

Berlin, Dezember 2007  
Stellungnahme Nr. 57/07  
abrufbar unter [www.anwaltverein.de](http://www.anwaltverein.de)

# **Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins**

**durch den Handelsrechtsausschuss**

**zum Regierungsentwurf eines**

**Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken  
(Risikobegrenzungsgesetz)**

## Mitglieder des Ausschusses:

Prof. Dr. Michael Hoffmann-Becking (Vorsitzender und Berichterstatter)  
Dr. Manfred Balz  
Dr. Christian Decher  
Dr. Hans Friedrich Gelhausen  
Dr. Wilhelm Happ  
Dr. Peter Hemeling (Berichterstatter)  
Dr. Georg Hohner  
Dr. Hans-Christoph Ihrig (Berichterstatter)  
Prof. Dr. Gerd Krieger  
Dr. Georg Maier-Reimer  
Prof. Dr. Reinhard Marsch-Barner (Berichterstatter)  
Dr. Welf Müller  
Prof. Dr. Arndt Raupach  
Dr. Bodo Riegger  
Prof. Dr. Johannes Semler  
Prof. Dr. Walter Sigle  
Prof. Dr. Frank A. Schäfer (Berichterstatter)  
Dr. Martin Winter

## Mitarbeiter des Vorschlags:

Dr. Wolfgang Groß

## Zuständiger DAV-Geschäftsführer:

Rechtsanwalt Jens Wagener

Verteiler:

Bundesministerium der Justiz  
Bundesministerium der Finanzen  
Vorsitzender des Rechtsausschusses des Bundestages  
Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins  
Landesgruppen und -verbände des DAV  
Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV  
Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV  
Handelsrechtsausschuß des DAV  
Bundesrechtsanwaltskammer  
Bundesnotarkammer  
Deutscher Notarverein  
Institut der Wirtschaftsprüfer  
Deutscher Richterbund  
ÖTV Abt. Richterinnen und Richter  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)  
Deutscher Steuerberaterverband  
Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)  
Bundesverband der Freien Berufe  
ver.di  
Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)  
Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft  
Bundesverband Deutscher Banken  
Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung -  
GmbH-Rundschau  
NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht  
WM Wertpapiermitteilungen  
ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht  
Börsenzeitung  
Handelsblatt  
Frankfurter Allgemeine Zeitung  
NJW  
Financial Times Deutschland  
Kommission der Europäischen Gemeinschaften

*Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit ca. 64.000 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.*

Die Bundesregierung hat am 24. Oktober 2007 den Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) beschlossen. Inzwischen hat der Bundesrat am 30. November 2007 zu diesem Entwurf kritisch Stellung genommen (BR-Drucksache 763/07). Der Handelsrechtsausschuss äußert sich nachfolgend zu drei wesentlichen Punkten des Gesetzentwurfs, nämlich zur

- Ausweitung des Tatbestands eines „acting in concert“ in § 22 Abs. 2 WpHG-E und § 30 Abs. 2 WpÜG-E,
- Offenlegung der Ziele des Investors nach § 27 WpHG-E,
- verbesserten Transparenz des Aktienregisters nach § 67 AktG-E.

## **I. Ausweitung des Tatbestands eines „acting in concert“ (§ 22 Abs. 2 WpHG-E und § 30 Abs. 2 WpÜG-E)**

### **1. Vorgeschlagene Regelung**

Die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften des WpHG und des WpÜG zum abgestimmten Verhalten von Investoren haben zu zahlreichen Auslegungszweifeln und Abgrenzungsschwierigkeiten geführt. Die Zielsetzung des Gesetzentwurfs, die betreffenden gesetzlichen Regelungen zu konkretisieren und sie durch eine erhöhte Rechtssicherheit zu erreichen, ist deshalb grundsätzlich zu begrüßen. Die vorgeschlagene Neuregelung ist indes nicht geeignet, dieses Ziel zu erreichen; sie wird im Gegenteil, wenn sie Gesetz werden sollte, die Rechtsunsicherheit verstärken.

Durch den Entwurf sollen, wie es in der Begründung heißt, durch eine gleichlautende Änderung von § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG „Irritationen am Kapitalmarkt vermieden werden, weshalb ein identischer Wortlaut der beiden Vorschriften geboten sei“ (BR-Drucks. 763/07 S.11). Der Tatbestand des „abgestimmten Verhaltens“ soll nach dem Entwurf bereits vorliegen, wenn der Meldepflichtige und ein Dritter bzw. der Bieter und ein Dritter „in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unter-

nehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen.“

Durch diese Neufassung soll, wenn man der Begründung des Gesetzentwurfs (S. 13) folgt, die Zurechnungsregel in dreifacher Hinsicht verschärft werden. So sollen

- nicht nur, wie bislang, Verhaltensabstimmungen in Bezug auf den Emittenten, sondern auch in Bezug auf den Erwerb von Aktien des Emittenten erfasst werden, wobei bereits ein Parallelkauf der Aktien ausreichen soll, sofern die beteiligten Aktionäre hinsichtlich des Aktienenerwerbs bewusst übereinstimmende Interessen verfolgen;
- die bisher geltende Einzelfall-Ausnahme durch ein Korrektiv ersetzt werden, welches auf die Wirkungen des abgestimmten Verhaltens abstellt, so dass die Stimmrechtszurechnung nicht mehr entscheidend von der Häufigkeit des abgestimmten Verhaltens abhängt;
- ein acting in concert mit der Folge der Stimmrechtszurechnung auch ohne Absprachen über die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung gegeben sein.

