

# Änderungen im WpHG und Neuregelung des Delisting: Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie beschlossen

Die Anwendung der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG) wurde fünf Jahre nach ihrem Inkrafttreten durch die Europäische Kommission überprüft. Die daraus resultierenden Änderungen wurden in der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (2013/50/EU) zusammengefasst, die am 27. November 2013 in Kraft getreten und bis zum 27. November 2015 in nationales Recht umzusetzen ist. Die deutsche Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie erfordert insbesondere Änderungen im WpHG, des darauf gestützten Verordnungsrechts sowie im WpPG, KAGB, WpÜG und HGB. Neben diesem "Pflichtprogramm" hat der Gesetzgeber eine gesetzliche Regelung des Delisting eingeführt.

## Einleitung

**Im Folgenden werden die wesentlichen Aspekte des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie aufgezeigt. Dabei werden insbesondere die umfangreichen Änderungen im System der wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten (einschließlich der verschärften und erweiterten Sanktionsmöglichkeiten) dargestellt und die Neuregelung des Delisting erläutert.**

### Meldepflichten

Die Meldepflichten für Beteiligungen und Finanzinstrumente wurden an die

europäischen Vorgaben angepasst und neu strukturiert. Künftig regelt § 21 WpHG n.F. die Meldepflicht bei Stimmrechten aus Aktien, § 25 WpHG n.F. die Meldepflicht für sämtliche meldepflichtigen Finanzinstrumente und § 25a WpHG n.F. enthält eine Meldepflicht für die Summe der nach § 21 und § 25 gehaltenen Instrumente. Zudem werden in § 22a WpHG n.F. bisher im WpHG und im KAGB verteilte Vorgaben zu einer umfassenden Regelung der Tochterunternehmens-eigenschaft zusammengefasst.

Während die Meldeschwellen und Meldepflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen unverändert blieben, wurden insbesondere Anpassungen beim Meldezeitpunkt, der Zurechnung von Stimmrechten sowie

den Meldepflichten für Finanz- und sonstige Instrumente vorgenommen.

### Meldezeitpunkt und -frist

Nach bisheriger Rechtslage ist für den Meldezeitpunkt die sachenrechtliche Übereignung (Eingang bzw. Ausgang im Wertpapierdepot) maßgeblich, weil der Inhaber einer Beteiligung erst zu diesem Zeitpunkt die Stimmrechte (z.B. als Eigentümer der Aktien) ausüben kann.

Künftig beginnt die Meldepflicht, sobald ein auf die Übertragung von Aktien gerichteter unbedingter und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllender Anspruch oder eine entsprechende Verpflichtung besteht. Da also bereits ein unbedingtes Verpflichtungsgeschäft die Meldepflicht auslöst

sen kann, wurde der Meldezeitpunkt im Vergleich zur bisherigen Rechtslage vorverlegt.

Die Neuregelung dient der Anpassung an die bestehende Rechtslage in den meisten europäischen Ländern, entspricht allerdings nicht der hergebrachten Praxis und dem deutschen Rechtsverständnis (Trennung zwischen Verpflichtung und Verfügung).

In der Praxis sind durch das Abstellen auf einen unbedingten und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllenden Anspruch sämtliche – börsliche wie außerbörsliche – unbedingte Erwerbs- und Veräußerungsgeschäfte des Kassamarktes erfasst, welche binnen zwei Handelstagen zu erfüllen sind. Ein zunächst bedingtes Kassageschäft löst ab Eintritt der Bedingung die Meldepflicht aus. Praktische Probleme aufgrund der Abweichung vom übernahmerechtlichen Zeitpunkt des Kontrollerwerbs sollten überschaubar bleiben, da Geschäfte zum Kontrollerwerb regelmäßig außerbörslich erfolgen und unter zahlreichen Bedingungen (z.B. kartellrechtliche Billigung) stehen. In jedem Fall bleibt die Möglichkeit zur gleichzeitigen Abgabe der Stimmrechts- und Kontrollerwerbsmeldung erhalten.

Neben der Vorverlegung des Meldezeitpunktes wird für den Beginn der Meldefristberechnung nunmehr zwischen aktiver und passiver Schwellwertberührung differenziert. Bei einer aktiven Schwellwertberührung beginnt die Frist auch weiterhin zu dem Zeitpunkt, zu dem der Meldepflichtige Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben muss, dass sein Stimmrechtsanteil die genannten Schwellen erreicht, überschreitet oder unterschreitet, wobei die positive Kenntnis nach zwei Handelstagen vermutet wird.

