



Europäische Investorenschutzvereinigung e.V.  
The European Group for Investor Protection

**Stellungnahme Jan-Friedrich Kallmorgen für die öffentliche Anhörung  
im Finanzausschuss des Deutschen Bundestags  
23. Januar 2008**

**„Abgestimmtes Verhalten“ im „Risikobegrenzungsgesetz“**

(Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken), § 22 Abs. 2  
WpHG-E und § 30 Abs. 2 WpÜG-E.)

*Ein ausführliches Positionspapier mit Erläuterungen zu den Problemen, welche die jetzige  
Version der Neuregelung zum „abgestimmten Verhalten“ für die Praxis schaffen würde,  
befindet sich im Anhang.*

**1. Die Europäische Investorenschutzvereinigung**

Die Europäische Investorenschutzvereinigung e.V. ist ein unabhängiger, eingetragener Verein, der dem Dialog zwischen Kapitalmarkt und Politik dient. Wir wollen daran mitwirken, die Rahmenbedingungen für institutionelle Anleger in Deutschland und der Europäischen Union zu verbessern und die Corporate Governance zu stärken.

Im Fall des Risikobegrenzungsgesetzes unterstützt egip die Ansichten großer Europäischer Pensions- und Publikumsfonds mit einem langfristigen Anlagehorizont, die einen konstruktiven, partnerschaftlichen Dialog mit Vorständen und Aufsichtsräten von Unternehmen führen. Dabei vertreten diese Fonds die Interessen von Millionen von Sparern und Bürgern, die ihnen ihre Altersvorsorge anvertraut haben.

**2. Die Problematik des Gesetzentwurfes**

Mit ihrem aktuellen Entwurf eines „Risikobegrenzungsgesetzes“ will die Bundesregierung unter anderem durch eine deutlich verschärfte Neufassung zum Tatbestand des „*abgestimmten Verhaltens*“ (*acting in concert*) volkswirtschaftlich negative Einflüsse durch kurzfristig bzw. verdeckt agierende Investoren unterbinden.

Dieses Ziel ist grundsätzlich unterstützenswert. Die jetzt vorgesehene Neuregelung trifft jedoch die falsche Zielgruppe: Nicht Investmentgesellschaften, die nach kurzfristiger Rendite streben oder Unternehmen zerschlagen wollen, werden getroffen, sondern nachhaltig orientierte und langfristig agierende Investoren wie Pensions- und Rentenfonds oder Lebensversicherungen, die die Anlagegelder Ihrer Kunden ohne Kontroll- bzw. Beherrschungsabsichten investieren.

Die von egip vertretenen institutionellen Investoren setzen auf eine durch Kommunikation geprägte Verbindung zu den Unternehmen, an denen sie Anteile halten. Sie verstehen sich als Partner, die Wachstum sowie nachhaltige Investitionen und Wertsteigerungen fördern. Bei anhaltend schlechter Entwicklung oder z. B. bei unangemessen hohen Abfindungs- und Vergütungsvereinbarungen einzelner Firmen muss es diesen Fonds möglich sein, konstruktiv Kritik zu üben und nachvollziehbare Positionen gegen die Verwaltungen einzunehmen, ohne

damit eine dauerhafte Einwirkung auf die strategische Ausrichtung auszuüben. Dabei müssen sie auch untereinander kommunizieren dürfen. Denn die Positionen von langfristig orientierten Fonds gegenüber der Unternehmensführung sind häufig mit denen anderer Anleger gleich lautend.

Nach dem Gesetzentwurf wäre es jedoch den Anleger-„Parteien“ nur noch unter hohen Risiken und auch Kosten möglich, untereinander zu kommunizieren und „Opposition“ (in Form gleich lautender Positionen) gegenüber der Unternehmensführung zu beziehen. Denn dieses – legitime – Verhalten könnte bereits als „abgestimmtes Verhalten“ ausgelegt werden und gravierende Folgen für die Anleger haben: Sie würden den Verlust des Stimmrechts riskieren und müssten befürchten, dass ihnen die Stimmrechte der anderen Aktionäre zugerechnet werden und ggf. ein Pflichtangebot abgegeben werden muss.

