



Bundesverband der Deutschen Industrie · 11053 Berlin

Herrn Eduard Oswald MdB  
Vorsitzender des Finanzausschusses des  
Deutschen Bundestages  
11011 Berlin

**Wirtschaftspolitik**

**Recht, Versicherung,  
Verbraucherpolitik**

*Unser Zeichen*  
I/1 RK

*Datum*  
18. Januar 2008

*Seite*  
1 von 17

## **Stellungnahme zum Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)**

Sehr geehrter Herr Oswald,

für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum Regierungsentwurf für ein  
Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken  
(Risikobegrenzungsgesetz) bedanken wir uns.

### **1. Allgemeines**

Der BDI begrüßt die Zielsetzung der Bundesregierung, Identität und Absichten der Eigner von Aktien börsennotierter Gesellschaften transparenter zu machen. Ausreichende Transparenz aller Marktteilnehmer und der Marktstrukturen ist eine zentrale Voraussetzung für Effizienz und Stabilität an den Finanzmärkten. Die Finanzmärkte werden ihrer Funktion als Instrument zur Deckung der Kapitalversorgung der Unternehmen umso mehr gerecht, je transparenter und damit effizienter sie sind. Die andauernde Subprime-Krise im Immobilienbereich – die längst auch andere Märkte infiziert hat und in deren Sog prominente Banken, Hedgefonds und Private Equity-Firmen unter massiven Ertrags- und Liquiditätsdruck geraten sind – unterstreicht einmal mehr, wie wichtig geeignete Vorsorge zur Wahrung der Stabilität des Finanzsektors ist.

Ausreichende Kapitalmarkttransparenz bedarf zielführender Regeln. Die Beseitigung bestehender Unzulänglichkeiten in dieser Hinsicht war in den vergangenen Jahren wiederholt Ziel gesetzgeberischer Aktivitäten, zuletzt 2006 mit dem EU-Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), mit dem die Berichtspflichten der Emittenten nochmals verschärft wurden. Transparenz sollte aber keine „Einbahnstraße“ sein. Mehr Transparenz vor allem größerer Finanzinvestoren ist aus dem Blickwinkel von Emittenten

**Bundesverband der  
Deutschen Industrie e.V.**  
Mitgliedsverband  
BUSINESSEUROPE

*Hausanschrift*  
Breite Straße 29  
10178 Berlin

*Postanschrift*  
11053 Berlin  
*Telekontakte*  
T: 030 2028-1422  
F: 030 2028-2422

*Internet*  
www.bdi.eu

*E-Mail*  
R.Kudiss@bdi.eu

und Anlegern, insbesondere auch zur Vermeidung systemischer Finanzmarktrisiken unabdingbar.

Das Risiko systemischer Dominoeffekte beschränkt sich keineswegs auf die Kreditvergabe von Banken an Hedgefonds und andere Finanzinvestoren, wie dies durch die öffentliche Diskussion vordergründig suggeriert wird. Vielmehr können systemische Risiken – indirekt und über mehrere Stufen – auch Folge einer intransparenten Eigentümerstruktur der Zielgesellschaft sein. Eine bessere Kenntnis der Aktionärsstruktur kann daher dazu beitragen, solche Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte zu verringern.

Der BDI hat sich wiederholt für eine Anpassung der einschlägigen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Transparenzvorschriften ausgesprochen, die auf den Abbau bestehender Informationsasymmetrien zielen. Die Aktionärsstruktur deutscher börsennotierter Gesellschaften hat sich in den vergangenen Jahren fundamental gewandelt. Größere institutionelle Anlegergruppen vor allem aus dem Ausland haben einen gegenüber anderen Aktionären überproportional höheren Einfluss auf Unternehmensentscheidungen genommen. Leider sind die Beteiligungen dieser Investoren aus Unternehmenssicht noch wenig transparent.

Transparenzsteigernde Maßnahmen, die unmittelbar bei den Finanzinvestoren ansetzen, sind nur im international abgestimmten Konsens erfolgreich. Ein solcher ist derzeit nicht in Sicht. Die vorgeschlagenen Maßnahmen hingegen können auch auf nationaler Basis umgesetzt werden: Sie setzen am Emittenten an, gelten für alle Investoren(gruppen), unterliegen deutschem Recht und machen keine internationale Abstimmung erforderlich. Der BDI unterstützt deshalb die Transparenzinitiative der Bundesregierung im Grundsatz.

Neben der Anpassung gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Vorschriften zur Verbesserung der Identität von Aktionären plant die Bundesregierung, den Schutz von Kreditnehmern bei Verkäufen von Darlehensforderungen zu verbessern. Auch in dieser Frage geht der vorliegende Regierungsentwurf in die richtige Richtung.

Ungeachtet des grundsätzlich positiv bewerteten Tenors der geplanten Maßnahmen ist der Entwurf an manchen Stellen noch zu unscharf, die Vorlage muss und kann noch optimiert werden. Unerwünschte Auswirkungen auf den Finanzplatz Deutschland und etablierter Finanzierungsinstrumente müssen ebenso vermieden werden wie neue bürokratische Belastungen der Wirtschaft. Auch bedarf der vorliegende Regierungsentwurf der Ergänzung um einige, den Aktienemittenten wichtige Elemente. Dies betrifft vor allem geeignete Maßnahmen zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz sowie die Einbeziehung von Handelsbeständen der Banken und Leerverkäufen in die Mitteilungspflichten.

## 2. Unsere Anmerkungen im Einzelnen

### **Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes und des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes**

Mit diesen Änderungen sollen die Vorschriften zum abgestimmten Verhalten (acting in concert) von Investoren überarbeitet und konkretisiert werden (§ 22 WpHG). Die Aussagefähigkeit der Meldungen über Veränderungen wesentlicher Stimmrechtsanteile soll danach durch die Zusammenrechnung der Stimmrechte aus Aktien und vergleichbaren, über Finanzinstrumente gehaltene Positionen gesteigert werden (§ 25 WpHG). Vorgesehen sind außerdem Änderungen der Meldepflichten im Hinblick auf den Umfang der Offenlegungspflichten (§ 27 WpHG). Schließlich werden die Rechtsfolgen bei Verletzung der gesetzlichen Mitteilungspflichten verschärft (§ 28 WpHG). Mit der Anpassung von § 30 WpÜG wird ein Gleichlauf mit den melderechtlichen Vorschriften nach § 22 WpHG gewährleistet.