Demgegenüber beginnt die Frist bei passiver Schwellwertberührung erst, sobald der Meldepflichtige von der

Schwellenberührung Kenntnis erlangt, spätestens jedoch mit der Veröffentlichung gem. § 26a WpHG. Auf grob fahrlässige Unkenntnis kommt es bei der passiven Schwellwertberührung nicht an.

### **Zurechnung von Stimmrechten**

Die Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG werden um den Fall ergänzt, in dem das Stimmrecht losgelöst von der zugrunde liegende Aktie zeitweise übertragen wird. Nach deutschem Recht wäre dies wegen des aktienrechtlichen Abspaltungsverbots zwar unzulässig. Da ausländische Rechtsordnungen eine Trennung von Stimmrecht und Aktie aber teilweise zulassen, soll eine Zurechnung erfolgen, um mögliche Lücken bei Sachverhalten mit Auslandsberührung zu schließen.

Ein neuer Zurechnungstatbestand betrifft Stimmrechte aus Aktien, die beim Meldepflichtigen als Sicherheit (schuldrechtlich) verwahrt werden, sofern der Meldepflichtige die Stimmrechte hält und die Absicht bekundet, diese Stimmrechte auszuüben. Im Einzelfall konnten solche Fälle bisher gemäß § 22 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 oder 6 WpHG meldepflichtig sein. Der neue Zurechnungstatbestand schafft insoweit Klarheit. Im Falle der klassischen Sicherungsübereignung von Aktien bleibt Nr. 3 allerdings die speziellere Zurechnungsnorm. Mit Einführung dieses Zurechnungstatbestandes wird die sog. alternative Stimmrechtszurechnung, also wahlweise Anrechnung auf den Sicherungsgeber oder Sicherungsnehmer als Eigentümer der mit den Stimmrechten verbundenen Aktien, aufgegeben. Dadurch wird ein Gleichlauf zur übernahmerechtlichen Rechtslage erreicht, wonach sowohl Sicherungsgeber als auch -nehmer hinsichtlich desselben Aktienbestands Mitteilungspflichten treffen können.

### **Meldepflichten von Konzernunternehmen**

Mit dem Ziel, ein angemessenes Maß an Transparenz für Dritte auch bei Konzernen sicherzustellen, werden die Meldeschwellen künftig konsolidiert auf Konzernebene berechnet.

## **Wichtige Aspekte**

- Vorverlegung der Meldepflicht
- Konsolidierte Berechnung der Meldeschwellen im Konzern
- Meldepflicht bei Instrumenten mit Barausgleich
- Gesetzliche Neuregelung des Delisting
- Abschaffung der Zwischenmitteilungspflicht und Fristverlängerung für Veröffentlichung des Halbjahresberichts auf drei Monate
- Verschärfung des Sanktionsregimes, insbesondere durch namentliche Nennung des Betroffenen

Zudem hat die Meldung des Mutterunternehmens für das Tochterunternehmen befreiende Wirkung (§ 24 WpHG n.F.). Diese Neuregelung findet ausdrücklich auch auf Mutter-Tochterverhältnisse Anwendung, denen kein Konzern im Sinne der §§ 290, 340i HGB zugrunde liegt.

### **Sonstige (Finanz-)Instrumente**

Der Gesetzgeber regelt in den §§ 25 und 25a WpHG das bisherige Meldewesen für Finanzinstrumente und sonstige Instrumente neu, wobei die begriffliche Unterscheidung der erfassten Handelsgegenstände aufgegeben wird. Sie werden nunmehr als Instrumente zusammengefasst.

Bei den meldepflichtigen Instrumenten wird auch weiterhin unterschieden zwischen Instrumenten mit durch

Lieferung zu erfüllender Abwicklung, bei denen der Erwerb der Aktien nur noch vom Inhaber des Instruments oder vom Zeitablauf abhängt (Erwerbsrechte), und Instrumenten mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung, unabhängig davon, ob diese physisch durch Lieferung abgewickelt werden oder einen Barausgleich vorsehen.