Damit würde das „checks and balances“ System - der zentrale Gedanke funktionierender Corporate Governance - erheblich geschwächt. In der Praxis würde die erwünschte offene Diskussion und Meinungsbildung im Vorfeld von sowie auf Hauptversammlungen von Aktiengesellschaften weitgehend unterbunden.

Das Resultat wäre eine verstärkte Schwächung von legitimen Investoreninteressen und eine signifikante Machtverschiebung zu Gunsten der Verwaltungen der Aktiengesellschaften. In seiner jetzigen Form begrenzt der Entwurf somit nicht das Risiko der Finanzmärkte, sondern vor allem das von Vorständen und Aufsichtsräten. Die legitimen Interessen von Millionen Pensions- und Versicherungssparern könnten durch ihre Sachwalter, die institutionellen Investoren, nicht mehr so vertreten werden, wie es Aktionären als Eigentümern der Aktiengesellschaften fairerweise zustünde. Dies kann nicht das Interesse des Gesetzgebers sein.

Die Europäische Investorenschutzvereinigung e.V. fordert den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages deshalb auf, einen Alternativvorschlag zur Neuregelung von „acting in concert“ im „Risikobegrenzungs-gesetz“ zu entwickeln, der die Interessen von institutionellen, langfristig orientierten Investoren stärker berücksichtigt, wie sie im beigefügten Positionspapier dargelegt werden.

### **Kontakt**

Jan-Friedrich Kallmorgen  
Europäische Investorenschutzvereinigung e.V.  
Wilhelmstraße 67, 10117 Berlin, Germany  
Tel: +49-30-206 337 89  
Fax: +49-30-206 337 90  
Mobil: +49-170-200 3366  
Email: kallmorgen@egip.org  
Homepage: [www.egip.org](http://www.egip.org)

### **Anhang**

Positionspapier der Europäische Investorenschutzvereinigung e.V. zum „abgestimmten Verhalten“ im „Risikobegrenzungs-gesetz“ (Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken), § 22 Abs. 2 WpHG-E und § 30 Abs. 2 WpÜG-E.)



Europäische Investorenschutzvereinigung e.V.  
The European Group for Investor Protection

**Positionspapier zum „Risikobegrenzungsgesetz“  
(Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen  
Risiken), insbesondere zum „abgestimmten Verhalten“ („acting in  
concert“) nach § 22 Abs. 2 WpHG-E und § 30 Abs. 2 WpÜG-E.**

*Die in diesem Positionspapier aufgeführten Argumente werden von den folgenden institutionellen Anlegern unterstützt: Hermes Pensions Management Ltd. (UK), Fidelity International (UK), Stichting Pensioenfond ABP (NL) und PGGM Investments(NL). Diese Fonds vertreten die Interessen von Millionen Bürgern und Pensionssparern weltweit und halten Anteile im Wert von mehr als 12 Mrd. Euro in deutschen Aktiengesellschaften mit deutlich langfristigen Anlagehorizont.*

*Die Europäische Investorenschutzvereinigung egip e.V. koordiniert die Bemühungen der genannten Institutionen, um gute Rahmenbedingungen für institutionelle Anleger in Deutschland und der Europäischen Union zu sichern und eine professionelle Corporate Governance zu fördern. Näheres zu egip e. V. erfahren Sie unter [www.egip.org](http://www.egip.org).*

## A. Sachverhalt

### 1. Aktuelle Rechtslage

Nach der zur Zeit geltenden Rechtsprechung ist ein „*abgestimmtes Verhalten*“ nur dann gegeben, wenn eine Abstimmung

1. in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten **in der Hauptversammlung** des Emittenten bzw. der Zielgesellschaft vorgenommen wird, und
2. sich **nicht nur auf einen Einzelfall** bezieht oder ihr bei einer punktuellen Abstimmung ein weitreichendes und konkretes unternehmerisches Gesamtkonzept zu Grunde liegt, und
3. die **Unternehmenspolitik der Gesellschaft (nachhaltig) beeinflusst**.

