seinen Informationsvorteil nutzen dürfen. Würde man hier durch § 27 Abs. 2 WpHG-E einfordern, dass ein Investor der Allgemeinheit regelmäßig seine Investitionsstrategie offenlegen muss, würde das Angebot an effizienzfördernden Transaktionen absinken.⁵⁸

b) Irreführende Informationen zugunsten der Zielgesellschaft und des Anlegerpublikums

Eine solche Steigerung von Transaktionskosten für den Meldepflichtigen wäre noch hinzunehmen, wenn im Gegenzug die Offenlegungspflichten für die Zielgesellschaft und/oder das Anlegerpublikum effizienzsteigernd wären. Tatsächlich sind Informationspflichten ein ganz entscheidendes Rechtsinstrument im Kapitalmarktrecht. Sie sind sinnvoll, wenn Informationsdefizite behoben werden sollen, weil eine Partei gegenüber der anderen fiduziarische Pflichten innehat.⁵⁹

Informationspflichten sind aber hinderlich, wenn sie ohne Aussagegehalt oder sogar irreführend sind. Ein Beispiel hierfür ist § 27 Abs. 2 Nr. 3 WpHG-E: Danach soll der Meldepflichtige künftig angeben, ob er die Erlangung der Kontrolle über den Emitten-

⁵⁵ KK-WpHG/Hirte, 2007, § 21 Rn. 47.

⁵⁶ BegrRegE BT-Drucks. 16/7438, VI. Deutlicher könnte man auch von „grobem Unfug“ sprechen. Konsequenterweise hat der Nationale Normenkontrollrat auch die Höhe der Kosten nicht geprüft, s. Anlage 2 des BegrRegE.

⁵⁷ Vorbehaltlich einer näheren Ausformung durch das Bundesministerium der Finanzen auf dem Verordnungsweg (§ 27 Abs. 2 Satz 7 WpHG-E) wäre jede Änderung hinsichtlich der Angaben nach § 27 Abs. 2 Satz 1 WpHG-E unabhängig von ihrer Bedeutung für den Kapitalmarkt anzeigepflichtig. Es wäre insofern zu überlegen, entsprechend § 13 (d) (2) SEA eine Schranke der Gewichtigkeit der Veränderung (im Sinne des amerikanischen „*material change*“) einzuführen.

⁵⁸ Den Regulierungsansatz des Risikobegrenzungsgesetzes insofern ablehnend Eidenmüller, DStR 2007, 2116 ff.

⁵⁹ Wie typischerweise die Bank gegenüber dem Bankkunden, s. etwa KK-WpHG/Möllers, 2007, § 31 Rn. 2; Leisch, Informationspflichten nach § 31 WpHG, 2002, S. 113 ff. Zur ökonomischen Effizienz s. Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. Aufl. 2005, S. 517 ff.

ten anstrebt. Ein Blick auf die amerikanische Pendantvorschrift (Schedule 13D, item 4) deckt den fehlenden Aussagegehalt einer derartigen Meldepflicht auf: Meldepflichtige Investoren formulieren dort regelmäßig, dass zwar eine Übernahme nicht geplant ist, aber dies künftig auch nicht ausgeschlossen werden könne.⁶⁰ Vergleichbar mit der Herabsetzung der Schwelle des Directors' Dealing auf 5.000 EUR⁶¹ schafft der Gesetzgeber damit Informationspflichten ohne Informationswert.

Als weiteres Beispiel für mangelnde Aussagekraft kann man § 27 Abs. 2 Satz 4 WpHG-E anführen: Danach soll der Meldepflichtige zukünftig die Herkunft seiner für den Erwerb verwendeten Anteile (Fremdkapital/Eigenkapital) offenlegen. Es erscheint aber mehr als fraglich, ob Transparenz hinsichtlich übermäßig riskanter Transaktionsfinanzierungen durch die schlichte Angabe des Verhältnisses aus Eigen- und Fremdkapitalmitteln hergestellt werden kann. Dass Transaktionen bisweilen mit Fremdkapitalanteilen bis zu 80 % durchgeführt werden, ist weithin bekannt; fundierte Rückschlüsse auf den Grad an Risiko der Transaktion lassen sich aber nur selten durch die Kenntnis allein dieses Verhältnisses ziehen. Auch hier ist eine Irreführung naheliegend, da die Meldepflicht (allein) dieses Aspektes bei der Beurteilung des Risikos einer Transaktion mehr zur Unsicherheit als zur Aufklärung des Kapitalmarkts führen wird. Bezeichnenderweise geht auch hier der Verweis auf einen Regeltransfer fehl.⁶²

Mithin werden die durch § 27 Abs. 2 WpHG-E verbundenen Nachteile für den Meldepflichtigen nicht durch entsprechende Informationsvorteile für die Zielgesellschaft bzw. das Anlegerpublikum aufgewogen. Vielmehr werden durch § 27 Abs. 2 WpHG-E Meldepflichten statuiert, die nicht nur wenig oder keinen Informationswert haben, sondern im Gegenteil irreführend sind.

