



Dr. Kaspar Krolop

Staatliche Einlasskontrolle bei Staatsfonds und anderen ausländischen Investoren im Gefüge von Kapitalmarktregulierung, nationalem und internationalem Wirtschaftsrecht

Anmerkungen zum Referentenentwurf eines 13. Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes

Die Bundesregierung plant eine Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG), wonach das Bundeswirtschaftsministerium (BMWi) die Befugnis haben soll, den Erwerb einer Beteiligung an Unternehmen mit Sitz in Deutschland über eine Höhe von 25 % der Stimmrechte durch ausländische Investoren zu untersagen, wenn dies für die Wahrung der Belange der „öffentlichen Sicherheit oder Ordnung“ erforderlich ist. Die ursprünglich für den Februar geplante Verabschiedung eines Regierungsentwurfs durch das Bundeskabinett wurde auf April verschoben. Laut Presseberichten stehe das „Ob“ der Regelung nicht in Frage, hinsichtlich des „Wie“ bzw. des „Inwieweit“ seien aber noch viele Fragen „sehr klärungsbedürftig“. Der Beitrag möchte vor allem diese näher beleuchten und dabei zunächst auf die bei börsennotierten Gesellschaften gegebenen besonderen Rahmenbedingungen hinweisen und die bereits bestehenden rechtlichen Schutzvorkehrungen in Erinnerung rufen. Es wird eine mit dem Kapitalmarktrecht eng verzahnte Regelung angeregt und ausgelotet, inwieweit sich das Regelungsanliegen der Bundesregierung überhaupt in die Vorgaben des supranationalen Rechts einfügen lässt. Im Mittelpunkt steht dabei die Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 56 EG), die im Gegensatz zu den anderen Grundfreiheiten grundsätzlich auch für Investoren aus Drittstaaten gilt.

S. 1

- HFR 1/2008 S. 1 -

1 I. Einleitung

Ein gerade im Angesicht der Globalisierung viel zitierter Ausspruch von *Walther Rathenau* aus dem Jahr 1921 lautet „Die Wirtschaft ist unser Schicksal“.¹ In Teilen der Politik wird befürchtet, dass mittels Beteiligung durch so genannte Staatsfonds oder allgemein durch ausländische Investoren aus Ländern, bei denen die Wirtschaft teilweise unter staatlicher Kontrolle steht, Staaten wie etwa Russland oder China Einfluss auf die deutsche Wirtschaft und damit auf „unser Schicksal“ gewinnen. Dabei hat man Szenarien vor Augen, wie etwa eine Übernahme von E.ON und/oder RWE durch Gazprom, welche mittelbar Russland in die Lage versetze, in bedeutenden Teilen Deutschlands jederzeit den Strom abstellen und so politischen Druck auf Grund von wirtschaftlicher Macht ausüben zu können.

- 2 Vor diesem Hintergrund plant die Bundesregierung eine Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG), wonach das Bundeswirtschaftsministerium (BMWi) die Befugnis haben soll, den Erwerb einer Beteiligung an Unternehmen mit Sitz in Deutschland ab einer Höhe von 25 % der Stimmrechte durch ausländische Investoren zu untersagen, wenn dies für die Wahrung der Belange der „öffentlichen Sicherheit oder Ordnung“ erforderlich ist.² Die ursprünglich für den Februar geplante Verabschiedung eines Regierungsentwurfs durch das Bundeskabinett wurde auf April verschoben. Laut Presseberichten stehe das „Ob“ der Regelung nicht in Frage, hinsichtlich des „Wie“ bzw. des

¹ Z.B. Bundespräsident *Horst Köhler* in einer Rede anlässlich der 2. Tagung der Wirtschaftsnobelpreisträger in Lindau, 17.08.2006 (im Internet unter www.bundespraesident.de/dokumente/-2.632363/Rede/dokument.htm).

² Referentenentwurf eines dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung (nachfolgend RefE); im Internet unter [www.bmwi.de / Service / Gesetze / Außenwirtschaft](http://www.bmwi.de/Service/Gesetze/Au%C3%A4u%C3%A4u%C3%A4u).

„Inwieweit“ seien aber noch viele Fragen „sehr klärungsbedürftig“.³ Der Beitrag möchte vor allem diese näher beleuchten und dabei zunächst auf die bei börsennotierten Gesellschaften gegebenen besonderen Rahmenbedingungen hinweisen (dazu III.) und die bereits bestehenden rechtlichen Schutzvorkehrungen in Erinnerung rufen (dazu IV). Es wird eine mit dem Kapitalmarktrecht eng verzahnte Regelung angeregt (dazu V.) und ausgelotet, inwieweit sich das Regelungsanliegen der Bundesregierung überhaupt in die Vorgaben des supranationalen Rechts einfügen lässt (dazu VI.). Im Mittelpunkt steht dabei die Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 56 EG), die im Gegensatz zu den anderen Grundfreiheiten grundsätzlich auch für Investoren aus Drittstaaten gilt.

S. 2

- HFR 1/2008 S. 2 -

3 1. Regelungsanlass und anvisierte Adressaten

Anlass für die Regelung sind vor allem die verstärkten Aktivitäten und steigenden Volumina von Staatsfonds aus Staaten wie Russland und China. Bei den Staatsfonds handelt es sich um keinen rechtstechnischen Begriff. Er bezeichnet einen vom Staat initiierten und unmittelbar oder mittelbar kontrollierten Pool von Währungsreserven zum Zwecke der gewinnbringenden Geldanlage. Worin wird das Gefahrenpotential gesehen? Zum einen könnte es sich daraus ergeben, dass Staatsfonds im Gegensatz zu den sog. institutionellen Investoren (Banken, Versicherungen oder Pensionsfonds) nicht einer speziellen öffentlichen-rechtlichen Aufsicht und bestimmten Vorgaben hinsichtlich der Anlagepolitik unterliegen. Dies trifft aber auch auf die so genannten *Hedgefonds* zu. Für den Bereich der *Hedgefonds* betont die Bundesregierung die Notwendigkeit von internationalen Lösungen und setzt einstweilen auf die Herstellung von Transparenz.⁴ Das Spezifikum beim Staatsfonds wird vielmehr in der Gefahr gesehen, dass diese Staaten über die Beteiligung von Staatsfonds an deutschen Unternehmen politischen Druck durch wirtschaftliche Macht ausüben könnten. Gleiches gelte für unmittelbar oder mittelbar durch ausländische Staaten kontrollierte Unternehmen. Daneben wird teilweise auch der Entzug von Know-how, insbesondere bei Schlüsseltechnologien, befürchtet.⁵

4 2. Rechtstatsachen

Das geschätzte Gesamtanlagevolumen der Staatsfonds im Jahr 2005 betrug 3,2 Billionen US-Dollar. Das ist nur ein Bruchteil des Gesamtanlagevolumens der institutionellen Anleger, aber immerhin deutlich mehr als doppelt so groß wie das geschätzte Anlagevolumen der *Hedgefonds*.⁶ Diese durchaus beeindruckenden Zahlen sind jedoch im Lichte der Anlagepolitik der Staatsfonds zu sehen. Staatsfonds sind bereits seit 1953 bekannt.⁷ Sie investieren ganz vorwiegend in börsennotierte Wertpapiere. Aktien machen zwar einen bedeutenden, aber keineswegs den dominierenden Teil der Portfolien von Staatsfonds aus. Ferner haben Staatsfonds im Gegensatz zu vielen *Hedgefonds* häufig einen sehr langfristigen Anlagehorizont, sind weniger risikofreudig und meiden spekulative Anlagen. Auch waren sie bisher eher zurückhaltend hinsichtlich der Einmi-

³ Vgl. etwa Süddeutsche Zeitung v. 21.01.2008, S. 21.

⁴ Vgl. Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungssetzungsgesetz, im Internet unter www.bundesfinanzministerium.de / Geld und Kredit / Aktuelle Gesetze), Begründung Allgemeiner Teil.

⁵ Vgl. u.a. CDU-Strategiepapier zur Standortpolitik Abschn. III.3.; differenzierter aus volkswirtschaftlicher Sicht Sinn www.sueddeutsche.de / Wirtschaft / Aquariumsgespräch. Auf das „Gazprom-Szenario“ wurde eingangs schon hingewiesen. Der RefE (o. Fußn. 2) spricht etwas vage von „im Hinblick auf die Sicherheit problematische Investitionen“.

⁶ Die geschätzten Anlagevolumina dieser Investoren beliefen sich 2005 auf ca. 44,5 Billionen US-Dollar; die der *Hedgefonds* auf ca. 1,4 Billionen. Diese und die nachfolgenden Zahlenangaben nach „Staatsfonds – Staatliche Auslandsinvestitionen im Aufwind“ der Deutschen Bank (Autor: Steffen Kern) im Internet unter www.dbresearch.com / Banken, Finanzmärkte und Regulierung.

⁷ In diesem Jahr wurde die Kuwait Investment Authority (KIA) gegründet. Die Mehrzahl der bekannten Staatsfonds, darunter auch der größten bekannte Staatsfonds ADIA der Vereinigten Arabische Emirate, gibt es seit den 70-er Jahren, vgl. o. Fußn. 6.

schung in die Geschäftspolitik der betroffenen Unternehmen.⁸ Zu einer Instrumentalisierung der Beteiligungen zur Ausübung politischen Drucks ist es bisher, soweit ersichtlich, nicht gekommen.

S. 3

- HFR 1/2008 S. 3 -

- ⁵ Trotz der bedeutenden Volumina der Staatsfonds geht vorliegend von ihnen – legt man die bisher gemachten Erfahrungen zugrunde – keine konkrete, sondern allenfalls eine latente Gefahr einer politischen Instrumentalisierung aus. Allerdings sind Fonds aus China und Russland, die letztlich den Anstoß für die Debatte geliefert haben, erst kürzlich auf den Plan getreten.⁹ Insgesamt verfügen sie bereits derzeit über ein geschätztes Volumen, das fast der Hälfte der Börsenkapitalisierung aller deutschen Aktiengesellschaften entspricht¹⁰. Ferner entfalten operativ aktive Gesellschaften, die sich ganz oder überwiegend in der Hand der genannten Staaten befinden, zunehmend Akquisitionsaktivitäten innerhalb der EU. Auch der Erwerb eines bedeutenden Anteilspakets beim Börsengang des Finanzinvestors Blackstone durch die China Investment Company wird verbreitet als Indiz dafür gesehen, dass sich russische und chinesische Fonds nicht unbedingt so verhalten werden, wie man es bisher von den altbekannten Staatsfonds gewöhnt war.¹¹ Im Zuge der sich gegenwärtig verschärfenden Finanzkrise haben sich jüngst Staatsfonds an angeschlagenen Kreditinstituten beteiligt, die dringend frisches Kapital benötigen.

⁶ **II. Außenwirtschaftsgesetz de lege lata und der Vorschlag der Bundesregierung**

1. Die geplante Ergänzung einer Generalklausel (§ 7 AWG)

Nach der so genannten „Rüstungsklausel“ im Außenwirtschaftsrecht muss bereits nach derzeitiger Gesetzeslage bei Erwerb von 25 % der Stimmrechte oder mehr durch einen Investor (in der Terminologie des AWG einer „gebietsfremden Person“¹²) an einer Gesellschaft, deren Geschäftsgegenstand die Entwicklung oder Herstellung von Waffen oder Kriegsgerät ist, gemeldet werden und kann durch das BMWi verboten werden.¹³ Diese Klausel in der Verordnung zur Durchführung des Außenwirtschaftsgesetzes (AWG-VO) ist eine Konkretisierung des Regelbeispiels in § 7 Abs. 2 Nr. 5 AWG zur Generalklausel in § 7 Abs. 1 AWG. Nach dieser kann *jedwedes* Rechtsgeschäft – einen Beteiligungserwerb grundsätzlich eingeschlossen – beschränkt oder untersagt werden, soweit die wesentlichen Sicherheitsinteressen (Nr. 1) *oder* die außenpolitischen Interessen gestört werden.

