



AUSGABE FÜR DEUTSCHLAND

### In dieser Ausgabe:

S. 1 > Informationspflichten bei *Compliance*-Verdachtsmomenten im Vorfeld von M&A-Transaktionen

S. 1 > Drittvergütungen an Organmitglieder

S. 2 > BGH beschränkt gutgläubigen Erwerb von GmbH-Geschäftsanteilen

S. 3 > BGH präzisiert Sorgfaltsanforderungen von Vorständen und Aufsichtsräten bei Vertrauen auf externen Rechtsrat

S. 4 > FAQ der BaFin zu neuen Meldepflichten nach §§ 25, 25a WpHG

S. 5 > Umfassende Mitteilungspflichten für Netto-Leerverkaufspositionen

S. 6 > Aktienrechtsnovelle 2012

S. 7 > Geplante Änderungen im DCGK

S. 8 > Reform des deutschen Insolvenzrechts

S. 8 > Regierungsentwurf zum KapMuG

S. 9 > Geplante Finanztransaktionssteuer

S. 10 > Ihre Ansprechpartner

### Sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich, Ihnen mit der ersten Ausgabe unseres Newsletters in 2012 wieder aktuelle Themen im Bereich M&A/Gesellschaftsrecht vorstellen zu dürfen. Besonders hervorzuheben ist die mit Spannung erwartete Entscheidung des BGH zum gutgläubigen Erwerb von GmbH-Geschäftsanteilen bei Zwischenverfügungen nach dem Inkrafttreten des MoMiG.

Auch mit der am 25. Januar 2012 verabschiedeten Verordnung des BMF und den kürzlich veröffentlichten Antworten der BaFin auf häufig gestellte Fragen (FAQs) jeweils zu § 25a WpHG wird der Rechtsrahmen rund um das in der Praxis hoch relevante Thema des Aufbaus von Stimmrechtspositionen an börsennotierten Unternehmen weiter konkretisiert. Dabei ist es insbesondere im Hinblick auf die Meldepflichten bei M&A-Transaktionen zu einem Paradigmenwechsel gekommen.

Hinweisen möchte ich zudem auf die Besprechung der Zulässigkeit und Grenzen von Drittvergütungen für Aufsichtsratsmitglieder und Vorstände.

Ich hoffe, dass dieser Newsletter Ihr Interesse findet.

**Ihr Martin Neuhaus**



## Informationspflichten bei *Compliance*-Verdachtsmomenten im Vorfeld von M&A-Transaktionen

### Problemstellung

*Compliance* hat in jüngster Zeit auch im M&A-Bereich immer mehr an Bedeutung gewonnen. *Compliance*-Mängel können beim Unternehmenskauf in Verbindung mit einer vorsätzlichen Verletzung von vorvertraglichen Aufklärungspflichten Rechtsbehelfe begründen, die mitunter sogar zur Rückabwicklung der Transaktion berechtigen.

### Aufklärungspflichten bei Verdachtsfällen

Obwohl die Parteien bei Vertragsverhandlungen typischerweise entgegengesetzte Interessen verfolgen, besteht nach gefestigter Rechtsprechung die Pflicht, den anderen Teil über solche Umstände aufzuklären, die für diesen von so wesentlicher Bedeutung sind, dass sie geeignet sind, den Vertragszweck zu vereiteln. Durch die Information soll der Verkäufer dem Käufer eine eigenverantwortliche Risikoeinschätzung ermöglichen. Dies gilt im Grundsatz auch, wenn sich – wie es beim Unternehmenskauf typisch ist – sach- und branchenkundige Parteien gegenüberstehen, die zudem jeweils von Investmentbanken, Unternehmensberatern und Rechtsanwälten beraten sind. Der potentielle Käufer kann sich die für ihn bedeutsamen Informationen in der Regel nicht selbst beschaffen und ist auf die Aufklärungsbereitschaft des Verkäufers angewiesen. Nicht nur sind Fragen vollständig und richtig zu beantworten, der Verkäufer schuldet vielmehr von sich aus die Offenlegung sämtlicher Umstände, die für den Käufer erkennbar von der vorbezeichneten Bedeutung sind. Dass sich Aufklärungspflichten auch auf Verdachtsfälle erstrecken, folgt daraus, dass der auf konkrete und gewichtige Tatsachen gründende Verdacht eines Mangels selbst einen Mangel darstellt, wenn er sich durch dem Käufer zumutbare Maßnahmen nicht ausräumen lässt. Das OLG Hamm hat entschieden, dass es sich bei der *Compliance*-relevanten Frage, ob Umsätze und Gehälter

ordnungsgemäß verbucht oder Zahlungsvorgänge über schwarze Kassen außerhalb der Unternehmensbilanzen abgewickelt wurden, um einen offenbarungspflichtigen – da für die Kaufentscheidung maßgeblichen – Umstand handelt. Verletzt der Verkäufer eine Aufklärungspflicht schuldhaft, ist ein Mitverschulden des Käufers auch bei Durchführung einer *Due Diligence*-Prüfung nicht anzunehmen. Zwar ist von dem möglichen Erwerber zu erwarten, dass er sich zu der Zielgesellschaft Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, betriebswirtschaftliche Auswertungen oder ähnliche aussagekräftige Unterlagen vorlegen lässt, wenn diese für ihn von Interesse sind. Oftmals werden jedoch gerade die *Compliance*-relevanten Verdachtsfälle nur bei genauer Kenntnis betrieblicher Interna erkennbar. Hat der Verkäufer die Aufklärungspflicht vorsätzlich verletzt, kann er sich auch nicht auf einen vereinbarten Gewährleistungsausschluss oder den abschließenden Charakter der vereinbarten *Reps and Warranties* berufen.