#### **2.1 Acting in Concert:**

Der Nachweis eines abgestimmten Verhaltens von Aktionären hinsichtlich einer Gesellschaft (§§ 22 Abs. 2 WpHG und 32 Abs. 2 WpÜG) ist de lege lata extrem schwierig. Nach geltender Rechtsprechung erfasst die Zurechnungsnorm nur solche Vereinbarungen, die sich auf die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft ausschließlich in der Hauptversammlung selbst beziehen. Dies greift zu kurz, da abgestimmtes Verhalten in der Regel zeitlich vor der Hauptversammlung stattfindet und dort Wirkung entfaltet. Der Regierungsentwurf trägt dem insoweit Rechnung, als auch die Abstimmung im Vorfeld der Hauptversammlung künftig ein relevantes Zusammenwirken begründen kann. Die gefundene Regelung dürfte die prinzipiell wünschenswerte öffentliche Diskussion und Meinungsbildung über unternehmensrelevante Themen nicht ernsthaft beeinträchtigen.

Problematisch erscheint uns die Erweiterung des Anwendungsbereichs für ein acting in concert, soweit sie auf die Eignung zur dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft abstellt. Ob ein so definiertes abgestimmtes Verhalten tatsächlich mehr Rechtsklarheit schafft, erscheint uns fraglich. So würde auch eine dauerhafte, gleichwohl unerhebliche Beeinflussung der Gesellschaft eine Zurechnung der Stimmrechte zur Folge haben. In der Praxis könnte das Abstellen auf die bloße Eignung zur Beeinflussung erhebliche Rechtsunsicherheit darüber schaffen, wo in Zukunft die Grenzen für ein acting in concert zu ziehen sind.

**Durch eine Präzisierung der Definition muss angemessen zum Ausdruck gebracht werden, dass es auf die beabsichtigte Veränderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten ankommt.**

In der Begründung des Entwurfs werden einige Fallkonstellationen aufgezeigt, die als Indiz für bzw. gegen eine Zurechnung der Stimmrechte sprechen sollen. Allerdings sorgen zu viele unbestimmte Rechtsbegriffe wie z.B. eine „größere Zahl von Aufsichtsratsmitgliedern“ oder an anderer Stelle, „wenn die Absprache über die Wahl des Vorsitzenden mit besonderen Umständen verbunden ist, die über den Normalfall hinausgehen“, nicht für die beabsichtigte Klarheit. Jede zusätzliche Unschärfe des Zurechnungstatbestands könnte vermehrten Anfechtungsklagen Vorschub leisten, was nicht im Interesse der Emittenten läge.

Den Gleichlauf der melderechtlichen Vorschriften des WpHG und der Zurechnungsregeln des WpÜG, die den Schutz der Vermögensposition von Minderheitsaktionären gewährleisten sollen, halten wir hinsichtlich eines acting in concert nicht für sachgerecht und auch nicht für erforderlich. Es würde in der Tat zu weit gehen, wenn selbst ein einmaliges ggf. spontanes Zusammenwirken von Investoren zu einer Zurechnung und damit zu einem Pflichtangebot führen könnte.

**Aufgrund der unterschiedlichen Zielsetzung der Vorschriften erscheint es sachgerechter, die Zurechnungsnormen der § 22 WpHG und § 30 WpÜG unterschiedlich auszugestalten. Ggf. könnte im WpÜG die Einzelfallausnahme beibehalten werden.**

Im Übrigen sind differenzierte Kapitalmarktregelungen nicht ungewöhnlich, beispielsweise beim Thema ad hoc-Publizität. Der Kapitalmarkt hat damit offenbar kein Problem. Eine Differenzierung bei den Zurechnungstatbeständen bei WpHG und WpÜG ist dann zu rechtfertigen, wenn der Zweck die Mittel rechtfertigt. Das scheint uns in dieser Frage der Fall zu sein.

## **2.2 Aussagefähigere wertpapierhandelsrechtliche Meldungen:**

Die Transparenz über die Beteiligungshöhe einzelner Investoren ist durch das EU-Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz mit der Einführung u. a. der 3 %-Meldeschwelle und der Einbeziehung von Finanzinstrumenten gestärkt worden. Jedoch reicht dies nicht aus, um den berechtigten Informationsinteressen der Unternehmen und der anderen Kapitalmarktteilnehmer angemessene Rechnung zu tragen. Nach geltendem Recht kann ein Investor Aktien bis zu 3 % kaufen und dies mit dem Erwerb von Finanzinstrumenten bis zu 5 %, die sich auf die gleiche Aktie beziehen, kombinieren. So kann er bis zu 8 % der Stimmrechte der Gesellschaft „kontrollieren“, ohne dies melden zu müssen. Dies widerspricht dem Gesetzeszweck.

**Die Zusammenrechnung von Finanzinstrumenten i. S. v. § 25 WpHG mit Beteiligungen gem. §§ 21, 22 WpHG ist daher uneingeschränkt zu befürworten. Sie hebt die bisherige künstliche Trennung auf.**

### **2.3 Erweiterte Meldepflicht für Inhaber wesentlicher Beteiligungen:**

Aus Emittentensicht, aber auch für die anderen Kapitalmarktteilnehmer macht es einen Unterschied, ob es sich um einen renditeorientierten, langfristigen handelnden Anleger oder um einen strategischen Finanzinvestor handelt, dem es um mehr als nur um die "übliche aktive Einflussnahme" auf die Gesellschaft geht. Investoren sollten daher zur Verbesserung der Informationslage der Emittenten ab einer bestimmten Beteiligungshöhe zu weitergehenden Angaben verpflichtet werden.

