

Betriebs Berater

51/52

62. Jahrgang
17. Dezember 2007
Seiten 2749 – 2816

Verlag Recht
und Wirtschaft
Frankfurt a.M.

Zeitschrift für Recht und Wirtschaft

Die erste Seite: Prof. Dr. Uwe H. Schneider
Risikobegrenzungsgesetz: Die Offenlegung
der Namensaktionäre

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Hommelhoff/Mattheus, Köster sowie Höfer

Referentenentwurf BilMoG

- Risikomanagementsystem
- Niederstwerttest und Bewertungseinheiten beim Anlagevermögen
- Versorgungsverpflichtungen

S. 2787, 2791 und 2795

WIRTSCHAFTSRECHT

- 2749 **Dr. Jan Timmann und Dr. Matthias Birkholz**
Der Regierungsentwurf für ein Risikobegrenzungsgesetz
- 2753 **Dr. Matthias Möller und Dr. Axel Schilder**
Erfolg bei der Modernisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapitalgeber in Deutschland? – Anspruch und Wirklichkeit
- 2756 **Alexander Kollmorgen und Dr. Heiner Feldhaus**
Neues von der Prospektspflicht für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme
- 2760 **Dr. Ulrich Philippi und Matthias Fickert**
Verzinsung von Ansprüchen aus Ergebnisabführungsverträgen – Neues BMF-Schreiben

STEUERRECHT

- 2769 **Florian Hölzerkopf und Dr. Tobias Taetzner**
Steuerfalle für mittelständische Personengesellschaften? Die neue Verwendungsreihenfolge des § 34 a EStG heißt BiFo
- 2774 **Thomas Kollruss**
Vermeidung der Anti-Treaty-Shopping Regelung des § 50 d Abs. 3 EStG durch die Zinsschranke
- 2777 **Burkhard Lohmann, Marcus von Goldacker und Alexandra Zeitz**
Grunderwerbsteuer nach §§ 1 Abs. 2 a, 1 Abs. 3 GrEStG als Betriebsausgabe – Anmerkungen zur Verfügung des Bayerischen Landesamtes für Steuern vom 20.8.2007

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

- 2798 **Dr. Norbert Lüdenbach und Jens Freiberg**
BB-IFRS-Report 2007

ARBEITS- UND SOZIALRECHT

- 2805 **Daniel Gehlhaar**
Die Änderung von Sozialplan-Ansprüchen mit Wirkung für die Zukunft – ein „vergessenes“ Problem

Dr. Jan Timmann und Dr. Matthias Birkholz, LL.M. (Toronto), Rechtsanwälte

Der Regierungsentwurf für ein Risikobegrenzungsgesetz

Seit dem 24.10.2007 liegt der Regierungsentwurf für ein seit Mai 2007 angekündigtes „Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“ vor. Entgegen den ersten Verlautbarungen des Bundesministeriums der Finanzen wird das sog. Risikobegrenzungsgesetz jetzt doch nicht zum 1.1.2008, sondern voraussichtlich erst im Frühjahr 2008 in Kraft treten. Laut Begründung des Entwurfes geht es der Bundesregierung darum, unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren zu erschweren oder möglicherweise sogar ganz zu verhindern. Dabei hält man es auf nationaler Ebene nicht für Erfolg versprechend, Maßnahmen zu ergreifen, die die Handlungsmöglichkeiten der Finanzinvestoren direkt einschränken. Das Gesetz soll sich daher im Wesentlichen darauf beschränken, ein höheres Maß an Transparenz herzustellen und zwar auch zugunsten der Arbeitnehmer von Zielgesellschaften.

Die Bundesregierung kündigt im Gesetzentwurf weiter an, Vorschläge für gesetzgeberische Maßnahmen bezüglich des Verkaufs von Kreditforderungen möglichst noch im weiteren Verlauf des parlamentarischen Verfahrens zum Risikobegrenzungsgesetz einbringen zu wollen.

I. Überblick über die geplanten Regelungen

Der RegE sieht punktuelle Veränderungen des AktG, des WpÜG und WpHG nebst Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisordnung sowie des BetrVG vor.

1. AktG

Von den geplanten Änderungen des AktG sind nur solche Gesellschaften betroffen, die Namensaktien ausgegeben haben. Die Bundesregierung hält es für eine Fehlentwicklung, dass nach seiner Beobachtung insbesondere ausländische Aktieninhaber sog. „Nominee-Eintragungen“ bevorzugen, die dadurch gekennzeichnet sind, dass sich statt des „wahren“ Inhabers Vermögensverwalter, Verwahrbanken oder Zentralverwahrer im Aktienregister eintragen lassen. Durch eine Anpassung des § 67 AktG soll deshalb die Identifizierung der Inhaber von Namensaktien erleichtert und so die Transparenz des Aktienregisters erhöht werden. Unrichtige Angaben des Inhabers sollen zudem künftig durch zeitweiligen Rechtsverlust und durch Bußgeld sanktioniert sein.

