

**AN: Mandanten**

**VON: Patricia Volhard, LL.M.  
Dr. Bernd Graßl, LL.M.  
Dr. Sarah Wilkens, LL.M.  
P+P Pöllath + Partners**

Tel.: +49 (69) 24 70 47 - 20  
Fax: +49 (69) 24 70 47 - 30  
E-Mail: [Patricia.Volhard@pplaw.com](mailto:Patricia.Volhard@pplaw.com)  
[Bernd.Grassl@pplaw.com](mailto:Bernd.Grassl@pplaw.com)  
[Sarah.Wilkens@pplaw.com](mailto:Sarah.Wilkens@pplaw.com)

**DATUM:** 4. August 2008

**ZU: Verschärfung der Transparenzvorschriften beim Erwerb von Anteilen an börsennotierten Unternehmen**

**TO: Clients**

**FROM: Patricia Volhard, LL.M.  
Dr. Bernd Graßl, LL.M.  
Dr. Sarah Wilkens, LL.M.  
P+P Pöllath + Partners**

Tel.: +49 (69) 24 70 47 - 20  
Fax: +49 (69) 24 70 47 - 30  
E-mail: [Patricia.Volhard@pplaw.com](mailto:Patricia.Volhard@pplaw.com)  
[Bernd.Grassl@pplaw.com](mailto:Bernd.Grassl@pplaw.com)  
[Sarah.Wilkens@pplaw.com](mailto:Sarah.Wilkens@pplaw.com)

**DATE:** 4 August 2008

**RE: Tightening the transparency rules for the acquisition of shares in listed companies**

Nach der Verabschiedung durch den Bundestag und den Bundesrat vor einem Monat ist in Kürze mit dem Inkrafttreten des „**Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungs-gesetz)**“ zu rechnen. Ziel des Gesetzes ist es, vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung von Finanzinvestitionen auf den Kapitalmärkten gesamtwirtschaftlich unerwünschten Aktivitäten von Finanzinvestoren durch die Herstellung von mehr Transparenz und durch eine Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen entgegenzuwirken, ohne jedoch zugleich Finanz- und Unternehmens-transaktionen zu beeinträchtigen, die effizienzför-

Following its passage by the German Parliament one month ago, the “**Act to Limit Risks related to Financial Investments (Risk Limiting Act)**” is expected to be promulgated shortly. Against the background of the increasing importance of financial investments in capital markets, the Act aims at counteracting economically undesired activities of financial investors by way of increasing transparency and improving the legal framework without, however, affecting financial and entrepreneurial transactions that enhance efficiency. The following memorandum introduces the most important changes to the applicable law.

**P+P München**

Kardinal-Faulhaber-Straße 10 80333 München  
Tel.: +49 (89) 24240-0 Fax: +49 (89) 24240-999

Prof. Dr. Reinhard Pöllath, LL.M., RA, FASr • Dr. Matthias Bruse, LL.M., RA • Dr. Andrea von Drygalski, RAin • Andres Schollmeier, RA, FASr • Dr. Michael Best, StB • Philipp von Braunschweig, LL.M., RA • Otto Haberstock, M.C.J., RA • Dr. Margot Gräfin von Westerholt, RAin • Dr. Benedikt Hohaus, RA, FASr • Dr. Michael Inhester, RA • Richard Engl, StB • Jens Hörmann, RA • Dr. Frank Thiäner, RA • Dipl.-Kfm. Alexander Pupeter, RA, StB • Dr. Alice Broichmann, RAin • Dr. Georg Greitemann, LL.M., RA • Dr. Christoph Philipp, LL.M., RA • Dr. Barbara Koch-Schulte, RAin, StBin • Dr. Frank Bayer, StB • Thilo Oldiges, RA • Dr. Ralf Bergjan, LL.M., RA, FAHuG • Christian Tönies, LL.M.Eur, RA • Benjamin Waitz, MEB, RA

**P+P Frankfurt/Main**

Zeil 127 60313 Frankfurt/Main  
Tel.: +49 (69) 247047-0 Fax: +49 (69) 247047-30

Dr. Andreas Rodin, RA • Wolfgang Tischbirek, LL.M., RA, StB • Patricia Volhard, LL.M., RAin