### Folgen für die Praxis

Immer mehr kommt es bei M&A-Transaktionen darauf an, ob der Verkäufer den Käufer über etwaige *Compliance*-Verstöße und -Verdachtsfälle hinreichend informiert hat. Im Zweifel ist dies nur bei einem ausdrücklichen Hinweis der Fall. Für den Käufer wiederum ist von Bedeutung, ob das zur Verfügung gestellte Material Anlass zu konkreten Nachfragen gibt und ob er dem Verkäufer im Vorfeld der Transaktion hinreichend deutlich gemacht hat, welche Umstände für seine Kaufentscheidung wesentlich sind.



## Drittvergütungen an Organmitglieder einer Aktiengesellschaft

Unter Drittvergütungen an Organmitglieder sind Vergütungen an Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder für ihre Organtätigkeit zu verstehen, die nicht von der Anstellungsgesellschaft, sondern von einem Dritten gewährt werden.

Drittvergütungen spielen aufgrund der steigenden Anforderungen an die Tätigkeit der Organe einer Aktiengesellschaft und den damit verbundenen Risiken eine immer größere Rolle. Zunehmend wird ein Kandidat nur bei Zahlung einer hohen Vergütung zur Übernahme eines Amtes bereit sein, was sich oftmals lediglich über Drittvergütungen darstellen lässt. Insbesondere in Konzernsachverhalten stellt sich immer wieder die Frage der Leistung einer Vergütung durch das Mutterunternehmen an ein Organmitglied eines Tochterunternehmens.

Die rechtlichen Anforderungen sind im Hinblick auf Aufsichtsratsmitglieder noch weitgehend ungeklärt. Ähnliches gilt für die Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. Hier stellt sich die Frage einer etwaigen "Angemessenheitsprüfung" der Gesamtvergütung der Aufsichtsratsmitglieder inklusive der Drittvergütungen (§ 113 Abs. 1 S. 3 AktG). Auch sind die Gefahr einer Interessenkollision und eventuelle Pflichten zur Offenlegung eines Konflikts zu berücksichtigen. Unklar sind auch die formellen Anforderungen: Muss die Hauptversammlung der Drittvergütung zustimmen? Ist eine Offenlegung der Drittvergütungen im Anhang des Jahresabschlusses erforderlich?

Auch die rechtlichen Anforderungen im Hinblick auf Vorstandsmitglieder sind, wenngleich breiter diskutiert, noch nicht abschließend geklärt. Während hier wohl geklärt ist, dass die Gesamtvergütung der Vorstandsmitglieder inklusive der Drittvergütungen "angemessen" sein muss (§ 87 Abs. 1 S. 1 AktG) und die individuelle Offenlegung der Vorstandsvergütung von §§ 285 Nr. 9a S. 5-8, 314 Abs. 1 Nr. 6a S. 5-8 HGB ausdrücklich gefordert wird, bestehen dennoch ungeklärte Fragen: Inwieweit muss der Aufsichtsrat bei der Entscheidung über Drittvergütungen einbezogen werden? Inwieweit muss im Rahmen der Angemessenheitskontrolle berücksichtigt werden, dass die Drittvergütungen nicht aus dem Vermögen der Anstellungsgesellschaft gezahlt werden? Welche Zielvorgaben dürfen durch Dritte formuliert werden?

*Einen Überblick über die Problematik von Drittvergütungen und deren rechtlichen Anforderungen finden Sie in den Publikationen von: Neuhaus/Gellissen, Drittvergütungen für Aufsichtsratsmitglieder, NZG 2011, 1361 ff. sowie Diekmann, Die Drittvergütung von Mitgliedern des Vorstands einer Aktiengesellschaft, in: Festschrift für Georg Maier-Reimer zum 70. Geburtstag, 2010, 75 ff.*

## BGH beschränkt Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs von GmbH-Geschäftsanteilen

In seiner Entscheidung vom 20. September 2011 (BGH II ZB 17/10) erörtert der BGH erstmals die Reichweite des im Wege des MoMiG implementierten Gutglaubenstatbestands in § 16 Abs. 3 GmbHG.

### Hintergrund

Der an einer aufschiebend bedingten Abtretung eines GmbH-Geschäftsanteils beteiligte Notar wollte eine Gesellschafterliste zum Handelsregister einreichen, welche einen Hinweis auf die aufschiebend bedingte Abtretung des Anteils enthielt. Ein solcher Zusatz war aus Sicht des Notars notwendig, um einen möglichen gutgläubigen Erwerb des Anteils durch Dritte zu verhindern.

### Beschränkte Aussagekraft der Gesellschafterliste

Der BGH bestätigte nun die Weigerung der Annahme einer solchen Liste durch das Registergericht, da ein entsprechender Schutz des Ersterwerbers nicht erforderlich sei.