IV. Zusammenfassung

Thesenartig lassen sich folgende Ergebnisse festhalten:

1. Der Hinweis im Regierungsentwurf, dass in Amerika dem § 27 Abs. 2 WpHG-E entsprechende Meldevorschriften bestehen, ist irreführend. Es besteht zweifellos eine

⁶⁰ So lautet eine Formulierung etwa „Although the Reporting Persons do not have any specific plan or proposal to acquire or dispose of any securities of the Issuer, the Reporting persons may from time to time formulate other plans or proposal that relate to, might result in, or have the purpose or effect of changing or influencing control of the Issuer (...)”, s. Schedule 13D des CHC Helicopter Corporation.

⁶¹ Dies wurde auch behauptet, als die Schwelle für das Directors' Dealing von 25.000 EUR auf 5.000 EUR gesenkt wurde, s. etwa *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 936; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2005, § 15 Rn. 14; *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 15a Rn. 82; *KK-WpHG/Heinrich*, 2007, § 15a Rn. 59.

⁶² Werden die Pflichten nach § 13 (d) (1) SEA ausgelöst, beschränkt sich die Offenlegungspflicht nämlich nicht nur auf die Angabe des Verhältnisses aus Eigenkapital- und Fremdkapitalmitteln; vielmehr sind sämtliche vertraglichen Modalitäten einer Fremdkapitalaufnahme offenzulegen.

große Korrespondenz hinsichtlich des Inhalts der Meldepflichten; allerdings ist die US-amerikanische Regelung in ihrem Anwendungsbereich deutlich enger angelegt. Sie weist einen stark übernahmerechtlichen Hintergrund auf: § 13 (d) (1) SEA soll nicht allgemein das Informationsniveau am Kapitalmarkt anheben, sondern nur im Vorfeld eines Übernahmeangebotes („*early-warning-system*“) für eine ausreichende Informationsbasis der Aktionäre der Zielgesellschaft sorgen. Für eine solche Konzentration der Vorschrift sorgen umfangreiche Ausnahmen für Investoren ohne Akquisitionabsicht; für letztgenannte Investoren bestehen auch in den USA lediglich dem § 21 WpHG entsprechende Melde-/Offenlegungspflichten.

2. Die deutsche Vorschrift ist hingegen Teil eines Maßnahmenbündels gegen gesamtwirtschaftlich unerwünschte Transaktionen und soll für weitergehende Transparenz am Kapitalmarkt im Allgemeinen, unabhängig vom Vorliegen einer Übernahmesituation, sorgen. Sie geht damit deutlich über den Anwendungsbereich des § 13 (d) SEA hinaus. Der vom Gesetzgeber bemühte Vergleich zu § 13 (d) SEA ist partiell und im Ergebnis wegen des unterschiedlichen Zusammenhangs defizitär.
3. Auch das Ziel, gesamtwirtschaftlich unerwünschte Transaktionen von Finanzinvestoren zu verhindern, wird nicht erreicht. Die Norm ist nicht wirkungsvoll. Denn zahlreiche Umgehungsmöglichkeiten verhindern die gewünschte Transparenz. Die fehlenden öffentlich-rechtlichen und zivilrechtlichen Sanktionen verhindern darüber hinaus jegliche gewünschte Lenkungswirkung. Die oben genannten zwei Ausgangsfälle (Deutsche Börse und Cognis) hätten bezeichnenderweise auch nicht mit der neuen Regelung aufgefangen werden können.
4. Man könnte die Norm als Symbolgesetzgebung abtun, die zwar wirkungslos, aber harmlos ist. Leider hat die Norm aber sogar negative Wirkungen hinsichtlich gesamtwirtschaftlich erwünschter Transaktionen. Transparenz, d.h. Informationspflichten sind dann hilfreich, wenn sie ein Informationsdefizit beheben. Informationspflichten sind aber schädlich, wenn sie zu einer Informationsflut führen, ohne Aussagegehalt und irreführend sind. Genau dies ist bei § 27 Abs. 2 WpHG-E der Fall.
5. Im Ergebnis sollten die Entwicklungen im internationalen Rahmen abgewartet werden. Deutschland würde durch die Einführung des § 27 Abs. 2 WpHG-E einen Sonderweg einschlagen und die Transparenzpflichten an deutschen Kapitalmärkten im internationalen Vergleich stark anheben. Die erwünschte Harmonisierung durch die Transparenz-RiL würde gerade konterkariert. Im Hinblick auf den Wettbewerb der Finanzplätze muss damit gerechnet werden, dass Investoren angesichts der weitgehenden Offenlegungspflichten von einer Investition an deutschen Kapitalmärkten abgeschreckt werden – § 27 Abs. 2 WpHG-E ist ersatzlos zu streichen.

Teil B: Weitere Regelungsvorschläge
(Dr. Jörn Hirschmann / Dr. Thorsten Voß)

1. Zu Artikel 1 Nr. 2 und Art. 2 Nr. 1 (Änderungen des § 22 Abs. 2 WpHG und des § 30 Abs. 2 WpÜG):

Die in Rede stehenden Regelungen sollen nach der Intention des Gesetzgebers den Tatbestand des sog. Acting in Concert erweitern und bestehende Auslegungsschwierigkeiten beseitigen. Dem liegt der im Grundsatz zutreffende Gedanke zugrunde, dass es im Widerspruch zu einer guten Corporate Governance steht, wenn Minderheits Eigentümer die Geschicke eines Unternehmens bestimmen können.