**Die Neufassung des § 27 WpHG mit der Angabepflicht von XX und YY, die sich wesentlich an den Meldevorschriften in den USA (Rule 13d des SEC Act) und in Frankreich (Article L 233-7 Code de Commerce) orientiert, ist vom Grundsatz her zu begrüßen.**

Die vorgesehenen Meldeinhalte bedürfen jedoch einer nochmaligen kritischen Reflexion. **Fraglich ist, ob und inwieweit z. B. Angaben im Hinblick auf die Kapitalstruktur der Gesellschaft wirklich einen nutzbringenden Erkenntniswert für andere Anleger und die Emittenten mit sich bringen. Problematisch ist in jedem Fall, wenn ein Investor einen beabsichtigten Erwerb weiterer Stimmrechte innerhalb der nächsten zwölf Monate offenlegen muss.**

Dies könnte unerwünschte Auswirkungen auf den Aktienkurs der betreffenden Gesellschaft haben und damit geplante Akquisitionen letztlich wirtschaftlich unattraktiv machen. Wichtiger auch: Investoren können oft gar nicht mit Bestimmtheit sagen, ob und wann sie einen Hinzuerwerb planen. Nicht selten wird die Entscheidung dazu erst auf Basis später vorliegender Erkenntnisse und veränderter strategischer Ausrichtung getroffen. **Dies ließe sich heilen, wenn die Pläne bei Erwerb genannt werden müssen und eine Pflicht zu einer weiteren Veröffentlichung besteht, wenn und soweit sich diese später ändern.**

Leider enthält die Transparenzregelung bisher keine Rechtsfolgen-Anordnung. Ohne Sanktion scheint uns die vorgesehene Maßnahme jedoch wenig geeignet, die bestehende Informationsasymmetrie zu beseitigen. Um einen wirksamen Anreiz zur Befolgung, insbesondere auch durch ausländische Investoren, zu schaffen, sollte die Nichterfüllung der erweiterten Meldepflichten gemäß § 27 Abs. 2 WpHG rechtlich genauso behandelt werden wie Verletzungen der gesetzlichen Mitteilungspflichten nach dem neuen § 28 WpHG (d.h. Verlust des Stimmrechts). **Anzustreben ist ein Gleichlauf der Sanktionen.**

Die zuweilen angemerkte Sorge vor einer mit dem Stimmrechtsverlust verbundenen missbräuchlichen Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen und der damit verbundenen Lähmung der Beschlussfassung des Emittenten teilen wir nicht.

## **2.4 Verschärfung der Rechtsfolgen bei Verletzung von gesetzlichen Mitteilungspflichten:**

Um die Einhaltung der Meldepflichten nach dem WpHG sicherzustellen, müssen wirksamere Sanktionen geschaffen werden. Bisher einzige Sanktion für die Verletzung der Meldepflicht ist die Bußgeldbewehrung durch § 39 Abs. 2 WpHG mit einem maximalen Bußgeld von €200.000. Der in § 28 WpHG angeordnete Rechtsverlust ist bisher durch die ausdrückliche Herausnahme des Dividendenbezugsrechts (§ 58 Abs. 4 AktG) und des Rechts auf Teilhabe am Liquidationserlös (§ 271 AktG) sowie das sofortige Wiederaufleben der Mitverwaltungsrechte nach der Nachholung der unterlassenen Mitteilung faktisch wirkungslos, da er keinen wirksamen Anreiz gibt, Meldepflichten rechtzeitig, d.h. innerhalb der gesetzlichen Fristen zu erfüllen. So kann der Mitteilungspflichtige selbst noch in der Hauptversammlung seine u. U. monatelang unterlassene Mitteilung nachholen mit der Folge, dass das Stimmrecht sofort wiederauflebt, wenn die gleichzeitige Benachrichtigung der BaFin sichergestellt ist.

**Wir halten den vorgeschlagenen zeitweiligen Stimmrechtsverlust bei Verletzung der Mitteilungspflichten für sachgerecht.** Der Stimmrechtsverlust für eine Zeitspanne von 6 Monaten nach Nachholung der ordnungsgemäßen Meldung ist eine wirksame Verbesserung der Anreize zur Beachtung des geltenden Rechts. Der in diesem Zusammenhang ebenfalls diskutierte Verlust des (zeitlich rätierlichen) Dividendenbezugsrechts hingegen scheint uns im Interesse der Investoren zu weitgehend.

## **2.5 Verbesserte Transparenz des Aktienregisters:**

Mit diesen Änderungen wird eine verbesserte Identifizierung der Inhaber von Namensaktien beabsichtigt.

Der BDI begrüßt die im Regierungsentwurf vorgesehenen Änderungen des Aktiengesetzes. Die in den §§ 67 und 405 AktG verwirklichte Kombination von Eintragungspflicht und Auskunftsanspruch wird die Transparenz der Aktienregister wesentlich erhöhen. Die schon mit dem NaStraG verfolgten Ziele für die Namensaktie können nun besser erreicht werden. Dies ist möglich, ohne die im internationalen Vergleich sehr guten technischen Standards des elektronischen Datenaustauschs zwischen Depotbanken und Aktienregistern sowie die inzwischen erreichte hohe Effizienz der Börsengeschäftsabwicklung zu beeinträchtigen.

Vereinzelt geäußerte Kritik am Regierungsentwurf, die „Handelbarkeit“ der Namensaktie werde sich verschlechtern und es werde zu Kursabschlägen kommen, halten wir nicht für berechtigt. In wichtigen europäischen Nachbarländern sind Offenlegungspflichten fest etabliert und unstrittig. Die nach britischem (Section 793 ff UK Companies Act 2006) und französischem Aktienrecht (Art. L 228-1 bis L 228-3 Code de Commerce) schon seit langem bestehenden Offenlegungspflichten werden auch von deutschen Depotbanken gegenüber Emittenten aus England und Frankreich problemlos erfüllt.

**Zur Optimierung des Gesetzentwurfes und weiteren Verbesserung der Registertransparenz schlagen wir folgende vier Änderungen und Klarstellungen vor.** Sie stehen im Einklang mit dem Regierungsentwurf und seinen Zielen, sind aber erforderlich, um diese Ziele auch zu erreichen.

#### **§ 67 Absatz 1 und 4 AktG:**

Der Begriff „Aktien, die einem anderen gehören“ ist im Zusammenhang des § 67 AktG unklar. Die Gesetzesbegründung legt den Schluss nahe, dass mit Satz 3 ausschließlich Eintragungen als Legitimationsaktionäre erfasst sein sollen. Dies wäre zu eng. Die nach dem bisherigen § 67 Absatz 4 Satz 2 AktG eingetragenen Kreditinstitute wären zwar zweifelsfrei erfasst. Das reicht aber nicht aus, um die Transparenz zu erreichen.