### 2. Vorgesehene Änderung

Laut dem Regierungsentwurf vom 24.10.2007 läge künftig ein anzeigepflichtiges „*abgestimmtes Verhalten*“ vor, wenn

*„der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen.“*

Diese Neudefinition soll sowohl in § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG übernommen werden. Wenn man der Begründung des Gesetzentwurfs (BRat-Drs. 763/07, S. 11) folgt, verschärft sich damit die Regelung insgesamt in dreifacher Hinsicht:

- Künftig würde schon ein Parallelkauf von Aktien für ein „*abgestimmtes Verhalten*“ ausreichen, auch wenn die Aktionäre beim Aktienerwerb keine gleichlautenden Interessen verfolgen.
- „*Abgestimmtes Verhalten*“ könnte nun auch in isolierten Einzelfällen vorliegen. Entscheidend sollen künftig die möglichen Wirkungen des abgestimmten Verhaltens sein – ohne dass diese Wirkungen genau zu definieren sind. Damit könnte schon eine einzelne Mitteilung ausreichen, um den Tatbestand zu erfüllen.
- „*Abgestimmtes Verhalten*“ kann auch schon ausserhalb der Hauptversammlungen stattfinden (im Gegensatz zur geltenden BGH-Rechtsprechung).

### 3. Absicht des Gesetzgebers

Mit dem Risikobegrenzungs-gesetz will die Bundesregierung folgendes Ziel erreichen:

*„die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert oder möglicherweise sogar verhindert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen. Dabei sollten die an den Finanzmärkten und in den Unternehmen tätigen Akteure grundsätzlich selbst in die Lage versetzt werden, auf die bestmöglichen Ergebnisse hinzuwirken.“* (Ges-E BReg, Begründung A. I.)

Zwar ist dieses Ziel generell zu unterstützen; durch den jetzigen Gesetzentwurf wird dies jedoch verfehlt und sogar konterkariert. Dies machen die folgenden Argumente deutlich:

## **B. Argumente gegen die Neuregelung**

### **1. Kritische Einstellung und Verbesserungsvorschlag des Bundesrats**

In seiner kritischen Würdigung des Gesetzentwurfs hat der Bundesrat für den Bereich „*abgestimmtes Verhalten*“ am 30.11.2007 empfohlen, statt der Formulierung

*„die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen“*

sowohl in § 22 Abs. 2 WpHG-E als auch in § 30 Abs. 2 WpÜG-E zu setzen:

*„eine erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten<sup>1</sup> dauerhaft herbeizuführen“.*

und führt dazu in seiner Begründung aus:

*„Nach dem Gesetzentwurf wäre auch ein Zusammenwirken zur Erhaltung des Status quo meldepflichtig. Ein schutzwürdiges Interesse der Unternehmensführung, ein organisiertes Vorgehen gegen eine Umgestaltung der unternehmerischen Ausrichtung der Angebots- und Meldepflicht zu unterwerfen, besteht jedoch nicht. Vielmehr besteht in diesem Falle die Gefahr, dass diese Aktionärsgruppe - und sei es fahrlässig - ihr Stimmrecht verliert und somit das Ziel des Gesetzentwurfs, die Risiken für die Zielunternehmen zu schmälern, geradezu konterkariert wird.“*

Der Bundesratsvorschlag setzt statt einer sehr umfassenden ODER-Regel eine UND-Verknüpfung für die beiden Kriterien „*dauerhaft*“ und „*erheblich*“. Damit kann der problematische Fall vermieden werden, dass bereits ein geschäftlich geringfügig relevanter, aber zeitlich länger dauernder Einfluss von institutionellen Aktionären auf die unternehmerische Ausrichtung einer Aktiengesellschaft den Tatbestand „*abgestimmten Verhaltens*“ erfüllen und entsprechende Sanktionen nach sich ziehen würde.