Prof. Dr. Ingo Saenger  
Of Counsel (Ständiger wissenschaftlicher Berater)

Partnerschaftsgesellschaft; Sitz Berlin  
AG Berlin-Charlottenburg PR 64  
<http://www.pplaw.com>

**P+P Berlin**

Potsdamer Platz 5 10785 Berlin  
Tel.: +49 (30) 25353-0 Fax: +49 (30) 25353-999

Prof. Dr. Dieter Birk, StB • Dr. Thomas Töben, StB • Andreas Wilhelm, RA • Dr. Matthias Durst, RA • Dr. Carsten Führing, RA • Uwe Bärenz, RA • Dr. Stefan Lebek, RA • Amos Veith, LL.M., RA • Dr. Andreas Richter, M.A., LL.M., RA, FASr • Silke Hecker, M.Env.Sc., RAin, FAVwR • Raphael Söhlke, RA • Dipl.-Kfm. Konrad Enderlein, StB • Kim Delphine Weber, RAin • Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M., RA • Annabel Klisch, RAin • Ronald Buge, RA

dernd wirken. Der nachfolgende Leitfaden stellt die wichtigsten Änderungen des geltenden Rechts vor.

### I. Neue Meldevorschriften, §§ 21 ff. WpHG

*Für die Mitteilungen von Stimmrechten an börsennotierten Unternehmen werden künftig die Stimmrechtspositionen aus Aktien und aus Finanzinstrumenten, die den Inhaber zum Erwerb von Aktien berechtigen, zusammenge-rechnet.* !

Gemäß § 25 Abs. 1 Satz 1 WpHG ist der unmittelbare oder mittelbare Inhaber von Finanzinstrumenten, die dem Inhaber das Recht verleihen, mit Stimmrechten verbundene Aktien zu erwerben - etwa Call-Optionen -, dazu verpflichtet, diese Erwerbsspositionen beim Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der Schwellenwerte nach § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG mitzuteilen. Allerdings liegt insoweit die Eingangsschwelle nicht bei 3 %, sondern erst bei 5 % der Stimmrechte.

Bislang fand eine Zusammenrechnung mit bereits gehaltenen oder zugerechneten Stimmrechten aus Aktien nicht statt. Demgegenüber sieht § 25 Abs. 1 Satz 3 WpHG in der in Zukunft geltenden Fassung vor, dass die Stimmrechtspositionen aus Aktien und aus Finanzinstrumenten zusammengefasst mitzuteilen sind. Durch die Aggregation soll die Eingangsmeldeschwelle früher erreicht und die Transparenz erhöht werden.

### I. New Notification Rules, secs. 21 et seq. Securities Trading Act ("STA")

*With regard to the notification of voting rights in listed companies, the voting rights positions resulting from shares and those resulting from financial instruments entitling the holder to the acquisition of shares will in the future be aggregated.* !

Pursuant to sec. 25 para. 1 sentence 1 STA, a direct or indirect holder of financial instruments entitling such holder to acquire shares carrying voting rights - as, for instance, call options - will be required to notify of these acquisitions when reaching, exceeding or falling below the thresholds as determined in sec. 21 para. 1 sentence 1 STA. However, the triggering threshold will in this respect not be at 3 %, but only at 5 % of the voting rights.

So far, voting rights resulting from shares already held or attributed have not been aggregated with such financial instruments. Diverting from this, sec. 25 para. 1 sentence 3 STA provides in the version to be applicable in the future for a notification of aggregated voting rights resulting from shares and financial instruments. The reason for aggregating is to reach the threshold that triggers notifications earlier and to increase transparency.

## II. Sanktion bei Meldepflichtverletzungen

*Werden Mitteilungspflichten verletzt, so endet der damit für die betroffenen Aktien verbundene Rechtsverlust künftig nicht mehr mit der Nachholung der korrekten Mitteilung, sondern wirkt für die Dauer von sechs Monaten nach.* !