§ 22 Abs. 2 Satz 2 WpHG-E sieht nach der Begründung (S. 12) eine Zurechnung vor, „wenn eine Abstimmung erfolgt und diese entweder aufgrund ihrer nachhaltigen Wirkung oder aufgrund ihres Inhalts für die Zielsetzung des Unternehmens bedeutsam ist“. Ein lediglich paralleles Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung habe dagegen keine Zurechnung zur Folge, und es bleibe dem einzelnen Aktionär unbenommen, dass „öffentlich bekannte Stimmverhalten anderer Aktionäre in die Überlegungen über sein Abstimmungsverhalten“ einzubeziehen. Eine Abstimmung über die Besetzung des Aufsichtsrats spreche für ein acting in concert, wenn eine größere Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern ausgewechselt werde oder eine Absprache über die Wahl des Vorsitzenden mit „besonderen Umständen“ verbunden sei, die über den Normalfall hinausgehen.

## **2. Einwände gegen die vorgeschlagene Regelung**

Die vorgesehene Ausweitung des Tatbestands des abgestimmten Verhaltens greift zu weit und schafft neue Unklarheiten.

- a) Grundsatz des Gleichlaufs von WpHG und WpÜG

Bereits die Annahme, dass ein Gleichlauf der Zurechnungsvorschriften nach WpHG und WpÜG unbedingt erforderlich ist, begegnet Bedenken. Die Begründung, dass dies zur „Vermeidung von Irritationen am Kapitalmarkt“ erforderlich sei, trägt nicht. Der Kapitalmarkt ist inzwischen gewohnt, Regelungen differenziert nach den unterschiedlichen Gesetzeszwecken zu beachten. Ein Beispiel hierfür ist die Geltung der Ad-hoc-Publizität nur im regulierten Markt, nicht jedoch im Freiverkehr, während die Insiderhandelsverbote gleichermaßen sowohl im regulierten Markt wie im Freiverkehr gelten. Die §§ 21 ff. WpHG sollen durch die verschiedenen Schwellenwerte und „Vorfeldtatbestände“ eine mögliche Kontrollanbahnung transparent machen, während die §§ 29, 30 WpÜG auf die erlangte Kontrolle abstellen. Das WpHG zielt auf Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, während das WpÜG den materiellen Schutz der außenstehenden Aktionäre bezweckt und im Sinne eines Konzerneingangsschutzes für den Fall des Kontrollerwerbs die weitreichende Rechtsfolge eines Pflichtangebots anordnet. Diese unterschiedlichen Gesetzeszwecke, die auch an der Herkunft der WpHG-Vorschriften aus der Transparenzrichtlinie und der WpÜG-Vorschriften aus der Übernahmerichtlinie deutlich werden, legitimieren eine Differenzierung zwischen den Zurechnungstatbeständen und stehen der vorgeschlagenen Ausweitung des Tatbestands des abgestimmten Verhalten jedenfalls im WpÜG entgegen.

- b) Zusammenwirken der Aktionäre und Eignung zur Beeinflussung der unternehmerischen Ausrichtung

Die Begründung des Entwurfs führt zu Recht an (S. 12), dass das erst kürzlich eingeführte Aktionärsforum (§ 127 a AktG) die Möglichkeiten der Aktionärskommunikation verbessert hat. Es kann dem Aktionär aber nicht nur unbenommen bleiben, das „öffentlich bekannte Stimmverhalten anderer Aktionäre in die Überlegungen über sein Abstimmungsverhalten“ einzubeziehen, sondern es muss ihm auch möglich sein, aktiv auf andere Aktionäre zuzugehen und im Hinblick auf eine anstehende wichtige Entscheidung der Gesellschaft ein abgestimmtes Stimmverhalten für oder gegen die anstehende Maßnahme zu erreichen. Nach dem Gesetzentwurf würde jede Ad-hoc-Koalition von Aktionären, die sich ein einziges Mal zusammenfindet, um z.B. einen wesentlichen Unternehmenserwerb durch die Gesellschaft, der auf der Tagesordnung der Hauptversammlung steht, zu verhindern oder umgekehrt durchzusetzen, zur wechselseitigen Zurechnung des Aktienbesitzes führen – und dies nicht nur mit der Folge der Mitteilungspflicht der zusammengerechneten Beteiligung

durch alle beteiligten Aktionäre nach dem WpHG, sondern sogar zur Verpflichtung aller beteiligten Aktionäre, sei ihr Anteil auch noch so klein, ein Übernahmeangebot nach dem WpÜG abzugeben. Damit würden faktisch solche Ad-hoc-Koalitionen verhindert. Mit dem Prinzip der Aktionärsdemokratie wäre dies unvereinbar. Denn dieses muss darauf gerichtet sein, die Bildung und Änderung von Mehrheiten zu ermöglichen