Zuzugeben ist, dass die bisherige Rechtslage insbesondere angesichts der uneinheitlichen Rechtsprechung und der undurchsichtigen Praxis der BaFin aus der Perspektive sogar des zur Rechtstreue gewillten Normadressaten ein verworrenes Bild ergibt. Indessen sind die beabsichtigten Neuerungen, insbesondere die Einführung von zwei Legaldefinitionen in das WpHG und das WpÜG, nicht geeignet, zu einer verbesserten Rechtsklarheit beizutragen.

Ein abgestimmtes Verhalten im wertpapierhandels- bzw. -übernahmerechtlichen Sinne soll künftig bereits dann vorliegen, wenn der *Meldepflichtige/Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten/der Zielgesellschaft **dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen***.

Damit möchte sich der Gesetzgeber gegen die vom BGH im WMF-Urteil favorisierte formelle und als restriktiv empfundene (BT-Drucks. 16/7438 S. 8) Betrachtungsweise stellen und eine materielle Sichtweise für das Acting in Concert verankern.

Insoweit fällt zunächst die handwerklich ungeschickte Formulierung „dauerhaft oder erheblich“ auf, die zwei mögliche Verhaltensweisen bereits alternativ und nicht erst kumulativ genügen lassen möchte, um ein abgestimmtes Verhalten zu bejahen. Dies ist nicht zielführend. Die gewählte Formulierung lässt es zu, dass eine dauerhafte, aber zudem völlig unerhebliche Beeinflussung die bekannten gravierenden kapitalmarktrechtlichen Folgen für den Meldepflichtigen bzw. den Bieter auslösen soll. Insbesondere dass eine nicht erhebliche Beeinflussung ein kostenintensives Pflichtangebot nach sich ziehen soll, vermag nicht einzuleuchten. Denn ist ein Verhalten nicht erheblich, stellt sich bereits kein Corporate Governance-Problem.

Weiter sei festgehalten, dass der BGH in seiner Entscheidung lediglich den isolierten Einzelfall, wonach eine mediatisierte Einflussnahme von Aktionären auf Abstimmungen innerhalb des Aufsichtsrats vom Wortlaut, Sinn und Zweck der bisherigen Regelung nicht erfasst ist, im Hinblick auf ein Acting in Concert abschlägig beurteilt hat. Zur in der Literatur diskutierten Hauptfrage, ob denn auch ein Verhalten im Vorfeld von Hauptversammlungen den Tatbestand eines Acting in Concert auslösen könne, äußert sich der BGH jedenfalls explizit nicht ablehnend. Darüber hinaus ist offenbar nicht der Umstand reflektiert worden, dass über die Besetzung des Aufsichtsrats selbst exklusiv in der Hauptversammlung durch die hierfür erforderliche Stimmabgabe entschieden werden muss. Ein hierüber abgestimmtes Verhalten – auch im Vorfeld einer Hauptversammlung – dürfte indessen bereits jetzt durch §§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG erfasst werden. Neu erfasst wird allenfalls der sehr enge Anwendungsbereich der Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden aus der Mitte des Aufsichtsrats, wobei diese Konstellation noch einmal dadurch weiter verengt wird, dass nach der Gesetzesbegründung (BT-Drucks. 16/7438 S. 13) nur solche Fälle einschlägig sein sollen, in denen durch den Aufsichtsratsvorsitzenden eine unternehmerische Neuausrichtung beabsichtigt ist. Sind die Absichten dieser Person bis zur Hauptversammlung, in der sie als Aufsichtsrat bestellt wird, bekannt, würde ein Zusammenwirken von Aktionären zur Besetzung des Aufsichtsrats mit dieser Person schon heute in den Regelungsbereich des Acting in Concert fallen. Vor diesem Hintergrund ist es zumindest nicht gänzlich fernliegend, dass der BGH auch nach der intendierten Novellierung bei einer Konstellation wie im WMF-Fall ein Acting in Concert jedenfalls im Ergebnis ablehnen würde. Mehr Klarheit wird mithin durch die Einfügung der neuen Legaldefinitionen so gerade nicht für die Praxis herbeigeführt werden.

Zumindest bedenklich erscheint uns darüber hinaus der vorgesehene Gleichlauf zwischen WpHG und WpÜG. Das WpHG zielt auf die Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, das WpÜG hingegen auf den materiellen Schutz der außen stehenden Aktionäre. Auch sind die Folgen der Zurechnung von unterschiedlichem Belastungsgrad für den Normadressaten, das WpHG sieht lediglich eine Meldepflicht vor, das WpÜG die Abgabe eines Pflichtangebots. Unseres Erachtens bedarf es weiterer und vertiefter Reflexion, ob eine Erweiterung des Begriffs „Acting in Concert“ in beiden Teilrechtsgebieten zugleich geboten ist.

Problematisch erscheint zudem, dass auch ein Zusammenwirken zum Erhalt des Status quo nunmehr meldepflichtig wäre. Dies trifft aber gerade die Aktionäre, deren Stimmrechte bei einer Auseinandersetzung um eine neue Ausrichtung des Unternehmens für den – vom Gesetzgeber offenbar insoweit als schutzwürdig erachteten – Vorstand von Interesse wären.