Gemäß § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG bestehen die Rechte aus gehaltenen oder zugerechneten Aktien für die Zeit nicht, für die die Mitteilungspflichten gemäß § 21 WpHG nicht erfüllt werden. Bezieht sich die Verletzung auf die Höhe des Stimmrechtsanteils, so verlängert sich künftig die Dauer des Rechtsverlusts um sechs Monate ab dem Zeitpunkt der korrekten Mitteilung, sofern die Verletzung der Mitteilungspflicht vorsätzlich oder grob fahrlässig erfolgt ist. Ausgenommen hiervon sind Bagatellverstöße: Beträgt die Abweichung weniger als 10 % des tatsächlichen Stimmrechtsanteils und wird keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer Meldeschwelle gemäß § 21 WpHG unterlassen, wird die strenge Sanktion des für sechs Monate nachwirkenden Rechtsverlusts nicht ausgelöst.

## III. Inhaber wesentlicher Beteiligungen

*Die Inhaber wesentlicher Beteiligungen - ab Erreichen oder Überschreiten einer Schwelle von 10 % der Stimmrechte - sind künftig verpflichtet, die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel offenzulegen. Allerdings gilt dies nur, sofern die Satzung der Gesellschaft nichts anderes vorsieht.* !

Die Inhaber wesentlicher Beteiligungen sind künftig gemäß § 27a WpHG verpflichtet, die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele und deren etwaige spätere Änderungen mitzuteilen. Dabei ist etwa anzugeben, ob ein langfristiges stra-

## II. Sanction in Case of Failure to Notify

*In the case of failure to notify, the suspension of rights related to the shares concerned shall end no longer at the time when a late notification is correctly provided, but shall continue to have an effect for six months.* !

Pursuant to sec. 28 para. 1 sentence 1 STA, the rights resulting from shares held or attributed shall be suspended for the period of time for which the requirements of notification have not been complied with. If the failure to notify relates to the percentage of voting rights, the rights shall be suspended for another six months as from the time of correct notification, as far as the obligation to notify has been breached with willful intent or by negligence. Petty offences shall be exempt from this sanction: if the actual percentage of voting rights deviates less than 10 %, and if there is no failure to notify on reaching, exceeding or falling below a notification threshold pursuant to sec. 21 STA, the strict sanction of suspending the rights for six months shall not be imposed.

## III. Holders of Essential Participations

*The holders of essential participations - as from reaching or exceeding a threshold of 10 % of the voting rights - shall be required to disclose the purposes pursued by the acquisition of voting rights and the origin of funds used in the acquisition. However, this shall only apply if the articles of association of the company do not provide otherwise.* !

The holders of essential participations shall pursuant to sec. 27a STA be required to notify the purposes pursued by the acquisition of voting rights and possible subsequent changes. Such notifications shall specify, for instance,

tegisches Engagement oder die kurzfristige Erzielung von Handelsgewinnen im Vordergrund der Investition steht und ob geplant ist, innerhalb der nächsten zwölf Monate weitere Stimmrechte hinzuzuerwerben. Ebenfalls ist Auskunft zu geben, ob eine Einflussnahme auf die Besetzung der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane des Emittenten angestrebt wird und ob der Meldepflichtige eine wesentliche Änderung der Kapitalstruktur oder der Dividendenpolitik des Emittenten anstrebt.

Neben den mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Zielen hat der Meldepflichtige auch die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel offenzulegen. Insoweit beschränkt sich die Mitteilungspflicht jedoch darauf, inwieweit es sich um Eigen- oder Fremdmittel handelt.

Die Satzung des Emittenten kann vorsehen, dass von der gesetzlichen Regelung abgewichen wird und eine Mitteilungspflicht nicht besteht.

Der Emittent muss die Mitteilungen des Meldepflichtigen unverzüglich nach Erhalt veröffentlichen. Ebenso ist zu veröffentlichen, wenn ein Meldepflichtiger dem Emittenten keine Angaben macht. Weitergehende Sanktionen für unterlassene Mitteilungen sind nicht vorgesehen.

whether the investment focuses on a long-term strategic commitment or a short-term realization of trade profits or whether arrangements are planned to acquire additional voting rights within the next twelve months. This information shall also include whether any wielding of influence is intended on the appointment of administrative, management and supervisory bodies of the issuer, and whether the person under the obligation intends to significantly change the issuer's capital structure or its dividends policy.

Apart from the purposes pursued by the acquisition of voting rights, the person subject to the notification obligation shall also disclose the origin of the funds used in the acquisition. In this respect, the duty of notification shall be limited to the extent to which equity or debt have been used.

The articles of association of the issuer may deviate from the statutory rule by expressly disapplying such duties of notification.