Wenn der Entwurf Gesetz wird, ist die wünschenswerte Offenheit der Diskussion und Meinungsbildung im Vorfeld der Hauptversammlung gefährdet. Kein Aktionär, der einen größeren Stimmrechtsanteil hält, kann es dann noch wagen, sein Abstimmungsverhalten im Vorhinein bekannt zu machen, da er befürchten muss, dass ihm die Stimmrechte anderer Aktionäre, die ihm beipflichten, zugerechnet werden. Kontakte zwischen Aktionären würden ins „Hinterzimmer“ verbannt. Das würde dem Zweck des gerade eingeführten Aktionärsforums zuwiderlaufen, und auch die derzeit in der Wissenschaft und Praxis laufende Diskussion über „proxy fights“ würde zu einem vorzeitigen Ende kommen.

Außerdem sollte die abstrakte Eignung des Zusammenwirkens, die unternehmerische Ausrichtung der Gesellschaft zu beeinflussen, nicht ausreichen für die Zurechnung des Aktienbesitzes. Dies muss auch der gemeinsam verfolgte Zweck des Zusammenwirkens sein.

c) Dauerhafte oder erhebliche Beeinflussung

Nach dem Gesetzentwurf soll bereits ein einmaliges abgestimmtes Verhalten genügen, wenn dieses geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen. Nicht das Zusammenwirken muss nach dem Gesetzentwurf dauerhaft sein, sondern es soll genügen, wenn die unternehmerische Ausrichtung der Gesellschaft „dauerhaft“ beeinflusst wird. Das Wort „oder“ zwischen „dauerhaft“ und „erheblich“ zeigt überdies, dass eine dauerhafte Beeinflussung auch dann ausreichen soll, wenn sie nicht erheblich ist, und umgekehrt eine erhebliche Beeinflussung auch dann ausreichen soll, wenn feststeht, dass es sich um einen einmaligen Effekt ohne Nachwirkung handelt. Auch insofern geht der vorgeschlagene neue Tatbestand viel zu weit.

Richtiger erscheint es, nicht auf die dauerhafte Wirkung der beeinflussten unternehmerischen Maßnahme abzustellen, sondern auf die Dauerhaftigkeit des abgestimmten Verhaltens. Nur dann, wenn ein

dauerhaftes abgestimmtes Verhalten vorliegt und sich die Abstimmung nicht im Sinne einer Ad-hoc-Koalition auf einen Einzelfall bezieht, kann entsprechend den Zielen beider Gesetze von einem die Zurechnung rechtfertigenden acting in concert ausgegangen werden. Zumindest im WpÜG sollte daher die Ausnahme für die Abstimmung über die Stimmrechtsausübung in Einzelfällen beibehalten werden und auch die Dauerhaftigkeit des Zusammenwirkens der mehreren Aktionäre für den Zurechnungstatbestand verlangt werden. Aber auch im WpHG erscheint die Beibehaltung der Einzelfall-Ausnahme sinnvoll, da Ad-hoc-Koalitionen von Aktionären nicht verhindert werden sollten und eine Meldepflicht in derartigen Fällen ohnehin zu spät kommen würde.

d) Erhöhte Anfechtungsrisiken

Sowohl die mit dem Entwurf beabsichtigte Ausdehnung des Tatbestands des acting in concert als auch die zusätzlichen Unschärfen des Tatbestands werden die bekannten Berufskläger veranlassen, noch häufiger als bisher Hauptversammlungsbeschlüsse mit dem Argument anzufechten, die Beteiligungsmittelungen seien wegen angeblicher acting in concert-Tatbestände nicht oder nicht vollständig erfolgt. Schon heute ist das System der Zurechnungen fremden Aktienbesitzes derart kompliziert, dass die meldenden Aktionäre selbst bei Anwendung großer Sorgfalt nicht sicher sein können, in ihren Meldungen wirklich alle Zurechnungen erfasst zu haben. Dieses Risiko würde durch den vorliegenden Gesetzentwurf, wenn er Gesetz werden sollte, noch erheblich verschärft.

## II. Offenlegung der Ziele des Investors (§ 27 Abs. 2 WpHG-E)

### 1. Vorgeschlagene Regelung

Zur Verbesserung der Transparenz der Aktivitäten von Finanzinvestoren soll über die bisherigen Mitteilungspflichten zu Beteiligungsverhältnissen hinaus die Informationspflicht von Erwerbern wesentlicher Beteiligungen erhöht werden. Die neue Meldepflicht knüpft an das Erreichen oder Überschreiten der Beteiligungsschwelle von 10% oder einer höheren Schwelle an und besteht nur auf Verlangen des Emittenten. Die Zurechnungstatbestände der §§ 22, 23 und 24 WpHG sollen anwendbar sein.