2. WpÜG

Beim WpÜG will die Bundesregierung die vieldiskutierte Vorschrift des § 30 Abs. 2 über die Zurechnung von Stimmrechten beim abgestimmten Verhalten (acting in concert) ändern. Die Begründung konstatiert, dass die Anwendung dieser Vorschrift in der Praxis Schwierigkeiten bereite und beklagt eine als zu restriktiv empfundene Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes. Die Änderungen sollen folgende Auswirkungen haben: Erstens ist angestrebt, künftig auch abgestimmtes Verhalten in Bezug auf den Aktienwerb, insbesondere den vereinbarten Parallelkauf durch mehrere Investoren zu erfassen. Zweitens soll auch abgestimmtes Verhalten außerhalb der Hauptversammlungen zur Zurechnung

führen können. Drittens schließlich soll es keine Ausnahme von der Zurechnung bei abgestimmtem Verhalten in Einzelfällen mehr geben, sondern stattdessen auf die möglichen Auswirkungen für die Zielgesellschaft abgestellt werden.

3. WpHG

Die umfangreichsten Änderungen betreffen den 5. Abschnitt des WpHG über Mitteilungspflichten im Falle von Veränderungen des Stimmrechtsanteils bei börsennotierten Aktiengesellschaften:

Die Meldepflichtschwellen in § 21 WpHG (ab 3% Stimmrechtsanteil) bleiben zwar unverändert, jedoch wird die Zurechnung von Stimmrechten beim abgestimmten Verhalten nach § 22 Abs. 2 WpHG in der gleichen Weise ausgeweitet wie in § 30 Abs. 2 WpÜG. Die Anpassung an § 30 WpÜG sei erforderlich, um Irritationen am Kapitalmarkt zu vermeiden¹.

Der Gesetzgeber hält die Transparenz der Pflichtmitteilungen in Bezug auf Stimmrechte für verbesserungsbedürftig. Die Meldepflichten nach § 21, 22 WpHG für Stimmrechte aus eigenem und zugerechnetem Aktienbesitz (einschließlich dinglich ausgestalteter Aktienoptionen) einerseits und nach § 25 WpHG aus dem Halten von Finanzinstrumenten (z. B. Call-Optionen) andererseits erfolgten bisher getrennt und zeitlich versetzt. Künftig sollen deshalb bei Mitteilungen über das Erreichen von Schwellenwerten Stimmrechte aus Aktienbesitz und solche aus Finanzinstrumenten zusammengerechnet werden (§ 25 Abs. 1 WpHG).

Nach dem neuen § 27 Abs. 2 WpHG soll der Inhaber ab dem Erreichen einer Stimmrechtsschwelle von 10% der Aktiengesellschaft Auskunft über die mit dem Stimmrechtserwerb verfolgten Ziele und seine Mittelherkunft geben müssen. Damit sollen die deutschen Vorschriften insbesondere in den USA und Frankreich geltenden Berichtserfordernissen angenähert werden.

Nach den zu § 28 WpHG geplanten Änderungen wird die nicht ordnungsgemäße Erfüllung der Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 und Abs. 1a WpHG künftig schärfer sanktioniert, soweit die Offenlegung der Höhe des Stimmrechtsanteils davon betroffen ist. Der auch schon bisher vorgesehene Rechtsverlust soll sich in diesen Fällen nicht auf den Zeitraum bis zur Erfüllung der Mitteilungspflicht beschränken, sondern auf einen Zeitraum von sechs Monaten danach ausgedehnt werden. Dadurch soll verhindert werden, dass Aktionäre die Mitteilungen erst kurz vor der Hauptversammlung vornehmen.

Die Änderungen im WpHG machen korrespondierende Anpassungen in der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisordnung notwendig, die ebenfalls durch das Risikobegrenzungsgesetz vorgenommen werden sollen.

4. BetrVG

Nachdem bei börsennotierten Unternehmen die Information der Belegschaft über Unternehmensübernahmen durch die übernahmerechtlichen Vorschriften bereits sichergestellt ist, sollen durch

¹ So bereits die Begründung zur Einführung des WpÜG, BT-Drucks. 14/7034, S. 53, 70.

eine Änderung der §§ 106 bzw. 109 a BetrVG entsprechende Informationsrechte zugunsten des Wirtschaftsausschusses bzw. des Betriebsrates auch bei nicht börsennotierten Unternehmen für den Fall normiert werden, dass ein Kontrollerwerb vorliegt.