S. 4

- HFR 1/2008 S. 4 -

- ⁷ Die Bundesregierung will § 7 AWG dahingehend ergänzen, dass eine Untersagung des Erwerbs durch eine gebietsfremde Person auch dann möglich ist, wenn „infolge des Erwerbs die öffentliche Sicherheit oder Ordnung der Bundesrepublik Deutschland gefährdet ist“.¹⁴ Dies erscheint zunächst nahezu tautologisch. Der Bundesregierung geht es aber nicht nur um sicherheitspolitische Interessen im engeren Sinn, sondern den

⁸ Vorfälle wie das Erzwingen der Ablösung eines Vorstandsvorsitzenden oder die Zerschlagung von Unternehmen, welche die Diskussionen um *Hedgefonds* ausgelöst haben, sind bei Staatsfonds kaum bekannt geworden, nähere Angaben dazu in der in Fußn. 6 genannten Studie.

⁹ Dabei nehmen sich die Volumina des 2003 gegründeten Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF) und der 2007 gegründeten China Investment Company Ltd. mit 127 Mrd. bzw. 200 Mrd. US-Dollar im Vergleich zum größten Fonds ADIA (o. Fußn. 6 / 875 Mrd. Dollar) geradezu bescheiden aus.

¹⁰ Rechnet man zu den in Fußn. 9 genannten Fonds die jüngst gegründeten Fonds Chinas und Russlands hinzu, ergibt sich vorsichtig geschätzt ein Gesamtvolumen von 559 Mrd. US-Dollar. Laut Factbook des Deutschen Aktieninstituts 2006 betrug die Börsenkapitalisierung im Jahr 2005 ca. 1.015,2 Mrd. EUR.

¹¹ Vgl. Süddeutsche Zeitung v. 31.10.2007.

¹² § 4 Abs. 1 Nr. 7 AWG; näher erläutert im Runderlass Außenwirtschaft Nr. 7/83 v. 9.2.1983 (BANZ Nr. 29 v. 11.2.1983).

¹³ Näher zu dieser 2004 eingeführten Regelung *Ehrlich*, in: Bieneck (Hrsg.) Handbuch des Außenwirtschaftsrechts, 2. Aufl. (2005), § 10 Rn. 14 ff m.w.N.

¹⁴ Vgl. Art. 1 Nr. 2 b) bb) RefE (o. Fußn. 2).

Schutz der Infrastruktur und die Gewährleistung von Versorgungssicherheit.¹⁵ Ferner will man sich wohl auch eine verbesserte Argumentationsbasis in Hinblick auf die Vereinbarkeit der Regelung mit der Kapitalverkehrsfreiheit schaffen, indem man wortlautgetreu an Art. 58 Abs. 1 lit. b, 3. Var. EG anknüpft, wonach grundsätzlich die Mitgliedstaaten die Kapitalverkehrsfreiheit beschränkende Maßnahmen ergreifen dürfen, wenn diese aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit gerechtfertigt sind.¹⁶

8 2. Ausgestaltung des Verfahrens in der AWG-Verordnung

Nicht zuletzt in Hinblick auf das Gebot der hinreichenden Bestimmtheit der Voraussetzungen für Grundrechtseingriffe und dem Bedarf der Wirtschaft nach Rechtssicherheit wird in der Praxis von der Befugnis zur Untersagung von Rechtsgeschäften nur dann Gebrauch gemacht, wenn die Außenwirtschafts-VO dies ausdrücklich vorsieht. Dementsprechend werden nach Vorbild der bisherigen „Rüstungsklausel“ Einzelheiten und Verfahren auf Verordnungsebene geregelt. Gemäß § 53 Abs. 1 AWG-VO RefE i.V.m. 52 AWG-VO sollen nicht nur alle Erwerbe durch gebietsfremde Personen erfasst werden, sondern auch durch gebietsansässige Personen, an denen eine gebietsfremde Person mit 25 % der Stimmrechte oder mehr beteiligt ist.¹⁷ Das BMWi kann innerhalb einer Frist von drei Monaten, gerechnet ab Abschluss des Kaufvertrags, ein Verfahren zur Prüfung eines Anteilserwerbs einleiten und den Erwerber auffordern, „vollständige Unterlagen“ zum Anteilserwerb einzureichen. Binnen Monatsfrist nach Zugang der Unterlagen ist ggf. die Untersagung auszusprechen. Verstreicht die Drei-Monatsfrist bzw. die Monatsfrist, wird der - zunächst schwebend unwirksame - Anteilserwerb endgültig wirksam.¹⁸

S. 5

- HFR 1/2008 S. 5 -

9 III. Kritische Anmerkungen in Hinblick auf das „Wie“ der Regelung

1. Drohendes Vollzugsdefizit

Anders als bei der bisherigen „Rüstungsklausel“ (vgl. § 52 S. 1 AWG-VO) ist keine Pflicht vorgesehen, den Erwerb anzuzeigen. Angesichts des sehr weit gezogenen Kreises der betroffenen Vorgänge wirft dies die Frage auf, wie das BMWi von dem Anteilserwerb Kenntnis erlangen soll. Der RefE sieht vor, dass der Erwerber den Erwerb anzeigen kann, um dann frühzeitig – binnen eines Monats – Rechtssicherheit zu erlangen.

10 Vorliegend ist keine Anzeigepflicht i.e.S. vorgesehen, sondern nur eine Art Obliegenheit. Aber nach drei Monaten kann der Erwerb ohnehin nicht mehr untersagt werden. Ob eine Verkürzung des Schwebbezustands um 6 bis 8 Wochen ein ausreichender Anreiz für die Befolgung dieser „Obliegenheit“ ist, erscheint fraglich.¹⁹ Nicht nur bei dieser Problematik zeigt sich, dass der RefE die stetig an Bedeutung gewinnenden Unterschiede zwischen der kapitalmarktorientierten Publikumsgesellschaft (vor allem börsennotierte AG) und der personalistischen Gesellschaft (GmbH, nicht börsennotierte AG) vernachlässigt.²⁰

¹⁵ Zum Begriff der inneren Sicherheit i.S.v. § 7 Abs. 1 AWG Henke, in: Bieneck (Hrsg.) Handbuch des Außenwirtschaftsrechts, 2. Aufl. (2005), § 6 Rn. 2 f. Auch die Vorschrift des § 6 Abs. 1 AWG zur Abwehr „schädlicher Einwirkungen auf das Wirtschaftsgebiet“ ist nicht einschlägig. Diese Norm zielt vor allem auf die Abwehr der Verfälschung des Wettbewerbs (Nr. 1) bzw. auf die „Revanche“ für Handelsbeschränkungen, die deutschen Unternehmen auferlegt werden (sog. Retorsion, vgl. Hohmann/John, Außenwirtschaftsrecht, 2002, Teil 3 § 6 Rn. 1, 3; näher zur „Reziprozität“ unten bei VIII).

¹⁶ Begr. RefE (o. Fußn. 2) Teil A. Abs. 7; näher dazu, insbesondere zu den Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit dieser Basis unten bei VI.

¹⁷ Dabei werden auch mittelbare Beteiligungen (insbesondere über zwischengeschaltete Tochtergesellschaften) erfasst; vgl. § 53 Abs. 1 AWG-VO RefE i.V.m. § 52 AWG-VO.

¹⁸ Vgl. § 53 AWG-VO n.F.

¹⁹ Die Idee der Ausgestaltung als freiwillige Anzeige geht vermutlich auf das CDU-Strategiepapier (o. Fußn. 5) zurück, das für einen Zeitraum von drei Jahren die Möglichkeit eines Verbots der Beteiligung vorsah. Hierbei ist der Anreiz natürlich deutlich höher.

²⁰ Statt aller Fleischer, ZIP 2006, 451; Krolop, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, 2005, S. 100 ff. m.w.N.

11 So ist bei börsennotierten Gesellschaften das BMWi nicht zwingend auf eine besondere Mitteilung des Erwerbs angewiesen, da bereits gegenwärtig in beachtlichem Maße Transparenz der Beteiligungsverhältnisse besteht. Der jüngst verschärfte § 21 WpHG statuiert, dass bereits eine Beteiligung von 3 % und u.a. auch das Erreichen der Schwelle von 25 % an den Stimmrechten zu melden ist. Ferner sieht § 289 Abs. 4 Nr. 3 HGB vor, dass im Lagebericht Angaben über direkte oder indirekte Beteiligungen an Gesellschaften zu machen sind, die 10 % der Stimmrechte überschreiten.²¹ Man sollte auch den Entwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes berücksichtigen, wonach ein Investor, der die Schwelle von 10 % der Stimmrechte überschreitet, verpflichtet ist, auf Verlangen der Gesellschaft die mit der Beteiligung verfolgten Ziele zu erläutern²². Insofern handelt es sich bei dem Verzicht auf eine weitere Meldepflicht um einen begrüßenswerten Ansatz, Behörden anzuhalten, die allgemein zur Verfügung stehenden Informationen zu verwerten, anstatt neue Meldepflichten zu statuieren. Auch die im RefE vorgesehenen Übermittlungsrechte der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 14a Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) RefE und des Kartellamts nach § 50c Abs. 3 GwB RefE gehen daher insoweit in eine viel versprechende Richtung. Dieser Ansatz stößt aber bei Gesellschaften, die nicht börsennotiert sind, an Grenzen.²³

S. 6

- HFR 1/2008 S. 6 -

12 Bei der GmbH gibt es zwar eine Gesellschafterliste, die fortlaufend zu aktualisieren und beim Handelsregister einzureichen und damit online abrufbar ist (vgl. § 40 Abs. 1 GmbHG). Jedoch kann das BMWi nicht laufend sämtliche Gesellschafterlisten aller GmbHs scannen. Bei der nicht börsennotierten AG gibt es gar keine allgemeine Publizität der Zusammensetzung des Gesellschafterkreises. Auf den ersten Blick scheinen hier zwar der RefE und die in § 21 Abs. 1 S. 1 AktG statuierte Meldepflicht gut ineinanderzugreifen. Jedoch stellt § 21 Abs. 1 S. 1 AktG auf den Erwerb von 25 % der *Anteile* ab, § 53 RefE-AWG-VO auf 25 % der *Stimmrechte*. Von dieser Unstimmigkeit abgesehen, besteht die Mitteilungspflicht nur gegenüber dem Unternehmen. Daraus ergibt sich die auch in Hinblick auf Art. 3 Abs. 1 GG relevante Gefahr, dass die Rechtsdurchsetzung bei nicht börsennotierten Gesellschaften, die nicht den genannten kapitalmarktrechtlichen Anforderungen zur Beteiligungstransparenz unterliegen, ungleich weniger effektiv ist.²⁴ Die nahe liegende Konsequenz wäre, für nicht börsennotierte Unternehmen bzw. den Erwerber von Anteilen eine Mitteilungspflicht zu statuieren. Bei der AG böte sich eine Regelung an, wonach nach § 21 AktG anzeigepflichtige Erwerbe an das BMWi weiterzuleiten sind. Derartigen Erwägungen sollte aber die Frage vorgelagert sein, ob börsennotierte Unternehmen überhaupt in die Regelung einbezogen werden sollten. Dies führt zum nächsten Kritikpunkt: Der RefE sieht eine pauschale Regelung für alle Gesellschaften vor. Die zu regelnde Problematik betrifft aber ganz überwiegend nur börsennotierte Gesellschaften.

13 **2. Notwendigkeit der Fokussierung auf börsennotierte Gesellschaften**

Staatsfonds beschränken sich weitgehend auf ein Engagement in börsennotierten Wertpapieren. Von einer direkten Beteiligung von Staatsfonds an nicht börsennotierten

²¹ Vgl. auch Art. 10 der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote. Der Lagebericht ist nach Erteilung des Bestätigungsvermerks durch den Abschlussprüfer nach § 325 HGB allgemein zugänglich zu veröffentlichen und kann nunmehr beim elektronischen Unternehmensregister online abgerufen werden.