Der Investor soll vor allem über die mit der Beteiligung verfolgten Ziele und die Herkunft der eingesetzten Finanzierungsmittel informieren. Darüber

hinaus sind jedoch auch detaillierte Informationen zum beabsichtigten Vorgehen in der Zukunft zu geben, z.B. über einen beabsichtigten Erwerb weiterer Stimmrechte innerhalb der nächsten 12 Monate sowie über ein Anstreben der Kontrollerlangung, einer Einflussnahme auf die Besetzung von Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorganen oder einer wesentlichen Veränderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft. Für den Fall der Änderung ursprünglich angegebener Ziele ist schließlich eine Pflicht zur Aktualisierung der Mitteilung vorgesehen.

Hat der Emittent die Mitteilung verlangt, muss er die erhaltenen Informationen bzw. den Umstand einer Nichterfüllung der Angabepflicht veröffentlichen. Für den Fall einer Verletzung der Mitteilungspflicht ist über die Offenlegung durch den Emittenten hinaus keine Sanktionierung vorgesehen.

## 2. Einwände gegen einzelne Regelungen

### a) Zeitlich unbefristete Mitteilungspflicht

Die Mitteilungspflicht wird im Gesetzentwurf nicht auf einen bestimmten Zeitraum nach Erreichen bzw. Überschreiten des Schwellenwertes begrenzt. Der Entwurf sieht lediglich vor, dass die Mitteilung innerhalb von 20 Handelstagen (nach Verlangen des Emittenten) erfolgen muss, sagt aber nichts dazu, innerhalb welcher Frist der Emittent die Mitteilung verlangen kann. Eine zeitlich unbegrenzte Mitteilungspflicht geht aber über den verfolgten Gesetzeszweck hinaus und greift übermäßig in die Sphäre des Aktionärs ein. Ziel der gesetzlichen Regelung sollte sein, die Transparenz bei Erwerb einer wesentlichen Beteiligung zu erhöhen. Dagegen kann nicht bezweckt sein, dass ein Emittent von einem Aktionär noch mehrere Jahre nach Erwerb einer wesentlichen Beteiligung Auskünfte nach § 27 Abs. 2 WpHG-E verlangen kann. Entsprechendes gilt für die Verpflichtung des Aktionärs, eine Änderung der mit dem Investment verfolgten Ziele mitzuteilen.

Eine dauerhafte Offenlegungspflicht für die mit dem Aktienbesitz verbundenen Ziele würde in rechtsstaatlich bedenklicher Weise das Eigentumsrecht tangieren. Soll etwa ein strategischer Investor tatsächlich verpflichtet werden, Jahre nach seinem Investment eine Änderung seines Anlageziels offen zu legen? Dies könnte die Umsetzung seiner unternehmerischen Ziele erschweren oder aufgrund von Reaktionen anderer Marktteilnehmer unmöglich machen. Zudem wären entsprechende „Nachmeldungen“ geeignet, Kursspekulationen



nen auf der sehr unsicheren Basis von gesetzlich vorgeschriebenen „Absichtsbekundungen“ Tür und Tor zu öffnen. Dies würde dem ausgewogenen Regelungssystem für kursrelevante Mitteilungen widersprechen und die geordnete Information des Kapitalmarkts und den ordnungsgemäßen Börsenhandel eher gefährden als verbessern. Zudem bliebe auch lange Zeit nach Inkrafttreten des Gesetzes eine Ungleichbehandlung mit den bei Inkrafttreten des Gesetzes bereits bestehenden wesentlichen Beteiligungen erhalten.

Der Emittent sollte die Mitteilung deshalb nur innerhalb einer bestimmten Frist nach Erwerb der wesentlichen Beteiligung bzw. nach Mitteilung über den Stimmrechtsanteil verlangen können. Dafür erscheint eine Frist von 1 Monat ab Eingang der Mitteilung über das Erreichen bzw. Überschreiten der 10%-Schwelle ausreichend.

Ferner sollte die Pflicht zur Offenlegung von Absichtsänderungen zeitlich befristet werden. Die französische Regelung (Art. L 233-7 paragrafe VII Code de Commerce) sieht dazu vor, dass die Mitteilung sich nur auf die Absichten innerhalb der nächsten 12 Monate bezieht. Eine Absichtsänderung ist dann auch nur innerhalb dieser 12 Monate bekannt zu geben. Die nachlaufende Mitteilungspflicht sollte entsprechend diesem Konzept auf 12 Monate befristet sein.

