

Großes Risiko

Der Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungs-gesetz

Von Andreas Beyer und Carsten Lang, VEM Aktienbank AG

Schärfere Kontrolle und größere Transparenz von Hedgefonds wurden schon 2005 gefordert. Der angelsächsische Hedgefonds TCI kaufte sich damals bei der Deutsche Börse AG ein und vereitelte die Pläne zur Übernahme der Londoner Börse. Zwei Jahre später hat die Bundesregierung den Entwurf für ein „Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“ (Risikobegrenzungs-gesetz) vorgelegt. Der Gesetzesentwurf enthält einzelne Maßnahmen, um die Aktivitäten von Finanzinvestoren zu erschweren und um mehr Transparenz herzustellen. Doch der Gesetzesentwurf steckt voller Risiken: Ausländische Investoren könnten in Zukunft abgeschreckt werden, auch wenn sie es gut meinen.

Abgestimmtes Verhalten

Der aktuelle Regierungsentwurf (RegE) des Risikobegrenzungs-gesetzes sieht zum einen eine Erweiterung und Konkretisierung des Tatbestands des „abgestimmten Verhaltens“ vor. Ein abgestimmtes Verhalten soll hier-nach bereits dann anzunehmen sein, „wenn der Melde-pflichtige und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen“.

Höhere Meldedichte von Stimmrechtsmitteilungen

Bisher waren Stimmrechte aus börsennotierten Aktien oder aus vergleichbaren anderen Finanzinstrumenten getrennt voneinander zu melden. Um die Aussagekraft von Stimmrechtsmitteilungen zu steigern, sieht der Gesetzesentwurf eine Zusammenrechnung der beiden Positionen vor.

Neue Offenlegungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen

Inhaber wesentlicher Beteiligungen mussten bislang nur Angaben zur Veränderung der Beteiligungshöhe machen. Wird die Schwelle von 10% der Stimmrechte erreicht oder überschritten, so könnte die Gesellschaft nun auch weitergehende Auskünfte verlangen. Der Anteilseigner könnte sich im Zweifel aufgefordert sehen, seine Ziele und die Herkunft der verwendeten Mittel offen zu legen (siehe Kasten). Diese Informationen oder die Tatsache, dass die Informationspflicht nicht erfüllt wurde, müsste die Gesellschaft analog zu den Stimmrechtsmitteilungen veröffentlichen.



Andreas Beyer



Carsten Lang

Schärfere Sanktionen bei Verletzung der Mitteilungspflichten

Nach derzeitiger Rechtslage bestehen Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte zugerechnet werden, nicht, wenn die Mit-teilungspflichten nicht erfüllt werden. Mit Nachholung der Mitteilungspflichten leben die Rechte aus den Aktien unmittelbar wieder auf. Der Regierungsentwurf zum Risikobegrenzungs-gesetz sieht nun vor, dass sich der Rechtsverlust auch auf die sechs Monate nach der Nach-holung der Mitteilungspflicht erstrecken soll, sofern die Mitteilung vorsätzlich oder grob fahrlässig unterlassen wurde.

Höhere Transparenz des Aktienregisters

Mit dem Risikobegrenzungs-gesetz soll die Transparenz des Aktienregisters erhöht werden. Zwar dürfen im Aktienregister auch weiterhin Vertreter des eigentlichen Aktieninhabers eingetragen sein. Allerdings ermächtigt der Gesetzesentwurf Aktiengesellschaften, derartige Registereintragungen durch Satzungsregelungen (Be-stimmung von Höchstgrenzen) zu beschränken. Gesell-schaften sollen außerdem die Möglichkeit erhalten, bei einem im Aktienregister Eingetragenen nachzufragen, inwieweit ihm die Aktien, für die er eingetragen ist, auch tatsächlich gehören. Wird eine solche Anfrage nicht beantwortet, so verliert der Befragte seine Stimmrechte

für die Dauer der Nichterfüllung. Die Nicht- oder Falschbeantwortung des Auskunftsverlangens ist darüber hinaus eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit.

Bewertung der Gesetzesinitiative

Mit den Maßnahmen, die in dem Gesetzesentwurf vorgesehen sind, schießt der deutsche Gesetzgeber deutlich über das angestrebte Ziel der Verhinderung unerwünschter Aktivitäten von Finanzinvestoren und der Transparenzsteigerung hinaus. Auch wenn der Entwurf einige überlegenswerte Regelungen enthält, sind etliche Aspekte unausgegoren.