²² Die hierdurch erlangten Informationen sind zu veröffentlichen, vgl. § 21 Abs. 2 WpHG in der Fassung des RegE zum Risikobegrenzungsgesetz (o. Fußn. 4).

²³ Wie auch die sonstigen genannten Vorgaben zur Beteiligungstransparenz ist das WpÜG nur auf börsennotierte Gesellschaften anwendbar; kleinere Gesellschaften erreichen selten die kritische Größe um für eine Zusammenschlusskontrolle relevant zu werden.

²⁴ Vgl. *BVerfG NJW 2004, 1022* (hinsichtlich der unterschiedlich effektiven Durchsetzung der Zinsbesteuerung). Inwieweit sich ausländische Investoren auf Art. 3 GG berufen können kann dabei dahinstehen, da auch die Veräußerseite betroffen ist (dazu näher unten III.3.).

Gesellschaften, also im *Private Equity* Bereich, ist wenig bekannt.²⁵ In diesem Bereich engagieren sich Staatsfonds allenfalls mittelbar über *Hedgefonds* oder sonstige *Private Equity* Gesellschaften.²⁶ Staaten haben in dieser Konstellation keinen unmittelbaren Einfluss. Zudem arbeiten *Hedgefonds* strikt renditeorientiert. Die sich daraus ergebenden Konsequenzen mögen gelegentlich als negativ empfunden werden, das Risiko politischer Einflussnahme ist aber dadurch reduziert. Auch wenn angesichts der geringen Transparenz in diesem Bereich zuverlässige Angaben nur bedingt möglich sind, kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass grundsätzlich nur börsennotierte Unternehmen das Ziel für unmittelbare Beteiligungen von Staatsfonds sind. Zudem erreichen typischerweise nur börsennotierte Gesellschaften jene kritische Größe, die erforderlich ist, um erhebliche Relevanz für die öffentliche Infrastruktur oder die innere Sicherheit zu erreichen.²⁷ Das Regelungsvorhaben sollte den Fokus daher primär auf börsennotierte Gesellschaften und die unter 3. und 4. zu skizzierenden Besonderheiten richten.

S. 7

- HFR 1/2008 S. 7 -

14 3. Rechtliche und technische Probleme bei der Rückabwicklung

Die geplante Regelung, wonach der Erwerb untersagt und ggf. dessen Rückgängigmachung angeordnet werden kann, hat vor allem den Erwerb durch eine einzelne Transaktion (Paketerwerb) vor Augen. Aber was geschieht, wenn ein Investor den Schwellenwert durch Zukäufe an der Börse erlangt? Bei Inhaberaktien sind die Verkäufer anonym und lassen sich – wenn überhaupt – nur mit großem Aufwand ermitteln.²⁸ Ferner würde es sich um eine Vielzahl von Verkäufern handeln. Beim Erwerb von börsennotierten Aktien im freien Handel würde daher eine Rückgängigmachung des Kaufs große Probleme aufwerfen.

15 Der RefE regelt diese Problematik allenfalls ansatzweise, indem er auch bei Veröffentlichung eines Übernahmeangebots (vgl. § 29 WpÜG) die Möglichkeit der Einleitung eines Prüfverfahrens vorsieht.²⁹ Zu diesem Zeitpunkt können Anleger aber das Angebot bereits annehmen, so dass sich das Rückabwicklungsproblem auch dann stellt. Soll dies vermieden werden, muss ein Prüfverfahren bereits dann ansetzen, wenn der Erwerber seine Angebotsunterlage bei der BaFin zur Genehmigung der Veröffentlichung einreicht. Deshalb erscheint bei börsennotierten Gesellschaften eine enge Verzahnung mit dem WpÜG gegenüber der kapitalmarktblindem Regelung des AWG vorzugswürdig.³⁰

16 Unabhängig davon sollte man im Auge behalten, dass eine Untersagung eines Erwerbs von Anteilen nicht nur in die Rechte des Investors, sondern auch des Veräußerers eingreift. Nach ständiger Rechtsprechung ist die Freiheit der Deinvestition Teil des durch Art. 14 GG geschützten, durch die Mitgliedschaft vermittelten Eigentums an der Gesellschaft.³¹

17 4. Notwendigkeit der Berücksichtigung niedriger Hauptversammlungspräsenzen

Die Schwelle von 25 % im AWG beruht auf der Erwägung, dass der Inhaber einer

²⁵ Vgl. auch o. bei II. Das dürfte auch daran liegen, dass den Staaten in der Regel die Möglichkeit einer schnellen Deinvestition zur Mobilisierung von Währungsreserven wichtig ist. Diese ist im Bereich *Private Equity* nur sehr eingeschränkt gegeben.

²⁶ Vgl. Süddeutsche Zeitung v. 31.10.2007.

²⁷ Bezeichnend die Terminologie im Recht der Rechnungslegung bei § 319a Abs. 1 HGB: Hiernach ist ein Unternehmen (nur) dann „von öffentlichem Interesse“, wenn es börsennotiert ist.

²⁸ Zur Abwicklung des Wertpapiererwerbs bei – meist nur noch als Globalurkunde – verbrieften Aktien nach § 18 Abs. 3 bzw. § 24 Abs. 2 DepotG im Einzelnen *Claussen*, Bank- und Börsenrecht 3. Aufl. 2003, § 9 Rn. 253 ff.; *Einsele* in: MünchKommHGB Bd. 5 (2001), Depotgeschäft Rn. 92 ff.

²⁹ Vgl. § 53 Abs. 1 AW-VO RefE: „drei Monate seit Veröffentlichung des Übernahmeangebots oder Abschluss des Kaufvertrag“; näher dazu unten V.2.

³⁰ Einzelheiten dazu unten bei V.

³¹ Grundlegend BVerfGE 100, 298 = NJW 1999, 3769 (DAT/Altana); vgl. auch BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032 (Macrotron); ausführlich *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, 2005, S. 86 ff.

Sperrminorität großen Druck auf die Gesellschaft ausüben kann, da er über die Möglichkeit verfügt, Satzungsänderungen und wichtige Kapitalmaßnahmen zu blockieren. Dies muss aber im Lichte der bei börsennotierten Gesellschaften im Durchschnitt niedrigen Hauptversammlungspräsenzen gesehen werden. Häufig reicht bereits eine Kontrolle von 30 % der Stimmrechte aus, um bei der Hauptversammlung über die Mehrheit der Stimmen zu verfügen. Entsprechend kann bereits eine Beteiligung um die 10 % eine Sperrminorität vermitteln.³² Es sei auch auf die zunehmend verbreitete Praxis der „Beteiligungsvereinbarungen“ (*investor agreement*) verwiesen, in denen sich der Investor zusätzliche Befugnisse einräumen lässt.³³ Dies spiegelt sich auch in der Regelung des WpÜG wieder, die ausschließlich auf börsennotierte Gesellschaften Anwendung findet (§ 1 Abs. 1 WpÜG): Während das allgemeine Gesellschaftsrecht die Abhängigkeit einer Gesellschaft erst dann vermutet, wenn ein Unternehmen die Mehrheit an dem Unternehmen hält (vgl. § 17 Abs. 2 AktG), setzt der Kontrollbegriff in § 29 Abs. 2 WpÜG bereits bei 30 % der Stimmrechte an.³⁴

S. 8

- HFR 1/2008 S. 8 -

18 IV. Zum „Inwieweit“ der Regelung – Einfluss- und Missbrauchspotential von Beteiligungen unterhalb der Kontrollschwelle von § 29 WpÜG

Der vom RefE vorgesehene Schwellenwert von 25 % ist – soweit börsennotierte Gesellschaft betroffen sind – vorliegend nicht Fisch und nicht Fleisch. Der Kontrollwerb ist gesetzlich bei einer höheren Schwelle verortet. Wenn man bereits bei einer Sperrminorität und der Möglichkeit informeller Einflussnahme eingreifen wollte, müsste man konsequenterweise bereits bei einer Beteiligung von mindestens 10 % der Stimmrechte ansetzen.³⁵ Jedoch ist zu beachten, dass die Begrenzung des Anteilserwerbs nicht zuletzt in Hinblick auf die Kapitalverkehrsfreiheit (dazu VI.) *ultima ratio* gegenüber Schutzvorkehrungen des Gesellschaftsrechts (dazu IV.1.) und des Wettbewerbs- und Wirtschaftsrechts (dazu IV.2.) sein sollte.

19 1. Innenverhältnis, insbesondere gesellschaftsrechtliche Schutzvorkehrungen

Das deutsche Aktienrecht setzt – auch im Vergleich mit ausländischen Rechtsordnungen – einer Einflussnahme durch einen einzelnen Aktionär besonders enge Grenzen: Formal ist der Vorstand einer deutschen Aktiengesellschaft weisungsunabhängig (§ 76 AktG) und dem Unternehmensinteresse verpflichtet, das nicht mit dem Interesse des Mehrheitsaktionärs gleichzusetzen ist.³⁶ Die Hauptversammlung – und damit auch nicht der Mehrheitsaktionär – kann den Vorstand nicht zu bestimmten Geschäftsführungsmaßnahmen anweisen. Ihre Zuständigkeit ist auf den Katalog von § 119 AktG und Grundlagengeschäfte zwingend beschränkt.³⁷ Auch bei einer bedeutenden Beteiligung hat ein Aktionär formal keinen Anspruch auf ein Mandat im Aufsichtsrat. Sämtliche Anteilseignervertreter werden durch die Mehrheit der Hauptversammlung gewählt. Die Dominanz des Aufsichtsrats durch einen einzelnen Aktionär wird nicht zuletzt durch die

³² Viele Akteure mit bedeutenden Einfluss liegen weit unter der 25 % Schwelle; prominentes Bsp. ist die kuwaitische KIA (vgl. auch oben II./Fußn. 7), die mit ca. 6,8 % bei Daimler Chrysler größter Einzelaktionär ist. Der Investfonds TPG der die Ablösung des Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Börse *Seiffert* betrieben hatte, verfügte nur über eine Beteiligung von ca. 7,8 %.

³³ Diese reichen von besonderen Einsichts- und Informationsrechten bis zur Befugnis bestimmten Maßnahmen der Geschäftsführung zu widersprechen. Die rechtlichen Probleme in Hinblick auf die Vereinbarkeit mit dem zwingenden Aktienrecht sind nicht abschließend geklärt; vgl. *Wolf*, Der Beteiligungsvertrag bei der Aktiengesellschaft, 2005; *Zetzsche*, NZG 2002, 942; grundlegend *Noack*, Gesellschaftervereinbarungen bei Kapitalgesellschaften, 1994.

³⁴ Ähnliche Schwellenwerte haben auch Österreich, Frankreich, die Schweiz und Großbritannien; zum Ganzen näher *Möller*, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2005, § 29 Rn. 9 m.w.N.; vgl. auch *Windbichler*, in: GroßKomm. zum AktG § 17 Rn. 29.

³⁵ So auch die Typisierung bei neueren Regelungen, wie z.B. § 289 Abs. 4 Nr. 3 HGB; § 21 Abs. 2 WpHG des Entwurfs zum Risikobegrenzungssetzungsgesetz (o. Fußn. 4), vgl. auch Schwelle für die besondere Risikoverantwortung bei Gesellschafterdarlehen, die nach der geplanten Reform des GmbH-Rechts durch das MoMiG bei GmbH und AG einheitlich bei 10 % liegen soll (vgl. § 39 Abs. 1 Nr. 4 RegE); näher dazu u.a. *Bork*, ZHR 2007, 250 ff.

³⁶ *Hueck/Windbichler*, Gesellschaftsrecht, 21. Aufl. 2007, § 26 Rn. 22, 24; vgl. auch Empfehlung 4.1.1 des Deutschen Corporate Governance Kodex.

³⁷ Statt aller *Hueck/Windbichler* (o. Fußn. 36), § 29 Rn. 4 ff. m.w.N.