Die vorgesehene Erweiterung könnte das Zustandekommen von Ad-hoc-Koalitionen wenn nicht komplett verhindern, so doch zumindest erschweren. Hieraus ergibt sich entgegen der in der Entwurfsbegründung (BT-Drucks. 16/7438 S. 13) vertretenen Auffassung ein Wertungswiderspruch zu § 127a AktG. Sämtliche Ad-hoc-Koalitionen, die einmalig für die Verhinderung oder die Durchsetzung einer wesentlichen Entscheidung für die Geschicke des Emittenten zustande kommen, müssten ein Pflichtangebot abgeben. Dies stellt eine ungebührliche Beeinträchtigung der Handlungsfreiheit unternehmensdemokratisch agierender Aktionäre dar.

Schließlich kommt nicht zuletzt infolge der aufgezeigten Unklarheiten der Entwurfsregelungen ein erhöhtes Anfechtungsrisiko bzgl. der Hauptversammlungsbeschlüsse auf die Unternehmen zu, das sich in den Personen der hinreichend prominenten Berufsoponenten manifestiert.

Schließlich ändern die vorgesehenen Regelungen nichts am Hauptproblem bei dem Umgang mit dem Phänomen Acting in Concert: Die Beweisbarkeit eines abgestimmten Verhaltens wird nach wie vor Hauptgegenstand der Auseinandersetzung zwischen Aktionären und Finanzaufsicht sein. Hieran ist schon in der Vergangenheit – losgelöst von den materiell-rechtlichen Schwierigkeiten – im Ergebnis eine Bejahung des Acting in Concert in den Fällen Deutsche Börse und Pixelpark gescheitert. Bezeichnenderweise wird gerade der letztgenannte Fall noch heute innerhalb der BaFin von manchen der damals am Verfahren beteiligten Personen als „prozessuales Waterloo“ empfunden. Zwar mag es sich nicht so verhalten, dass der entsprechende Nachweis gegenüber den Investoren nur dann gelingt, wenn sie ihre Strategie „gerade beim Notar beurkunden lassen“ (FAZ vom 04.01.2008, S. 11). Eine einfache schriftliche Abrede, ein term sheet o.ä. dürfte im Einzelfall durchaus ausreichend sein. Liegen derartige Dokumente nicht vor, wird es indessen für die Ermittler schwierig bleiben, mag der Lebenssachverhalt ansonsten auch noch so sehr für ein abgestimmtes Verhalten sprechen. Wir regen insofern an, die Vor- und Nachteile der Aufnahme von prima-facie-Regeln in das Gesetz einer grundlegenden Reflexion zu unterziehen.

Sofern an einer Novellierung des Acting in Concert festgehalten wird, sollten zumindest zur Behebung des gravierendsten redaktionellen Mangels – wie dies der Bundesrat insoweit zutreffend gefordert hat (BR-Drucks. 763/1/07, S. 3) – die Kriterien „dauerhaft“ und „erheblich“ nicht alternativ, sondern vielmehr kumulativ miteinander verbunden werden.

2. Zu Artikel 1 Nr. 3 (Änderung des § 25 WpHG):

Der Zusammenrechnung von Beteiligungen, die nach §§ 21 und 22 WpHG meldepflichtig sind, und sonstigen Finanzinstrumenten, die nach § 25 WpHG in der Fas-

sung des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes zu melden sind, liegt eine richtige Idee zugrunde. Die bisherige Regelung erlaubte es, durch gleichzeitigen Aufbau von Positionen in Aktien und sonstigen auf die Aktie als Basiswert bezogenen Finanzinstrumenten Stimmrechte zu sichern und – in einem gewissen Rahmen – das Überschreiten von Meldeschwellen zu vermeiden. Konkret war es bisher denkbar, eine Aktienbeteiligung von 2,99 Prozent aufzubauen und zusätzlich entsprechende Finanzinstrumente in Höhe von 4,99 Prozent zu erwerben, ohne eine Meldepflicht auszulösen. Damit konnte ohne Rücksicht auf Meldepflichten insgesamt eine Position von nahezu 8 Prozent aufgebaut werden. Dieser Weg ist künftig verschlossen.

Wir geben jedoch zu bedenken, dass die Zusammenrechnung von Stimmrechten aus Aktien und anderen Finanzinstrumenten durchaus irreführend sein kann. Dies ist vor allem bei der inhaltlichen Ausgestaltung der Meldepflicht in der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverordnung zu berücksichtigen (dazu unten Punkt B.4.). Es darf durch die Zusammenrechnung nicht der Eindruck entstehen, der Meldepflichtige verfüge bereits über die ihm tatsächlich erst zu einem späteren Zeitpunkt zufallenden Stimmrechte.