The issuer shall publish the notifications made to him by the holder immediately after receiving them. He also has to publish if a person obliged to notify fails to give any information. There are no further sanctions for failure to notify.

#### IV. „Acting in Concert“

*Ein „Acting in Concert“ ist künftig nicht mehr auf eine Abstimmung über die Ausübung von Stimmrechten in der Hauptversammlung beschränkt. Auch ein Zusammenwirken außerhalb der Stimmrechtsausübung kann künftig zu einer Zurechnung von Stimmrechten führen, sofern das Zusammenwirken mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten erfolgt.*

Mit den Vorschriften des Risikobegrenzungsgesetzes wird eine Neufassung des „Acting in Concert“ nach §§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG in Kraft treten, in dessen Folge es zu einer wechselseitigen Zurechnung der Stimmrechte von Investoren kommen kann. Nach der Neufassung liegt ein abgestimmtes Verhalten zwischen Aktionären dann vor, wenn sich diese über die Ausübung von Stimmrechten verständigen oder sonst mit dem Ziel einer dauerhaften und erheblichen Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten zusammenwirken, etwa in Gestalt einer grundlegenden Änderung des bisherigen Geschäftsmodells oder einer Trennung von wesentlichen Geschäftsbereichen.

Allerdings besteht weiterhin die grundsätzliche Möglichkeit einer Abstimmung im Einzelfall. Absprachen sollen nur dann zu einer Zurechnung führen, wenn sich die Aktionäre im Rahmen einer längerfristig angelegten Strategie zur gemeinsamen Verfolgung unternehmerischer Ziele zusammenschließen. Hingegen gelten punktuelle Einflussnahmen auf den Emittenten nicht als abgestimmtes Verhalten. Damit werden regelmäßig weder einzelne Abstimmungen über unterschiedliche Gegenstände, noch wiederholte Abstimmungen zum selben Punkt den Tatbestand eines „Acting in Concert“ verwirklichen. Auch die Vorab-

#### IV. “Acting in Concert”

*“Acting in Concert” shall no longer be limited to coordinating the exercise of voting rights in the shareholders’ meeting. Likewise, a cooperation apart from exercising voting rights may in the future result in an attribution of voting rights, as far as the cooperation is aimed at a permanent and significant change of the issuer’s entrepreneurial approach.*

With the provisions of the Risk Limiting Act a revised version of “Acting in Concert” pursuant to sections 22 para. 2 STA, 30 para. 2 Securities Acquisition and Takeover Act will become effective which consequently may result in a mutual attribution of investors’ voting rights. Pursuant to the revised version, shareholders are acting in concert if they agree on how to exercise voting rights or cooperate otherwise with the purpose of a permanent and significant change to the issuer’s entrepreneurial approach, as, for instance, when fundamentally changing the previous business model or dissociating constitutive business areas.

However, the option to coordinate actions in individual cases will continue to be available. Agreements shall only lead to an attribution of voting rights if the shareholders join forces in line with a long-term strategy to pursue common entrepreneurial goals. On the other hand, exercising selective influence on the issuer shall not be deemed as acting in concert. Thus, neither individual votings on various subjects nor repeated votings on the same subject will, as a rule, constitute an act of “Acting in Concert”. Similarly, a joint scheme on the nomination of candidates for the board of directors shall, as a

stimmung über die Nominierung von Kandidaten für die Besetzung des Aufsichtsrates wird regelmäßig eine Abstimmung im Einzelfall darstellen und keine Stimmrechtszurechnung begründen.

## V. Änderungen bei Namensaktien

*Die Inhaber von Namensaktien sind künftig verpflichtet, der Gesellschaft die für eine vollständige Führung des Aktienregisters erforderlichen Angaben mitzuteilen. Auch kann künftig die Eintragung eines zur Stimmrechtsausübung Ermächtigten anstelle des wahren Inhabers von Namensaktien durch Satzungsregelung beschränkt werden. Wer im Aktienregister als der Inhaber von Namensaktien eingetragen ist, muss künftig der Gesellschaft auf Verlangen mitteilen, inwieweit ihm die Aktien tatsächlich gehören oder für wen er die Aktien hält.*

Durch eine Änderung der Vorschriften über das Aktienregister sollen künftig die Möglichkeiten zur Identifizierung der Inhaber von Namensaktien verbessert werden. Vor diesem Hintergrund müssen künftig die Inhaber von Namensaktien der Gesellschaft die für eine vollständige Führung des Aktienregisters erforderlichen Angaben mitteilen, etwa Name, Geburtsdatum und Adresse sowie Stückzahl oder Aktiennummer der gehaltenen Aktien.