II. Die Änderungen im Einzelnen

1. Eintragungsbeschränkung in der Satzung – § 67 AktG

Es bleibt zwar dabei, dass im Aktienregister auch Ermächtigte des „wahren“ Aktieninhabers (vgl. dazu § 129 Abs. 3 und § 135 Abs. 7 AktG) eingetragen sein können. Jedoch ermächtigt die neue Vorschrift des § 67 Abs. 1 Satz 3 RegE die Gesellschaft ausdrücklich, solche Eintragungen in der Satzung zu beschränken. Dabei haben die Entwurfsverfasser vor allem zwei denkbare Gestaltungen vor Augen: Erstens kann die Satzung Schwellenwerte festlegen, ab deren Erreichen eine Eintragung von Ermächtigten nicht mehr zulässig ist. Das empfiehlt sich aus Sicht der Entwurfsverfasser vor allem für börsennotierte Gesellschaften, weil bei einem vollständigen Ausschluss von Fremdbesitzeintragungen die Handelbarkeit der Aktien unerträglich erschwert würde. Ferner ist an Satzungsregelungen gedacht, die den Einzutragenden dazu zwingen, offenzulegen, dass es sich um eine Legitimationseintragung handelt. Demgegenüber war im Referentenentwurf noch vorgesehen, dass die Ermächtigungseintragung in jedem Fall von Gesetzes wegen offen zu legen sei. Damit legt der Gesetzgeber die Bestimmung des Maßes an gewünschter Transparenz dorthin, wo sie hingehört, nämlich in die Zuständigkeit der Hauptversammlung. Insofern ist die vorgeschlagene Regelung uneingeschränkt zu begrüßen². Für börsennotierte Aktiengesellschaften dürfte sie freilich – wenn überhaupt – in sehr eingeschränktem Umfang zur Verbesserung der Transparenz beitragen, da dort ohnehin nach den Bestimmungen des WpHG schon ab einer Beteiligungsschwelle von 3% Meldepflichten bestehen. Nicht ganz verständlich ist auch der Hinweis der Begründung, dass Treuhandverhältnisse und andere schuldrechtliche Vereinbarungen, die den Aktieninhaber betreffen, von der Vorschrift nicht erfasst seien. Soll damit zum Ausdruck gebracht werden, dass z.B. der Treuhänder nicht Ermächtigter ist und seine Eintragung daher unabhängig von einer Satzungsbestimmung immer zulässig bleibt und was gilt dann in dieser Hinsicht in Bezug auf die Auskunftspflicht nach Abs. 4 Satz 2 RegE?

Nach § 67 Abs. 2 Satz 2 RegE sollen Verstöße gegen Offenlegungspflichten nunmehr nur durch einen zeitweiligen Verlust des Stimmrechts für die Dauer des Verstoßes sanktioniert sein. Von dem weitergehenden Vorschlag des Referentenentwurfs, auch einen Verlust des Dividendenbezugsrechts anzuordnen, hat die Bundesregierung zu Recht Abstand genommen. Sie hat damit offenbar auf die Kritik aus Bankkreisen reagiert, dass bei einem Verlust auch des Dividendenrechts die in der Praxis weitestgehend automatisierte Auszahlung der Dividenden mit einem unangemessenen Verwaltungsaufwand belegt werden würde. Die Kritik, dass mit der Sanktionierung durch Stimmrechtsverlust ein weites Tor zur Erhebung von Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse geöffnet werden könnte, ist demgegenüber nicht aufgegriffen worden. Die Entwicklung in der Praxis wird also zeigen müssen, ob sich diese Befürchtungen realisieren.

Durch § 67 Abs. 4 Sätze 2 und 3 RegE sollen die im Aktienregister Eingetragenen dazu verpflichtet werden, der Gesellschaft auf ihr Verlangen hin Auskunft darüber zu erteilen, wem die Aktien tatsächlich gehören. Die Auskunft muss dann innerhalb einer angemessenen Frist, für die die Begründung zum RegE mindestens 14 Tage veranschlagt, erteilt werden. Geschieht dies nicht, so tritt Stimmrechtsverlust ein. Dabei soll durch die Erstreckung der Auskunftspflicht auf jeden Hintermann sichergestellt werden, dass auch Ketten von Ermächtigungen kein Mittel sein können, den

wahren Aktieninhaber zu verbergen. Spannend versprechen allerdings die Fälle zu werden, in denen die Kette so lang ist, dass der wahre Inhaber bei Ausschöpfung der Auskunftsfristen nicht mehr vor der nächsten Hauptversammlung zu ermitteln sein wird. Das Auskunftsverlangen kann unabhängig vom Bestehen einer Satzungsregelung jederzeit gegenüber jedem im Aktienregister Eingetragenen geltend gemacht werden. Nach allgemeinen Regeln fällt die Stellung des Auskunftsverlangens in den Kompetenzbereich des Vorstandes. Ausweislich der Entwurfsbegründung geht man davon aus, dass „selbstverständlich“ keine Verpflichtung bestehe, von dem Auskunftsrecht Gebrauch zu machen und die Offenlegungspflicht nur gegenüber der Gesellschaft bestehe. Es soll also offenbar eine gewisse Flexibilität in Bezug auf die Herstellung von Transparenz geschaffen werden.

Indessen fragt sich, ob man die Vorstände von Aktiengesellschaften insoweit nicht vor schwierige Probleme stellt. Dass die Stellung des Auskunftsverlangens in das freie Ermessen des Vorstandes gestellt sei, lässt sich der Gesetzesbegründung nicht entnehmen, so dass der Vorstand sowohl die Stellung als auch die Nichtstellung des Auskunftsverlangens zu rechtfertigen haben wird. Zweitens wird der Vorstand stets zu prüfen haben, inwieweit die aus der Auskunft gewonnenen Erkenntnisse der Ad-hoc-Publizität unterfallen könnten.

Mit dem Verweis des Satzes 3 auf den Satz 1 des § 67 Abs. 4 RegE soll sicher gestellt werden, dass nur Kreditinstitute eine Kostenerstattung für die Auskunftserteilung von der Gesellschaft verlangen können.