Zu berücksichtigen ist auch, dass der Eingangsschwellenwert für die Meldung von anderen Finanzinstrumenten bei der Umsetzung der Transparenzrichtlinie bewusst bei 5 Prozent belassen und auf die überschießende Umsetzung durch Einführung eines noch niedrigeren Schwellenwerts verzichtet wurde. Dies geschah mit dem erklärten Zweck, die mit der Einführung des § 25 WpHG n. F. verbundenen zusätzlichen Belastungen für die Meldepflichtigen auf das zur Herstellung von Transparenz notwendige Maß zu beschränken. Die Neuregelung führt indes dazu, dass Bestände in Finanzinstrumenten weit unterhalb der beiden Eingangsschwellen (5 Prozent und 3 Prozent) zu melden sind, wenn sie in Addition zu nach §§ 21, 22 WpHG meldepflichtigen Positionen zum Erreichen einer Meldeschwelle führen. Zwar lässt sich argumentieren, dass hierdurch genau die oben genannten Umgehungstatbestände erfasst werden und die Betroffenen somit keines Schutzes bedürfen. Gleichwohl werden auch alle rechtstreuen Anleger erfasst, und gerade bei diversifiziert investierten institutionellen Anlegern werden der interne Monitoring- und Compliance-Aufwand und die damit verbundenen Kosten erheblich erhöht. Je nach interner Organisation des Meldepflichtigen können für Aktien und Finanzinstrumente (auch wenn sie sich auf eine Aktie als Basiswert beziehen) unterschiedliche Abteilungen oder Organisationseinheiten zuständig sein, so dass Informationen über meldepflichtige Vorgänge an einer weiteren, übergeordneten Stelle gesammelt und ausgewertet werden müssen.

3. Zu Artikel 1 Nr. 5 (Änderung des § 28 WpHG):

Regelungsbedarf besteht insoweit, als die bisherige Regelung ein „Anschleichen“, d.h. den Aufbau einer meldepflichtigen Beteiligung unter Verstoß gegen Meldepflichten, zwischen zwei Hauptversammlungen ermöglichte. Die Meldung konnte dann – unter Inkaufnahme eines Bußgeldes – vor der nächsten Hauptversammlung nachgeholt und die Stimmrechte in dieser Hauptversammlung unter Ausnutzung eines entsprechenden Überraschungseffekts ausgeübt werden.

Bedenken gegen die im aktuellen Gesetzentwurf enthaltene Regelung bestehen unter folgenden Gesichtspunkten:

Die Dauer der nachwirkenden Stimmrechtssuspendierung von sechs Monaten ist keineswegs zwingend. Im Hinblick auf das Eigentumsgrundrecht des Art. 14 GG, in welches mit dieser Regelung eingegriffen wird, ist zu überlegen, ob das gesetzgeberische Ziel, ein „Anschleichen“ zu verhindern, nicht mit einer kürzeren Dauer erreicht werden kann. So bliebe den beteiligten Akteuren (insbesondere Unternehmensleitung und Mitaktionären) ausreichend Zeit, sich auf die veränderte Situation einzustellen, wenn die unterlassene Meldung jedenfalls drei Monate vor der nächsten Hauptversammlung nachgeholt wird.

Schwerer noch wiegt, dass die im Regierungsentwurf enthaltene Regelung in der Praxis für zusätzliche Rechtsunsicherheit und damit Anfechtungsrisiken sorgen wird. Schon nach der gültigen Rechtslage muss der Versammlungsleiter in der Hauptversammlung prüfen, welche Stimmrechte er bei Abstimmungen berücksichtigen kann und muss, und welche Stimmrechte ggf. aufgrund von Verstößen gegen wertpapierhandelsrechtliche Meldepflichten suspendiert sind. Hierbei bestehen bereits jetzt eine erhebliche Rechtsunsicherheit und ein daraus folgendes Anfechtungsrisiko, welches von Berufsoponenten ausgenutzt wird. Dieses Problem wird nach unserer Einschätzung durch die Neuregelung vertieft. Der Versammlungsleiter muss künftig nicht mehr nur prüfen, ob eine ordnungsgemäße Nachmeldung erfolgt ist, sondern er muss auch die Einhaltung einer sechsmonatigen Frist vor dem Tag der Hauptversammlung prüfen. Dies mag, ggf. unter Hinzuziehung entsprechender Beratung, noch möglich sein. Eine Überprüfung, ob der zu einer Stimmrechtssuspendierung führende Verstoß vorsätzlich, grob fahrlässig oder mit einfacher Fahrlässigkeit erfolgte, überfordert demgegenüber den Versammlungsleiter. Diesem stehen, anders als einem Gericht oder einer Aufsichtsbehörde, keine Ermittlungsbefugnisse zur Tatsachenerforschung zur Verfügung. Selbst bei vollständig bekannter Faktenbasis ist die Abgrenzung von Vorsatz und grober Fahrlässigkeit auf der einen und einfacher Fahrlässigkeit auf der anderen Seite im Einzelfall nicht einfach und erfordert juristische Wertungen. Dem Ver-

sammlungsleiter wird so die Rolle eines Richters zugewiesen. Die Gefahr, dass ein Gericht später im Rahmen einer Anfechtungsklage zu einer anderen Einschätzung gelangt als der Versammlungsleiter, liegt auf der Hand.