Das Differenzierungskriterium für Eintragung und Auskunft sollte deshalb sein, ob man sich im eigenen Namen für eigene oder für fremde Rechnung eintragen lässt. Dieses Kriterium stellt darauf ab, wer das wirtschaftliche Risiko der Aktien trägt, unabhängig davon, ob die Depotbank dem Investor dingliches Eigentum oder nur schuldrechtliche Verschaffungsansprüche an den für ihn erworbenen Aktien eingeräumt hat. Eine solche Formulierung ist auch international für Fremdbesitzeintragungen gebräuchlich.

Auch Art. 13 Absatz 1 der Aktionärsrechte-Richtlinie definiert die Nominee-Eigenschaft nicht über Eigentumsbegriffe, sondern über die auftragsbezogene Tätigkeit für einen anderen.

Mit dem vorgeschlagenen Begriff „Handeln für Rechnung eines anderen“ könnten sachwidrige Umgehungsstrategien verhindert werden. Diese Formulierung benutzt der Gesetzgeber auch schon im Aktienrecht.

#### **§ 67 Absatz 1 Satz sollte daher lauten:**

**„Die Satzung kann Näheres dazu bestimmen, unter welchen Voraussetzungen Eintragungen im eigenen Namen für Aktien, die einem anderen gehören, oder die für Rechnung eines anderen gehalten werden, zulässig sind.**

Als Folgeänderung sollte der neue Satz 2 von Absatz 4 wie folgt lauten:

**“Der Eingetragene hat der Gesellschaft auf ihr Verlangen innerhalb einer angemessenen Frist mitzuteilen, inwieweit ihm die Aktien, als deren Inhaber er im Aktienregister eingetragen ist, gehören oder ob er sie für Rechnung eines anderen hält.“**

## § 67 Absatz 2 AktG

Auch Absatz 2 sollte eine flexiblere Formulierung erhalten. § 67 Absatz 2 ist zu eng gefasst, wenn dessen Rechtsfolgenanordnung nur auf eine satzungsmäßige Höchstgrenze gemäß Absatz 1 abstellt, wobei Absatz 1 eine solche satzungsmäßige Höchstgrenze nicht erwähnt. Worum es dem Gesetzgeber geht, wird erst aus der Begründung deutlich. Danach sollen die Gesellschaften entsprechend der Schweizer Praxis ermächtigt werden, in ihrer Satzung Höchstgrenzen festzulegen, bis zu denen Erwerber von Namensaktien im eigenen Namen eingetragen werden können, die die Aktien für fremde Rechnung erworben haben. Ergänzend können dort Treuhänder oder „Nominees“ verpflichtet werden, die wirtschaftlichen Eigentümer offen zu legen, wenn diese Aktien oberhalb einer bestimmten Schwelle halten. Die Begründung des Regierungsentwurfs spricht demgemäß in Bezug auf die vorgesehene Ergänzung des § 67 Absatz 1 AktG-E wiederholt von einer „Schwellenregelung“. Eine satzungsmäßige Regelung sollte sich daher nicht auf die Einführung einer Höchstgrenze beschränken müssen, sondern auch eine Stufenregelung erlauben, die unterhalb einer Höchstgrenze, aber oberhalb einer satzungsmäßig festgelegten Untergrenze die Eintragung von „Nominee-Beständen“ in das Aktienregister bis zur satzungsmäßigen Höchstgrenze zulässt, sofern der einzutragende „Nominee“ diejenigen offen legt, für die er Bestände hält und die die satzungsmäßige Untergrenze überschreiten.

Die börsennotierten Aktiengesellschaften werden die vorgesehenen Instrumente sehr zurückhaltend anwenden und die Schwellen so setzen, dass nicht bereits vergleichsweise kleine Positionen erfasst werden. Ziel der Emittenten wird es sein, für die größten Positionen die „wahren Aktionäre“ zu kennen, um mit ihnen einen direkten Kontakt aufbauen und einen kontinuierlichen Dialog pflegen zu können.

Eine Befürchtung, Gesellschaften würden in der Satzung die Eintragung von Fremdbesitz völlig ausschließen, halten wir für unbegründet. Das Beispiel des funktionierenden und liquiden Kapitalmarktes der Schweiz zeigt, dass praktisch alle börsennotierten Gesellschaften Erleichterungen für die Eintragung von Fremdbesitz geschaffen haben und bei den dabei verwendeten Schwellenwerten sich eine Marktpraxis herausgebildet hat. Eine ähnliche Entwicklung wird auch hierzulande zu erwarten sein.

Für die Zielsetzung „Vollständigkeit und Transparenz des Aktienregisters“ bleibt die Rechtsfolgenanordnung des Satzes 2 erforderlich. In der Begründung könnte aber klargestellt werden, dass diese Rechtsfolge selbstverständlich nicht schon greift, wenn die Angaben gemäß Absatz 1 Satz 1 nicht vollständig oder zu 100 % richtig sind, weil es nicht auf eine „grammatikalische“ Richtigkeit der Angaben ankommt, sondern auf die Identifizierbarkeit des „wahren“ Aktionärs.



§ 67 Absatz 2 Satz 2 AktG sollte daher ergänzt werden:

**“Jedoch bestehen Stimmrechte aus Eintragungen, die von Vorgaben im Sinne des Absatzes 1 abweichen, nicht.“**

Bedenken, dass Gesellschaften dieses Instrument missbrauchen könnten, gehen am Gesetzeswortlaut vorbei und sind auch praktisch völlig unbegründet. Eintragungen, die im Widerspruch zu einer etwaigen Satzungsbestimmung stehen, muss eine Gesellschaft sofort prüfen und klären lassen. Sie darf damit nicht bis zur Hauptversammlung warten und erst dann ein Auskunftsersuchen stellen. Dies folgt aus der Pflicht zur ordnungsgemäßen Registerführung und dem Gebot der Gleichbehandlung aller Aktionäre.