#### b) Zu weit gehende Mitteilungspflichten

Die vorgesehenen Mitteilungspflichten in Abs. 2 Satz 3 Ziffern 3-5 gehen zu weit. Sie würden in der Umsetzung zu erheblichen Schwierigkeiten und Unklarheiten führen. Häufig wird es im Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs nur eine generelle Zielsetzung, aber noch keine Detailvorstellungen zu den genannten Punkten geben. Letztere können sich im Lauf der Mitgliedschaft entwickeln. Entsprechende Abgrenzungsschwierigkeiten für eine hinreichende Verdichtung der subjektiven Vorstellung sind deshalb unvermeidlich. Bei einzelnen Zurechnungssachverhalten kann die Befolgung der neuen Mitteilungspflichten zusätzlich durch eine unterschiedliche Interessenlage der Beteiligten erschwert werden. Darüber hinaus sollte sorgfältig bedacht werden, welches Maß an Information über subjektive Absichten einzelner Aktionäre dem Interesse der betroffenen Unternehmen und eines geordneten Handelsgeschehens im allgemeinen zuträglich ist und welches Mindestmaß an Offenlegung andererseits notwendig erscheint, um die gebotene Transparenz über die wesentliche Zielrichtung relevanter Anteilserwerbe zu erreichen.

Nach Ziffer 3 hat der Meldepflichtige anzugeben, ob er die Erlangung der Kontrolle im Sinne des § 29 Abs. 2 WpÜG „anstrebt“. Eine derartige Regelung kollidiert mit § 10 WpÜG. Sie würde auch dazu führen, dass kursrelevante Informationen auf Basis unsicherer subjektiver Absichten erfolgen. Eine derartige Vorverlagerung kursrelevanter Berichterstattung im subjektiven Bereich ist mit der Systematik der gesetzlichen Ad hoc-Berichterstattung nicht vereinbar. Entsprechende Mitteilungen würden Kursspekulationen auf unsicherer Basis anheizen, was den Interessen der Kapitalanleger und des Kapitalmarktes zuwiderläuft. Die Ziffer 3 sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

Nach Ziffer 4 hat der Meldepflichtige anzugeben, ob er eine Einflussnahme auf die Besetzung von Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorganen des Emittenten „anstrebt“. Gegen eine solche Offenlegungspflicht sprechen im Wesentlichen die vorgenannten Einwände. Speziell ist zu berücksichtigen, dass jeder Aktionär mit einem Stimmenanteil von 10% oder mehr durch Ausübung seines Stimmrechts bei Wahlen/Abberufungen automatisch auf die Besetzung der Gesellschaftsorgane Einfluss nimmt. Eine verlässliche Abgrenzung der gesetzlichen Tatbestandsvoraussetzung „Einflussnahme anstrebt“ zu einer „schlichten“ Stimmrechtsausübung etwa bei der Wahl zum Aufsichtsrat dürfte unmöglich sein. Zudem sind gerade bei den Personalia die Wirkungen einer entsprechenden Mitteilung zu bedenken. Sie kann per se zu einer umgehenden Destabilisierung der Unternehmensleitung führen. Die Erfahrungen mit den „activist shareholder“ zeigen, dass diese bereits mit geringem Stimmenanteil aufgrund öffentlich erhobener Forderung einer Veränderung im Management erhebliche Kursspekulationen bzw. erhebliche Verunsicherung bewirken können. Es muss befürchtet werden, dass die vorgesehene gesetzliche Mitteilungspflicht diese Erscheinungen ungewollt fördert und legitimiert.

Schließlich wird in den Fällen, die der Gesetzgeber mit dem neuen § 27 Abs. 2 WpHG-E adressiert, eine Auswechslung des Managements in der Regel nur als Mittel zur Erreichung der in Ziffern 1 und 5 ohnehin erfassten Ziele verfolgt. Aus den vorgenannten Gründen sollte auch die Ziffer 4 ersatzlos entfallen. Zumindest sollte eine entsprechende Angabepflicht entsprechend der französischen Regelung auf einen Zeitraum von 12 Monaten beschränkt sein.

Die Ziffer 5 ist im Zusammenhang mit der Gewinnerzielungsabsicht im Sinne der Ziffer 1 zu sehen. Nur aus der Gesetzesbegründung

wird deutlich, dass (nur) die kurzfristige Gewinnerzielungsabsicht gemeint ist. Dies ist aber gerade für die Angabepflicht nach Ziffer 5 von so hoher Bedeutung, dass es unmittelbar aus dem Gesetzeswortlaut hervorgehen sollte. Das Merkmal der Kurzfristigkeit könnte auch die Abgrenzung gegenüber dem „normalen“ Renditestreben längerfristig orientierter Finanzinvestoren erleichtern. Auch diese streben regelmäßig eine höhere Ausschüttungsquote an, im Hinblick auf die Längerfristigkeit ihres Investments allerdings unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Ausschüttungsfähigkeit.

Es wird daher vorgeschlagen, in Ziffer 5 das Merkmal der Kurzfristigkeit dadurch zum Ausdruck zu bringen, dass die Mitteilungspflicht entsprechend der französischen Regelung und der Ziffer 2 im Gesetzesvorschlag auf 12 Monate beschränkt wird. Zudem geben wir zu bedenken, in Ziffer 1 das Merkmal der Kurzfristigkeit deutlicher zum Ausdruck zu bringen, etwa durch die Formulierung „...der Umsetzung strategischer Ziele oder der kurzfristigen Finanzanlage dient“.

c) Sanktion

Es ist nachvollziehbar, dass der Gesetzgeber von der Sanktion des Rechtsverlusts absieht. Es erscheint allerdings angebracht, die Verletzung der Mitteilungspflicht zusätzlich zu einer Offenlegung mit einem Bußgeld zu ahnden, um der Regelung auch in der Wahrnehmung des Kapitalmarkts ein angemessenes Gewicht zu geben.