Hinzu kommt der offensichtliche Straf- oder Sanktionscharakter der nachwirkenden Stimmrechtssuspendierung. Nimmt man diese Faktoren – Bedenken im Hinblick auf Art. 14 GG, Überforderung des Versammlungsleiters mit der Feststellung einer Stimmrechtssuspendierung – zusammen, stellt sich die Frage, warum die Entscheidung über den Entzug von Stimmrechten nicht gleich einem Gericht zugewiesen wird. In Betracht käme auch, wie in anderen Fällen, etwa nach § 2 c Abs. 2 KWG (dazu Hirschmann, Anteilseignerkontrolle im Kredit- und Versicherungswirtschaftsrecht, 2000, S. 181 ff.), eine Untersagungsverfügung durch die BaFin mit anschließender Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung durch das Verwaltungsgericht. Aus Sicht der Praxis wäre wünschenswert, dass die gerichtliche Überprüfung möglichst nicht im Rahmen einer Anfechtungsklage gemäß § 246 AktG stattfindet. Der Versammlungsleiter sollte somit auf eine sofort vollziehbare Entscheidung der BaFin oder eine rechtskräftige Gerichtsentscheidung vertrauen können. Durch diesen Vorschlag wird zwar das Haftungsrisiko für Fehlentscheidungen in die staatliche Sphäre verlagert. Dort gehört sie aber nach unserer Einschätzung wegen der Komplexität des Normbefehls und der Reichweite der Sanktion auch hin.

4. Zu Artikel 5 (Änderung der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverordnung):

Durch eine entsprechende inhaltliche Ausgestaltung der Meldepflichten in der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverordnung ist sicherzustellen, dass es durch die Zusammenrechnung von Stimmrechten aus Aktien und sonstigen Finanzinstrumenten (dazu oben Punkt B.2.) nicht zu einer Irreführung der Marktteilnehmer kommt. Nach dem im Entwurf vorgesehenen Wortlaut wird jedoch an erster Stelle die Summe der dem Meldepflichtigen bereits gehörenden Stimmrechte aus Aktien und der Stimmrechte, die erst mit Ausübung oder Fälligwerden der Rechte aus einem Finanzinstrument erworben werden, genannt. Erst im Folgenden erfolgt die Aufschlüsselung danach, welche Stimmrechte dem Meldepflichtigen bereits zustehen und welche erst zukünftig aus sonstigen Finanzinstrumenten folgen (vgl. auch die derzeit gültigen Formulare unter http://www.bafin.de/wertpapieraufsicht/muster_21ff_wphg.htm). Dies halten wir für problematisch, zumal die Meldungen in dieser Form auch veröffentlicht und nicht zuletzt von der Presse aufgegriffen werden. Die Zusammenrechnung von Stimmrechten aus Aktien und sonstigen Finanzinstrumenten beruht auf einer gesetzgeberischen Wertentscheidung, für die sich durchaus gute Gründe anführen lassen (siehe oben Punkt B.2.). Es darf jedoch nicht übersehen werden, dass es sich bei der anzugebenden kumulierten Beteiligungshöhe um einen fiktiven Wert handelt, der im

Zeitpunkt der Meldung unzutreffend ist. Es besteht daher die Gefahr einer Irreführung der Marktteilnehmer über die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse im Meldezeitpunkt. Die Meldung sollte aus diesem Grund umgekehrt so ausgestaltet werden, dass nach wie vor in erster Linie die tatsächliche Beteiligungshöhe (Stimmrechte aus Aktien) und erst in zweiter Linie – informatorisch – der fiktive kumulierte Wert gemeldet wird.

5. Zu Artikel 3 Nr. 1 (Änderung des § 67 AktG):

Mit der Verpflichtung zur Mitteilung der für eine Eintragung im Aktienregister erforderlichen Daten (§ 67 Abs. 1 Satz 2 AktG-E) wird eine Selbstverständlichkeit normiert, so dass hiergegen keine Einwände bestehen. Die in § 67 Abs. 1 Satz 3 AktG-E vorgesehene Satzungsermächtigung zur Regelung der Eintragungsfähigkeit von Nominee-Aktien sehen wir dagegen grundsätzlich problematisch.

Die gesetzgeberische Zurückhaltung, die gesetzliche Regelung auf das Notwendigste zu beschränken und Raum für eine satzungsautonome Regelung zu lassen, ist im Grundsatz begrüßenswert. Die von der Hauptversammlung in der Satzung zu treffende Bestimmung betrifft nach der Gesetzesbegründung und mit Blick auf § 67 Abs. 2 Satz 3 AktG-E vor allem den Schwellenwert, bis zu dessen Erreichung Nominee-Eintragungen zulässig sind. Um sicherzustellen, dass der Börsenhandel nicht beeinträchtigt wird und um diversifizierte investierten Anlegern den Umgang mit der Norm zu erleichtern, empfehlen wir, eine Mindestgröße für den Schwellenwert gesetzlich festzulegen. Wir halten dabei eine Mindestschwelle von 3 % für angemessen, wobei wir davon ausgehen, dass sich der Schwellenwert auf den einzelnen Aktionär bezieht. Die Satzung kann somit vorsehen, dass ein einzelner Aktionär für nicht mehr als 3 % des Grundkapitals Nominees an seiner Statt eintragen lassen kann. Ein geringerer Schwellenwert sollte dagegen ausgeschlossen werden. Bei der weiteren Ausformulierung des neu zu fassenden § 67 Abs. 2 Satz 3 AktG sollte generell klargestellt werden, ob sich die festzusetzende Höchstgrenze für Nominee-Eintragungen auf den einzelnen Aktionär, auf den einzelnen Nominee oder insgesamt auf das Grundkapital beziehen soll. Letzteres ist jedoch aufgrund des Stimmrechtsverlusts bei Überschreiten der Höchstgrenze nicht in Einklang mit dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG) zu bringen. Soweit die Höchstgrenze für einzelne Nominees gelten soll, halten wir es für sinnvoll, eine Ausnahme für Wertpapier-Clearingstellen vorzusehen (vgl. die entsprechende Regelung der Schweizerischen UBS AG, dargestellt unter <http://www.ubs.com/1/g/about/cg/shareholder-participation.html>). Anderenfalls wäre eine ernsthafte Beeinträchtigung des Börsenhandels zu befürchten.