Eine Ausweitung des Anwendungsbereichs ist vom Gesetzgeber grundsätzlich nicht vorgesehen. Aus diesem Grund werden auch künftig Options-, Fest- und Swappeschäfte sowie Differenzgeschäfte meldepflichtig sein, wobei das Instrument stets einen Bezug zur betreffenden Aktie haben muss. Nach der Gesetzesbegründung soll auch ein – wie im Fall eines Ketteninstruments – mittelbarer Bezug zur betreffenden Aktie ausreichen.

Die Anzahl der mitteilungsspflichtigen Stimmrechte ist auch weiterhin anhand der vollen Anzahl der dem Instrument zugrunde liegenden Aktien zu berechnen. Bei Instrumenten, die ausschließlich einen Barausgleich und kein lineares, symmetrisches Auszahlungsprofil vorsehen, wird die Anzahl der maßgeblichen Stimmrechte künftig mit Hilfe eines allgemein anerkannten Preisbildungsmodells ermittelt. Die Europäische Kommission hat dazu eine Delegierte Verordnung (2015/761) erlassen, die ab dem 26. November 2015 gilt.

## Delisting

Ein vollständiger Rückzug eines Emittenten vom regulierten Markt ("Delisting") setzt neuerdings ein gleichzeitiges Erwerbsangebot voraus, nicht aber einen zustimmenden Hauptversammlungsbeschluss. Eine Überprüfung der Abfindungshöhe in einem Spruchverfahren findet nicht statt.

Der Gesetzgeber hat damit einen Zustand beendet, den der Bundesgerichtshof (BGH) 2013 mit seiner viel

beachteten und teilweise scharf kritisierten Frosta-Entscheidung herbeigeführt hatte. Nach Frosta konnten Emittenten börsennotierter Aktien ohne Hauptversammlung und ohne Abfindungsangebot an die Aktionäre spontan – und somit für die Aktionäre überraschend – den teilweisen oder gar vollständigen Widerruf ihrer Börsenzulassung betreiben. Daraus folgte oftmals ein Kursverfall der betroffenen Aktien, denn die Aussicht, die Aktie alsbald nicht mehr an einem liquiden regulierten Markt handeln zu können, löste vielfach einen Verkaufsdruck und somit fallende Börsenkurse aus, insbesondere da viele institutionelle Anleger keine Aktien halten dürfen, die nicht (mehr) in einem regulierten Markt mit bestimmten Mindeststandards gehandelt werden.

Der Gesetzgeber hat den wichtigsten Teil des Rechtszustandes vor Frosta nun wieder hergestellt: Der Widerruf der Börsenzulassung auf Antrag des Emittenten setzt ein gleichzeitiges Erwerbsangebot an alle anderen Aktionäre voraus, das im wesentlichen einem Angebot nach dem WpÜG entspricht, ja teilweise sogar noch schärfere Anforderungen erfüllt. Eine Hauptversammlungsentscheidung über den Rückzug von der Börse bleibt indes weiterhin entbehrlich.

Der Gesetzgeber hat sich bei der Neuregelung des Delistings nun für eine rein kapitalmarktrechtliche Lösung entschieden, indem er die Voraussetzungen in § 39 BörsG n.F. verschärft hat, die von den Börsen bei einer vom Emittenten beantragten Widerrufsentscheidung zu beachten sind. In das Aktiengesetz brauchte der Gesetzgeber nicht einzugreifen, da er keine neue Hauptversammlungszuständigkeit für das Delisting schaffen, also insofern die Macrotron-Grundsätze nicht aufgreifen wollte.

Im Grundsatz darf eine Börse den Widerruf der Börsenzulassung auf Antrag des Emittenten nur noch dann aussprechen, wenn entweder die Aktie weiterhin an einer anderen inländischen oder ausländischen Börse im regulierten Markt gehandelt wird (dann liegt schon kein vollständiges Delisting vor), oder wenn bei Antragstellung ein Erwerbsangebot für die betroffene Aktie veröffentlicht wurde. Wie dieses Angebot ausgestaltet sein muss und welche Kriterien insbesondere für die Angemessenheit der Gegenleistung zu erfüllen sind, ist ebenfalls Gegenstand der Neuregelung.