2. Acting in concert – §§ 30 Abs. 2 WpÜG, 22 Abs. 2 WpHG

Der Tatbestand des acting in concert soll erstens dahingehend ausgeweitet werden, dass künftig nicht nur ein abgestimmtes Verhalten in Bezug die Zielgesellschaft, sondern auch in Bezug auf den *Erwerb* von Aktien der Zielgesellschaft zu einer Zurechnung führen kann. Der Referentenentwurf sah demgegenüber noch die wesentlich unschärfere Formulierung „in Bezug auf die Aktien“ der Zielgesellschaft vor, ohne dass damit ausweislich der Begründung des Referentenentwurfes etwas anderes als die Abstimmung beim Aktienerwerb gemeint sein sollte. Die erfolgte Klarstellung in der Fassung des Regierungsentwurfes stellt zweifellos eine redaktionelle Verbesserung dar.

Darüber hinaus ist geplant, den bisherigen Ausschluss der Zurechnung abzuschaffen, wenn das abgestimmte Verhalten sich nur auf die Ausübung des Stimmrechts in Einzelfällen bezieht. Dadurch soll nach der Entwurfsbegründung zugleich bewirkt werden, dass die Zurechnungstatbestände entgegen der Auffassung des Bundesgerichtshofes im WMF-Urteil³ nicht auf Koordinierung der Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung beschränkt bleiben, sondern auch Abstimmungen außerhalb bzw. im Vorfeld der Hauptversammlung zur Zurechnung führen können.

Schließlich wird der Begriff des abgestimmten Verhaltens dahingehend konkretisiert, dass ein solches immer dann vorliegen soll, wenn es „geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung der Zielgesellschaft dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen“. Damit soll die ebenfalls im WMF-Urteil angesprochene und bisher in der Literatur⁴ strittige Frage, ob es auf die Häufigkeit des Abstimmungsverhaltens (formale Betrachtung)⁵ oder auf dessen Wirkungen für

² Vgl. hierzu auch *Schneider*, BB 2007 Heft 51/52, Die erste Seite (in diesem Heft).

³ BGHZ 169, 98 ff.

⁴ Vgl. dazu *Diekmann*, in: Baums/Thoma, WpÜG, § 30 Rdnr. 75; v. *Bilow*, in: KK WpÜG, 2003, § 30 Rdnr. 137 ff.; v. *Bilow/Bücker* ZGR 2004, 700, 714; *Kuthe/Brockhaus*, DB 2005, 1266; *Louven*, BB 2005, 1414, 1415; *Casper/Bracht*, NZG 2005, 839 f.

⁵ So bisher die Rechtsprechung BGHZ 169, 98 ff.; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 2232, 2236 f.; OLG Frankfurt, ZIP 2004, 1309, 1314.

die Zielgesellschaft (materiell-rechtliche Betrachtungsweise)⁶ ankommt, vom Gesetzgeber im letzteren Sinne entschieden werden.

Sicherlich ist die Beobachtung der Entwurfsbegründung richtig, dass die Handhabung des Tatbestandes der §§ 30 Abs. 2 WpÜG, 22 Abs. 2 WpHG in der Praxis zu Schwierigkeiten geführt hat. Freilich war gerade nach der WMF-Entscheidung des Bundesgerichtshofes eine Klärung einiger Fragen eingetreten, die vom Gesetzgeber nun rückgängig gemacht werden soll. Dass damit die Schwierigkeiten in der Praxis abnehmen, darf indessen bezweifelt werden:

Ihren Einfluss üben Aktionäre eben durch ihr Stimmrecht auf den Hauptversammlungen aus. Selbst wenn sie außerhalb von Hauptversammlungen agieren, so ist es doch stets ihre koordinierte Hauptversammlungsmacht, die ihnen einen Einfluss verschafft. Schon der bisherige Gesetzeswortlaut ließ es daher zu, abgestimmtes Verhalten im Vorfeld der Hauptversammlungen als vom Gesetzeswortlaut umfasst zu qualifizieren und auch dem WMF-Urteil lässt sich nicht entnehmen, dass der Bundesgerichtshof dies anders sehen wollte. Zum acting in concert im Vorfeld von Hauptversammlungen findet sich dort kein Wort. Der Bundesgerichtshof hat vielmehr lediglich klargestellt, dass eine mediatisierte Einflussnahme des Anteilseignerkreises auf Abstimmungen innerhalb des Aufsichtsrates vom Wortlaut und Zweck der Norm nicht erfasst waren. Die Entwurfsverfasser scheinen darüber hinaus zu übersehen, dass Abstimmungen über die Besetzung des Aufsichtsrates allein durch Stimmabgabe auf der Hauptversammlung umgesetzt werden können und daher schon der bisherige Wortlaut der §§ 30 Abs. 2 WpÜG, 22 Abs. 2 WpHG einer Zurechnung nicht entgegenstand. Erweitert wird der Anwendungsbereich durch die neue Fassung daher vor allem in Bezug auf Absprachen bezüglich der Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden. Ausweislich der Entwurfsbegründung sollen solche Absprachen jedoch nicht grundsätzlich, sondern nur dann zu einer Stimmrechtszurechnung führen, wenn beabsichtigt ist, dass der Aufsichtsratsvorsitzende eine unternehmerische Neuausrichtung herbeiführt. Welche Vereinfachung der Gesetzesanwendung in der Praxis damit verbunden sein soll, ist jedoch nicht erkennbar. Zudem dürfte es so sein, dass der WMF-Fall vom Bundesgerichtshof nach der neuen Gesetzesfassung jedenfalls im Ergebnis genauso entschieden werden könnte, wie er nach dem bisherigen Wortlaut entschieden worden ist. Die Kritik der Entwurfsbegründung an der genannten BGH-Entscheidung erscheint daher unge-rechtfertigt.