Erwirbt jemand Rechte unter einer aufschiebenden Bedingung, sind gem. § 161 Abs. 1 BGB grundsätzlich alle



weiteren belastenden Zwischenverfügungen des Veräußerers unwirksam. Nach der nunmehr erfolgten Entscheidung des BGH gilt dies uneingeschränkt auch für den aufschiebend bedingten Erwerb eines Geschäftsanteils. Hieran habe insbesondere die neugeschaffene Möglichkeit des gutgläubigen Erwerbs nach § 16 Abs. 3 GmbHG nichts geändert. Dieser ermögliche keinen gutgläubigen lastenfreien Erwerb, da die Eintragung des Veräußerers in der Gesellschafterliste nur auf dessen tatsächliche Inhaberschaft, nicht jedoch auch auf dessen uneingeschränkte Verfügungsbefugnis vertrauen ließe.



Damit hat der BGH die Praxis der Veräußerung von GmbH-Geschäftsanteilen unter aufschiebender Bedingung (etwa bis zur Kaufpreiszahlung oder Kartellfreigabe) von der Notwendigkeit aufwendiger Sicherungsmaßnahmen zur Verhinderung eines gutgläubigen Zwischenerwerbs befreit. Vorgeschlagen wurde insbesondere die hier vom BGH abgelehnte Aufnahme eines entsprechenden Hinweises in die Gesellschafterliste.

Gleichzeitig beschränkt der BGH damit die Reichweite eines gutgläubigen Erwerbs von GmbH-Geschäftsanteilen und lehnt einen lastenfreien Erwerb des Anteils ab.

## BGH präzisiert Sorgfaltsanforderungen von Vorständen und Aufsichtsräten bei Vertrauen auf externen Rechtsrat

Der BGH befasste sich in seinem Urteil vom 20. September 2011 (II ZR 234/09) mit der Frage, unter welchen Voraussetzungen Organmitglieder einer AG im Rahmen komplexer Kapitalmaßnahmen auf Rechtsrat vertrauen können.

### Sachverhalt

Der Entscheidung lag folgender Sachverhalt zugrunde: Eine AG plante den Erwerb diverser Beteiligungen und wollte die Kaufpreisforderungen z.T. durch eigene Aktien begleichen. Da der Erwerb eigener Aktien zu diesem Zweck nach § 71 AktG unzulässig war, schlug ein rechtskundiges Aufsichtsratsmitglied vor, die Aktien zunächst durch ein Wertpapierdarlehen der Mehrheitsaktionärin zu beschaffen. Die geliehenen Aktien sollten anschließend mit neuen Aktien aus einer Kapitalerhöhung zurückgeführt werden. In Durchführung dieses Vorschlags beglich die Mehrheitsaktionärin ihre Einlageforderung aus der Sachkapitalerhöhung durch Verzicht auf die Rückforderung der geliehenen Aktien. Der Insolvenzverwalter der AG nahm die handelnden Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder aus Organhaftung in Anspruch.

### Grundaussagen des Gerichts

Der BGH hat in seinem Urteil folgende Aussagen getroffen, die für die Praxis von Bedeutung sind:

- Eigene Aktien sind kein tauglicher Gegenstand für eine Sacheinlage; ein Verzicht auf die Rückforderung steht dem gleich.

### Relevanz für die M&A-Praxis

Die Entscheidung ist aus Sicht der gängigen Praxis einer bis zur Kaufpreiszahlung oder der Kartellfreigabe aufschiebend bedingten GmbH-Geschäftsanteilsübertragung zu begrüßen. Diese bedarf auch zukünftig keiner zusätzlichen Sicherungen gegen Zwischenverfügungen.

Auf Grund der restriktiven Anwendung des gutgläubigen Erwerbs von GmbH-Geschäftsanteilen wird bei Anteilsübertragungen eine umfassende Due-Diligence-Prüfung des tatsächlichen Bestehens der uneingeschränkten Verfügungsbefugnis des Veräußerers weiterhin geboten sein.

- Die Beklagten konnten nicht von der Rechtmäßigkeit der Transaktion ausgehen: Bei fehlender Sachkunde müssen sich Organmitglieder unter umfassender Darstellung der Verhältnisse der Gesellschaft und Offenlegung der erforderlichen Unterlagen von einem unabhängigen, fachlich qualifizierten Berufsträger beraten lassen und die erteilte Rechtsauskunft einer sorgfältigen Plausibilitätsprüfung unterziehen. Eine mündliche Beratung, welche seitens der Beklagten vorgetragen wurde, war angesichts der Problematik der Transaktion nicht ausreichend, weil sie die notwendige Plausibilitätsprüfung nicht erlaubte hätte.
- Ein fachlich besonders qualifiziertes Aufsichtsratsmitglied muss sich seine Sonderkenntnisse anrechnen lassen, da diese häufig der entscheidende Grund für seine Bestellung sind. Beruflich erworbene Spezialkenntnisse begründen daher erhöhte Sorgfaltsanforderungen.