Ähnliche Überlegungen gelten im Übrigen für die gemäß § 67 Abs. 4 Satz 5 AktG-E von der Gesellschaft (sprich: dem Vorstand) zu setzende Frist für die Mitteilung der für die Eintragung ins Aktienregister notwendigen Daten. Im Sinne einer einheitlichen Handhabung sollte diese Frist gesetzlich festgeschrieben werden.

Ferner wäre eine Klarstellung wünschenswert, dass die Eintragung von Nominees satzungsmäßig nicht gänzlich ausgeschlossen werden kann. Dies impliziert wiederum, dass auch die satzungsmäßige Festlegung eines Nominee-Eintragungen praktisch ausschließenden niedrigen Schwellenwerts unzulässig ist und der Mindestschwellenwert am besten von vornherein gesetzlich festgelegt werden sollte.

Selbst wenn den hier enthaltenen Vorschlägen nicht gefolgt wird, schließen wir uns der bereits von anderer Seite geäußerten Anregung an, wenigstens bereits in § 67 Abs. 1 AktG zu konkretisieren, welche Satzungsregelung gemeint ist (sprich: einen Schwellenwert für die Zulässigkeit von Nominee-Eintragungen zu bestimmen). Dies ergibt sich bislang nur aus der Zusammenschau mit § 67 Abs. 2 AktG-E und der Gesetzesbegründung.

6. Zu Artikel 4 (Änderung des Betriebsverfassungsgesetzes):

Für die Einführung einer weiteren Informationspflicht der Unternehmensleitung gegenüber dem Wirtschaftsausschuss bzw. dem Betriebsrat im Falle eines Kontrollwechsels sehen wir keine rechtspolitische Notwendigkeit. Wir halten diese zusätzliche Informationspflicht im Gegenteil für schädlich. Bei der Übernahme börsennotierter Gesellschaften besteht mit Blick auf die §§ 10 Abs. 5, 14 Abs. 4 WpÜG kein Regelungsbedarf. Bei nicht börsennotierten Gesellschaften erweist sich die Informationspflicht als echtes Hindernis für Unternehmenstransaktionen. Ausweislich der Gesetzesbegründung soll bereits über „die potentiellen Erwerber als auch deren Absichten“ informiert werden. Dies soll ausdrücklich auch bei Durchführung eines Bieterverfahrens (sog. „controlled auction“) gelten.

Diese Regelung begegnet im Hinblick auf die Funktion und die Unverzichtbarkeit solcher Bieterverfahren grundlegenden Bedenken.

Bieterverfahren sind hochsensible Vorgänge, bei denen alle Beteiligten – die verkaufswilligen Gesellschafter, die Bieter und das betroffene Zielunternehmen – gleichermaßen auf Wahrung der Vertraulichkeit angewiesen sind. Zweck eines Bieterverfahrens ist es, einen marktgerechten Preis zu erzielen, gerade ohne das Zielunternehmen in aller Öffentlichkeit zum Verkauf zu stellen und bereits dadurch zu beschädigen. Die beauftragten Investmentbanken wählen die potentiellen Bieter mit großer Sorgfalt aus und geben Informationen über das Zielunternehmen nur sehr einge-

schränkt und gegen vertragsstrafebewehrte Vertraulichkeitsverpflichtungen an die Bieter heraus. Detaillierte Informationen werden schrittweise nur solchen Bietern zugänglich gemacht, die im Rahmen einer – oft mehrfachen – Selektion die „nächste Runde“ erreichen.

Ein Bieterverfahren, bei dem die Namen der Bieter im Markt kursieren, wird seinen Zweck, zu einem marktgerechten Preis zu führen, nicht erfüllen. Ferner werden Bieter, deren letztlich erfolglose Beteiligung an einem Bieterverfahren bekannt wird, öffentlich beschädigt. Nicht selten werden Bieterverfahren auch ergebnislos beendet, wenn entweder kein adäquater Preis erzielt werden konnte oder aus anderen unternehmerischen Erwägungen die Verkaufsabsicht aufgegeben wird. Für das betroffene Unternehmen wäre ein Bekanntwerden dieses Bieterverfahrens fatal und könnte massive Arbeitsplatzverluste zur Folge haben.

Umgekehrt, also aus Sicht der Belegschaft, besteht ein legitimes Informationsinteresse nur hinsichtlich des letztlich erfolgreichen Bieters.