Durch die neue Definition des abgestimmten Verhaltens als ein solches, das geeignet sein kann, die unternehmerische Ausrichtung der Zielgesellschaft dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen, soll der Gesetzgeber sich für die materiell-rechtliche Betrachtungsweise entscheiden. Die Formulierung „dauerhaft oder erheblich“ erscheint indessen dahingehend redaktionell verbesserungsbedürftig, dass es letztlich doch wohl nur auf die Erheblichkeit ankommen kann, für deren Vorliegen die Dauerhaftigkeit eines von mehreren Indizien ist. Die vorgeschlagene Textfassung könnte zu dem (Miss-?)verständnis führen, dass auch bei zwar dauerhaften, aber gänzlich unerheblichen Beeinflussungen eine Zurechnung vorgenommen werden muss. Die höchstrichterliche Kritik an einer materiell-rechtlichen Betrachtungsweise war dem Gesetzgeber dabei bekannt. Im WMF-Urteil heißt es dazu wörtlich: „Für eine formale Bestimmung des Einzelfalls spricht (...) auch der Aspekt der Rechtssicherheit; würde man – wie das Berufungsgericht – die Vereinbarung zu einer einzelnen Abstimmung bereits für ausreichend erachten, sofern diese Abstimmung nur eine hinreichend nachhaltige Wirkung in der Zukunft zeitigt, so wäre unsicher, welchen Abstimmungsgegenständen eine derart hinreichende Bedeutung beizumessen wäre.“ Eben aus diesem Grunde wird ein so novellierter

Gesetzestext die Schwierigkeiten bei der Anwendung der Zurechnungsnormen nicht verringern, sondern erhöhen. Schließlich erscheint keineswegs sicher, dass die materiell-rechtliche Betrachtungsweise gegenüber der vom Bundesgerichtshof befürworteten formellen Betrachtungsweise eine Ausweitung der Zurechnungstatbestände mit sich bringt. Im Gegenteil spricht wohl Einiges dafür, dass die neue Fassung den Tatbestand letztlich eher verengt, was den erklärten gesetzgeberischen Zielen zuwiderläuft.

3. Zusammengefasste Mitteilungen von Stimmrechtspositionen aus Aktien und Finanzinstrumenten – § 25 WpHG

Nach § 25 WpHG in der erst seit dem 20.1.2007 durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz⁷ eingeführten Fassung ist auch der (mittelbare oder unmittelbare) Inhaber von Finanzinstrumenten, die dem Inhaber das Recht verleihen, mit Stimmrechten verbundene Aktien zu erwerben, dazu verpflichtet, diese Erwerbspositionen beim Erreichen der Schwellenwerte nach § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG mitzuteilen. Die Eingangsschwelle bei Finanzinstrumenten liegt allerdings nicht bei 3 %, sondern erst bei 5 %. Eine Zusammenrechnung mit bereits gehaltenen oder zugerechneten Stimmrechten im Sinne von §§ 21, 22 WpHG findet bisher nicht statt. Nach der Begründung des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes ging es noch darum, durch die Einführung des höheren Schwellenwertes die Belastung der Beteiligten auf das für die „Transparenz notwendige Maß“ zu reduzieren. Ferner folgte man mit dem Verzicht auf eine Zusammenrechnung von Stimmrechten aus Aktien und aus Finanzinstrumenten noch dem entsprechenden Grundsatz der Transparenzrichtlinie⁸.

Beides erscheint dem Gesetzgeber nur wenige Monate später nunmehr als unbefriedigend. Weil die Mitteilungen über Stimmrechte aus Aktien nach §§ 21, 22 WpHG und über die aus Finanzinstrumenten – mit Ausnahme der von § 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG bereits erfassten dinglichen Erwerbsrechte – bisher getrennt erfolgten, gäben die jeweiligen Mitteilungen die Beteiligungsverhältnisse nur unvollständig und zeitlich versetzt wieder. Deshalb sieht § 25 Abs. 1 RegE nunmehr vor, dass die Stimmrechtspositionen aus Aktien und Finanzinstrumenten zusammengefasst mitzuteilen sind. Durch diese Aggregation soll die Eingangsmeldeschwelle früher erreicht und die Meldedichte erhöht werden.

Selbstverständlich sollen die bereits von § 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG erfassten dinglich ausgestalteten Optionen nur einmal mitzählen. Darüber hinaus soll es zur Vermeidung von Doppelmeldungen einer Mitteilung nach § 25 WpHG nur dann bedürfen, wenn durch die Zusammenrechnung erneut eine gesetzliche Meldeschwelle erreicht oder überschritten wird.

4. Auskunftserweiterung des Meldepflichtigen ab einer Schwelle von 10 % – § 27 WpHG

Für Aufsehen wird die neue Regelung des § 27 Abs. 2 RegE sorgen. Danach soll die Gesellschaft ab der Schwelle von 10 % vom Meldepflichtigen weitere Auskünfte verlangen können. Er muss dann zum einem über seine Ziele in Bezug auf die Gesellschaft und zum anderen über die Herkunft der verwendeten Mittel Auskunft geben.