Das Angebot muss zunächst auf den Erwerb aller Aktien gerichtet sein; Teilangebote sind ausgeschlossen. Das Angebot darf auch keine Bedingungen enthalten, § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG n.F. (außer gesetzlich zwingend vorgeschriebenen Bedingungen, z.B. fusionskontrollrechtliche Freigabe).

Hinsichtlich der zu zahlenden Gegenleistung ist § 31 WpÜG mit Verschärfungen anzuwenden: Die Gegenleistung des Erwerbsangebots darf beim Delisting nur in einer Geldleistung in Euro bestehen. Die Höhe der Barabfindung orientiert sich am durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der betroffenen Aktie der letzten sechs Monate – statt der sonst vorgesehenen drei Monate im Übernahmerecht – vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Erwerbsangebots oder bei Veröffentlichung der Kontrollerlangung, § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG n.F. Abweichend davon soll der Unternehmenswert für die Bestimmung der Angemessenheit der Gegenleistung maßgeblich sein, wenn der Emittent Ad-hoc-Publizitätspflichten verletzt hat oder der Emittent oder der Bieter gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen haben, es sei denn, diese

Verstöße haben den Durchschnittskurs nur unwesentlich beeinflusst.

Dass der Börsenkurs zur Ermittlung der Gegenleistung nicht geeignet ist, wenn eine Marktengpass bestanden hat, im maßgeblichen Betrachtungszeitraum also insbesondere an weniger als an einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind, entspricht der herkömmlichen Rechtslage nach dem WpÜG und wird vom Börsengesetz aufgegriffen. Dann ist der Abfindungsbetrag anhand einer Unternehmensbewertung des Emittenten zu ermitteln, § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG n.F.

Bemerkenswert ist schließlich noch, dass auch eine Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung konsequent den WpÜG-Regeln folgt, bei denen gerade kein Spruchverfahren vorgesehen ist. Ein Aktionär, der die Abfindung für unangemessen niedrig hält, ist auf eine zivilrechtliche Klage gegen den Bieter auf der Anspruchsgrundlage des § 31 WpÜG verwiesen.

## Überwachung von Unternehmensabschlüssen

Nach bisheriger Rechtslage unterlagen diejenigen Unternehmen der Überwachung von Unternehmensabschlüssen durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("**Enforcement-Verfahren**"), deren Wertpapiere an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind. Der Sitz des Unternehmens spielte keine Rolle. Auch ausländische Unternehmen konnten dem Enforcement-Verfahren unterliegen. Dies führte in der Praxis zu Doppelprüfungen, wenn die Wertpapiere des Unternehmens an mehreren europäischen Börsen zugelassen waren.

Nach neuer Rechtslage unterliegen solche Unternehmen dem Enforcement-Verfahren, für die als Emittenten von zugelassenen Wertpapieren die

Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat ist. Auf eine Zulassung der Wertpapiere an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt kommt es nicht mehr an. Damit sollen Doppelprüfungen und Aufsichtslücken innerhalb der Europäischen Union vermieden werden.

Ob die Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat von Emittenten ist, bestimmt sich nach Maßgabe des § 2 Abs. 6 WpHG n.F.

Darüber hinaus wird der Prüfungsgegenstand um die (Konzern-) Zahlungsberichte erweitert, die Unternehmen der mineralgewinnenden Industrie gem. § 37x WpHG n.F. erstellen müssen. Zudem werden Anlassprüfungen künftig auch für das vorangegangene Geschäftsjahr möglich, wobei ausdrücklich klargestellt wird, dass eine stichprobenartige Prüfung hierbei nicht mehr zulässig ist.

## Periodische Finanzberichterstattung

### Abschaffung der Zwischenmittlungspflichten

Nach bisheriger Rechtslage (§ 37x WpHG) sind Emittenten von im organisierten Markt zugelassenen Wertpapieren zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen (z.B. Quartalsberichten) verpflichtet.

Diese Verpflichtung zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen entfällt nun. Der europäische Richtlinienggeber ist der Auffassung, unterjährige Finanzinformationen wirken zu Lasten langfristig orientierter Investitionen und bereiten kleineren und mittleren Unternehmen unangemessenen Verwaltungsaufwand, ohne für den Anlegerschutz notwendig zu sein.