Die Gesellschaft muss für jedes Auskunftsverlangen an einen „Nominee“–Aktionär immer eine „angemessene“ Frist setzen. Diese wird mindestens zwei Wochen betragen. Es ist auch nicht zu befürchten, dass Emittenten das Auskunftsrecht gezielt einsetzen, um mögliche Gegenstimmen zu behindern. Dies ist schon wegen § 53 a AktG nicht zulässig, der die Gleichbehandlung aller Aktionäre unter gleichen Umständen verlangt.

Ein kritischer Blick sollte eher auf andere Marktteilnehmer geworfen werden, da nicht auszuschließen ist, dass manche Investoren oder deren Depotbanken den wahren Aktionär erst kurz vor der Hauptversammlung melden oder einem Auskunftsverlangen bewusst hinhaltend nachkommen, indem die Angaben z.B. erst kurz vor der Hauptversammlung mitgeteilt werden. Die Gesellschaft könnte auf diese Weise von bestimmten Stimmrechtsverhältnissen überrascht werden. Um dies zu verhindern, sollten die Stimmrechte ähnlich wie bei § 28 WpHG-E erst nach Ablauf einer gewissen Frist, z.B. einem Monat nach Erfüllung des Auskunftsverlangens, wieder aufleben. Einer Karenzzeit vor einer Hauptversammlung, in der kein Auskunftsverlangen gestellt werden dürfte, bedarf es daher nicht.

Stimmrechte aus kurzfristig vor einer Hauptversammlung erworbenen Aktien können nur dann ausgeübt werden, wenn deren Inhaber direkt mit eigenem Namen in das Aktienregister eingetragen werden. Der eingetragene Intermediär hat es somit in der Hand, den Verlust des Stimmrechts durch die direkte Eintragung des Aktieninhabers oder die fristgerechte Auskunftserteilung zu vermeiden. Die vorgeschlagene Nachlauffrist von 1 Monat nimmt Manipulationsmöglichkeiten, die – wie von den Namensaktiengesellschaften in den letzten Jahren beobachtet – häufig in einem Zeitraum kurz vor der Hauptversammlung stattfinden, den Spielraum und belässt kurzfristig engagierten Aktionären im Wege der Direkteintragung die Möglichkeit, ihr Stimmrecht auszuüben.

§ 67 Absatz 2 Satz 3 AktG sollte daher ergänzt werden:

**„Ferner bestehen Stimmrechte aus Aktien nicht, solange ein Auskunftsverlangen gemäß Absatz 4 Satz 2 oder Satz 3 nach Fristablauf nicht erfüllt ist und nicht für einen Monat danach.“**

Kein Aktienregister in Deutschland löscht ohne Neueintragung, vielmehr erfolgen Löschungen als notwendige und ausschließliche Konsequenz von Neueintragungen, niemals aber isoliert. Damit aus dem Wegfall der für Absatz 3 vorgeschlagenen Änderung nicht der unzutreffende Umkehrschluss gezogen wird, es sei zulässig, Aktionäre aus dem Aktienregister zu löschen, ohne für diese Aktien andere Aktionäre einzutragen, sollte die im Referenten-Entwurf enthaltene Änderung von Absatz 3 wieder wie folgt vorgesehen werden.

**“In Absatz 3 werden die Wörter „erfolgen Löschung und“ durch die Wörter „erfolgt die Löschung mit“ ersetzt.“**

### **Weitere Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes: Aktienregister- eintrag meldepflichtiger Anteile**

Die Namensaktiengesellschaften halten eine Ergänzung des § 21 Absatz 1 WpHG um einen neuen Satz 2, der die Mitteilung im Fall eines Erwerbs von Namensaktien betrifft, für notwendig, damit eine noch bestehende Lücke im Wertpapierhandelsgesetz geschlossen werden kann:

Der Meldepflichtige ist zwar verpflichtet, das Erreichen, Über- oder Unterschreiten von Stimmrechtsanteilsschwellen der betroffenen Gesellschaft und der Bundesanstalt zu melden; den bei Namensaktien für die Ausübung von Stimmrechten erforderlichen Aktienregistereintrag braucht er aber nicht nachzuweisen. Der Emittent von Namensaktien hat ein legitimes Interesse, bei Anteilseignern mit bedeutenden Stimmrechtsanteilen zu erfahren, in welchen Aktienregistereinträgen die gemeldeten Stimmrechtsanteile enthalten sind. Das Auskunftsverlangen nach § 67 Abs. 4 AktG hilft hier nicht weiter, da es sich gegen einen eingetragenen Nominee, nicht aber gegen denjenigen richtet, der eine Stimmrechtsmitteilung vorgenommen hat. Es muss aus dem Aktienregister ersichtlich sein, in welchen Eintragungen die gemeldeten Stimmrechtsanteile enthalten sind, sonst bleibt trotz des Vorliegens von Anteilsmeldungen nach WpHG das Aktienregister so intransparent, als läge überhaupt keine WpHG-Meldung über eine meldepflichtige Schwellenüberschreitung vor.

Der nach § 21 Absatz 1 Satz 1 WpHG einzufügende neue Satz 2 sollte demgemäß wie folgt lauten:

***„Ein Emittent von Namensaktien kann von dem Meldepflichtigen verlangen, ihm binnen einer Frist von 2 Wochen mitzuteilen, wer für den meldepflichtigen Anteilsbesitz im Aktienregister eingetragen ist.“***

Zu weiteren Details verweisen wir auf die Stellungnahme des Arbeitskreises Namensaktie, die wir vollumfänglich unterstützen.

## 2.6 Änderung des Betriebsverfassungsgesetzes

Mit der Änderung von § 106 und § 109a BetrVG sollen die Informationsrechte der Belegschaften bei Unternehmensübernahmen auf nicht börsennotierte Gesellschaften erweitert werden.

Nach Auffassung des BDI ist die Einführung einer neuen Informationspflicht über die Übernahme des Unternehmens entbehrlich. Schon jetzt stehen dem Betriebsrat und dem Wirtschaftsausschuss umfangreiche Informationsrechte zu, sofern der Betrieb und die Arbeitnehmer von einer Veränderung im Unternehmen betroffen sind. Eine Ausweitung der Unterrichtungspflicht schafft lediglich unnötige Bürokratie.