Im Hinblick auf die Ziele hat der Meldepflichtige anzugeben, ob

- Die Investition der Umsetzung strategischer Ziele oder der Erzielung von Handelsgewinnen dient,
- Er innerhalb der nächsten zwölf Monate weitere Stimmrechte durch Erwerb oder auf sonstige Weise zu erlangen beabsichtigt,

⁶ Dafür Casper/Bracht, NZG 2005, S. 839 f.; Louven, BB 2005, 1414, 1415.

⁷ BGBl. I 2007, S. 10.

⁸ 2004/109/EG, ABl. EG Nr. L 390, S. 38.

Timmann | Birkholz | Der Regierungsentwurf für ein Risikobegrenzungsgesetz

- Er eine Einflussnahme auf die Besetzung von Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorganen des Emittenten anstrebt,
- Er eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft, insbesondere im Hinblick auf Eigen- und Fremdfinanzierung und die Dividendenpolitik anstrebt.

Nach dem Willen der Bundesregierung soll dieser Katalog abschließenden Charakter haben.

Ferner hat der Meldepflichtige in Bezug auf die Mittelherkunft anzugeben, ob zur Finanzierung des Erwerbs der Stimmrechte Eigen- oder Fremdmittel verwendet wurden. Im Falle einer gemischten Finanzierung sind die jeweiligen Anteile anzugeben.

Die Mitteilungspflichten sollen innerhalb von 20 Handelstagen nach Erhalt der entsprechenden Aufforderung zu erfüllen sein. Eine Änderung der Ziele ist binnen gleicher Frist mitzuteilen.

Die erhaltenen Informationen sind jedoch nicht nur für die Gesellschaft selbst bestimmt. Vielmehr ist sie verpflichtet, die erhaltenen Informationen an den Kapitalmarkt weiter zu geben, damit er die Möglichkeit erhält, zu reagieren. Auch die Tatsache, dass der Meldepflichtige die Auskunft nicht erteilt hat, soll entsprechend § 26 WpHG zu veröffentlichen sein. Diese Art der Anprangerung „unkooperativen“ Verhaltens ist die einzige Sanktion, die der Gesetzentwurf vorsieht. Insbesondere ist ein Rechtsverlust wie bei § 67 Abs. 2 Satz 2 AktG oder gar § 28 WpHG „vorerst“ – so die Begründung – nicht vorgesehen. Grund dafür ist laut der Begründung des RegE die Gefahr, dass ein Stimmrechtsverlust und die damit verbundene Möglichkeit der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen missbräuchlich ausgenutzt werden und zu einer weitgehenden Lähmung der Beschlussfassung des Emittenten führen könnte. Damit geben die Entwurfsverfasser indirekt selbst zu erkennen, dass sie aufgrund der ungenauen Tatbestandsformulierung, die Interpretationen in alle Richtungen zulässt und sich zudem auch auf innere Tatsachen bezieht, mit erheblichen Unsicherheiten in der Rechtspraxis rechnen. Diese sind in der Tat zu besorgen.

Auch soweit der Gesetzgeber vorgibt, sich an bestehenden Meldevorschriften u. a. in den USA zu orientieren, muss er sich vorhalten lassen, dass zwar in der Tat Art. 13d Securities and Exchange Act 1934 bestimmte Meldepflichten zu den mit der Investition verfolgten Zielen enthält, aber doch mitnichten die von der Bundesregierung vorgeschlagene umfassende Ausforschung der Motive und Absichten von Investoren vorsieht.

Auch aus anderen Gründen erscheint zweifelhaft, ob die vorgeschlagene Regelung wirklich als gelungen bezeichnet werden kann:

Ein geringes Problem mag sein, dass die Neuregelung inhaltlich weder mit der unverändert bleibenden Überschrift des § 27 WpHG noch mit dessen Abs. 1 einen erkennbaren Zusammenhang aufweist.

Dass die Auskünfte nur auf Verlangen der Gesellschaft, also des Vorstandes erteilt werden müssen, erscheint nicht nur aus den bereits zu § 67 AktG dargestellten Gründen verfehlt, sondern auch deshalb, weil kein Grund dafür ersichtlich ist, warum der Vorstand auf die Auskunft verzichten dürfen sollte.

Grundsätzlich erscheinen auch Zweifel angebracht, ob die Frage nach § 27 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 RegE einen zusätzlichen Erkenntnisgewinn mit sich bringen, oder nur Anlass dafür geben wird, dass künftig die Spekulationen ins Kraut schießen. Die Frage nach der Verfolgung von strategischen Zielen oder der Absicht, Handelsgewinne zu erzielen, erscheint kaum geeignet, die Ziele der Investoren in der Praxis wirklich in Erfahrung bringen zu können, weil es erstens an einer Definition dessen fehlt, was strategische Ziele sind und zweitens der Inhalt dieser Ziele nicht näher hinterfragt werden kann, wenn es sich nicht um solche handelt, die nach dem Katalog näher

abgefragt werden können. Es ist daher zu bezweifeln, dass diese Auskunft für die Gesellschaft und den Kapitalmarkt wirklich interessant ist, wenn nicht eine Änderung der wirtschaftlichen Ausrichtung oder der Dividendenpolitik angestrebt ist.

