

**Stellungnahme zu der öffentlichen
Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung
„Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit
Finanzinvestitionen verbundenen Risiken
(Risikobegrenzungsgesetz)“**

Die Bedeutung der Kapitalmärkte wird sowohl für die Unternehmensfinanzierung als für die private Altersvorsorge weiter zunehmen. Die Überarbeitung bzw. die Einführung neuer kapitalmarktrechtlicher Vorschriften zur Verbesserung der Finanzmarktstabilität und der Transparenz sollte daher nicht zu einer Überregulierung oder Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit führen.

Die börsennotierten Versicherungsunternehmen sind in der besonderen Lage, einerseits zu den größten institutionellen Investoren zu gehören und andererseits auch als Emittenten von Aktien aufzutreten. In beiden Eigenschaften sind sie daran interessiert, die Beziehungen zwischen Aktionären und Unternehmen zu pflegen und neue Aktionäre im internationalen Umfeld hinzuzugewinnen. Insgesamt trifft der Kabinettsentwurf die richtige Balance zwischen den Interessen der Kapitalanleger und den Unternehmen und erhöht damit die Attraktivität des Standorts.

Auch in unserer Eigenschaft als Investoren begrüßen wir dabei insbesondere das Vorhaben, die Aussagekraft des Aktienregisters zu verbessern. Die angestrebten Regelungen der §§ 67 und 405 AktG werden in der Kombination von Eintragungspflicht und Auskunftsanspruch wesentlich zur Erhöhung der Transparenz der Aktienregister beitragen und damit das Instrument der Namensaktie attraktiver machen.

Nachbesserungsbedarf sehen wir beim Thema „acting in concert“, da der aktuelle Vorschlag zu unbestimmt bleibt.

**Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e.V.**

Wilhelmstr. 43 / 43G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel.: +49 30 2020-5440
Fax: +49 30 2020-6440

60, avenue de Cortenberg
B - 1000 Brüssel
Tel. : + 32 2 28247-30
Fax : + 32 2 28247-39

Ansprechpartner:
Dr. Dirk Schlochtermeyer
Leiter der Abteilung Kapitalanlagen

E-Mail: d.schlochtermeyer@gdv.de

www.gdv.de

Einleitend diskutieren wir die aus Sicht der Versicherungsunternehmen wichtigsten Vorschläge zur Transparenzerhöhung im Aktienregister (I.) sowie zum acting in concert (II). Unsere konkreten Änderungsvorschläge finden Sie in der Anlage.

I. Transparenz im Aktienregister

Das mit dem Risikobegrenzungs-gesetz verfolgte Regelungsziel zur Erhöhung der Transparenz im Aktienregister ist in jeder Hinsicht zu begrüßen. In den Aktienregistern von börsennotierten Unternehmen mit Namensaktien sind vielfach nicht die wirtschaftlichen Eigentümer der Aktien, sondern an ihrer statt Banken oder Vermögensverwalter als Treuhänder (nominees) eingetragen. Heutzutage bilden diese Nominee-Eintragungen die Mehrheit. Die Gründe für diese Praxis liegen entweder darin, dass die Verwahrstellen die Daten des Aktionärs nicht zur Eintragung melden oder darin, dass der wahre Aktionär anonym bleiben möchte.

Diese Entwicklung hat insbesondere die Kommunikation mit den zunehmend ausländischen Investoren erschwert, da den Emittenten die wirtschaftlichen Eigentümer am Ende der Verwahrkette nicht bekannt sind und sich viele Intermediäre weigern, Informationen von der Gesellschaft an die Eigentümer weiter zu geben. Diese Praxis hat auch dazu geführt, dass Aktionäre gegenüber den Unternehmen den Besitz hoher Beteiligungen behaupten konnten, ohne dass die Verwaltung oder die übrigen, in das Aktienregister eingetragenen Aktionäre, dies überprüfen konnten. Das verzerrt die wahren Verhältnisse.

Die eingeschränkten Kommunikationsmöglichkeiten haben sich auch auf die Teilnahme der Aktionäre an den Hauptversammlungen ausgewirkt. Trotz einer leichten Besserung in den letzten beiden Jahren sind die Präsenzen in den Hauptversammlungen in der langfristigen Betrachtung weiterhin auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau (Dax-Unternehmen 2007: 56,4 %; 2005: 45,9 %). Die mit dem Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) abgeschaffte Pflicht, die Aktien hinterlegen zu müssen hat sich dabei ebenso positiv auf die Präsenzen ausgewirkt, wie die aktivere und gezieltere Ansprache der Investoren, ihre Stimmrechte auszuüben oder ausüben zu lassen.