**Zu Einzelheiten verweisen wir auf die Stellungnahme der Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände (BDA), die wir nachdrücklich unterstützen.**

## 3. Weitere Maßnahmen

### 3.1 Verkauf von Unternehmenskrediten:

Im Mittelstand wächst die Sorge über die verbreitete Praxis der Verkäufe von Kreditforderungen. Immer häufiger geben Banken und Sparkassen zur Verbesserung ihrer Risikostruktur oder zur Neuausrichtung ihres Kreditportfolios Darlehensbeziehungen auf. Viele Mittelständler sind darüber verunsichert, was mit ihren Krediten geschieht. Anders als große Konzerne mit guter Bonität haben kleinere Unternehmen – unabhängig von ihrer Bonität – eine schlechtere Verhandlungsposition bei Kreditgesprächen. Mittelständische Unternehmen sind in der Regel nicht in der Lage, Abtretungsverbote vertraglich durchzusetzen, und werden daher durch einseitige Entscheidung „ihrer“ Bank gezwungen, einen Gläubigerwechsel in Kauf zu nehmen.

Der BDI begrüßt daher die Absicht der Bundesregierung, den Schutz von Kreditnehmern bei Verkäufen von Darlehensforderungen zu verbessern. Hierbei muss in verantwortlicher Weise ein angemessener Ausgleich zwischen dem berechtigten Schutzinteresse des Darlehensnehmers und dem betriebswirtschaftlichen Interesse der Kreditinstitute gefunden werden.

Für den BDI stehen **zwei Kernanliegen** im Vordergrund:

- **Die Unternehmen müssen die Möglichkeit haben, zu vereinbaren, dass ein Kreditvertrag von der Bank nicht an einen anderen Gläubiger weiter veräußert wird.**
- **Die Unternehmen müssen wissen, wer der wirtschaftliche Gläubiger ihres Kreditvertrages ist.**

Hinter dieser Position steht die Sorge, dass sich mittelständische, eigen-  
tümergeführte Unternehmen Finanzierungspartnern ausgesetzt sehen, die  
ein feindliches (Übernahme-) Interesse am Unternehmen haben. Es ist  
ausdrücklich nicht das Interesse des BDI, Refinanzierungen der Banken zu  
erschweren.

Insgesamt halten wir die Vorschläge in den Regelungsansätzen für gelun-  
gen und in der Tragweite für ausgewogen. Der BDI ist nicht der Auffas-  
sung, dass durch die Vorschläge die Rahmenbedingungen für die Kredit-  
finanzierung des Mittelstandes verschlechtert würden. Vielmehr sind die  
Vorschläge geeignet, das Vertrauen mittelständischer Unternehmen in  
partnerschaftliche Bankverbindungen neu zu beleben und damit den  
Finanzplatz Deutschland insgesamt zu stärken.

### **Dazu im Einzelnen:**

#### **§ 16 KWG – „Nicht abtretbare Kreditforderungen“:**

§ 16 KWG verpflichtet die Banken, den Kreditnehmern nicht abtretbare  
Kredite anzubieten. Dieser Vorschlag setzt - wenngleich nur mittelbar - die  
Forderung des BDI nach einem Zustimmungsvorbehalt des Kreditkunden  
bei der Abtretung von Kreditforderungen um. Viele Unternehmen wollen  
sich nicht der Gefahr aussetzen, dass sie sich während der Laufzeit eines  
Kreditvertrages plötzlich einem anderen Kreditgläubiger ausgesetzt sehen.  
Nicht abtretbare Kredite sind aufgrund der Rechtsprechung des BGH in  
jüngerer Zeit die wirtschaftlich einzige Möglichkeit, dieser Gefahr zu  
entgehen. **Der Regelungsansatz gemäß § 16 KWG ist daher zwingend  
erforderlich.**

Eine Einschränkung wäre für Kreditabtretungen, die ausschließlich und  
nachweislich der Refinanzierung der Bank dienen (insbesondere ABS-  
Transaktionen), vorzusehen. Solche Refinanzierungen sind in Unter-  
nehmen üblich und sollten auch Banken nicht verwehrt sein. Es muss  
insbesondere verhindert werden können, dass ein Kredit an Finanz-  
investoren abgetreten wird, die ein strategisches Interesse an den  
Sicherheiten oder am Unternehmen des Kreditkunden haben.

Der BDI wendet sich indes mit Nachdruck gegen den Hinweis in der  
Gesetzesbegründung, die Kredite würden „voraussichtlich zu einem  
höheren Zinssatz angeboten“. Die Frage des Kreditpreises regelt der  
Markt und dabei sollte es bleiben. Nicht abtretbare Kredite müssen nicht  
zwangsläufig teurer werden als abtretbare Kredite. Entscheidend für den  
Zins bleibt – wie in der Vergangenheit – die Bonität des Kunden und  
damit die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung.

#### **§ 492 a BGB – Unterrichtungspflichten:**

**Der BDI stimmt den Regelungsvorschlägen zu.** Auf die Begründung  
des Vorschlages kann verwiesen werden.

### **§ 496 Abs. 1a BGB – Anzeigepflichten:**

Die Anzeigepflicht ist eine zentrale Regelung. Sie kommt nur zum Tragen, wenn der Kreditkunde zu Beginn des Kreditverhältnisses der Abtretung grundsätzlich zugestimmt hat.

Gerade in diesen Fällen muss aber der Kreditkunde wissen, dass er jetzt – noch mehr als vorher – genau darauf zu achten hat, dass er seine vertraglichen Pflichten erfüllt. Ansonsten begibt er sich in die Gefahr, dass die erste Gelegenheit einer tatsächlichen oder vermeintlichen Kündigungsmöglichkeit vom neuen Gläubiger dazu genutzt wird, den Kredit zu kündigen und die Sicherheiten zu verwerten oder sich in eine Eigentümerstellung hineinzuverhandeln.

**Auch hier ist eine Klarstellung angebracht, dass bei reinen Refinanzierungstransaktionen eine Anzeigepflicht nach § 496 Abs. 1a BGB nicht besteht.** Wir verweisen auf vorgenannte Begründung.