Die Frage gemäß § 27 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 RegE erscheint zunächst schon redaktionell bedenklich. Denn eine „Einflussnahme“ auf die Besetzung zumindest des Aufsichtsrates liegt genau betrachtet schon immer dann vor, wenn man sein Stimmrecht bei Aufsichtsratswahlen ausübt. Darüber hinaus dürfte es von eher geringem Interesse sein, ob der Meldepflichtige generell Einfluss nehmen will, weil dies bei einer Macht von 10% der Stimmrechte schon aus faktischen Gründen wohl kaum ausbleiben wird. Interessanter wäre es da schon, zu erfahren, ob der Meldepflichtige eigene Kandidaten für die Gremien des Emittenten aufstellen will.

Die Auskunft zur Absicht, weitere Anteile hinzuzuerwerben (§ 27 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 RegE) bewirkt in der Tat eine Vorverlagerung der bestehenden Meldeschwellen. Allerdings ist der Erkenntnisgewinn gering, dafür aber der Raum für Spekulationen groß, weil der geplante Umfang des Hinzuerwerbs im Dunkeln bleibt.

Man wird also abzuwarten haben, wie sich die Lage darstellt, nachdem das Bundesministerium der Finanzen von seiner Verordnungsermächtigung zur näheren Bestimmung der Auskunftspflichten nach § 27 Abs. 2 RegE Gebrauch gemacht hat.

5. Verschärfung der Regelung zum Stimmrechtsverlust im Zusammenhang mit Meldepflichtverletzungen – § 28 WpHG

Große praktische Bedeutung dürfte die vorgesehene Ergänzung von § 28 WpHG erlangen. Nach der geltenden Fassung von § 28 WpHG endet der Rechtsverlust in dem Zeitpunkt, in dem der Meldepflichtige Genüge getan wird. Demnach bleibt die Nichterfüllung von Meldepflichten zwischen zwei Hauptversammlungen faktisch ohne spürbare gesellschaftsrechtliche Sanktion, solange die verabsäumte Mitteilung noch vor der Hauptversammlung nachgeholt wird. Das dadurch mögliche „unbemerkte Anschleichen“ von Aktionären will der Gesetzgeber nunmehr deutlich erschweren, indem die Sanktion des Verlusts der Mitverwaltungsrechte noch sechs Monate nachwirkt. Die Vermögensrechte des Aktionärs werden von dieser Ausdehnung der Sanktion nicht umfasst. Es werden nur Fälle einer grob fahrlässigen oder vorsätzlichen Verletzung der Meldepflicht sanktioniert.

Der in § 28 WpHG vorgesehene Rechtsverlust ist eine der schärfsten gesellschaftsrechtlichen Sanktionen, die das deutsche Recht kennt⁹. Bereits gegen die existierende Fassung der Norm waren unter dem Gesichtspunkt des Übermaßverbots verfassungsrechtliche Bedenken geäußert worden¹⁰. Die nunmehr vorgesehene weitere Verschärfung wird die Argumente der Kritiker verstärken. Ferner wurde bereits für die geltende Fassung des § 28 WpHG zutreffend darauf hingewiesen¹¹, dass ein zusätzlicher Sanktionsbedarf angesichts der mit einer vordringenden Auffassung zu bejahenden Schadensersatzpflicht von Gesellschaft und/oder Aktionären¹², die durch die nachträgliche Erfüllung der Mitteilungspflicht nicht wegfällt, sowie angesichts der Bußgeldbewehrung nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 e) WpHG nicht besteht. Bußgeldbewehrt sind genau die Fälle eines grob fahrlässigen oder vorsätzlichen Verstoßes gegen Mitteilungspflichten, die nach dem Regierungsentwurf nunmehr zusätzlich mit einem nachwirkenden Rechtsverlust geahndet werden sollen. Hier hätte es näher gelegen, über eine Erhöhung des Buß-

⁹ Schäfer/Hamann/Opitz, WpHG, 2006, § 28 Rdn. 1; Kremer/Oesterhaus, in: KK-WpHG, 2006, § 28 Rdn. 5.

¹⁰ Schäfer/Hamann/Opitz (Fn. 9), § 28 Rdn. 1; dagegen Sven H. Schneider/Uwe H. Schneider, ZIP 2006, 493, 494.

¹¹ Kremer/Oesterhaus (Fn. 9), § 28 Rdn. 73.

¹² Kremer/Oesterhaus (Fn. 9), § 28 Rdn. 86 m. w. N.

geldrahmens nachzudenken, wenn man die bereits bestehenden Sanktionen nicht für ausreichend erachten will.

Die Zweifel an der Erforderlichkeit der zusätzlichen Sanktionierung wirken umso schwerer, als die Nachwirkung des Stimmrechtsverlustes in der Praxis zu einer erheblichen Verunsicherung im Hinblick auf den Bestand von Hauptversammlungsbeschlüssen führen kann.

6. Änderung des BetrVG

Durch die geplante Änderung des BetrVG sollen die Informationsrechte der Belegschaften nicht börsennotierter Unternehmen verbessert werden. Während die übernahmerechtlichen Vorschriften im Falle der Übernahme eine solche Unterrichtung der Belegschaft vorsehen, ist für nicht börsennotierte Unternehmen eine solche Unterrichtungspflicht für den Fall, dass sich die Kontrolle über das Unternehmen ändert, zumindest nicht ausdrücklich gesetzlich vorgesehen (vgl. aber bereits die bisherige Fassung des § 106 BetrVG).