So sind insbesondere die Neuregelungen zur Stimmrechtszurechnung bei abgestimmtem Verhalten mit erheblichen Rechtsunsicherheiten für die betroffenen Aktionärskreise verbunden. Mit der gewählten Legaldefinition des „abgestimmten Verhaltens“ wäre auch ein Zusammenwirken von Aktionären zur Aufrechterhaltung des Status quo als „abgestimmtes Verhalten“ zu interpretieren und würde damit die bekannten kapitalmarktrechtlichen Pflichten, insbesondere die Verpflichtung zur Abgabe eines kostspieligen Pflichtangebots bei Erreichen der 30%-Schwelle, für diese Aktionäre nach sich ziehen.

Die erweiterten Offenlegungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen könnten nicht nur unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren, sondern auch Effizienz fördernde Finanz- und Unternehmensinvestitionen verhindern. Mit der geplanten Neuregelung würde der deutsche Gesetzgeber die Transparenzpflichten am inländischen Kapitalmarkt im internationalen Vergleich erheblich verschärfen. Das Risiko, dass hierdurch Investoren von einer Investition am deutschen Kapitalmarkt abgeschreckt werden, ist groß.

Die erweiterten Offenlegungspflichten bergen auch die Gefahr von unerwünschten Spekulationen und Kurschwankungen. Insbesondere die Veröffentlichung der Information, ob die Erlangung einer Kontrolle über den Emittenten beabsichtigt ist, kann problematisch sein. Der Markt wird die beabsichtigte Übernahme im Aktienkurs einpreisen. Genau daran könnte eine Übernahme letztlich aber scheitern, obwohl sie vielleicht strategisch sinnvoll und zum Wohle aller Beteiligten gewesen wäre.

Darüber hinaus ist auch das Fehlen von Ausnahmeregelungen von den Offenlegungspflichten für Investoren ohne weitere Akquisitionsabsichten zu kritisieren. Die von diesen Investoren abzugebenden Transparenzmeldungen hätten keinen Informationswert, sondern würden im Gegenteil das Anlegerpublikum und die Medien nur in die Irre führen.

Zu keiner Risikobegrenzung, sondern vielmehr zu einer Erhöhung des Risikos insbesondere der Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen, würde die geplante

ERWEITERTE OFFENLEGUNGSPFLICHTEN GEMÄSS

§ 27 Abs. 2 WpHG i.d.F. REGE

Bei Erreichen oder Überschreiten der 10%-Meldeschwelle muss ein Aktionär künftig möglicherweise offenlegen, 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,
- ◆ er die Erlangung der Kontrolle über die Gesellschaft im Sinne des § 29 Abs. 2 des WpÜG anstrebt,
- ◆ er eine Einflussnahme auf die Besetzung von Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorganen der Gesellschaft anstrebt und
- ◆ er eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft, insbesondere im Hinblick auf das Verhältnis von Eigen- und Fremdfinanzierung und die Dividendenpolitik, anstrebt.

Bezüglich der Herkunft der verwendeten Mittel hat der Meldepflichtige der Gesellschaft mitzuteilen, ob es sich um Eigen- oder Fremdmittel handelt.

Ausweitung der Sanktionen bei Verletzung von Mitteilungspflichten führen. Zweifellos wäre der Hauptversammlungslleiter mit der ihm aufgebürdeten Rolle eines Richters, der im Einzelfall über das Vorliegen oder Nichtvorliegen der Voraussetzungen eines Stimmrechtsverbots zu entscheiden hat, überfordert.

Schließlich bestehen auch gegen die beabsichtigten Änderungen der Vorschriften des Aktiengesetzes zum Aktienregister erhebliche Bedenken. Die Befugnis, dass Gesellschaften die Eintragungen sogenannter „Nominees“ in das Aktienregister gänzlich verbieten, ist international völlig unüblich. Die Einschaltung von Nominees bei der Verwahrung von Namensaktien ist eine international typische Erscheinungsform wirtschaftlicher Betätigung. Eine Beschränkung würde zu einer deutlichen Verschlechterung des Handels von Namensaktien führen.

Fazit

Mit dem Gesetzesentwurf zum Risikobegrenzungsgesetz geht der deutsche Gesetzgeber über den aktuellen Stand der Vereinheitlichung im europäischen Kapitalmarktrecht hinaus. Insgesamt führt der geplante deutsche Sonderweg dabei zu einer weiteren unerwünschten Überregulierung ohne ausgewogene Interessensabwägung. Um die Effizienz des Kapitalmarkts und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland nicht zu gefährden, sollte von einem deutschen Alleingang abgesehen und zunächst die weiteren Rechtsentwicklungen auf EU-Ebene abgewartet werden.