Regelungen zur Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat erschwert.³⁸ Auch hinsichtlich des befürchteten Entzugs von Know-how und Vermögenswerten trifft das Gesetz Vorgaben. Wenn der Aktionär mit der Gesellschaft Geschäfte abschließt, die aus *ex ante* Sicht eines objektiven, verständigen Dritten für die Gesellschaft nachteilig sind, dann handelt es sich um eine verbotene Gewinnausschüttung, und die empfangenen Vorteile müssen zurückgewährt werden (§ 62 Abs. 1 AktG).³⁹ Ferner ist der Vorstand zur Wahrung der Geschäftsgeheimnisse – auch gegenüber den Aktionären – verpflichtet. Bei Verletzung dieser Pflicht macht er sich schadensersatzpflichtig (§ 93 Abs. 2 AktG), u.U. sogar wegen Geheimnisverrats nach § 17 UWG strafbar. Wer Organe der Gesellschaft zum Nachteil der Gesellschaft beeinflusst, macht sich schadensersatzpflichtig (§ 117 AktG). Ein Unternehmen, das auf eine Gesellschaft beherrschenden Einfluss ausübt, muss die daraus erwachsenden Nachteile ausgleichen (§ 311 AktG) und das abhängige Unternehmen einen Abhängigkeitsbericht erstellen (§ 312 AktG), der in die Abschlussprüfung einzubeziehen ist.

20 2. Bewertung

Es ist nicht zu leugnen, dass das *law in action* nicht immer ganz hält, was das skizzierte *law in the books* verspricht. Neben der „schädlichen Diskrepanz zwischen Norm und Realität“ bei § 311 AktG⁴⁰, wird verbreitet insbesondere die Zögerlichkeit von Vorstand bzw. Aufsichtsrat bei der Geltendmachung von Rückgewähr- und Schadensersatzansprüchen der Gesellschafter beklagt.⁴¹

21 a. Primärer Ansatzpunkt: Corporate Governance

Die Problematik der Durchsetzung von gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Vorgaben zum Schutz von Gesellschaftern, Gläubigern und Arbeitnehmern ist letztlich eine Facette der Corporate Governance-Debatte.⁴² Es ist aber fraglich, ob die Einführung eines „Charaktertests“ potentieller Gesellschafter durch eine Behörde die richtige Antwort hierauf ist. Traditionelle Ansatzpunkte sind in diesem Kontext Verbesserung der Transparenz und Effektivierung der gesellschaftsinternen Kontrollmechanismen, Stärkung der kapitalmarktrechtlichen Aufsicht sowie des Markts für Unternehmenskontrolle.⁴³ Eine Regelung, die einen Anteilswerb bereits wegen Gefahren verbieten will, die erst dann entstehen, wenn der Investor zwingendes Recht missachtet und nicht daran gehindert wird, müsste bei einer Schwelle von mindestens 10 % ansetzen und drohte uferlos zu werden, zumal der Kreis der betroffenen Erwerbsvorgänge weit gezogen ist⁴⁴. Sie wäre auch in Hinblick auf die Kapitalverkehrsfreiheit problematisch.⁴⁵ Bevor man – bildlich gesprochen – in Türstehermanier zum Mittel des „Charaktertests“ an der Haustür greift, sollte man zunächst die Möglichkeiten ausschöpfen, eine effektive Durchsetzung der Hausordnung zu gewährleisten.

³⁸ Näher dazu und den Implikationen für die Corporate Governance Hueck/Windbichler (o. Fußn. 36), § 28 Rn. 9 ff. m.w.N.

³⁹ Es handelt sich dann um eine verdeckte Gewinnausschüttung, die auch eine Haftung des Vorstands auslösen kann (vgl. § 93 Abs. 3 Nr. 1 AktG); zu Einzelheiten siehe Cahn/Senger, in: Spindler/Stilz (Hrsg.) AktG, 2007, Bd. 1, § 57 Rn. 19 ff. m.w.N.

⁴⁰ Hopt, ZHR 167 (2007), 199, 244. Selbiges lässt sich auch über § 117 AktG sagen.

⁴¹ Häufig wird erst der Insolvenzverwalter diesbezüglich tätig. Die Erweiterung der Möglichkeiten für eine Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen durch das Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Aktienrechts (UMAG) hat bisher nur wenig praktische Relevanz erlangt. Instruktiv zu diesem Komplex auch aus rechtsvergleichender Sicht Mock, in: Spindler/Stilz, AktG, 2007 Bd. 1, § 148 Rn. 1 ff. m.w.N.; vgl. auch Raiser in: Habersack/Bayer (Hrsg.) Aktienrecht im Wandel, 2007 (Bd. 2), S. 623, 649 ff.

⁴² Vgl. in Hinblick auf die Vorstandshaftung Verhandlungen des 63. DJT 2000, O 80 ff.; Raiser (oben Fußn. 41), S. 623, 649 ff.; zur rechtspolitischen Diskussion um die §§ 311 ff. AktG vgl. ZHR-Symposium zum Konzernrecht in ZHR 167 (2007), S. 126 ff.; Hueck/Windbichler (oben Fußn. 36), § 25 Rn. 40, 42 f.

⁴³ Vgl. Hueck/Windbichler (oben Fußn. 36), § 25 Rn. 40 ff.; Hommelhoff/Hopt/v.Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2003; Raiser/Veill, Recht der Kapitalgesellschaften, 4. Aufl. 2006, § 13 Rn. 27 ff.; aus rechtsvergleichender Perspektive Hopt/Wymeersch (Hrsg.), Comparative Corporate Governance, 1998

⁴⁴ S.o. II.2.

⁴⁵ Dazu sogleich unten bei VI.

22 Als Beispiel für einen möglichen Ansatzpunkt sei auf die die Problematik der sog. *related party transactions* verwiesen. Dabei geht es um Vorgaben für Geschäfte mit der Gesellschaft nahe stehenden Personen, d.h. Personen, die typischerweise besonderen Einfluss auf die Gesellschaft haben. Während in vielen Rechtsordnungen zumindest bei börsennotierten Gesellschaften, um die es ja hier primär geht, vorgesehen ist, dass Geschäfte mit Aktionären, die unmittelbar oder mittelbar mit 10 % oder mehr an der Gesellschaft beteiligt sind, offen gelegt und/oder von der Hauptversammlung genehmigt werden müssen⁴⁶, fehlt eine derartig umfassende Regelung in Deutschland. Stattdessen sieht man sich einem Flickenteppich von punktuellen Regelungen gegenüber. Es gibt spezielle Vorgaben für Geschäfte mit Mitgliedern des Vorstands und des Aufsichtsrats.⁴⁷ Ist der Aktionär herrschendes Unternehmen i.S.v. § 17 II AktG, müssen die Geschäfte im Abhängigkeitsbericht genannt werden (§ 312 AktG). Erfolgt das Geschäft im Zusammenhang mit der Gründung oder einer Kapitalerhöhung, ist das Geschäft nach ständiger Rechtsprechung des BGH grundsätzlich als Sacheinlage zu behandeln, so dass Offenlegung und Transparenz durch die Erfordernisse an eine Sachkapitalerhöhung hergestellt werden.⁴⁸ Aber wenn ein solcher Zusammenhang nicht besteht und der Aktionär weder herrschendes Unternehmen i.S.v. § 17 II AktG, ist, noch Mitglied im Vorstand oder Aufsichtsrat ist, dann unterliegen zwischen der Gesellschaft und ihm vorgenommene Geschäfte keinerlei Berichts- oder Offenlegungspflichten. Ein erster Schritt zum Schließen dieser Lücke könnte eine Erweiterung des persönlichen Anwendungsbereichs von § 15a WpHG (Mitteilung von Geschäften mit Personen, die beim E-mittenten Führungsaufgaben wahrnehmen) sein.

23 **b. Notwendigkeit der Differenzierung zwischen Innen- und Außenverhältnis**

Wenn man argumentiert, dass bereits bei einer geringen Beteiligung durch informelle Einflussnahme eine Schädigung des Unternehmens drohe, entfernt man sich zudem ein gutes Stück von dem offiziellen Regelungsanliegen des RefE. Der Ausgangspunkt der Debatte liegt doch bei Befürchtungen hinsichtlich einer erheblichen Gefährdung der Sicherheit oder der strategischen Infrastruktur. Nimmt man dies ernst, muss man sorgfältig zwischen Innenverhältnis und Außenverhältnis differenzieren: Selbst wenn der Investor das Unternehmen zu schädigenden Handlungen veranlassen kann (Innenverhältnis), dann bleibt zu prüfen, ob Wettbewerber, Verbraucher, Arbeitnehmer einem wirtschaftsschädigendem Verhalten, das von einem – eventuell missbräuchlich gesteuerten – Unternehmen ausgeht, hilflos ausgesetzt sind (Fehlverhalten des Unternehmens im Außenverhältnis).

S. 10

- HFR 1/2008 S. 10 -

24 **3. Schutz der Allgemeinheit im Außenverhältnis durch Wettbewerbsrecht und Wirtschaftsregulierung**

Für eine „Erpressung“ durch (politisch) motivierten Missbrauch wirtschaftlicher Macht, wie Boykottdrohungen, drastische Preiserhöhungen, Verweigerung von Lieferungen besteht nur dann ernstlich ein bedrohliches Potential, wenn das Unternehmen über eine besonders herausgehobene Stellung verfügt. Aber dann hat das Unternehmen häufig eine marktbeherrschende Stellung i.S.v. § 19 Abs. 2 GWB inne⁴⁹, so dass die Regelun-

⁴⁶ Näher zu dieser Problematik aus rechtsvergleichender Sicht *Conac/Enriques/Gelter*, ECFR 2007, 491 ff.; *Fleischer*, in: Lutter (Hrsg.) Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa, ZGR Sonderheft 17 (2006), S. 114 ff. jeweils m.w.N.

⁴⁷ Vgl. § 89 AktG und §§ 113,114 AktG sowie § 15a WpHG.

⁴⁸ Näher zur Lehre von der verdeckten Sacheinlage *Cahn/Senger* (o. Fußn. 39); aus rechtsvergleichender Sicht *Fleischer* (o. Fußn. 46); *Windbichler/Krolop*, in: Riesenhuber (Hrsg.) Europäische Methodenlehre, 2006, § 19 Rn. 28 ff. m.w.N. Für die ersten zwei Jahre nach der Gründung der Gesellschaft sind die Vorgaben zur so genannten Nachgründung in § 52 AktG zu beachten, näher zum Verhältnis von § 52 AktG zur verdeckten Sacheinlage *Krolop*, NZG 2007, 577, 578 f.

⁴⁹ Diese wird bei einem Anteil am relevanten Markt i.H.v. 30 % vermutet (§ 19 Abs. 3 S. 1 GWB), kann aber auch bereits unterhalb dieser Schwelle vorliegen, wenn die Voraussetzungen des § 19 Abs. 2 GWB festgestellt werden; zu den Einzelheiten *Schultz*, in: Langen/Bunte (Hrsg.) Kartellrecht, 10. Aufl. Bd. 1, § 19 GWB Rn. 32 ff.

gen zum Missbrauch von Marktmacht in den §§ 19 ff. GWB, ggf. auch Art. 82 EG⁵⁰ zur Anwendung kommen.⁵¹ Gerade für die Branchen, die als besonders relevant für die „strategische Infrastruktur“ eingestuft werden, besteht darüber hinaus eine spezielle öffentlich-rechtliche Regulierung (Stichwort „regulierte Märkte“), welche eine Marktkontrolle durch eine spezialisierte Behörde⁵² und teilweise Preiskontrollen⁵³ und Kontrahierungszwänge⁵⁴ vorsehen. Die als Schlüsselbranchen ebenfalls häufig genannten Finanzdienstleister (Kreditinstitute, Investmentgesellschaften, Versicherungen, Börsen) unterliegen der Aufsicht der BaFin, die über weit reichende Eingriffsbefugnisse verfügt.⁵⁵ Unabhängig davon besteht bei jedem Gewerbe die Möglichkeit, nach Spezialgesetz (z.B. § 44 KWG), subsidiär nach § 35 Abs. 1 GewO die Gewerbeerlaubnis zu entziehen oder die Abberufung der für Fehlverhalten verantwortlichen Organe der Gesellschaft zu verlangen (vgl. § 35 Abs. 7a GewO).