*Eine umfassende Darstellung der Entscheidung sowie ihrer Relevanz für die Praxis finden Sie in unserer Mandanteninformation "BGH präzisiert Sorgfaltsanforderungen von Vorständen und Aufsichtsräten bei Vertrauen auf externen Rechtsrat", abrufbar unter: [http://www.shearman.com/de/bgh\\_praezisiert\\_sorgfaltsanforderungen\\_von\\_vorstaenden\\_und\\_aufsichtsraten\\_bei\\_vertrauen\\_auf\\_externen\\_rechtsrat/](http://www.shearman.com/de/bgh_praezisiert_sorgfaltsanforderungen_von_vorstaenden_und_aufsichtsraten_bei_vertrauen_auf_externen_rechtsrat/)*

## FAQ der BaFin zu neuen Meldepflichten nach §§ 25, 25a WpHG

Seit Beginn des Jahres tasten sich die Marktteilnehmer zusammen mit der BaFin an die neuen Mitteilungspflichten nach §§ 25, 25a WpHG heran, die mit Wirkung zum 1. Februar 2012 in Kraft getreten sind. Während bislang bei Erreichen bestimmter Meldeschwellen lediglich unmittelbar gehaltene oder zugerechnete Stimmrechte (§§ 21, 22 WpHG) oder solche Finanzinstrumente zu melden waren, die ihren Inhaber zum Erwerb von Aktien mit Stimmrechten berechtigen (§ 25 WpHG), sind nun auch Finanz- und sonstige Instrumente zu melden, die nach ihrer Ausgestaltung einen Aktienerwerb lediglich ermöglichen (§ 25a WpHG). Das primäre Regelungsziel des § 25a WpHG besteht darin, das unbemerkte Anschleichen an börsennotierte Unternehmen über Barausgleichsinstrumente (sog. *cash-settled total return equity swaps*) zu vereiteln. Letztlich ist die Verschärfung der Meldepflichten als Reaktion auf die öffentlichkeitswirksamen Übernahmefälle *Schaeffler/Continental* sowie *Porsche/VW* zu sehen.

Da der Tatbestand des § 25a WpHG bewusst weit gefasst wurde, um zukünftigen Umgehungsstrategien von Kapitalmarktteilnehmern von vornherein einen Riegel vorzuschieben, lautet die für die Kapitalmarktteilnehmer relevante Frage daher: Welche Finanz- oder sonstigen Instrumente ermöglichen einen Aktienerwerb?

Zur Behandlung von Instrumenten auf eigene Aktien und Aktienkörbe (*Baskets*) und Indizes finden sich Konkretisierungen zunächst in dem neu eingefügten § 17a WpAIV. Wesentlich interessanter für die Marktteilnehmer sind demgegenüber die von der BaFin im Internet veröffentlichten Antworten in dem FAQ-Dokument zu den neuen Meldepflichten (abrufbar unter: <http://www.bafin.de>). Dort äußert sich die BaFin zu zahlreichen Abgrenzungsfragen, die im Hinblick auf die neuen Meldepflichten zum Teil kontrovers diskutiert wurden und werden. Die wichtigsten Schlagworte sind hier: Absichtserklärungen (*Letter of Intent*) oder *Memoranda of Understanding*, *Irrevocable Undertakings*, die Behandlung von Vorkaufsrechten und Andienungspflichten in Gesellschaftervereinbarungen, der

*"Das FAQ-Dokument der BaFin wird in den nächsten Wochen sicherlich wachsen."*

Dr. Andreas Merkner

Parallelerwerb von Finanz- und sonstigen Instrumenten und Meldepflichten bei M&A-Transaktionen. Waren Stimmrechtsmitteilungen z.B. bei M&A-Transaktionen von Käufern bisher erst bei Vollzug (*Closing*) und nicht bereits bei Unterzeichnung (*Signing*) des Kaufvertrages abzugeben, so qualifiziert die BaFin nun bereits den Kaufvertrag an sich als ein Instrument, das einen Aktienerwerb ermöglicht. Dies bedeutet letztlich einen Paradigmenwechsel.

Da dies nur ein Ausschnitt einer Vielzahl von Themen ist, die derzeit kontrovers diskutiert werden, fällt es nicht schwer zu prognostizieren, dass das FAQ-Dokument der BaFin, welches derzeit 17 Fragen und Antworten enthält, in den kommenden Monaten sicherlich wachsen wird.

*Weitere Ausführungen zu diesem Thema finden Sie in der Veröffentlichung von Merkner/Sustmann, Erste "Guidance" der BaFin zu den neuen Meldepflichten nach §§ 25, 25a WpHG, NZG 2012, 241.*

## Umfassende Mitteilungspflichten für Netto-Leerverkaufspositionen



Am 26. März 2012 treten die nun umfassend geltenden Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Netto-Leerverkaufspositionen in allen Finanzinstrumenten, die an einer inländischen Börse zum regulierten Markt zugelassen sind, in Kraft (§ 30i WpHG). Nach derzeitiger Rechtslage sind Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien nur von zehn ausgewählten Unternehmen aus dem Finanzsektor der BaFin mitzuteilen.

### Netto-Leerverkaufsposition

Eine Netto-Leerverkaufsposition in einer Aktie liegt dann vor, wenn eine Saldierung aller durch ihren jeweiligen Inhaber gehaltenen Finanzinstrumente ergibt, dass sein ökonomisches Gesamtinteresse (*economic exposure*) an den ausgegebenen Aktien des Unternehmens einer Leerverkaufsposition in Aktien entspricht. Die Berechnung der Netto-Leerverkaufsposition sowie die entsprechende Mitteilungspflicht hat auf der Ebene desjenigen Rechtsträgers zu erfolgen, der die entsprechenden Finanzinstrumente hält. Eine Saldierung / Aggregation innerhalb eines Konzerns bzw. einer Gruppe ist nicht zulässig.