### **§ 490 Abs. 3 BGB – Sonderkündigungsrecht ohne Vorfälligkeitsentschädigung:**

Es ist nicht einzusehen, warum ein Sonderkündigungsrecht ohne Vorfälligkeitsentschädigung nur dann gesetzlich gewährt wird, wenn ein Kredit durch Grund- oder Schiffspfandrechte gesichert ist. Die Bank ist nach dem Entwurf verpflichtet, Kredite anzubieten, die nicht abtretbar sind. Hat der Kreditkunde die Zustimmung zur Abtretung nicht erteilt, ist die Abtretung eine schwerwiegende Vertragsverletzung, die in jedem Fall sanktioniert werden muss, auch wenn kein Grund- oder Schiffspfandrecht als Sicherheit dient.

Ferner ist nicht einsehbar, warum das Sonderkündigungsrecht auf Fälle beschränkt sein soll, in denen ein Wechsel des Vertragspartners stattgefunden hat. In Abtretungsfällen (§§ 398 ff. BGB) greifen dieselben Probleme wie in Fällen des Gläubigerwechsels, mit der Ausnahme, dass bei der Abtretung dem Schuldner die Rechte der §§ 406 ff. BGB zustehen. Diese Schutzrechte schließen aber nicht aus, dass der neue Inhaber der abgetretenen Forderung die Rechte aus der Forderung in einer Weise geltend macht, die mit der Geschäftsausrichtung der bisherigen Bank nichts mehr zu tun hat. Darum ist § 490 Abs. 3 BGB auch auf Fälle der Abtretung zu beziehen. Der vorliegende Vorschlag enthält dazu bereits als Variante 2 eine Formulierung.

Es gibt allerdings Abtretungsfälle, in denen ein Sonderkündigungsrecht ohne Vorfälligkeitsentschädigung nicht angemessen erscheint, etwa in Fällen von Bankfusionen oder Insolvenz der ursprünglichen Gläubigerbank. Ein Sonderkündigungsrecht ist schließlich auch bei reinen Refinanzierungstransaktionen entbehrlich (Begründung siehe oben).

**Erforderlich ist dagegen ein Zusatz, dass das in § 490 Abs. 3 BGB genannte Sonderkündigungsrecht keine abschließende Regelung ist.** Es darf durch § 490 Abs. 3 BGB insbesondere nicht bewirkt werden, dass der Kreditkunde bisher gültige Sonderkündigungsrechte nicht mehr wahrnehmen kann. Wenn etwa die Bank Daten, die dem Bankgeheimnis unterliegen, ohne wirksame Zustimmung des Kreditkunden weitergegeben hat, muss ein Sonderkündigungsrecht ohne Vorfälligkeitsentschädigung auch in Zukunft möglich sein.

In § 490 Abs. 3 BGB sollte daher folgender Satz 3 eingefügt werden:

*„Fristlose Kündigungen aus anderem Grund bleiben hiervon unberührt.“*

### **§ 354 a HGB – „Unternehmenskredite“:**

Die vorgesehene Ergänzung von § 354 a HGB ist zwingende Voraussetzung für die Anwendbarkeit der übrigen Vorschläge auf (mittelständische) Unternehmen und deren (Kredit-) Finanzierung. Auf diese Regelung kann daher unter keinen Umständen verzichtet werden.

### **3.2 Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden:**

Die globale Ausbreitung der Subprime-Krise zeigt einmal mehr, wie wichtig die internationale Zusammenarbeit zwischen den Finanzaufsichtsbehörden ist. Risikokonzentrationen in Märkten müssen so weit wie möglich entgegengewirkt werden.

Auch hier geht es vor allem um Transparenz. Mehr Transparenz ermöglicht es den Marktteilnehmern, Risiken besser einzuschätzen und so die Marktdisziplin zu verbessern. Den Aufsichtsbehörden und Notenbanken gestattet sie darüber hinaus, potenzielle systemische Finanzmarktrisiken früher zu erkennen und gegebenenfalls rechtzeitig reagieren zu können.

**Hierzu schlagen wir folgende Maßnahmen vor:**

- **Einführung einer international koordinierten Registrierungspflicht für Finanzinvestoren bei den jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden und deren gegenseitige Anerkennung**
- **Verpflichtung von Banken, die als Prime Broker fungieren, zur zeitnahen Meldung größerer Positionen auch mit einzelnen Finanzinvestoren an ihre jeweilige Aufsichtsbehörde**
- **Einrichtung einer Evidenzzentrale zur Erfassung des Gesamt-Leverages von Hedgefonds und anderen Finanzinvestoren**

Da sich Hedgefonds, soweit sie in Offshore-Finanzzentren domizilieren, einer direkten Kontrolle entziehen, sollte zunächst vorrangig versucht werden, ihre Transparenz über einen freiwilligen Verhaltenskodex (Code of Conduct) zur Unterstützung von Risikomanagement, Controlling und Compliance zu gewährleisten. Ein solcher Kodex wäre durch ein qualifiziertes unabhängiges Rating zu ergänzen. Die oben genannten Maßnahmen werden damit jedoch nicht überflüssig.

#### **4. Weiterer Regelungsbedarf**

##### **4.1 Offenlegung von Leerverkäufen:**

Das Volumen von Short-Interest Positionen gilt gemeinhin als Indikator für das Ausmaß einer negativen Einschätzung von Marktteilnehmern. Im Extremfall können Leerverkäufe Gesellschaften über den durch sie ausgelösten Kursdruck zu einem „Übernahmekandidaten“ machen. Leerverkäufe müssen jedoch bisher nicht offengelegt werden.

Die gebotene Offenlegung von Leerverkäufen würde eine Inkonsistenz beseitigen, als sich die Meldepflicht derzeit nur auf Long-Positionen erstreckt. Die bisher in Deutschland fehlende Transparenz über Leerverkäufe geht zu Lasten aller Marktteilnehmer. Ihre Veröffentlichung trägt dazu bei, dass alle am Kapitalmarkt Beteiligten und Interessierten diese für einen effizienten Preisbildungsprozess wichtige Information in ihre Überlegungen einbeziehen können. Kursbewegungen ließen sich eindeutiger interpretieren.

Eine zeitnahe Veröffentlichung von „Short Interest“-Positionen pro Aktie auf aggregierter und anonymer Basis analog dem von der NYSE/SEC praktizierten Verfahren trägt dazu bei, dass der Markt diese Information erhält. Verzerrungen, die sich im Markt bilden, können dann von allen Marktteilnehmern erkannt werden.