S. 11

- HFR 1/2008 S. 11 -

25 4. Folgerungen für börsennotierte Unternehmen

Auch wenn ein Aktionär über bedeutenden Einfluss verfügen mag, kann er vorliegend nicht ohne weiteres das Unternehmen ausplündern, geschweige denn das Unternehmen zur Sabotierung der deutschen Gesamtwirtschaft instrumentalisieren. Erst mit einer qualifizierten, satzungsändernden Mehrheit kann ein Investor die Gesellschaft zu so schwer wiegenden Maßnahmen, wie die Übertragung wesentlicher Unternehmensteile auf eine andere, gleichfalls von ihm kontrollierte Gesellschaft veranlassen.⁵⁶ Durch Auflösungsbeschluss kann auch die Liquidation der Gesellschaft herbeigeführt werden (§ 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG). Insbesondere die Kombination dieser beiden Maßnahmen, die so genannte *Übertragende Auflösung*, birgt ein erhebliches Missbrauchspotential.⁵⁷ In diesem Kontext ist auch die Verschmelzung auf eine andere Gesellschaft besonders relevant, wobei diese neuerdings auch grenzüberschreitend ins EU-Ausland erfolgen kann.⁵⁸

26 Auch hier sollte man wiederum zwischen Innen- und Außenverhältnis unterscheiden: Im Innenverhältnis haben Mitglieder des Aufsichtsrats und Aktionäre die Möglichkeit den Beschluss der Hauptversammlung über die betreffende Strukturmaßnahme mit der Anfechtungsklage zu bekämpfen (§§ 243, 245 AktG). Allerdings findet bei derartigen Beschlüssen keine detaillierte Inhaltskontrolle in Hinblick auf die Wahrung des Interes-

⁵⁰ Dies ist dann der Fall, wenn der Handel zwischen den Mitgliedstaaten beeinträchtigt wird; es muss also ein grenzüberschreitender Bezug vorliegen (vgl. Art. 82 EG S. 1). Anders als bei der Fusionskontrolle wird auch das strengere nationales Kartellrecht nicht von Art. 82 EG verdrängt, sondern bleibt daneben anwendbar (vgl. Art. 3 Abs. 2 S. 2 VO (EG) Nr. 1/2003, dazu näher *Mäger*, in: Schulze/Zuleeg (Hrsg.) *Europarecht*, 2006 § 16 Rn. 46 m.w.N.

⁵¹ In diesem Zusammenhang sind vor allem das Verbot des Verlangens unangemessener Entgelte (§ 19 Abs. 4 Nr. 2, Nr. 3 GWB) und das Verbot der Versagung des Zugangs zu Infrastruktureinrichtungen (§ 19 Abs. 4 Nr. 4 GWB) zu nennen; Einzelheiten bei *Schultz*, (o. Fußn. 49), § 19 GWB Rn. 92 ff.; zur europäischen Ebene vgl. *Möschel* in: Immenga/Mestmäcker *Wettbewerbsrecht EG/Teil 1*, 4. Aufl. 2007 Art. 82 Rn. 132 ff.

⁵² Insbesondere Bundesnetzagentur für Elektrizität, Gas, Telekommunikation, Post und Eisenbahnen. Teilweise übt sie eine gegenüber dem Kartellrecht spezielle, verschärfte Missbrauchsaufsicht aus, vgl. z.B. § 42 Telekommunikationsgesetz (TKG); näher dazu *Heun*, in: Heun (Hrsg.) *Handbuch des Telekommunikationsrechts*, 2. Aufl. 2007 Abschn. H.

⁵³ Vgl. etwa Kontrolle der Netzentgelte § 21 Energiewirtschaftsgesetz (EnWG) *Huse*, in: Germer/Loibl (Hrsg.) *Energierrecht*, 2. Aufl. 2007, Kap. 3 Rn. 37 ff. oder die Entgeltregulierung in den §§ 27 ff. Telekommunikationsgesetz (TKG), näher dazu *Gramlich*, in: Heun (o. Fußn. 52), Abschn. G.

⁵⁴ Vgl. z.B. § 36 EnWG zur Grundversorgung oder die Beförderungspflicht nach § 22 Personenbeförderungsgesetz.

⁵⁵ Stellvertretend sei auf die Bankaufsicht nach dem Kreditwesengesetz hingewiesen, insbesondere die Befugnisse der §§ 14, 29, 36, 44 KWG.

⁵⁶ *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1999, 261, 263; *Holzborn*, in: Spindler/Stilz *AktG 2007* (Bd. 2) § 179a Rn. 35 ff. m.w.N.; vgl. auch BVerfG NJW 2001, 279 (Moto Meter); BayObIG NZG 1998, 214 ff (Magna Media).

⁵⁷ Das Erfordernis der Zustimmung durch eine qualifizierte Mehrheit ergibt sich aus der Rspr. des BGH zu ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten BGHZ 159, 30 = NJW 2004, 1860, 1863 – Gelatine; zu Einzelheiten *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.) *AktG 2007* (Bd. 1) § 119 Rn. 31 ff m.w.N.; vgl. auch § 179a AktG (zur Übertragung des gesamten Vermögens).

⁵⁸ Vgl. §§ 122a ff. UmwG in Umsetzung der Richtlinie 2005/56/EG zur Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten; näher dazu *Bayer/Schmidt*, NJW 2006, 401.

ses der Minderheitsaktionäre und des Unternehmensinteresses statt. Eine auf inhaltliche Mängel gestützte Anfechtungsklage verspricht im Ergebnis nur dann Erfolg, wenn dem Mehrheitsaktionär ein treupflichtwidriger Missbrauch des Stimmrechts nachgewiesen werden kann. Die Hürden hierfür sind hoch.⁵⁹ Auch im Außenverhältnis sind die unter IV.3. skizzierten Instrumentarien beschränkt, insbesondere wenn die Abwicklung des Unternehmens in Rede steht: Die Aufrechterhaltung der Tätigkeit kann in der Regel weder durch Kartellrecht noch durch öffentlich-rechtliche Wirtschaftsregulierung erzwungen werden, wobei das Recht durchaus „Betriebspflichten“ kennt⁶⁰.

- 27 Vor diesem Hintergrund scheinen die skizzierten Schutzvorkehrungen erst bei einer qualifizierten Mehrheit von 75 % der Stimmrechte brüchig zu werden. Dennoch ist es m.E. sachgerecht, an der in § 29 Abs. 2 WpÜG definierten Kontrollschwelle von 30 % anzusetzen. Angesichts der Problematik der in der Regel niedrigen, Schwankungen unterworfenen Hauptversammlungspräsenz erscheint es nur schwer, die Schwelle für eine Satzungsändernde Mehrheit treffend zu typisieren. Zudem mündet die Kontrolle von 30 % der Stimmrechte häufig in eine Übernahme von 75 % der Stimmrechte und mehr. Dies ergibt sich daraus, dass das Erreichen der 30%-Schwelle grundsätzlich die Pflicht zur Abgabe eines Pflichtangebots auslöst (§ 35 i.V.m. § 29 Abs. 2 WpÜG). Dieses wird nicht selten von der Mehrzahl der außenstehenden Aktionäre angenommen.

S. 12

- HFR 1/2008 S. 12 -

28 **V. Alternative zum „Wie“ der Regelung: Vorschlag für eine kapitalmarktrechtlich orientierte Lösung**

Vorliegend erscheint es bei börsennotierten Gesellschaften sachgerecht bei der in § 29 Abs. 2 WpÜG definierten Kontrollschwelle anzusetzen. Nun könnte man einwenden, dass Beteiligungsschwellen immer grobe Typisierungen seien und es müßig sei, sich um die Frage 25 % (AWG-Modell) oder 30 % (WpÜG) zu streiten. Es geht aber bei der Herstellung des Gleichklangs mit dem WpÜG nicht nur um die Optik. Zum einen erhöhen sich die Aussichten für die Rechtfertigung im Hinblick auf die Kapitalverkehrsfreiheit (dazu VI.). Ferner kann das Prüfverfahren dergestalt eng mit dem WpÜG verzahnt werden, dass ein bedeutender Teil der vorstehend (o. III.) skizzierten verfahrenstechnischen Schwierigkeiten entschärft wird.

29 **1. Bestehende Vorgaben des WpÜG**

Der Erwerb von 30 % der Stimmrechte muss ohnehin binnen sieben Kalendertagen veröffentlicht werden.⁶¹ Darüber hinaus besteht die Pflicht zur Abgabe eines Angebots an die übrigen Aktionäre (Pflichtangebot).⁶² Binnen vier Wochen ab Veröffentlichung des Kontrollerwerbs muss der Investor die Angebotsunterlagen der BaFin übermitteln (§ 35 Abs. 2 WpÜG). Die BaFin hat die Möglichkeit die Veröffentlichung des Angebots binnen einer Frist von zehn Tagen zu untersagen, wenn sie den gesetzlichen Anforderungen nicht entspricht (§ 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG). Ebenso muss ein öffentliches Angebot, das auf den Erwerb der Kontrolle von 30 % der Stimmrechte gerichtet ist (Übernahmeangebot, § 29 i.V.m. § 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG), der BaFin zur Genehmigung vorgelegt werden, bevor es veröffentlicht werden darf.

30 **2. Positive Effekte einer Verzahnung mit dem WpÜG**

Die Verzahnung dieses Verfahrens mit dem Regelungsanliegen der Bundesregierung könnte wie folgt gestaltet werden: Wie der RefE im Ansatz vorsieht, sollte die BaFin verpflichtet werden, Angebotsunterlagen, die ihr vorgelegt werden, an das BMWi weiterzuleiten.⁶³ Damit entfielen die Notwendigkeit eines zusätzlichen eigenständigen Ver-

⁵⁹ Näher dazu *Hofmann/Krolop*, AG 2005, 866, 868 ff.; *Würthwein*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.) AktG, 2007 (Bd. 2), § 243 Rn. 149 ff. jeweils m.w.N.

⁶⁰ Vgl. etwa die Betriebspflicht nach § 21 Personenbeförderungsgesetz.

⁶¹ § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG. Zu den Modalitäten der Veröffentlichung vgl. § 10 WpÜG.

⁶² Es besteht allerdings die Möglichkeit die Befreiung von der Angebotspflicht zu beantragen, vgl. § 37 WpÜG.

⁶³ § 14a WpÜG RefE; vgl. auch o. II.3.

fahrens für eine Anzeige des Erwerbs. Dann bestünde für das BMWi die Möglichkeit, ein näheres Prüfverfahren einzuleiten: Es kann die BaFin etwa auffordern, mit der Genehmigung der Angebotsunterlagen zu warten, gegebenenfalls den Investor zu einer Stellungnahme auffordern, darzulegen, welche Zwecke er mit der Investition verfolgt.⁶⁴

S. 13

- HFR 1/2008 S. 13 -

31 Wenn in dem Kontrollerwerb eine Gefährdung der Sicherheit gesehen wird, könnte bereits die Veröffentlichung des Übernahmeangebots unterbunden werden. Da die hier vorgeschlagene Regelung bereits beim Verfahren zur Genehmigung des Übernahmeangebots ansetzt, und nicht erst wie der RefE bei dessen Veröffentlichung, könnten die oben bei III.2. skizzierten Probleme bei der Rückabwicklung insoweit vermieden werden.