### Zweistufiges Transparenzsystem

§ 30i WpHG sieht ein zweistufiges Transparenzsystem vor. Auf der ersten Stufe muss der Inhaber einer Netto-Leerverkaufsposition der BaFin mitteilen, wenn seine Netto-Leerverkaufsposition die Schwelle von 0,2 Prozent der ausgegebenen Aktien des Unternehmens erreicht, über- oder unterschreitet. Auf der zweiten Stufe muss er die

Netto-Leerverkaufspositionen, die eine Höhe von 0,5 Prozent der ausgegebenen Aktien des Unternehmens erreichen, über- oder unterschreiten, selbst zusätzlich im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlichen. Zusätzliche Mitteilungs- und gegebenenfalls Veröffentlichungspflichten greifen beim Erreichen sowie Über- oder Unterschreiten jeweils weiterer 0,1 Prozentpunkte ein.

### Netto-Leerverkaufstransparenzverordnung – N-LPTVO

Die technischen Details zur Berechnung sowie zur Mitteilung und Veröffentlichung der Netto-Leerverkaufspositionen werden durch die am 13. März 2012 veröffentlichte Netto-Leerverkaufstransparenzverordnung (N-LPTVO) konkretisiert. Das neu eingeführte elektronische Mitteilungs- und Veröffentlichungsverfahren für Netto-Leerverkaufspositionen wird in dem von der BaFin am 13. März 2012 veröffentlichten IT-Informationsblatt beschrieben. Darüber hinaus hat die BaFin am 5. März 2012 im Internet häufige Fragen und Antworten zu den entsprechenden Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten veröffentlicht (abrufbar unter: <http://www.bafin.de>).

Netto-Leerverkaufspositionen müssen der BaFin bis zum Ablauf des nächsten Handelstages mitgeteilt und gegebenenfalls im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht werden. Dies gilt auch für am 26. März 2012 bereits bestehende Netto-Leerverkaufspositionen. Eine Veröffentlichungspflicht im elektronischen Bundesanzeiger besteht allerdings nicht, sofern vor dem 26. März 2012 bereits eine gleichartige Mitteilung abgegeben worden ist (§ 42b WpHG). Für Verstöße gegen die Melde- und Veröffentlichungspflicht für Netto-Leerverkaufspositionen sind Bußgelder bis zu EUR 200.000 vorgesehen.

*Einen Überblick über die neuen Mitteilungspflichten in Bezug auf Netto-Leerverkaufspositionen finden Sie in unserer Mandantenpublikation von Februar 2012, Neue Mitteilungspflichten nach §§ 25, 25a WpHG in Kraft getreten / Mitteilungspflichten in Bezug auf Netto-Leerverkaufspositionen treten am 26. März 2012 in Kraft.*



## Aktienrechtsnovelle 2012 – Regierungsentwurf verabschiedet



Am 20. Dezember 2011 hat das Kabinett den Regierungsentwurf über ein Gesetz zur Reform des Aktiengesetzes verabschiedet, die sog. Aktienrechtsnovelle 2012.

### Verbesserung der Transparenz im Hinblick auf Gesellschafterstruktur

Der Regierungsentwurf enthält gegenüber dem Referentenentwurf einen neuen Vorschlag zur Verbesserung der Transparenz im Hinblick auf die Gesellschafterstruktur bei nichtbörsennotierten Gesellschaften mit Inhaberaktien. Der Referentenentwurf sah insoweit noch vor, nichtbörsennotierte Gesellschaften grundsätzlich auf Namensaktien festzulegen. Der Regierungsentwurf hat das ursprünglich angedachte Regelungsmodell vollständig verworfen. Das bislang bestehende Wahlrecht zwischen Inhaber- und Namensaktien bleibt somit auch für nichtbörsennotierte Gesellschaften im Grundsatz unberührt.

Nach dem neuen Regelungsvorschlag dürfen Gesellschaften künftig Inhaberaktien aber nur ausstellen, wenn die Gesellschaft börsennotiert ist oder der Anspruch des Aktionärs auf Einzelverbriefung seiner Aktien in der Satzung ausgeschlossen ist. Im letzteren Fall muss die Gesellschaft die Inhaberaktien in einer Sammelurkunde verbrieften und diese bei einer Wertpapiersammelbank im Sinne des DepotG (dies ist in Deutschland allein die Clearstream Banking AG) oder bei einem ausländischen Verwahrer, der die Voraussetzungen des § 5 Abs. 4 Satz 1 DepotG erfüllt, hinterlegen (sog. Girosammelverwahrung). Zudem stipuliert die vorgesehene Übergangsregelung – im Gegensatz zum Referentenentwurf – einen umfassenden Bestandsschutz für bereits existierende nichtbörsennotierte Gesellschaften mit Inhaberaktien. Danach findet die Neuregelung keine Anwendung auf Gesellschaften, die Inhaberaktien ausgegeben haben und spätestens am 20. Dezember 2011 gegründet wurden.