Auswirkungen durch die Neuregelung sind für Emittenten, deren Aktien in den Premium-Segmenten börsennotiert sind, allerdings nicht zu erwarten. Die Börsenordnungen verpflichten

diese Emittenten wahrscheinlich auch weiterhin zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen, sodass für diese Unternehmen aus der Umsetzung der geänderten Transparenzrichtlinie zunächst keine spürbaren Änderungen hinsichtlich der Zwischenmittlungspflichten folgen.

### Frist für Halbjahresfinanzbericht

Weiterhin wurde durch die Neuregelung die Frist für die Berichterstattung des Halbjahresfinanzberichts von bisher zwei auf drei Monate verlängert. (§ 37w Abs. 1 S. 1 WpHG n.F.)

### Zahlungsberichtspflichten für bestimmte Branchen

Für Emittenten in der mineralgewinnenden Industrie und der Industrie des Holzeinschlags in Primärwäldern wurde nach § 37x WpHG n.F. eine länderbezogene Berichterstattungspflicht zu an staatliche Stellen geleisteten Zahlungen eingeführt. Demgemäß besteht für diese Emittenten eine Offenlegungspflicht von jährlichen (Konzern-)Zahlungsberichten über die an staatliche Stellen geleisteten Zahlungen.

## Verschärftes Sanktionsregime

Die geänderte Transparenzrichtlinie sieht des Weiteren ein umfassendes Sanktionsregime vor, das Neuerungen beim Rechtsverlust, die behördliche Bekanntgabe von Maßnahmen und Sanktionen unter namentlicher Nennung des Betroffenen ("**Naming and Shaming**") sowie eine Verschärfung der Geldbußen enthält. Der deutsche Gesetzgeber ist bei der nationalen Umsetzung über die Vorgaben der geänderten Transparenzrichtlinie hinausgegangen.

### Rechtsverlust

Solange bestehende Meldepflichten für eigenen oder zurechenbaren Aktien nicht erfüllt werden, verliert der

Meldepflichtige auch weiterhin nach Maßgabe des § 28 WpHG n.F. ausgewählte Rechte – insbesondere sein Stimmrecht. Der Anwendungsbereich des Rechtsverlusts wird erweitert, indem der Kreis zurechenbarer Aktien nicht mehr nur – wie nach alter Rechtslage – ausgewählte Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG umfasst. Vielmehr sind nach neuer Rechtslage auch sämtliche Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG für den Rechtsverlust maßgeblich.

Künftig werden darüber hinaus auch Meldepflichtverletzungen in Bezug auf (Finanz-)Instrumente gem. § 25 sowie § 25a WpHG n.F. den Rechtsverlust auslösen. Der Rechtsverlust betrifft dann zugrunde liegende Aktien desselben Emittenten, die dem Meldepflichtigen gehören. Auf den Erwerbzeitpunkt der zugrunde liegende Aktien kommt es nicht an.

Der Rechtsverlust ist auf die Person des Meldepflichtigen beschränkt. Ein pflichtgemäß handelnder Stimmrechtsinhaber verliert seine Stimmrechte nicht. Die Meldepflichtverletzung endet, sobald der Meldepflichtige entweder eine ordnungsmäßige Mitteilung vornimmt oder die maßgeblichen (Finanz-)Instrumente nicht mehr in seinem Bestand hat – etwa durch Verkauf oder Ausübung. Werden Meldepflichten vorsätzlich oder grob fahrlässig verletzt, so verlängert sich die Zeit, in der die Rechte nicht ausgeübt werden können, um sechs Monate ab Beendigung der Meldepflichtverletzung.

#### Veröffentlichung von Verstößen

Nach neuer Rechtslage veröffentlicht die BaFin Entscheidungen über Maßnahmen und Sanktionen, die aufgrund von Verstößen gegen Meldepflichten (§§ 21 ff. WpHG), bestimmte

Informationspflichten (§§ 30a ff. WpHG) sowie der periodischen Finanzberichterstattung (§§ 37v ff. WpHG) erlassen werden, unverzüglich auf ihrer Internetseite. Dabei werden insbesondere die für den Verstoß verantwortliche natürlichen oder juristischen Personen oder Personenvereinigungen benannt. Auch Ordnungsgelder gegen kapitalmarkt-orientierte Kapitalgesellschaften oder Mitglieder der Vertretungsorgane gem. § 335 Abs. 1 HGB werden auf diese Weise veröffentlicht.