32 Sofern der Erwerber 30 % der Stimmrechte anderweitig als durch ein Übernahmeangebot erworben hat und das Verfahren die Abgabe eines Pflichtangebots zum Gegenstand hat, kann das BMWi anordnen, dass der Investor kein Pflichtangebot abgeben muss bzw. darf, sondern stattdessen den Erwerb, der zum Erwerb von 30% der Stimmrechte geführt hat, rückgängig machen muss. Wegen der skizzierten Probleme der Rückabwicklung sollte ihm nach dem Vorbild der praktischen Umsetzung von Auflösungsverfügungen im Kartellrecht (vgl. § 43 III S. 1 GWB) als Alternative auch aufgegeben werden können, sich auf sonstige Weise von einem Teil der Anteile zu trennen.⁶⁵

33 **3. Zur Behandlung von nicht börsennotierten Unternehmen**

Nicht zuletzt im Hinblick darauf, dass wegen größerer Spielräume in der Satzung bzw. im Gesellschaftsvertrag sowie wegen der Überschaubarkeit des Gesellschafterkreises personalistische Gesellschaften mehr Möglichkeiten bieten, sich privatautonom vor „Fremdeinfluss“ zu schützen, sollte man überlegen, ob eine Erstreckung der Regelung auf diesen Bereich wirklich unabdingbar ist⁶⁶. Auch wenn man dies bejaht, ist jedenfalls eine Betrachtungsweise geboten, die zwischen nicht börsennotierten und börsennotierten Unternehmen differenziert.

34 Bei nicht börsennotierten Unternehmen kommt eine Anknüpfung an das WpÜG nicht in Betracht. Aus dem vorstehend unter IV. Ausgeführten ergibt sich zudem, dass ein erhebliches „Gefahrpotential“ für die Allgemeinheit, insbesondere der inneren Sicherheit und Infrastruktur, das über das Innenverhältnis hinausreicht, erst bei der Kontrolle der Gesellschaft besteht, nicht schon bei der Möglichkeit der Einflussnahme. Daher sollte man sich eher an der Abhängigkeitsvermutung von § 17 Abs. 2 AktG orientieren als an der Schwelle von 25 %. Ferner ist zweifelhaft, ob ohne eine echte Meldepflicht eine ausreichende Information des BMWi gewährleistet ist.⁶⁷

S. 14

- HFR 1/2008 S. 14 -

35 **VI. Begrenzter Gestaltungsspielraum des Gesetzgebers im Mehrebenensystem**

Der RefE sieht sich auch europarechtlichen Bedenken ausgesetzt. In der bisherigen Debatte wird oft vernachlässigt, dass Art. 56 EG im Gegensatz zu anderen Grundfreiheiten die Geltung der Kapitalverkehrsfreiheit auch auf Drittstaaten erstreckt. Damit können sich im Ausgangspunkt auch Investoren aus Ländern wie China, Russland oder Iran auf die Kapitalverkehrsfreiheit berufen⁶⁸, so dass grundsätzlich die Anforderungen des EuGH an eine Rechtfertigung der Beschränkung des Anteilerwerbs an Aktienge-

⁶⁴ Viele Informationen würden sich im Übrigen bereits unmittelbar aus den Angebotsunterlagen ergeben, da die Angebotsunterlagen u.U. auch Erläuterungen zu den Absichten des Bieters enthalten muss (§ 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG); vgl. Häger/Steinhardt, in: Steinmeyer/Häger WpÜG, 2. Aufl. 2007, § 11 Rn. 72 ff.

⁶⁵ Zur Übertragung von Anteilen an geeignete Dritte als gegenüber der vollständigen Rückgängigmachung des Zusammenschlusses mildere Alternative bei der Auflösung i.S.v. § 41 III S. 1 GWB näher Ruppert, in: Langen/Bunte (Hrsg.) Kartellrecht, 10. Aufl. Bd. 1, § 21 Rn. 11 f. m.w.N.

⁶⁶ Näher dazu oben III.2.

⁶⁷ Näher dazu oben III.1.

⁶⁸ Kluth/Bröhmer, in: Calliess/Ruffert, EUV/EGV, 3. Aufl. (2007), Art. 56 Rn. 13 f. m.w.N.

sellschaften – Stichwort goldene Aktien – zu beachten sind. Hier begibt man sich aber auf ein sehr schwieriges Terrain, das noch lange nicht im Detail vermessen ist.⁶⁹ An dieser Stelle können nur einige Hinweise zur Groborientierung gegeben werden. Grundsätzlich dürfen die Mitgliedstaaten Maßnahmen ergreifen, die aus Gründen der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit gerechtfertigt sind (Art. 58 Abs. 1 lit. b, 3. Var. EG)⁷⁰. Der EuGH hat anerkannt, dass das Anliegen, Versorgungssicherheit zu gewährleisten, ein derartiger Belang sein kann, der ein Verbot des Anteilserwerbs rechtfertigen könne.⁷¹

36 1. Vorgaben des EuGH zur Kapitalverkehrsfreiheit

In formaler Hinsicht verlangt der EuGH, dass die Belange und die Voraussetzungen für ein Verbot des Anteilserwerbs an präzise formulierte, konkrete, nicht diskriminierende Voraussetzungen geknüpft wird, und der Behörde kein zu weiter Ermessensspielraum überlassen werden darf. Darüber muss die Möglichkeit effektiven gerichtlichen Rechtsschutzes bestehen.⁷² Diesem Erfordernis dürfte die geplante, vage Generalklausel kaum genügen⁷³, so dass eine Spezifizierung der zu schützenden Belange dringend geboten ist.

S. 15

- HFR 1/2008 S. 15 -

37 In materieller Hinsicht muss die Maßnahme für die Bekämpfung einer „tatsächlichen und hinreichend schweren Gefährdung der öffentlichen Sicherheit“⁷⁴ erforderlich sein. Selbst bei Maßnahmen, die den Anteilserwerb nicht ausschließen, sondern nur weniger attraktiv machen, ist der EuGH sehr restriktiv, wie jüngst gerade wieder das VW-Urteil gezeigt hat⁷⁵. Daraus folgt, dass ein Verbot des Anteilserwerbs, der den Gebrauch der Kapitalverkehrsfreiheit nicht nur erschwert, sondern letztlich ausschließt, *ultima ratio* sein muss.⁷⁶ Damit ergibt sich folgendes Dilemma: Stellt man auf die Gefahren für die öffentliche Sicherheit im Außenverhältnis *durch* ein Fehlverhalten *des Unternehmens* selbst ab, etwa Versorgungsengpässe, muss man erläutern, warum das doch recht umfangreiche Instrumentarium des Wettbewerbsrechts, der Marktregulierung und der allgemeinen Wirtschaftsaufsicht (dazu oben IV.2.) nicht ausreichen soll, effektiv die Versorgung und Verhinderung von Missbrauch zu gewährleisten. Stellt man nur auf die Gefahr der nachteiligen Einflussnahme *auf* das Unternehmen ab, dann gerät man in den Verdacht, dass es nicht primär um den Schutz der Sicherheit und/oder der Gesamtwirtschaft, sondern um versteckten Protektionismus einheimischer Unternehmen geht, und einen solchen „*patriotisme économique*“⁷⁷ verbietet der vom EuGH sehr streng gehandhabte Art. 58 Abs. 3 EG ausdrücklich.⁷⁸

⁶⁹ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 ff.; Kluth/Bröhmer (o. Fußn. 68), Art. 58 Rn. 25 ff. m.w.N.; instruktive Zusammenfassung bei Käseberg/Kuhn AG 2007, 65 ff. m.w.N.

⁷⁰ Für den Bereich der Finanzdienstleistungen böte Art. 58 Abs. 1 lit. b, 1. Var. EG eventuell einen zusätzlichen Ansatzpunkt.

⁷¹ Grundlegend EuGH v. 10.7.1984, Slg. 1984, I-2727, Rz. 34 – Campus Oil; vgl. auch EuGH, Rs. C-503/99, Slg. 2002, I-4809, Rn. 48–55 (Kommission/Belgien). EuGH v. 28.9.2006 Rs. C-282/04; C-283/04, AG 2006, 850 – Universalpostdienst der Niederlande. siehe auch Kluth/Bröhmer (o. Fußn. 65), Art. 58 Rn. 28 ff.; zur Relevanz von Art. 86 Abs. 2 EG in diesem Kontext siehe Käseberg/Kuhn, AG 2007, 65, 72; Mestmäcker/Schweitzer, in: Immenga/Mestmäcker (o. Fußn. 48) Art. 31, 86 EG Rn. 8 m.w.N.

⁷² EuGH v. 13.5.2004, Slg. 2003 I-4581, Rz. 69, 74 ff. = ZIP 2003, 1085 (Kommission/Spanien); EuGH v. 4.6.2002, Slg. 2002 I-4781 Rz. 46, 50 ff = ZIP 2002, 1085 (Kommission/Portugal).

⁷³ Bei der häufig als Vorbild für das Regelungsvorhaben genannten französischen Regelung, die immerhin die in Betracht kommenden Schlüsselbranchen aufzählt, prüft die Kommission die Vereinbarkeit mit den Grundfreiheiten in Hinblick auf die Einleitung eines Vertragsverletzungsverfahrens.

⁷⁴ EuGH v. 13.5.2003 (o. Fußn. 72), Rz. 47 f.; EuGH v. 4.6.2002 (o. Fußn. 72), Rz. 71 f.; EuGH v. 26.9.2000, Slg. 2000, I-7587 Rz. 46 f. (Kommission/Belgien).

⁷⁵ EuGH v. 23.10.2007 – Rs. C-112/05 = ZIP 2007, 2068, 2073; dazu Kerber, NZG 2007, 942; Killian, NJW 2007, 3469; vgl. auch EuGH Slg. 2006, I-9141 = ZIP 2007, 221 (Niederlande).

⁷⁶ Deutlich wird dies im Vergleich der Entscheidungen des EuGH in den Sachen Kommission/Belgien (o. Fußn. 71) und Kommission/Portugal (o. Fußn. 72). Die belgische Regelung, die nur ein Vetorecht des Ministeriums hinsichtlich von Einzelmaßnahmen des Unternehmens zur Sicherstellung der Energieversorgung vorsah, wurde vom EuGH akzeptiert; die französische Regelung zum Verbot des Anteilserwerbs hingegen nicht, näher dazu Kluth/Bröhmer (o. Fußn. 68), Art. 58, Rz. 27 f. m.w.N.; näher dazu Käseberg/Kuhn AG 2007, 65, 67 ff.

⁷⁷ Zu diesem Begriff vgl. Käseberg/Kuhn AG 2007, 65.

38 Vor diesem Hintergrund dürfte es sehr schwer sein, ein Verbot des Anteilserwerbs als für die Bekämpfung einer hinreichend konkreten, schwerwiegenden Gefahr für die öffentliche Sicherheit darzustellen, wenn keine konkreten Anhaltspunkte für die „Gefährlichkeit“ des Investors bestehen⁷⁹ und/oder dieser eine Beteiligung übernimmt, die unterhalb der Kontrollschwelle liegt.

39 **2. Reichweite der Kapitalverkehrsfreiheit gegenüber Investoren aus Drittstaaten**

a. Behandlung von Drittstaaten in der Rechtsprechung des EuGH

Teilweise wird gefordert, an die Rechtfertigung von Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit gegenüber Drittstaaten trotz des klaren Wortlauts des Art. 56 EG geringere Anforderungen zu stellen.⁸⁰ Der EuGH hat eine Stellungnahme zu dieser Frage vermieden und stattdessen den Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit bei Drittstaaten teilweise wie folgt eingeschränkt: Hiernach kann im Einzelfall die Kapitalverkehrsfreiheit dann zurücktreten, wenn eine nationale Regelung primär auf die Beschränkung einer anderen Grundfreiheit zielt. Wenn etwa eine nationale Regelung eine europarechtlich zulässige Beschränkung der Niederlassungsfreiheit und die Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit nur ein Reflex ist, dann soll die Regelung ausschließlich an der Niederlassungsfreiheit zu messen sein. Daraus hat der EuGH jüngst abgeleitet, dass wenn eine Regelung primär auf die Niederlassungsfreiheit zielt, einer Person aus einem Drittstaat die Berufung auf die Kapitalverkehrsfreiheit *vollständig* (!) verwehrt ist.⁸¹ Eine derartige Verdrängungswirkung kommt hinsichtlich der Kapitalverkehrsfreiheit aber nur dann in Betracht, wenn der Investor dauerhaft bestimmenden Einfluss auf das Zielunternehmen ausüben kann. Bei Beteiligungen unterhalb dieser Schwelle (sog. reine Portfolioinvestition) genießt der Investor aus dem Drittstaat weiterhin grundsätzlich den Schutz der Kapitalverkehrsfreiheit (vorbehaltlich von Maßnahmen auf EU-Ebene).⁸²

S. 16

- HFR 1/2008 S. 16 -

40 **b. Bewertung**

Dies ist ein weiterer Aspekt, der dafür spricht, nicht bei einer Beteiligung von 10 % oder 25 % anzusetzen, sondern sich an der in § 29 Abs. 2 WpÜG definierten Kontrolle zu orientieren: Bei einer Investition unterhalb dieser Schwelle wird man ohnehin nur sehr schwer eine hinreichend konkrete Gefährdung der öffentlichen Sicherheit darlegen können.⁸³ Knüpft man an die Schwelle von 30 % der Stimmrechte an, verbessert man nicht nur die Basis für die Rechtfertigung nach Art. 58 EG. Darüber hinaus kann man dann argumentieren, dass die Regelung sich primär auf die Niederlassungsfreiheit beziehe und der Investor aus dem Drittstaat sich nach den genannten vom EuGH entwickelten Grundsätzen sich deshalb gar nicht auf die Kapitalverkehrsfreiheit berufen könne.