### Flexibilisierung der Finanzierung der Aktiengesellschaft

Der Regierungsentwurf enthält darüber hinaus die bereits aus dem Referentenentwurf bekannten Themen zur Flexibilisierung der Finanzierung der Aktiengesellschaft durch Vorzugsaktien ohne Nachzahlungsanspruch und umgekehrte Wandelschuldverschreibungen. Diese Neuregelungen wurden gegenüber dem Referentenentwurf weiter detailliert und spezifiziert.

### Relative Befristung der Nichtigkeitsklage

Die Regelung zur relativen Befristung der Nichtigkeitsklage wurde aus dem Referentenentwurf nahezu unverändert übernommen. Eine weitere Nichtigkeitsklage kann nach dem neuen Regelungskonzept nur noch innerhalb eines Monats erhoben werden, nach dem die als erstes rechtshängig gewordene Beschlussmängelklage (Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage) in den Gesellschaftsblättern bekannt gemacht wurde.

### Kleinere Änderungen

Der Regierungsentwurf enthält schließlich eine Reihe redaktioneller Klarstellungen und kleinerer Änderungen, die mitunter in den Stellungnahmen zum Referentenentwurf angeregt worden waren und insbesondere Vorschriften betreffen, die für die Einberufung und Durchführung von Hauptversammlungen relevant sind.

*Einen umfassenden Überblick über die Aktienrechtsnovelle 2012 gibt Ihnen der Beitrag von Merkner/Schmidt-Bendun, Die Aktienrechtsnovelle 2012 – Überblick über den Regierungsentwurf, DER BETRIEB 2012, 98 ff.*

## Regierungskommission veröffentlicht geplante Änderungen im DCGK

Die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex hat am 1. Februar 2012 die geplanten Änderungen im DCGK veröffentlicht. Dabei wurde erstmals die interessierte Öffentlichkeit im Rahmen einer Konsultation an der Kodexanpassung beteiligt, indem sie Stellungnahmen zu den Neuregelungen abgeben konnte und Erläuterungen zu den geplanten Änderungen veröffentlicht wurden.

### Weitere Professionalisierung der Aufsichtsratsarbeit

Schwerpunkt der beabsichtigten Änderungen des Kodex ist das Bemühen um die weitere Professionalisierung der Aufsichtsratsarbeit. Die bereits heute geltende Empfehlung im Hinblick auf die Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder soll konkretisiert werden. Hierzu wird unter anderem ein Katalog mit Negativkriterien für die Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern in den Kodex aufgenommen, bei deren Vorliegen in der Regel nicht von einer Unabhängigkeit ausgegangen werden kann (Ziffer 5.4.2 DCGK). Besonders hervorzuheben ist hier die (zweifelhafte) Annahme, dass ein Aufsichtsratsmitglied grundsätzlich nicht unabhängig sein soll, wenn es mit mindestens 10 Prozent der Aktien an der Gesellschaft beteiligt oder ein gesetzlicher Vertreter einer anderen Gesellschaft ist, die eine solche Beteiligung hält. Die Erläuterungen zu den Änderungsvorschlägen stellen insoweit jedoch klar, dass auch ein Aufsichtsratsmitglied, bei dem die Voraussetzungen eines Regelbeispiels vorliegen, unter besonderen Umständen dennoch unabhängig sein kann. Darüber hinaus soll der Aufsichtsrat im Rahmen seiner konkreten Ziele für seine Zusammensetzung zukünftig die Anzahl der unabhängigen Aufsichtsratsmitglieder benennen und diese sowie den Stand der Umsetzung ebenfalls in der Erklärung zur Unternehmensführung veröffentlichen.

Daneben wird die bisherige Anregung, dass der Aufsichtsratsvorsitzende nicht den Vorsitz im Prüfungsausschuss haben sollte, in eine Empfehlung umgewidmet. Ebenfalls zur Empfehlung heraufgestuft werden die bisherigen Anregungen, dass der Vorsitzende des Prüfungsausschusses unabhängig und kein ehemaliges Vorstandsmitglied der



Gesellschaft sein sollte, dessen Bestellung vor weniger als zwei Jahren endete.

### Corporate Governance Bericht soll in Erklärung zur Unternehmensführung aufgehen

Nachdem für kapitalmarktorientierte Unternehmen durch das BilMoG die Erklärung zur Unternehmensführung eingeführt wurde, die in den Lagebericht aufzunehmen ist, empfiehlt die Kommission nicht länger die Erstellung eines gesonderten Corporate Governance Berichts (vgl. Ziffer 3.10 DCGK). Vielmehr sollen Vorstand und Aufsichtsrat zukünftig in der Erklärung zur Unternehmensführung über die Corporate Governance des Unternehmens berichten. Gleichzeitig sind in dieser Erklärung auch die Zielsetzung und der Umsetzungsstand bei der Zusammensetzung des Aufsichtsrats (Ziffer 5.4.1 Abs. 3 Satz 2 DCGK) sowie die Angaben über Directors' Dealings, die über die gesetzlichen Mitteilungspflichten hinausgehen (Ziffer 6.6 Abs. 2 DCGK), zu veröffentlichen.

### Keine Unterstützung der Briefwahl bei Hauptversammlungen

Die in Ziffer 2.3.3 Satz 2 DCGK enthaltene Empfehlung zur Unterstützung der Briefwahl bei Hauptversammlungen wird gestrichen. Dadurch wird klargestellt, dass die Ermöglichung der Briefwahl nicht verpflichtend ist.