Es muss daher klargestellt werden, dass sich die „rechtzeitige und umfassende“ Information gemäß § 106 Abs. 2 BetrVG-E allenfalls auf den erfolgreichen Bieter beziehen kann und dann rechtzeitig ist, wenn sie nach Abschluss des Bieterverfahrens erfolgt, mithin zu einem Zeitpunkt, an dem auch eine erste Pressemeldung veröffentlicht werden könnte.

Schließlich geben wir zu bedenken, dass die Informationspflicht in der derzeit im Gesetzentwurf vorgesehenen Form die Unternehmensleitung des Zielunternehmens inhaltlich überfordert. Über „Absichten [des Erwerbers] im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit des Unternehmens sowie die sich daraus ergebenden Auswirkungen auf die Arbeitnehmer“ kann die Leitung des Zielunternehmens nur spekulieren oder bestenfalls aus zweiter oder dritter Hand berichten. Es stellt sich die Frage, ob hierdurch mittelbar eine Pflicht zur Ausforschung der Bieter geschaffen werden soll, freilich ohne dem Zielunternehmen – anders als bei der geplanten Neufassung des § 27 WpHG – einen entsprechenden Auskunftsanspruch zuzugestehen. Die Entwurfsverfasser hatten bei der Ausgestaltung der Norm offenbar einseitig den „Leveraged Buy-out“ im Sinn, bei dem das Management der Zielgesellschaft (idealtypisch) mit dem Erwerber zusammenwirkt. Dies ist jedoch nur eine von vielen in der Praxis auftretenden Gestaltungen.

Aus den genannten Gründen halten wir die vorgeschlagenen Änderungen des Betriebsverfassungsgesetzes für verfehlt und im Ergebnis arbeitsplatzgefährdend.

7. Zu Punkt A.III.1. der Gesetzesbegründung „Verbesserte Transparenz bei Verkäufen von Kreditforderungen“

Der Ansatz, Regelungen für den Handel mit Kreditforderungen aufzustellen, ist begrüßenswert. Die Abwicklung notleidender Kredite durch moderne Refinanzierungsformen wie etwa Asset Backed Securities ist im deutschen Rechtskreis im internationalen Vergleich unterentwickelt. Ein das Geschäftsfeld strukturierter Finanzierungsformen fördernder Regelungsrahmen ist daher zur Annäherung an insbesondere die angloamerikanischen Volkswirtschaften grundsätzlich wünschenswert.

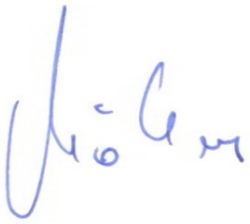
Leider fehlt es bisher an konkreten Normvorschlägen, die einer Stellungnahme zugänglich sind. Bereits jetzt sei jedoch darauf hingewiesen, dass in die zu formulierenden Normen eine eindeutige Definition eines Non-Performing-Loans aufgenommen werden sollte. Es muss Klarheit – insbesondere vor den wohlverstandenen und rechtspolitisch nicht zu inkriminierenden Interessen eines effizienten Schuldnerschutzes – darüber bestehen, welche Forderungen verkehrsfähig ausgestaltet sein sollen und welche nicht. Zudem ist ein Zustimmungserfordernis für die Übertragbarkeit bei ordnungsgemäß bedienten Krediten zu diskutieren. Schließlich sollte die Konnexität der gehandelten Forderungen mit den zugrundeliegenden Sicherungsinstrumenten durchdacht werden. Bedenken, die sich aus der Eröffnung der Verwertungsmöglichkeiten – auch abstrakter – Kreditsicherungen ergeben, sollten durch die Gesetzgebung ausgeräumt werden.

8. Zu Punkt A.III.2. der Gesetzesbegründung „Intensive Beobachtung von Risiken durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und die Deutsche Bundesbank“

Uns erschließt sich nicht, was derartige Ausführungen in einer Gesetzesbegründung zu suchen haben. Zwar mag es sich bei den behaupteten „unentdeckten Risikokonzentrationen, die im Falle des Zusammenbruchs eines Hedgefonds oder einer Private Equity-Gesellschaft entstehen“ (BT-Drucks. 16/7438 S. 11) um Themen handeln, die im Rahmen der EU-Präsidentschaft besprochen wurden und über die sich die G8-Staaten verständigt haben. Indessen wird vom Urheber des Gesetzesentwurfes verkannt, dass mit einer Pauschalforderung nach „erhöhter Wachsamkeit“ in einem Rechtsstaat nichts zu erreichen ist. Aufsicht ist bekanntlich in der Regel Eingriffsverwaltung, die nach staats- und verwaltungsrechtlichen Grundsätzen die Normierung klar formulierter Ermächtigungsgrundlagen erfordert. Eine Art „Letter of Intent“ in einer Entwurfsbegründung nutzt dem noch so wachsamem und engagierten Aufsichtsbeamten wenig und ist für seine praktische Tätigkeit schlechthin bedeutungslos. Wie diese

„Maßnahme“ daher von der „Exekutive umzusetzen“ ist (so die Forderung in (BT-Drucks. 16/7438 S. 8), ist nicht zu erkennen.

Mit freundlichen Grüßen



Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers



Florian Holzner



Dr. Jörn Hirschmann



Dr. Thorsten Voß