41 Es ist allerdings nicht sicher, ob diese etwas formal-juristisch anmutende Brücke für eine Flucht aus den Vorgaben der Kapitalverkehrsfreiheit wirklich trägt. Die genannte Entscheidung des EuGH⁸⁴ hatte eine – Ausländer benachteiligende – steuerrechtliche Regelung zum Gegenstand. Mit der Übertragung auf die hier geschilderte Problematik ist daher Vorsicht geboten. Im Kontext der „Golden-Share“- Rechtsprechung wurde die

⁷⁸ Näher zum Verbot der verschleierte Beschränkung *Ress/Ukrow*, in: Grabitz/Hilf (Hrsg.) Recht der Europäischen Union Bd. 1 (2002), Art. 58 Rn. 60 m.w.N.

⁷⁹ Befürchtungen, die ausschließlich an die politischen Verhältnisse des Herkunftsstaates anknüpfen, und keinen Bezug zum konkreten Investor und dessen Verhalten haben, dürften kaum ausreichen.

⁸⁰ In diese Richtung u.a. Schön, in: Festschr. für Wassermeyer 2005, S. 489; vgl. auch Kluth/Bröhmer (o. Fußn. 68), Art. 58 Rn. 28 ff.; zurückhaltend *Ress/Ukrow* (o. Fußn. 75), Art. 56 Rn. 30 ff.; 53 f.

⁸¹ So jüngst EuGH v. 10.05.2007, Rs. C-492/04 ZIP 2007, 1404 = IStR 2007, 439 (Lasertec); dazu Schönfeld, DB 2007, 80, 81; *Schrauf*, IStR 2007, 603, 604 f.; ähnl. bereits *Ress/Ukrow* (o. Fußn. 78), Art. 56 Rn. 31; 53 f.

⁸² So *Schrauf*, ebd.; Schönfeld, ebd.; ähnl. bereits *Ress/Ukrow* (o. Fußn. 78), Art. 56 Rn. 31; 52 f.

⁸³ S.o. V.; VI.1.

⁸⁴ O. Fußn. 81.

Drittstaaten-Problematik noch nicht virulent. Aufgrund der starken Konvergenz hinsichtlich der Rechtfertigungsanforderungen bei der Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit konnte der EuGH das Verhältnis der Grundfreiheiten in diesem Bereich dagegen bisher offenlassen⁸⁵, wobei er durchblicken ließ, dass er grundsätzlich beide Grundfreiheit zumindest potentiell für einschlägig hält.⁸⁶ Es bleibt abzuwarten, ob man bei einer Regelung, wonach der Anteilserwerb untersagt werden kann, wirklich davon sprechen kann, sie ziele nur auf die Niederlassungsfreiheit und die Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit sei nur ein Reflex. In seiner Golden Share-Rechtsprechung hat der EuGH die Maßnahmen bisher auch dann immer *primär* an der Kapitalverkehrsfreiheit gemessen, wenn diese auf das Vetorecht hinsichtlich des Erwerbs der Anteilsmehrheit zielten⁸⁷ oder – wie jüngst im VW-Urteil – die Beschränkung der Aktionärsrechte erst bei einer bedeutenden Beteiligung praktisch relevant wird (beim VW-Gesetz: Höchststimmrecht von 20 %).

S. 17

- HFR 1/2008 S. 17 -

- 42 Die Erwägungen die als Begründung hierfür vorgebracht werden⁸⁸, lassen sich wie folgt zusammenfassen: Befugnisse wie Stimmrecht oder die Bestimmung der Mitglieder des Aufsichtsrats sind Befugnisse, die nicht nur um ihrer selbst willen gewährt werden, sondern denen auch eine Funktion in Hinblick auf die Corporate Governance zugewiesen ist: Sie dienen der Kontrolle der Unternehmensleitung. Wenn – um das VW-Urteil aufzugreifen – ein Höchststimmrecht von 20 % besteht und der öffentlichen Hand Rechte zur Entsendung von insgesamt vier Aufsichtsratsmitgliedern zustehen⁸⁹, ist der Vorstand nicht auf das Wohlwollen der Aktionärsmehrheit angewiesen, es genügt das Wohlwollen der öffentlichen Hand und der Arbeitnehmervertreter. Da so die Kontrolle des Vorstands hinsichtlich der Beachtung der Interessen der Aktionäre weniger effektiv erscheint und die öffentliche Hand überproportionalen Einfluss inne hat, wird auch die Attraktivität für Portfolioinvestitionen beeinträchtigt. Damit lassen diese Regelungen es weniger attraktiv erscheinen, sich überhaupt an der Gesellschaft zu beteiligen und stellen damit eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit dar.
- 43 Erst recht gilt dies, wenn man den Anteilserwerb unter den Zustimmungsvorbehalt stellt. Der so genannte „Markt für Unternehmenskontrolle“ gilt verbreitet wenn auch nicht als Substitut für eine effektive Innensteuerung („innere Corporate Governance“), so doch als deren wichtige Ergänzung („externe Corporate Governance“).⁹⁰ Die Möglichkeit, von Unternehmensübernahmen und den häufig damit verbundenen Kurssteigerungen und lukrativen Übernahmeangeboten zu profitieren, gehören typischerweise zum Kalkül eines Portfolio-Investors. Regelungen, die es ermöglichen, aus marktfrem-

⁸⁵ Bezeichnend *EuGH*, (Kommission/Belgien, o. Fußn. 71), Rz. 59 „Selbst wenn es eine Beschränkung der Niederlassungsfreiheit darstellen sollte, dass ein Mitgliedstaat der Übertragung, Verwendung als Sicherheit oder Änderung des Verwendungszwecks bestimmter Aktiva eines bestehenden Unternehmens oder bestimmten Verwaltungsentscheidungen dieses Unternehmens widersprechen kann, wäre eine solche Beschränkung somit aus den in den Rdn. 43 bis 55 des vorliegenden Urteils genannten Gründen [dort Ausführungen zur Kapitalverkehrsfreiheit] gerechtfertigt.“

⁸⁶ Der in den Urteilen wiederholte „Standardsatz“ lautet: „Soweit die fragliche Regelung Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit enthält, sind diese die unmittelbare Folge der vorstehend geprüften Hindernisse für den freien Kapitalverkehr, mit denen sie untrennbar verbunden sind. Da eine Verletzung von Art. 56 EG festgestellt worden ist, brauchen die fraglichen Maßnahmen nicht gesondert im Licht der Vorschriften des Vertrags über die Niederlassungsfreiheit geprüft zu werden.“ (vgl. stellvertretend *EuGH* v. 4.6.2002, Rs. C-483/99, NZG 2002, 628, 630, Rz. 56 (Kommission/Frankreich), vgl. auch o. Fußn. 72.

⁸⁷ Vgl. insbesondere *EuGH* in Sachen *Kommission/Portugal* vgl. o. Fn. 72, 76; *Käseberg/Kuhn AG* 2007, 65, 66 f. m.w.N.; siehe auch vorstehende Fußn.

⁸⁸ Zu den Erwägungen hinsichtlich der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, die dahinterstehen *Möslein*, ZIP 2007, 208; *ders.* Grenzen unternehmerischer Leistung im marktöffenen Verband, 2007, S. 229 ff.; vgl. auch *EuGH* 28.9.2006 (Kommission/Niederlande, oben Fußn. 75), Rz. 27 ff.

⁸⁹ Vgl. § 2 VW-Gesetz und § 4 Abs. 1 VW-Gesetz, näher dazu *EuGH*, NJW 2007, 3481; speziell zu Entsenderechten *Möslein*, AG 2007, 771, 774.

⁹⁰ Grundlegend: *G. Manne*, *Journal of Political Economy* 73 (1965), S. 110, 112; vgl. dazu *Oechsler*, in: *Bayrer/Habersack* (Hrsg.), *Aktienrecht im Wandel*, 2007, Bd. 2, S. 193 ff. *Rufner*, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, 2000; aus sozialwissenschaftlicher Perspektive *Höpner/Jackson*, *Levian* 29 (2001), S. 544 ff. (im Internet unter www.mpiifg.de/people/mh/paper/Mannesmann.pdf).

den Gründen die Übernahme einer Gesellschaft zu verhindern, lassen den Erwerb und damit daher auch aus dessen Sicht als weniger attraktiv erscheinen. Damit sind sie geeignet, Investoren vom grenzüberschreitenden Erwerb von Beteiligungen und damit von der Wahrnehmung der Kapitalverkehrsfreiheit abzuhalten. In diesem Bereich fällt es vorliegend besonders schwer einen sachlichen Grund für die im Wortlaut der Art. 56 ff. EG nicht angelegte Differenzierung zwischen Direkt- und Portfolioinvestition zu finden.⁹¹

44 3. Folgerungen für den Gesetzgeber

Der Gesetzgeber bewegt sich hier vorliegend auf einem höchst unsicheren Terrain. Aber folgende Leitlinien wurden deutlich: Ohne Konkretisierung der zu schützenden Belange in der Verordnung dürfte die Regelung europarechtlich kaum haltbar sein. Je höher der Schwellenwert ist an den der Verbotsvorbehalt anknüpft, desto größer die Chancen, die Regelung europarechtlich rechtfertigen zu können. Aus dem VW-Urteil lässt sich ableiten, dass ein Schwellenwert von 20 % oder weniger kaum haltbar ist. Auch der im RefE vorgesehene Schwellenwert von 25 % erscheint vor diesem Hintergrund problematisch niedrig. Der RefE erscheint daher europarechtlich höchst bedenklich. Auch aus europarechtlicher Sicht erscheint der Erwerb der Kontrolle i.S.v. § 29 II WPÜG sinnvoller Anknüpfungspunkt zu sein. Hierdurch erhält man eine Argumentationsbasis auf deren Grundlage eine europarechtliche Rechtfertigung der Regelung möglich erscheint, soweit sie Drittstaaten betrifft. Aber auch dann bleibt unsicher, ob die Regelung den Segen des EuGH finden wird.

S. 18

- HFR 1/2008 S. 18 -

45 Da in der politischen Debatte vielfach geäußert wird, es gehe ohnehin nur um den Schutz vor Investoren aus gefährlichen Drittstaaten, könnte es sich empfehlen, dies auch so in das Gesetz zu schreiben, so dass als Verbotsadressaten von vornherein nur Investoren aus Drittstaaten in Betracht kommen. Hierdurch könnte der Verdacht vermieden werden, dass *patriotisme économique* zu Lasten anderer EU-Mitgliedsstaaten betrieben werden soll.