Die geplanten Änderungen des DCGK und Erläuterungen hierzu sind auf den Internetseiten der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex abrufbar: <http://www.corporate-governance-code.de/ger/news/index.html>



## Weitreichende Reform des deutschen Insolvenzrechts

Am 1. März 2012 ist das Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen (ESUG) mit dem Ziel in Kraft getreten, den Einfluss der Gläubiger zu stärken und Sanierungsmaßnahmen zu erleichtern.

### Stärkung des Gläubigereinflusses

Das ESUG ermöglicht es Gläubigern deutlich früher als bisher, auf Kernfragen des Restrukturierungsprozesses Einfluss zu nehmen. Erstmals erhalten die Gläubiger ein formales Mitspracherecht bei der Auswahl des (vorläufigen) Insolvenzverwalters. Ab einer bestimmten Größe des Unternehmens wird zudem ein vorläufiger Gläubigerausschuss eingesetzt, der u.a. bei der Bestellung des Insolvenzverwalters, der Entscheidung des Insolvenzgerichts zur Anordnung von Eigenverwaltung sowie bei der Einsetzung eines Sachverwalters bei Eigenverwaltung mitwirkt.

### Verbesserte Sanierungsmöglichkeiten für Unternehmen in der Krise

Das ESUG stärkt das bislang zu wenig genutzte Sanierungsinstrument der Eigenverwaltung. Zum einen wird das Ermessen des Insolvenzgerichts eingeschränkt, die Anordnung von Eigenverwaltung zu versagen. Zum anderen soll das Gericht bereits im vorläufigen Insolvenzverfahren davon absehen, die Kontrolle des Schuldners über das Unternehmen einzuschränken, wenn der Antrag auf Eigenverwaltung nicht offensichtlich aussichtslos ist. Nach bisheriger Rechtslage war zunächst ein vorläufiger Insolvenzverwalter einzusetzen, der bis zur Entscheidung über die Anordnung der Eigenverwaltung – je nach Ausgestaltung seiner Befugnisse – weitgehend die Kontrolle über das Unternehmen übernahm.

Frühzeitige Sanierungsmaßnahmen ermöglicht das neu eingeführte sog. Schutzschirmverfahren, innerhalb dessen



das Gericht besondere Schutzmaßnahmen zugunsten des insolventen Unternehmens anordnen kann. Das Unternehmen erhält während des bis zu dreimonatigen Zeitraums Gelegenheit, einen Insolvenzplan auszuarbeiten. Das Gesetz erschwert darüber hinaus die Anfechtung und damit eine Verzögerung der Umsetzung eines Insolvenzplans durch einzelne Gläubiger.

Im Rahmen eines Insolvenzplanverfahrens schafft das ESUG schließlich die Voraussetzungen für die Durchführung eines *Debt-to-Equity Swap* auch gegen den Willen der Gesellschafter. Es beseitigt jedoch nicht das Risiko, dass das zu restrukturierende Unternehmen aufgrund eines *Debt-to-Equity Swap* einen steuerpflichtigen Sanierungsgewinn realisiert und/oder Verlustvorträge verliert. Dies kann einen *Debt-to-Equity Swap* im konkreten Fall unattraktiv machen, wenn nicht eine Struktur gefunden wird, die den Steuernachteil ausschließt oder zumindest abmildert.

*Für eine ausführliche Darstellung des ESUG dürfen wir Sie auf unsere Mandanteninformation "Weitreichende Reform des deutschen Insolvenzrechts – Gestaltungsmöglichkeiten und Auswirkungen für Gläubiger, Schuldner und Gesellschafter" verweisen, abrufbar unter: <http://www.shearman.com/de/reform-of-in-court-restructurings-in-germany-03-01-2012/>*



## Regierungsentwurf zur Reform des KapMuG liegt vor

Die Bundesregierung hat am 30. Dezember 2011 ihren Entwurf für ein Gesetz zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG) beschlossen (BR-Drucks. 851/11) und beabsichtigt damit, das KapMuG dauerhaft in die deutsche Rechtsordnung zu implementieren. Neben den bereits im Referentenentwurf enthaltenen Vorschlägen zur Erweiterung des Anwendungsbereichs des KapMuG auf Verfahren wegen angeblich fehlerhafter Anlageberatung und -vermittlung sowie der Einführung

eines gerichtlich genehmigten Vergleichs mit Opt-out-Möglichkeit für die Beigeladenen sieht der Regierungsentwurf erstmals eine Übergangsregelung vor. Danach sollen die Neuregelungen keine Anwendung finden auf Verfahren, in denen bereits vor dem Inkrafttreten des reformierten KapMuG mündlich verhandelt worden ist. Das bedeutet zugleich, dass die vorgeschlagene Vergleichsregelung, die eine Verfahrensbeendigung im Wege des Vergleichs erst praktikabel erscheinen lässt, in bereits laufenden Verfahren grundsätzlich keine Anwendung findet.