Mit der geplanten Neuregelung von Auskunftsanspruch und Eintragungspflicht können die Emittenten fortlaufend und rechtzeitig erfahren, wer ihre

wahren Eigentümer sind. Dadurch werden sie in die Lage versetzt, einen regelmäßigen und verbesserten Dialog mit den wesentlichen Anteilseignern über die Strategie und Ziele des Unternehmens zu führen, woran die Aktionäre umgekehrt auch ein Interesse haben. Um den Aufwand in einem vertretbaren Rahmen zu halten, sieht das Gesetz ausdrücklich die Möglichkeit vor, in der Satzung eine Schwelle festzulegen, bis zu der auch weiterhin eine Nominee-Eintragung möglich ist. Es ist zu erwarten, dass die Dax-Unternehmen mit Namensaktien von dieser Regelung in ihrer Satzung Gebrauch machen werden. Die Gesellschaft kann durch die Direktansprache nicht nur ihre Investor Relations verbessern, sondern künftig ebenso gezielt für die Teilnahme oder Abstimmung in der Hauptversammlung werben. Das Risikobegrenzungs-gesetz kann daher dazu beitragen, den positiven Trend bei den Präsenzen der Hauptversammlungen zu verstärken.

Kommt der Eingetragene seiner Auskunftspflicht über den wirtschaftlichen Eigentümer gegenüber dem Unternehmen innerhalb einer angemessenen Frist nicht nach, bestehen die Stimmrechte aus den Aktien nicht. Um zu verhindern, dass ein Aktionär zwischen zwei Hauptversammlungen unbemerkt ein Aktienpaket aufbaut, verliert er sein Stimmrecht für die Dauer von sechs Monaten, sofern er die Höhe des Stimmrechtsanteils nicht gemeldet hat. Es ist dann nicht mehr möglich, die Meldepflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz kurzfristig zu erfüllen, die Frist beginnt erst mit der Erfüllung der Meldepflichten zu laufen. Auch auf diese Weise wird ein Anreiz für die Aktionäre geschaffen, sich in das Aktienregister eintragen zu lassen. Im Ergebnis wird damit das Leitbild des Aktienregisters, zuverlässig und vollständig über die Aktionäre zu informieren, erreicht. Um Umgehungen zu vermeiden, sollte in der Formulierung des Gesetzes allerdings darauf abgestellt werden, ob der Nominee die Aktien für eigene oder „für fremde Rechnung“ hält (**vgl. u. 1**).

II. Acting in concert

Bisher war die Anwendung des acting in concert auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung beschränkt. Außerdem musste das abgestimmte Verhalten auf Dauer angelegt sein. Künftig soll nicht nur eine einmalige Beeinflussung oder eine Eignung zur Beeinflussung für das acting in concert und damit eine Zurechnung der Stimmrechte mit den eventuellen Folgen eines Pflichtangebots bestimmend sein, beurteilt werden vielmehr sämtliche abgestimmte Aktivitäten der Investoren; auch außerhalb der Hauptversammlung. Wir

begrüßen, dass solche Absprachen nach dem Entwurf auch künftig möglich sind. Sie sind nur offen zu legen – damit wird die Transparenz weiter erhöht.

Die bisher vorgeschlagenen Formulierungen könnten aber noch konkretisiert werden, um nicht neue Rechtsunsicherheit zu schaffen. Die geplante Neuregelung sollte sicherstellen, dass sich auch künftig die Aktionäre untereinander über die aus ihrer Sicht sinnvolle Strategie absprechen und dies auch mit dem Management besprechen können, um Veränderungen anzustreben und durchzusetzen. Allerdings sollten die Voraussetzungen für die Offenlegung solcher Gespräche besser beurteilbar sein und damit verlässlicher werden. Gelingt dies nicht, wird sich die Rechtsunsicherheit erhöhen. Insbesondere dürfte es schwierig werden, ein abgestimmtes Verhalten zwischen den Hauptversammlungen nachzuweisen (**vg. u. 3**). Um die Nachweismöglichkeiten zu verbessern, könnte der Gesetzgeber in der Gesetzesbegründung daher weitere und konkrete Indizien für ein abgestimmtes Verhalten benennen.