46 4. Völkerrechtlicher Investitionsschutz

Unabhängig von den europarechtlichen Bedenken ist der völkerrechtliche Investitionsschutz zu beachten. Die Mitgliedsstaaten der EU unterliegen den Vorgaben der WTO, soweit WTO-Mitglieder betroffen sind.⁹² Hier sind vor allem die Vorgaben zum internationalen Investitionsschutz zu beachten, die sich insbesondere aus einem Netzwerk bilateraler Abkommen zur wirtschaftlichen Zusammenarbeit ergeben.⁹³ Dieser beinhaltet insbesondere Schutz vor Diskriminierung, *fair equitable treatment*, Enteignung nur gegen angemessene Entschädigung. Darüber hinaus gilt dann häufig das Prinzip der Meistbegünstigung.⁹⁴ Vor diesem Hintergrund ist der Vorschlag im CDU-Positionspapier⁹⁵ sehr problematisch, wonach die Möglichkeit bestehen soll, noch nach drei Jahren nach Erwerb der Beteiligung Investoren zu zwingen, sich von ihren Anteilen zu trennen. Abgesehen davon zeigen auch die Erfahrungen mit den Auflösungsverfügungen im Kartellrecht, dass sich viele praktische Probleme ergeben, wenn die Investition längere Zeit zurückliegt⁹⁶

Grob lässt sich sagen: Sowohl der multilaterale, völkerrechtliche Schutz von Direktin-

⁹¹ Zur dahingehenden Kritik allgemein vgl. Schönfeld, DB 2007, 2007, 80, 81 f.; Schrauff, IStR 2007, 603, 605 f. jeweils m.w.N.

⁹² China etwa ist Mitglied der WTO. Russland hat nur Beobachterstatus.

⁹³ Die Bundesrepublik Deutschland liegt mit 141 unterzeichneten Verträgen, von denen 113 in Kraft sind, weltweit an erster Stelle, näher dazu Braun/Schonard, RIW 2007, 561 ff.

⁹⁴ Vgl. Herdegen, Internationales Wirtschaftsrecht, 6. Aufl. 2007, § 21 (S. 241 ff.); speziell zur WTO in diesem Kontext Sidhu, Die Regelungen der Direktinvestitionen in der WTO, 2004, S. 52 ff.; speziell zur deutschen Vertragspraxis Braun/Schonard, RIW 2007, 561, 562 f.

⁹⁵ O. Fußn. 5.

⁹⁶ Zu den Problemen bei der Entflechtung nach § 41 Abs. 3 S. 1 GWB vgl. auch Emmerich, Kartellrecht, 10. Aufl. 2007, § 36 Rn. 49 ff.; Möschel, ZGR 1984, 655 ff.; s. auch oben Fußn 62.

vestitionen als auch der nach den herkömmlichen Abkommen über wirtschaftliche Zusammenarbeit greift grundsätzlich erst dann ein, wenn die Investition bereits erfolgt ist.⁹⁷ Anders als beim Warenverkehr nach GATT 1994 sieht das Regelwerk der WTO hinsichtlich von Direktinvestitionen kein allgemeines Verbot der Beschränkung des Marktzugangs vor.⁹⁸ Allerdings kann sich dieses im Einzelfall aus dem sog. Modus 3 des Übereinkommens mit Handel mit Dienstleistungen (GATS)⁹⁹ sowie aus bilateralen Abkommen ergeben. So wurde kürzlich ein neues Investitionsabkommen zwischen Deutschland und China geschlossen, in dem Deutschland ausdrücklich auf die strikte Durchführung des Reziprozitätsprinzips verzichtet.¹⁰⁰

S. 19

- HFR 1/2008 S. 19 -

47 VII. Fazit

Eine nationale Regelung, die ein Verbot eines Anteilserwerbs durch einen ausländischen Investor wegen „Gefährdung der öffentlichen Sicherheit oder Ordnung“ vorsieht, dürfte allenfalls dann mit supranationalem Recht, insbesondere der Kapitalverkehrsfreiheit, vereinbar sein, wenn sie an den Erwerb einer Beteiligung anknüpft, die kontrollierenden Einfluss auf die Gesellschaft vermittelt. Ferner ist zu prüfen, ob sich im konkreten Einzelfall aus multi- oder bilateralen Vereinbarungen besondere Pflichten der Bundesrepublik Deutschland zur Gewährung des freien Marktzugangs ergeben. Vor diesen Hintergrund verspricht die unter V. vorgeschlagene Verknüpfung mit dem Verfahren zur Veröffentlichung von öffentlichen Übernahme- und Pflichtangeboten nach dem WpÜG sich besser in den internationalen Regelungsrahmen einzufügen als das im Referentenentwurf favorisierte AWG-Modell. Durch die Konstruktion als Weiterleitung der Information durch die BaFin an das BMWi würde zudem das Informationsproblem gelöst, ohne ausländischen Investoren eine gesonderte Anzeigepflicht oder – Obliegenheit aufzuerlegen. Ferner können Probleme, die sich bei der Rückabwicklung von Zukäufen am Kapitalmarkt ergeben, vermieden werden. Es sollte erwogen werden, die Regelung auf börsennotierte Unternehmen zu beschränken.

48 VIII. Ausblick: Die Staatsfondsproblematik – eine Frage des Primats der Politik?

Der eingangs zitierte Ausspruch von *Rathenau*¹⁰¹ ist eine Anspielung auf einen Satz von *Napoleon* bei seiner Begegnung mit *Goethe* in Erfurt 1808: „Was will man jetzt mit Schicksal, die Politik ist das Schicksal“.¹⁰² Der hier diskutierte Referentenentwurf ist Teil einer allgemeinen Entwicklung, die dadurch gekennzeichnet ist, dass in immer größeren Teilen der Politik und Bevölkerung die Skepsis gegenüber Marktmechanismen der globalisierten Weltwirtschaft, insbesondere der Kapitalmärkte, wächst. Aus einem diffusen Gefühl des schicksalhaft Ausgeliefertseins heraus wird die - je nach Einschätzung der jetzigen Verhältnisse - verstärkte Ausübung bzw. die Rückgewinnung des Primats der Politik gegenüber der Wirtschaft gefordert. Jedoch ist sorgfältig zu differenzieren: Geht es wirklich um die Frage des Primats der Politik (gewissermaßen Napo-

⁹⁷ Vgl. zur bisherigen Vertragspraxis *Herdegen* (o. Fußn. 94), § 21 Rn. 7 ff.; *Sidhu*, Die Regelungen der Direktinvestitionen in der WTO, 2004, S. 48ff., 65 und deutsches Musterinvestitionsabkommen von 1998, insbesondere Regelungen in §§ 2-4.

⁹⁸ Vgl. *Sidhu* (o. Fußn. 90), S. 48ff., 65; Zu den (gescheiterten) Bemühungen um ein Multilateral Agreement on Investment (MAI) im Rahmen der OECD *Herdegen* (o. Fußn. 94), § 21 Rn. 25; *Sidhu*, ebd., S. 75.

⁹⁹ General Agreement on Trade in Services vgl. dazu *Herdegen* (o. Fußn. 94), § 9 Rn. 97 f.

¹⁰⁰ Näher dazu *Braun/Schonard*, RIW 2007, 561, 564 ff.

¹⁰¹ Vgl. Kontext in der Rede *Rathenaus*: „Politik ist das Schicksal“ - „Dieses große Wort ist hundert Jahre lang wahr geblieben, es ist in den letzten Jahren der Kriegsentscheidung auf seinen Gipfel gestiegen, und es lastet mit seiner ganzen Schwere auf uns. Aber auch dieses Wort hat seine begrenzte Dauer. Es wird der Tag kommen, wo es sich wandelt und wo das Wort lautet: Die Wirtschaft ist unser Schicksal. Schon in wenigen Jahren wird die Welt erkennen, daß die Politik nicht das Letzte entscheidet.“

¹⁰² Dieser von *Goethe* höchstselbst überlieferte Satz (vgl. Begegnung mit Napoleon, 1808, eine Skizze in: Berliner Ausgabe, Bd. 16, 1973, S. 421) bezog sich nicht etwa auf die politische Lage in Europa, sondern fiel in einer Diskussion mit Goethe über die „Leiden des jungen Werther“ und der französischen „Schicksalsdramen“. Da *Carl Schmidt* diesen Satz in einer Entgegnung zu Rathenau aufgegriffen hat, wird dieser Satz teilweise (fälschlicherweise) diesem zugeschrieben.

leon versus Rathenau) oder nicht vielmehr um den Schutz der Autonomie des Nationalstaats gegenüber den Zwängen internationaler Politik und internationaler Verpflichtungen, also um eine Frage der politischen Handlungsebene? Viele der maßgeblichen Schicksalsfäden werden in der heutigen Wirtschaftswelt auf verschiedenen, insbesondere multilateralen Ebenen gesponnen, allen voran durch die „Normen“ UN, WTO und EU.¹⁰³ Es wurde auch deutlich, dass sich die Einzelstaaten der EU in einem feinen Netzwerk multilateraler und bilateraler Abkommen befinden. Wenn einseitig an diesem gezerrt wird, drohen Verwerfungen. Genau in diesem Punkt liegt der Grund für die *inter omnes* Wirkung der Kapitalverkehrsfreiheit. Das Europarecht verkennt nicht, dass die Handlungsoption erhalten werden muss, auf Beschränkung des Marktzugangs seitens von Drittstaaten zu reagieren und umgekehrt auch deren Unternehmen Beschränkungen aufzuerlegen. Das ist auch im Welthandelsrecht als Prinzip der Reziprozität anerkannt.¹⁰⁴ Jedoch sollen zum Zwecke der Schaffung und der Funktionsfähigkeit eines europäischen Kapitalmarkts etwaige dahingehende Beschränkungen durch alle Mitgliedstaaten koordiniert erfolgen, um einen Flickenteppich von kleinen Kapitalmärkten mit unterschiedlichen Zugangsvoraussetzungen zu verhindern.¹⁰⁵ Der EG sieht durchaus die Möglichkeit von Schutzmaßnahmen, auch zugunsten einzelner Staaten, vor.¹⁰⁶ Dies macht auch deutlich, dass grundsätzlich eine EU-weite Regelung nicht nur der Idee und dem Zweck der Kapitalverkehrsfreiheit gerecht würde, sondern auch in der Sache die vorzugswürdige Lösung wäre. Sie könnte europarechtskonform auch kleinere Beteiligungen erfassen. EU Handelskommissar *Mandelson* hat öffentlich bereits erwogen, auf EU-Ebene Schutzmaßnahmen für „strategische Branchen“ vor Gefahren politischer Einflussnahme aus Drittstaaten zu ergreifen.¹⁰⁷

- 49 Daher sollte man sorgfältig abwägen: Inwieweit erlaubt der Regelungsspielraum auf *nationaler* Ebene angesichts des verhältnismäßig engen Spielraums des nationalen Gesetzgebers überhaupt eine wirklich *effektive* Verbesserung des Schutzes? Und wiegt diese die drohenden negativen Signalwirkungen gegenüber Investoren und hinsichtlich der Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts auf? Wie das Ergebnis dieser politischen Abwägung auch ausfallen mag; eine angemessene Lösung ohne Differenzierung zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen erscheint in jedem Fall kaum denkbar.

Zitierempfehlung: Kaspar Krolop, HFR 1/2008, Seite

¹⁰³ Weitsichtig der Titel eines bereits 1983 erschienen Büchleins von *Helmut Schmidt* „Die Weltwirtschaft ist unser Schicksal“, Robinson Verlag.

¹⁰⁴ Insbesondere auch im Rahmen der WTO, vgl. Art. III und Art. VIII GATT; näher dazu *Herdegen* (o. Fußn. 94), § 9 Rn. 32.

¹⁰⁵ Überblick über für die Kapitalverkehrsfreiheit relevante Vereinbarungen zwischen der EU-Staaten und Nicht-EU Staaten bei *Ress/Ukrow* (Fußn. 78), Art. 56 Rn. 88 ff.

¹⁰⁶ Zu den Optionen, die insoweit bestehen vgl. insbesondere Art. 59 EG; näher dazu *Bröhmer* in: *Calliess/Ruffert*, EUV/EGV, 3. Aufl. (2007), Art. 59 Rn. 1 ff. m.w.N.

¹⁰⁷ *Süddeutsche Zeitung* vom 22.07.2007.