*Einen ersten Überblick über den Regierungsentwurf finden Sie in dem Beitrag von Schmidt-Bendun im Rechtsboard des Handelsblatt: <http://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/category/gastbeitraege/rudiger-schmidt-bendun/>. Der Referentenentwurf wurde umfassend von Sustmann/Schmidt-Bendun in der NZG, 2011, 1207 ff., Der Referentenentwurf zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG), besprochen.*

## Besteht die beabsichtigte Finanztransaktionssteuer den Praxistest?

Seit der Finanzkrise wird in Europa die Einführung einer Finanztransaktionssteuer ("FTT") diskutiert. Kanzlerin Merkel will bis Ende März 2012 eine Einigung aller EU-Staaten über die Einführung einer umfassenden FTT erzielen. Basis soll der Vorschlag der EU-Kommission vom 28. September 2011 sein, nach dem die FTT EU-weit ab 2014 eingeführt werden soll. Der Steuersatz soll mindestens 0,1 Prozent auf den Handel von Aktien und Anleihen und 0,01 Prozent für Derivate betragen. Großbritannien lehnt die Steuer mit Blick auf den Finanzplatz London ab. Sollten die Briten bei ihrem Veto bleiben, könnte das EU-Konzept zunächst nur in der Euro-Zone umgesetzt werden. Alternativ wird ebenfalls die Einführung einer sog. Stempelsteuer (*stamp duty, stamp duty reserve tax*) nach britischem Vorbild diskutiert. Diese könnte auf Aktien von an bestimmten Börsen notierten Unternehmen oder auf Anteile von Unternehmen mit einem bestimmten Sitz und unabhängig davon erhoben werden, wo der Verkauf stattfindet oder welche Plattform genutzt wird.

### Grundkonzept der FTT

Nach dem Vorschlag der EU-Kommission soll die FTT in dem Mitgliedsstaat erhoben werden, in dem das an der Finanztransaktion beteiligte Finanzinstitut ansässig ist. Der Begriff des Finanzinstitutes ist weit. Er umfasst beispielsweise auch Versicherungsunternehmen, Pensions-

und Investmentfonds sowie Zweckgesellschaften. Die FTT soll grundsätzlich für Transaktionen mit Finanzinstrumenten aller Art gelten. Zudem soll die Steuer nicht nur den Handel in organisierten Märkten, sondern auch andere Handelsformen, einschließlich die des außerbörslichen Handels erfassen.

### Praxisfolgen

Die Konsequenzen der FTT für die Praxis sind derzeit nur schwer absehbar. Es sind aber erhebliche negative Auswirkungen für die betroffenen Unternehmen zu befürchten. Zudem erscheint problematisch, dass das Konzept der FTT bisher keine Ausnahme für Transaktionen innerhalb eines Konzerns vorsieht. Darüber hinaus unterliegen Geschäfte mit Tochterunternehmen in Drittstaaten nicht der FTT. Es besteht daher das hohe Risiko einer Abwanderung zu anderen Finanzplätzen.

### Fazit

Aufgrund der hohen Mobilität der Finanzmärkte und der geringen Praxistauglichkeit halten Fachkreise die FTT nicht für geeignet, um unerwünschte Finanztransaktionen einzudämmen. Weitaus geeigneter und zielgenauer erscheinen Maßnahmen des Finanzaufsichtsrechts. Auch könnten bestehende Abgaben angepasst werden (z.B. die Bankenabgabe).

Als Ansprechpartner stehen Ihnen gerne zur Verfügung:



**Dr. Bodo Bender**  
+49.69.9711.1660  
bbender@shearman.com



**Winfried Carli**  
+49.89.23888.2607  
wcarli@shearman.com



**Dr. Hans Diekmann**  
+49.211.17888.818  
hdiekmann@shearman.com



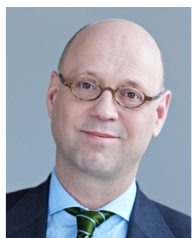
**Dr. Andrea Eggenstein**  
+49.69.9711.1619  
aeggenstein@shearman.com



**Dr. Johannes Frey**  
+49.89.23888.2675  
jfrey@shearman.com



**Dr. Esther Jansen**  
+49.69.9711.1621  
ejansen@shearman.com



**Dr. Roger Kiem**  
+49.69.9711.1672  
rkiem@shearman.com



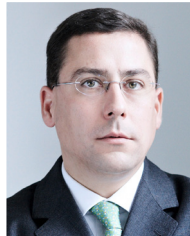
**Dr. Thomas König**  
+49.69.9711.1618  
tkoenig@shearman.com



**Dr. Alfred Kossmann**  
+49.211.17888.719  
akossmann@shearman.com



**Dr. Andreas Merkner**  
+49.89.23888.2622  
amerkner@shearman.com



**Dr. Martin Neuhaus**  
+49.211.17888.903  
mneuhaus@shearman.com



**Marc O. Plepelits**  
+49.69.9711.1620  
mplepelits@shearman.com



**Dr. Markus S. Rieder**  
+49.89.23888.2615  
mrieder@shearman.com



**Dr. Harald Selzner**  
+49.211.17888.909  
hselzner@shearman.com



**Reinhard Stockum**  
+49.69.9711.1652  
rstockum@shearman.com



**Dr. Marco Sustmann**  
+49.211.17888.911  
msustmann@shearman.com



**Georg F. Thoma**  
+49.211.17888.819  
gthoma@shearman.com



**Rainer Wilke**  
+49.211.17888.717  
rwilke@shearman.com