Die Veröffentlichung ist eine gebundene Entscheidung und hat bereits vor Eintritt der Bestandskraft zu erfolgen, muss dann aber einen Hinweis auf die fehlende Bestandskraft sowie auf ggf. eingelegte Rechtsmittel enthalten. Soweit die Veröffentlichung mit Blick auf personenbezogene Daten, einen zu erwartenden Schaden des Betroffenen oder der Stabilitätsgefährdung des Finanzsystems unverhältnismäßig erscheint, kann die Veröffentlichung anonymisiert erfolgen oder aufgeschoben werden.

#### Höhere Geldbußen

Der Bußgeldrahmen für die Verletzung von Melde- und Veröffentlichungspflichten wird ausgeweitet, wobei zukünftig auch unterschiedliche Rahmen für natürliche und juristische Personen geschaffen werden.

Für natürliche Personen gilt ein Höchstbetrag von EUR 2 Mio., für juristische Personen oder Personenvereinigungen ein Höchstbetrag von EUR 10 Mio. oder fünf Prozent des Gesamtumsatzes, den die juristische Person oder Personenvereinigung im vorangegangenen Geschäftsjahr erzielt hat. Im Konzern wird der Gesamtumsatz auf konsolidierter Basis ermittelt.

Zusätzlich kann die Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße bis zum Zweifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils geahndet werden. Der wirtschaftliche Vorteil umfasst erzielte Gewinne und vermiedene Verluste und kann von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht geschätzt werden.

#### Inkrafttreten

Das Gesetz wird voraussichtlich in der 47. Kalenderwoche 2015 in Kraft treten.

\*\*\*

## Ihre Ansprechpartner



**Dr. Marc Benzler**  
Partner  
T: +49 69 7199-3304  
E: marc.benzler@cliffordchance.com



**Dr. Felix Biedermann**  
Counsel  
T: +49 69 7199-3188  
E: felix.biedermann@cliffordchance.com



**Dr. Gregor Evenkamp**  
Partner  
T: +49 69 7199-3158  
E: gregor.evenkamp@cliffordchance.com



**Dr. George Hacket**  
Partner  
T: +49 69 7199-3103  
E: george.hacket@cliffordchance.com



**Dr. Christian Köhler**  
Associate  
T: +49 69 7199-3143  
E: christian.koehler@cliffordchance.com



**Sebastian Maerker**  
Partner  
T: +49 69 7199-1510  
E: sebastian.maerker@cliffordchance.com



**Gwendolyn Antonia Müller**  
Counsel  
T: +49 89 21632-8458  
E: gwendolyn.mueller@cliffordchance.com



**Dr. Frank Scholderer**  
Partner  
T: +49 69 7199-1216  
E: frank.scholderer@cliffordchance.com



**Dr. Thomas Stohlmeier**  
Partner  
T: +49 211 4355-5778  
E: thomas.stohlmeier@cliffordchance.com



**Dr. Stefan Ueding**  
Senior Associate  
T: +49 69 7199-3114  
E: stefan.ueding@cliffordchance.com



**Dr. Christian Vogel**  
Partner  
T: +49 211 4355-5773  
E: christian.vogel@cliffordchance.com



**Dr. Axel Wittmann**  
Senior Associate  
T: +49 69 7199-3137  
E: axel.wittmann@cliffordchance.com

---

Diese Publikation dient der allgemeinen Information und ersetzt nicht die Beratung im Einzelfall. Wenn Sie Fragen haben oder weitere Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an die Autoren oder Ihren üblichen Ansprechpartner bei Clifford Chance.

Clifford Chance, Königsallee 59, 40215 Düsseldorf  
© Clifford Chance 2015

Clifford Chance Deutschland LLP ist eine Limited Liability Partnership mit Sitz in 10 Upper Bank Street, London E14 5JJ, registriert in England und Wales unter OC393460. Die Gesellschaft ist mit einer Zweigniederlassung im Partnerschaftsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter PR 2189 eingetragen.

Die nach § 5 TMG und §§ 2, 3 DL-InfoV vorgeschriebenen Informationen finden Sie unter: [www.cliffordchance.com/deuregulatory](http://www.cliffordchance.com/deuregulatory)

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

---

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta\* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

\*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.