**Die Meldepflicht nach § 25 WpHG sollte um Leerverkäufe ergänzt werden.**

##### **4.2 Erweiterte Meldepflicht für Handelsbestände der Banken:**

Handelsbestände werden beim einzelnen Inhaber bisher nur dann angerechnet, wenn sie mehr als 5% der Stimmrechte ausmachen. Die Handelsbestände der Banken sind zwar nicht stimmberechtigt, sie können aber durch Verkauf en bloc jederzeit eine Paketbildung bei strategischen oder auch Finanzinvestoren ermöglichen.

**In die Meldepflicht nach WpHG sollten (einzeln oder aggregiert mit den sonstigen meldepflichtigen Beständen) auch die Handelsbestände von Banken einbezogen werden.**

Eine aufwändige "Meldeflut" aufgrund von Änderungen der Handelsbestände und infolgedessen der aggregierten meldepflichtigen Bestände lässt sich durch geeignete kostengünstige, z.B. elektronische Veröffentlichungswege, die bereits im Bankensektor etabliert sind (z.B. SWIFT), vermeiden. Aufgrund der erforderlichen täglichen Bewertung von Risikopositionen sind die Banken ohnehin verpflichtet, einzelne Emittentenrisiken zu ermitteln, so dass – wenn überhaupt – ein vertretbarer zusätzlicher Aufwand entsteht. Die Meldungen an die Gesellschaften und die BaFin verursachen darüber hinaus keine wesentlichen Kosten. Die Meldung kann für die Banken im Übrigen auch positive Effekte zur Stärkung interner Kontrollen haben

#### **4.3 Maßnahmen zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz:**

Um den überproportionalen Einfluss einzelner Investoren auf börsennotierte Unternehmen zu beschränken, bedarf es weiterer Maßnahmen zur Stärkung der Hauptversammlungspräsenz. **Wir bedauern, dass der Regierungsentwurf diesen für die Emittenten so wichtigen Aspekt bisher nicht adressiert.**

Zwar haben sich die Hauptversammlungspräsenzen der großen börsennotierten Gesellschaften in den letzten beiden Jahren positiv entwickelt. Inzwischen sind durchschnittlich etwa 57 % des Kapitals mittels Vertretern oder persönlich durch den Aktionär an den Hauptversammlungen vertreten. Dies liegt offenbar vor allem an der Einführung des Record Date durch das UMAG im Jahr 2005, aber auch an den erheblichen Anstrengungen deutscher Emittenten, Investoren aus dem In- und Ausland für die Unternehmensbelange und insbesondere auch für eine HV-Teilnahme zu interessieren.

Darüber hinaus mag ein anderer Grund für die gestiegenen Präsenzen darin liegen, dass vor allem **ausländische** Aktionäre zunehmend professionelle Stimmrechtsvertreter wie ISS (Institutional Shareholder Services) oder IVOX damit beauftragen, ihre Stimmrechte in deutschen Hauptversammlungen zu vertreten. ISS hat in diesem Bereich eine dominierende Marktstellung. Wir sehen dies mit einer gewissen Sorge, weil derartige professionelle Stimmrechtsvertreter die Geschicke einer Gesellschaft maßgeblich beeinflussen können, ohne dass sie selbst die wirtschaftlichen Konsequenzen aus ihrem Abstimmungsverhalten tragen. Dies umfasst nicht nur die Tagesordnung einer Hauptversammlung, sondern auch die unternehmensinterne Corporate Governance. Wünschenswert wäre eine größere Öffnung und Gesprächsbereitschaft derartiger Dienstleister gegenüber den Emittenten vor einer Hauptversammlung, ggf. gefördert durch die Entwicklung eines Code of Conduct.

Unabhängig davon, wie man diese Praxis bewertet, halten wir es nach wie vor für wichtig, auch die Präsenz **inländischer** Aktionäre in den Hauptversammlungen deutscher Unternehmen zu steigern. Durch geeignete Maßnahmen könnten weitere Präsenzpotenziale gehoben werden. Große Erwartungen hegen viele Emittenten in eine einfachere Handhabung des sog. Depotstimmrechts. Würden die depotführenden Kreditinstitute von der




gesetzlichen Pflicht (§§ 128, 135 AktG) befreit, ihren Depotkunden Weisungsvorschläge zu erteilen, könnten nach Umfragen unter den Emittenten des DAX 30 zwischen 3 bis 5 % des Grundkapitals zusätzlich in der Hauptversammlung vertreten werden. Bei der derzeitigen Präsenzquote von etwa 57 % des vertretenen Grundkapitals wäre eine Steigerung von mehr als 8 % möglich. Die inländischen Aktionäre, deren Stimmen wegen des erheblichen administrativen Aufwands, der mit der Pflicht zu Weisungsvorschlägen einhergeht, derzeit nur stark eingeschränkt von deutschen Kreditinstituten vertreten werden, könnten so wieder aktiver am HV-Geschehen teilhaben.

Seit Februar 2006 liegt ein ausformulierter Gesetzgebungsvorschlag des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes vor, den der BDI nachdrücklich unterstützt. Danach werden die Kreditinstitute nicht nur von der o.g. Pflicht befreit. Vielmehr wird der einzelne Aktionär stärker in die Verantwortung für seine Aktienanlage genommen: er soll frei entscheiden können, ob er seinem Kreditinstitut eine generelle Weisung (über die sog. Dauer-vollmacht) erteilt, sein Stimmrecht im Sinne der Verwaltungsvorschläge auszuüben, oder ob er eine von den Vorschlägen der Verwaltung abweichende Einzelabstimmweisung seinem depotführenden Kreditinstitut erteilt.

**Wir plädieren dafür, den DSGVO-Vorschlag im Zusammenhang mit dem Risikobegrenzungs-gesetz umzusetzen und hiermit nicht bis zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie in nationales Recht zu warten.**

Wir möchten Sie bitten, unsere vorgenannten Anmerkungen bei den weiteren Beratungen des Vorhabens zu berücksichtigen, und stehen Ihnen für weitere Erläuterungen gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

  
Dr. Kudiß

  
Wulfetange