Noch im Referentenentwurf erfolgte in der Gesetzesbegründung der Hinweis, dass Altfälle von der Neuregelung ausgenommen sein sollten. Diese Klarstellung fehlt im Kabinettsentwurf. Eine entsprechende „Altfall-Regelung“ würde für bereits bestehende Erwerbspositionen und Unternehmensstrukturen Rechtssicherheit bedeuten und eine Reihe sonst drohender Übernahmen und der damit verbundenen Finanzierungsproblematik abwenden.

Berlin, Januar 2008

Anlage

In der weiteren Diskussion schlagen wir bei den folgenden Punkten noch nachstehende Änderungen bzw. Klarstellungen vor:

1) Transparenz im Aktienregister § 67 Absatz 1 und Absatz 4 AktG

Die im Gesetzesentwurf vorgesehene Kombination von Auskunftsrecht und Ermächtigung für satzungsmäßige Regelungen ist sinnvoll und schafft die erforderlichen Voraussetzungen, um die Transparenz im Aktienregister zu verbessern, ohne bei börsennotierten Gesellschaften die Handels- und Abwicklungsverfahren zu beeinträchtigen.

Die Formulierung „Aktien, die einem anderen gehören“ ist im Zusammenhang des § 67 AktG allerdings unklar. Die Regelung greift deshalb zu kurz, da das Halten von Aktien „für fremde Rechnung“ weder in einer Satzungsregelung noch in einem Auskunftsverlangen adressiert werden kann. Damit wird ein wesentlicher Teil der relevanten Sachverhalte von vorn herein nicht erfasst; zudem sind Umgehungen durch die Verwendung von Treuhandkonstruktionen möglich. Obwohl das mit den Aktien verbundene Risiko weiterhin bei dem wirtschaftlichen Eigentümer verbliebe, könnte er über die Intermediäre nicht ermittelt werden.

Aus diesem Grund sollte in den Absätzen 1 und 4 jeweils darauf abgestellt werden, ob die Aktien im eigenen Namen für eigene oder für fremde Rechnung gehalten werden. Erst dann ist Emittent zuverlässig in der Lage, die entsprechenden Informationen zu erlangen. Das deutsche Aktiengesetz kennt den Begriff „für Rechnung“ bereits im Zusammenhang mit dem Stimmrecht (§ 134 Absatz 1 AktG). Auch die Schweizer Regelung stellt auf das börsenmäßig gebräuchliche Merkmal des Haltens „für fremde Rechnung“ ab. Schwierigkeiten in der Abwicklung sind dadurch nicht aufgetreten, da der Emittent bei Zweifeln bereits im Rahmen des Eintragungsvorgangs eine entsprechende Auskunft von dem Einzutragenden einholen wird.

§ 67 Absatz 2 AktG

In Absatz 2 wird nur auf eine satzungsmäßige Höchstgrenze im Sinne des Absatz 1 abgestellt. In Absatz 1 wird die Höchstgrenze jedoch nicht ausdrücklich erwähnt. Zudem sollte sich die Ermächtigung für satzungsmäßige Regelungen nicht allein auf die Errichtung von Höchstgrenzen be-

schränken, sondern auch mildere Voraussetzungen, wie z. B. eine Auskunftserteilung im Rahmen der Eintragung, vorsehen können. Der entsprechende Satz sollte daher lauten:

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

In einem weiteren Satz sollte die konkrete Frist wie folgt genannt werden:

„Ferner bestehen Stimmrechte aus Aktien nicht, so lange ein Auskunftsverlangen gemäß Absatz 4 Satz 2 oder Satz 3 nach Ablauf einer Frist von 14 Tagen nicht erfüllt ist.“

2) Aktienregistereintrag 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 Aktienregistereintragungen die gemeldeten Stimmrechtsanteile enthalten sind. Das Auskunftsverlangen nach § 67 Abs. 4 AktG hilft hier aber nicht weiter, da es sich gegen einen eingetragenen Nominee, nicht aber gegen denjenigen richtet, der die meldepflichtige Schwellenüberschreitung mitgeteilt hat. Dies gilt insbesondere in Fällen, in denen erst aufgrund von Zurechnungen Meldeschwellen überschritten werden. In diesen Fällen hat – wie die Praxis häufig zeigt – die meldepflichtige Obergesellschaft meist nicht die Kenntnis, wo die zuzurechnenden Namensaktien liegen, erst recht nicht, ob sie eingetragen sind, und wenn ja, auf welchen Nominee sie lauten. 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 keine WpHG-Meldung vor.