### III. Verbesserte Transparenz des Aktienregisters (§ 67 AktG-E)

#### 1. Vollständiges Aktienregister

Das mit den Änderungen von § 67 AktG verfolgte Ziel, die Aussagekraft des Aktienregisters zu erhöhen, ist aus der Sicht der Gesellschaften, die Namensaktien ausgegeben haben, sinnvoll und zu befürworten. Der Erhöhung dieser Transparenz dient vor allem die in § 67 Abs. 1 Satz 2 AktG-E vorgesehene Verpflichtung jedes Inhabers einer Namensaktie, der Gesellschaft die zur Führung des Aktienregisters benötigten Daten mitzuteilen. Diese ausdrückliche Verpflichtung entspricht dem Leitbild des vollständigen Aktienregisters. Die bisherige Regelung, die darauf vertraut, dass bereits die mit der Eintragung verbundenen Rechtswirkungen (§ 67 Abs. 2 AktG) zu einer möglichst vollständigen Eintragung führen, hat sich offenbar als unzureichend erwiesen.

#### 2. Offenlegung von Legitimationsaktionären und Treuhändern

Die derzeitige Regelung erlaubt ohne Einschränkung, dass anstelle des Aktionärs ein Treuhänder oder Legitimationsaktionär im Aktienregister eingetragen wird. Nach dem Entwurf soll die Eintragung von Legitimationsaktionären durch die Satzung beschränkt werden können, an der Möglichkeit der Eintragung eines Treuhänders will der Gesetzentwurf dagegen nichts ändern. Grund dafür ist, dass der Treuhänder Inhaber der ihm übertragenen Aktien ist und nur im Innenverhältnis schuldrechtlichen Bindungen unterliegt, während der Legitimationsaktionär lediglich zur Ausübung der Rechte des Aktionärs ermächtigt ist. Legitimationsaktionäre sind vor allem die Depotbanken. Üben diese in der Hauptversammlung Stimmrechte ihrer Depotkunden aus, wird der Aktienbestand im Teilnehmerverzeichnis unter „Fremdbesitz“ ausgewiesen. Auf die dazu bestehenden Vorschriften (vgl. §§ 128 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 2, 129 Abs. 3 Satz 2, 135 Abs. 7 Satz 1 AktG) nimmt die Gesetzesbegründung ausdrücklich Bezug.

Angesichts der auf den Legitimationsaktionär beschränkten Offenlegung stellt sich die Frage, ob damit die beabsichtigte Transparenz des Aktienregisters überhaupt erreicht werden kann. Nach der vorgesehenen Regelung wären zwar die Depotbanken zur Offenlegung ihrer Kundenbestände verpflichtet. Aktionäre, die ihre Anonymität wahren wollen, könnten jedoch auf in- oder ausländische Treuhänder ausweichen, die an ihrer Stelle im Aktienregister eingetragen werden. Weder eine Regelung in der Satzung, wie sie nach § 67 Abs. 2 AktG-E möglich sein soll, noch das Auskunftsverfahren nach § 67 Abs. 4 AktG-E würden dann weiterhelfen. Die Eintragung über einen Treuhänder dürfte vor allem von solchen Aktionären gewählt

werden, die Einfluss auf die Gesellschaft nehmen und dies möglichst unbemerkt vorbereiten wollen. Der wahre Inhaber bliebe damit gerade in den Fällen, in denen die Gesellschaft an einer Offenlegung interessiert ist, weiter verborgen.

Die in der Gesetzesbegründung mehrfach herangezogene Regelung im Schweizer Recht erfasst deshalb zu Recht beide Gestaltungen. Nach Art. 685b Abs. 3, 685d Abs. 2 Obligationenrecht können börsennotierte wie nicht börsennotierte Schweizer Gesellschaften die Eintragung im Aktienbuch verweigern, wenn der Erwerber auf ihr Verlangen nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien „im eigenen Namen und auf eigene Rechnung“ erworben hat. Auch die ergänzend von den Gesellschaften erlassenen Ausführungsbestimmungen erfassen die Eintragung von Treuhändern und von sog. Nominees (vgl. z.B. Art. 5 Abs. 6 der Statuten der UBS). Die für das deutsche Aktienregister geforderte Transparenz kann entsprechend diesem Vorbild in vollem Umfang nur erreicht werden, wenn die Eintragung von Legitimationsaktionären und Treuhändern gleichermaßen erfasst wird. § 67 Abs. 1 Satz 3 AktG-E sollte deshalb dahin erweitert werden, dass sich die Satzungsbestimmung auf „Eintragungen im eigenen Namen für Aktien, die einem anderen gehören, oder die für Rechnung eines anderen gehalten werden“ bezieht.