Das soll nach dem Willen der Bundesregierung geändert werden. Nach dem neuen § 106 Abs. 3 Nr. 9a RegE muss das Unternehmen den Wirtschaftsausschuss auch über die Übernahme des Unternehmens informieren, wenn damit ein Kontrollerwerb (ab 30% der Stimmrechte – § 29 Abs. 2 WpÜG) verbunden ist. Ferner wird geregelt, dass in diesen Fällen bestimmte Informationen über den Erwerber und dessen Ziele zu den nach § 106 Abs. 2 BetrVG dem Wirtschaftsausschuss zur Verfügung zu stellenden Unterlagen gehören. Neben den Angaben über die potenziellen Erwerber sind auch deren Absichten im Hinblick auf die künftige Geschäftspolitik des Unternehmens sowie die sich daraus ergebenden Auswirkungen auf die Arbeitnehmer darzulegen. Entsprechendes soll gelten, wenn im Vorfeld der Übernahme ein Bieterverfahren durchgeführt wird. Der Vorbehalt einer Gefährdung von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen gemäß § 106 Abs. 2 Satz 1 BetrVG erstreckt sich auch auf diese zusätzlichen Informationen.

Ein neuer § 109a RegE erstreckt die Mitteilungspflichten nach § 106 Abs. 1 und 2 BetrVG auch entsprechend auf Unternehmen, bei denen kein Wirtschaftsausschuss besteht. In diesem Fall ist der Betriebsrat entsprechend zu informieren.

Nicht geregelt ist freilich, wie die Geschäftsleitung des nicht börsennotierten Unternehmens ihrerseits die Informationen des Erwerbers zu seinen Absichten in Bezug auf das Unternehmen erlangen soll.

III. Fazit

Offenbar soll das Risikobegrenzungs-gesetz quasi der gesetzgeberische Preis dafür sein, dass durch das MoRaKG die Investitionsbedingungen in Deutschland verbessert werden könnten. Eine gewisse Tendenz zur symbolischen Gesetzgebung ist dem Vorhaben deshalb auch immanent. Ob für die Praxis damit Fortschritte erzielt oder gar Risiken begrenzt werden können, erscheint aber keineswegs gesichert: Die Handhabung des acting in concert wird zwar verändert, aber gewiss nicht erleichtert. Die Änderungen zu § 67 AktG dürften zumindest für börsennotierte Unternehmen keine spürbare Steigerung der Transparenz bringen und ob der Fragenkatalog des § 27 Abs. 2 WpHG zur Transparenzsteigerung auf den Kapitalmärkten beitragen oder hauptsächlich Spekulationen der Marktteilnehmer über die Absichten des Meldepflichtigen Vorschub leisten wird, bleibt noch abzuwarten.

DR. JAN TIMMANN



Partner der Anwaltssozietät lindenpartners, Berlin. Er ist im gesamten Bereich des Gesellschaftsrechts forensisch und beratend tätig. Ferner ist er Spezialist für Mergers + Acquisitions. Weitere Informationen finden sich unter www.lindenpartners.eu.

DR. MATTHIAS BIRKHOFF, LL.M. (TORONTO)



Partner der Anwaltssozietät lindenpartners, Berlin. Er berät Unternehmen vornehmlich im Bereich des Gesellschaftsrechts und bei M&A-Transaktionen. Einen weiteren Schwerpunkt seiner Tätigkeit bildet die Beratung bei der Konzeption, Portfoliostrukturierung und Prospektierung von geschlossenen Fonds. Weitere Informationen finden sich unter www.lindenpartners.eu.

Dr. Matthias Möller, Rechtsanwalt, und Dr. Axel Schilder, Rechtsanwalt/Steuerberater

Erfolg bei der Modernisierung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapitalgeber in Deutschland? – Anspruch und Wirklichkeit

Venture Capital hilft die wirtschaftliche Umsetzung technologischer Innovationen zu finanzieren und ist damit ein wichtiges volkswirtschaftliches Steuerungsinstrument. Die Bundesregierung hat am 15.8.2007 einen Regierungsentwurf mit dem Titel „Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG)“ vorgelegt, um politisch und rechtlich ein Bekenntnis zur Stärkung solcher Investitionsstrukturen abzugeben. Der nachfolgende Beitrag zeigt die wesentlichen Regelungen des MoRaKG auf. Die Autoren hinterfragen dabei, ob durch die geplanten Neuregelungen, insbesondere auch im Zusammenspiel mit der Unterneh-

menssteuerreform 2008, tatsächlich ein Beitrag zur Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Venture Capital-Finanzierungen geleistet wird. Das Fazit der Autoren fällt dabei insbesondere im Hinblick auf Unternehmen des sog. „Early Stage Bereich“ eher verhalten aus.

I. Einleitung

Der volkswirtschaftliche Nutzen von Wagniskapital oder Venture Capital wird heute von niemanden mehr ernsthaft in Frage gestellt. Mit Venture Capital finanzierte junge, technologie-orientierte