Da der Aktienregistereintrag die erforderliche Legitimation für die Stimmrechtsausübung ist, liegt eine Eintragung gemeldeter Stimmrechtsanteile auch im Interesse des Meldepflichtigen. Der in § 21 Absatz 1 WpHG einzufügende neue Satz 2 gäbe der Gesellschaft die Möglichkeit, nach Erhalt der Mitteilung durch den Mitteilungspflichtigen, von diesem Auskunft zu verlangen, wer für die betroffenen Aktien im Aktienregister eingetragen ist. Die Gesellschaft kann dann die Aktien des Mitteilungspflichtigen im Aktienregister identifizieren und ihm auf diese Weise die Ausübung seiner Stimmrechte auf direktem Weg ermöglichen. Der Meldepflichtige erhält auch ausreichend Zeit, über seine Depotbanken zu ermitteln, wer für die betroffenen Aktien im Aktienregister eingetragen ist, da die vorgeschlagene Frist von 2 Wochen erst nach Absendung eines entsprechenden Auskunftsverlangens der Gesellschaft zu laufen beginnt.

Der nach § 21 Absatz 1 Satz 1 WpHG einzufügende neue Satz 2 könnte 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.“

3) Acting in concert § 30 Abs. 2 WpÜG, § 22 Abs. 2 WpHG

Augenblicklich ist die Zurechnungsnorm zu unkonkret und zu weit. Dies gilt insbesondere für den als Korrektiv gedachten neuen Satz 2. Dieser lässt die Eignung für eine Beeinflussung ausreichen. Zurechnungen setzen damit kein Zusammenwirken zur Beeinflussung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten voraus; vielmehr reicht jedes gemeinsame Handeln, das geeignet ist, eine entsprechende Einflussnahme vorzunehmen. Eine solche Zurechnung kraft Eignung oder Gefährdung ist nicht gerechtfertigt. So können reine Finanzinvestoren durchaus über eine Vertretung im Aufsichtsrat etwa zum Zwecke der Qualitätsverbesserung einer unabhängigen Aufsicht sprechen, ohne die Absicht zu haben, auf die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten Einfluss zu nehmen.

Darüber hinaus ist das Tatbestandsmerkmal „Geeignetheit“ unscharf und würde die bestehenden Abgrenzungsschwierigkeiten eher noch vergrößern. So könnte auch ein abgestimmtes Angebot verkaufswilliger Aktionäre an einen Dritten zur Erzielung eines bestmöglichen Preises (z. B. Paketaufschlag) geeignet sein, die unternehmerische Ausrichtung

des Emittenten zu beeinflussen. Eine entsprechende Unsicherheit wird noch durch die Ergänzung im Satz 1 „oder dessen Aktien“ erhöht. Eine Abstimmung, die auf Aktionärssebene allein zum Zweck der Erzielung bestmöglicher Konditionen beim Kauf oder Verkauf von Aktien stattfindet, darf jedoch nicht zu einem acting in concert mit ggf. gravierenden Konsequenzen führen, da dieses die Einwirkung auf die Führung oder unternehmerische Ausrichtung des Emittenten voraussetzt. Zudem werden bereits nach der Auslegung des geltenden Gesetzes parallele Aktienerwerbe erfasst, sofern die Rechte aus den Aktien im Sinne einer Einflussnahme auf die Unternehmensführung abgestimmt ausgeübt werden sollen.

Der neu einzufügende Satz 2 sollte daher wie folgt lauten:

„Ein abgestimmtes Verhalten liegt vor, wenn der Meldepflichtige und der Dritte zum Zwecke einer dauerhaften oder erheblichen Einflussnahme auf die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten zusammenwirken.“

4) Meldepflichten § 27 WpHG

Im vorgesehenen neuen § 27 Absatz 2 Satz 1 und Satz 2 WpHG bleibt unklar, für welchen Zeitraum die Mitteilungspflichten bestehen. So wird im Satz 2 vorgeschrieben, dass Änderungen der Ziele unverzüglich mitzuteilen sind. Diese Pflicht kann aber nicht zeitlich unbegrenzt bestehen, sondern sollte auf einen Zeitraum von 6-12 Monaten begrenzt bleiben. Entsprechendes gilt für Satz 2 Ziffern 3, 4 und 5. Zudem müsste Satz 2 Ziffer 3 mit der Veröffentlichungspflicht nach § 10 WpÜG abgestimmt werden. Nach letzterer Bestimmung hat ein Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots unverzüglich zu veröffentlichen. Hiermit kollidiert eine vorgelagerte Mitteilungspflicht über das „Anstreben“ einer Kontrolle.