### **3. Schwellenregelung in der Satzung**

Die Erhöhung der Transparenz soll dadurch erreicht werden, dass die Gesellschaften ermächtigt werden, die Eintragung von Legitimationsaktionären - und nach vorstehendem Vorschlag auch von Treuhändern - von in der Satzung zu regelnden Voraussetzungen abhängig zu machen (§ 67 Abs. 1 Satz 3 AktG-E). Welche Voraussetzungen dies sein können, lässt der Gesetzentwurf allerdings offen. Eine Konkretisierung dieser sehr allgemeinen Ermächtigung erscheint jedoch angebracht, zumal nach dem Wortlaut des Entwurfs auch ein völliger Ausschluss solcher Eintragungen möglich wäre. In einem neuen Satz 2 des § 67 Abs. 2 AktG wird einschränkend zwar von einer „satzungsmäßigen Höchstgrenze im Sinne des Absatzes 1“ gesprochen. Diese Bezugnahme ist aber ungenau, weil in Abs. 1 gar keine Höchstgrenze erwähnt wird.

Worum es dem Gesetzgeber geht, wird erst aus der Begründung deutlich. Danach sollen die Gesellschaften entsprechend der Schweizer Praxis ermächtigt werden, in ihrer Satzung Höchstgrenzen festzulegen, bis zu denen Erwerber von Namensaktien eingetragen werden können, die die Aktien im fremden Namen oder für fremde Rechnung erworben haben. Die dazu üblichen Höchstgrenzen liegen zwischen 0,3 und 3 %. Ergänzend kön-

nen Treuhänder oder Nominees verpflichtet werden, die wirtschaftlichen Eigentümer, die Aktien oberhalb eines bestimmten Prozentsatzes halten, auf Verlangen der Gesellschaft offen zu legen. Die Begründung des Referentenentwurfs spricht demgemäß in Bezug auf die vorgesehene Ergänzung des § 67 Abs. 1 AktG-E wiederholt von einer „Schwellenregelung“. Da die Einführung von Höchstgrenzen die erklärte Absicht des Gesetzgebers ist, sollte die Satzungsermächtigung auch entsprechend formuliert werden. Dies gilt umso mehr, als ein völliger Ausschluss von Legitimationsaktionären und Treuhändern gegen Art. 13 Abs. 2 der Aktionärsrechte-Richtlinie verstoßen dürfte. Die vorgesehene Ergänzung des § 67 Abs. 1 AktG könnte entsprechend der Schweizer Praxis insgesamt wie folgt deutlicher gefasst werden.

„Der Inhaber ist verpflichtet, der Gesellschaft die Angaben nach Satz 1 mitzuteilen. Die Satzung kann vorsehen, dass Eintragungen im eigenen Namen für Aktien, die einem anderen gehören oder die für Rechnung eines anderen gehalten werden, nur bis zu einer bestimmten Höchstgrenze und gegen Übernahme der Verpflichtung zur Offenlegung der jeweiligen Inhaber oder Treugeber ab einem bestimmten Schwellenwert zulässig sind, und dazu Näheres bestimmen.“

Für die Einbeziehung von Treuhandverhältnissen sprechen auch die Zu rechnungsbestimmungen in §§ 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, 30 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG. Gegen eine solche Einbeziehung könnte eingewandt werden, dass dann auch z.B. die Fondsgesellschaften verpflichtet wären, die Identität ihrer zahlreichen Kleinanleger offen zu legen. Diese Befürchtung trifft indes sen nicht zu, da nicht flächendeckend jeder Treuhandbesitz, sondern nur Treuhandbeteiligungen ab einer bestimmten Größenordnung offen gelegt werden sollen. Welcher Schwellenwert dafür angemessen ist, müssen die Emittenten beurteilen. Dass diese Werte praktikabel ausfallen, dürfte schon dadurch sichergestellt sein, dass die Hauptversammlung und damit die von der Offenlegungspflicht betroffenen Aktionäre über die Satzungsbestimmung zu beschließen haben.

#### **4. Kurzfristige Übertragungen**

In der Gesetzesbegründung heißt es, dass kurzfristige Eintragungen von Kreditinstituten im Rahmen von Übertragungsvorgängen nicht unter die neue Schwellenregelung fallen sollen. Dem ist zuzustimmen. Allerdings sollte die Regelung dieser Frage nicht den Gesellschaften überlassen, sondern im Interesse einer einheitlichen Handhabung im Gesetz selbst klargestellt werden. Passender Ort dafür wäre der jetzige Satz 4 von § 67

Abs. 4 AktG. Die dortige Ausnahme von den Pflichten des Abs. 2 sollte sich daher auch auf die Pflichten aus einer Satzungsbestimmung nach Abs. 1 erstrecken. Der letzte Halbsatz von Abs. 4 müsste demgemäß etwa lauten:

„..., so löst die Eintragung keine Pflichten aus einer Satzungsbestimmung nach Absatz 1 Satz 3, infolge des Absatzes 2 und nach § 128 aus.“

## 5. Stimmrechtsverlust als Sanktion

Nach den vorgesehenen Ergänzungen des § 67 Abs. 2 AktG soll die Nichtbeachtung der Pflichten aus Abs. 1 oder einer danach erlassenen Satzungsbestimmung mit dem Wegfall des Stimmrechts der eingetragenen Aktien sanktioniert werden. Diese Regelung erscheint ausreichend. Der im Referentenentwurf vorgesehene Verlust sämtlicher Rechte hätte demgegenüber einen unverhältnismäßigen Eingriff in die mit der Aktie verbundenen Rechte bedeutet. Zu der vorgesehenen Ergänzung sind nur einige redaktionelle Anregungen zu machen.

In dem neuen Satz 2 von § 67 Abs. 2 AktG sollte allgemeiner von der Abweichung von einer „satzungsmäßigen Voraussetzung“ im Sinne von Abs. 1 Satz 3 und nicht von einer in Abs. 1 bislang gar nicht erwähnten „satzungsmäßigen Höchstgrenze“ gesprochen werden. Abs. 2 Satz 2 sollte demgemäß lauten:

„Jedoch bestehen Stimmrechte aus Eintragungen, die von einer satzungsmäßigen Voraussetzung im Sinne von Absatz 1 Satz 3 abweichen, nicht.“

Nach dem künftigen Abs. 2 Satz 3 des § 67 AktG sollen die Stimmrechte auch entfallen, solange ein Auskunftsverlangen nach Abs. 4 nicht fristgemäß erfüllt wird. Im Interesse einer einheitlichen Regelung erscheint es angebracht, für die Erfüllung eines Auskunftsverlangens eine einheitliche Frist von z.B. zehn Kalendertagen im Gesetz vorzusehen. Der vorübergehende Stimmrechtsverlust schützt außerdem nicht davor, dass einem Auskunftsverlangen bewusst hinhaltend nachgekommen werden, indem die Angaben z.B. erst kurz vor der Hauptversammlung mitgeteilt werden. Die Gesellschaft könnte auf diese Weise von bestimmten Stimmrechtsverhältnissen überrascht werden. Will man dies verhindern, sollten die Stimmrechte ähnlich wie bei § 28 WpHG-E erst nach Ablauf einer gewissen Frist, z.B. einem Monat nach Erfüllung des Auskunftsverlangens, wieder aufleben. Dies würde Hinhalte-Taktiken bei der Auskunftserteilung erschweren.

## 6. Auskunftsrecht der Gesellschaft

Die neuen Sätze 2 und 3 des Abs. 4 regeln das Auskunftsrecht der Gesellschaft gegenüber den im Aktienregister eingetragenen Legitimationsaktionären. Dabei ist auch der Fall erfasst, dass die Eintragung auf mehreren nacheinander geschalteten Ermächtigungen beruht. Jeder Intermediär in dieser Kette ist nur verpflichtet, seinen unmittelbaren Hintermann offen zu legen, sodass der wahre Berechtigte unter Umständen erst am Schluss einer Abfolge von mehreren Auskunftsverlangen bekannt wird. Ein solches Auskunftsverfahren kann einige Zeit dauern, es kann verzögert und durch zwischenzeitliche Übertragungsvorgänge erschwert werden. Die Einleitung eines Auskunftsverfahrens kann auf der jeweiligen Stufe dazu führen, dass die Stimmrechte aus den betroffenen Aktien bis zur vollständigen Erfüllung des Auskunftsverlangens ruhen.

Wird ein solches Verfahren kurz vor der Hauptversammlung eingeleitet, könnte der Fall eintreten, dass dadurch ein Aktionär vom Stimmrecht in der Hauptversammlung ausgeschlossen wird. Zu einem solchen Ausschluss kommt es aber erst dann, wenn das Auskunftsverlangen nicht innerhalb einer angemessenen Frist erfüllt wird (§ 67 Abs. 2 Satz 3 AktG-E). Der eingetragene Intermediär hat es somit in der Hand, den Verlust des Stimmrechts durch fristgerechte Auskunftserteilung zu vermeiden. Enthält die Satzung eine Verpflichtung zur Offenlegung, können sich die Intermediäre auf eventuelle Auskunftsverlangen einstellen. Sie können z.B. von ihren Hintermännern vorsorglich die Zustimmung zu einer Offenlegung einholen. Die Auskunftserteilung kann auf diese Weise beschleunigt und damit die Gefahr eines Stimmrechtsverlusts begrenzt werden. Angesichts der Rechtsfolge eines Stimmrechtsverlusts bei nicht rechtzeitiger oder unvollständiger Auskunft sollte die Bestimmung der angemessenen Frist allerdings nicht den Gesellschaften überlassen bleiben, sondern einheitlich im Gesetz bestimmt werden. Sie könnte z.B. bei 10 Kalendertagen oder zwei Wochen liegen.