Die Eintragung eines zur Stimmrechtsausübung Ermächtigten anstelle des wahren Inhabers von Namensaktien - sog. „Legitimationsaktionär“ - kann künftig durch Satzungsregelung beschränkt werden, etwa dadurch, dass das Halten von Aktien als Legitimationsaktionär nur bis zu einem bestimmten Schwellenwert zulässig ist. Jedenfalls ist der Eingetragene zukünftig verpflichtet, der Gesellschaft auf ihr Verlangen mitzuteilen, inwieweit ihm die betreffenden Aktien tatsächlich gehö-

rule, constitute a vote in a particular case and not result in an attribution of voting rights.

## V. Changes with regard to Registered Shares

*The holders of registered shares will be required to provide the company with all information necessary to keep an accurate share register. The registration of a person authorized to exercise voting rights on behalf of the true holder of the shares can also be limited in the future by provisions of the articles of association. A person registered in the share register as the holder of registered shares shall notify the issuer upon request to which extent the shares belong to him or on whose behalf he holds the shares.*

Amending the provisions on the share register shall increase the possibilities to identify the true holders of registered shares. Against this background the holders of personal shares will be required to notify the company of all information necessary to keep the share register accurate and up-to-date, as, for instance, name, date of birth and address as well as quantity or registration number of the shares held.

The registration of a person authorized to exercise voting rights instead of the true holder of the registered shares - so-called “proxy-shareholder” - may be limited in the future by provisions of the articles of association, for instance by a provision allowing the holding of shares as proxy only up to a certain threshold. However, the registered person will be required to notify the company upon request to which extent the shares concerned belong to him and

ren und - sofern dies nicht der Fall ist - der Gesellschaft die entsprechenden Angaben über denjenigen zu übermitteln, für den er die Aktien hält. Werden satzungsmäßig bestimmte Höchstgrenzen für Legitimationsaktionäre überschritten, oder wird ein Auskunftsverlangen der Gesellschaft nicht erfüllt, so gewähren die betreffenden Aktien für den maßgeblichen Zeitraum kein Stimmrecht. Zudem stellt eine unterbliebene oder falsche Mitteilung über die Inhaberschaft von Namensaktien eine Ordnungswidrigkeit dar, die mit Geldbuße geahndet werden kann.

## VI. Zusammenfassung

Mit den Änderungen des Risikobegrenzungsgesetzes sollen insbesondere durch die Herstellung von Transparenz und durch eine Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen die Voraussetzungen verbessert werden, um unerwünschten Entwicklungen entgegenzuwirken. Das Gesetz bringt einige wesentliche Änderungen für die Praxis, die zum Teil zu Rechtsunsicherheit führen könnten. So ist etwa noch unklar, unter welchen Voraussetzungen Änderungen der mit einer wesentlichen Beteiligung verbundenen Ziele eine Mitteilungspflicht auslösen oder welchen Grad eine Absicht, weitere Anteile zu erwerben, für eine Mitteilung erreicht haben muss. Der Erfolg und die Tragweite dieser Maßnahmen des Gesetzgebers bleiben abzuwarten.

- if this is not the case - to provide the company with information on the person on whose behalf he holds the shares. If certain caps on the registration of proxies foreseen in the articles are exceeded, or a request for information by the company is not complied with, the shares concerned shall not grant any right to vote for the relevant period of time. In addition, information on the holding of registered shares failed to be submitted or being wrong shall constitute a regulatory offense which can be fined.

## VI. Summary

Amending the Risk Limiting Act aims at improving conditions to counteract undesired developments by way of creating transparency and improving the legal framework. The Act changes practice significantly which, in some cases, might lead to legal uncertainty. For example, it is yet unclear what circumstances will trigger an obligation to notify a change of purpose in relation to an essential participation or the intent to acquire further shares. The success and the consequences of these legislative measures remain still to be seen.