### **2. Zu vage Definition**

Die geplanten Formulierungen sind nicht geeignet, das erklärte Ziel der Neuregelung zu erreichen. Die vage Definition zum „*abgestimmten Verhalten*“ schafft vielmehr neue Rechtsunsicherheiten und erschwert den konstruktiven Dialog zwischen den Eigentümern von Aktiengesellschaften und deren Verwaltungen (Management). Demnach könnte der Tatbestand schon dann erfüllt sein, wenn Aktionäre im Vorfeld oder Nachgang von Hauptversammlungen Informationen austauschen, parallel Aktien erwerben, ihr Stimmverhalten zu einzelnen Tagesordnungspunkten koordinieren oder gleichlautende Anliegen bzw. ähnlich gelagerte Interessen äussern – selbst dann, wenn die beteiligten Investoren in keiner Weise die Kontrolle über die betroffenen Unternehmen übernehmen wollen. Zudem scheint die Beweislast für „*abgestimmtes Verhalten*“ von den Aufsichts- und Regulierungsbehörden auf die Aktionäre überzugehen. Der aktuelle Entwurf legt nahe, dass Zusammenarbeit zwischen Aktionären automatisch verdächtig ist und diese zu beweisen haben, dass kein „*abgestimmtes Verhalten*“ vorliegt.

### **3. Aktive Kommunikation sollte möglich bleiben**

Der Deutsche Anwaltsverein weist darauf hin, es müsse Aktionären

*„auch möglich sein, aktiv auf andere Aktionäre zuzugehen und im Hinblick auf eine anstehende wichtige Entscheidung der [Aktien-]Gesellschaft ein abgestimmtes Stimmverhalten für oder gegen die anstehende Maßnahme zu erreichen. Nach dem Gesetzentwurf würde jede Ad-hoc-Koalition von Aktionären, die sich ein einziges Mal zusammenfindet, um z.B. einen wesentlichen Unternehmenserwerb durch die Gesellschaft, der auf der Tagesord-*

---

<sup>1</sup> In § 30 Abs. 2 WpUG-E statt „*des Emittenten*“ „*der Zielgesellschaft*“.

nung der Hauptversammlung steht, zu verhindern oder umgekehrt durchzusetzen, zur wechselseitigen Zurechnung des Aktienbesitzes führen – und dies nicht nur mit der Folge der Mitteilungspflicht der zusammengerechneten Beteiligung durch alle beteiligten Aktionäre nach dem WpHG, sondern sogar zur Verpflichtung aller beteiligten Aktionäre, sei ihr Anteil auch noch so klein, ein Übernahmeangebot nach dem WpÜG abzugeben. Damit würden faktisch solche Ad-hoc-Koalitionen verhindert. Mit dem Prinzip der Aktionärsdemokratie wäre dies unvereinbar. Denn dieses muss darauf gerichtet sein, die Bildung und Änderung von Mehrheiten zu ermöglichen.“

#### **4. Die Erreichung sinnvoller Einzelveränderungen würde deutlich erschwert**

Nicht ausreichend im langfristigen Interesse ihrer Aktionäre handelnde Vorstände könnten versucht sein, mit der Behauptung von angeblichem „abgestimmten Verhalten“ berechtigt kritische Aktionäre auszuschließen. Auf diese Weise bliebe der korrigierende Einfluss institutioneller Anleger z. B. auch ausgeschlossen, wenn es um überzogene Vergütungen für Unternehmensführer mit stark unterdurchschnittlicher Leistungsbilanz geht.

In Großbritannien haben die Aktionäre das Recht, über Vergütungspläne für das Management abzustimmen. So konnten z. B. gleichlautend argumentierende institutionelle Investoren das Board von GlaxoSmithKline dazu bewegen, ein unangemessenes Vergütungspaket für das Management zurückzunehmen.

#### **5. Schwächung der Aktionärsrechte bei der Wahrung guter Corporate Governance**

Es wäre z. B. künftig ohne erhebliches rechtliches Risiko kaum mehr möglich, dass ein großer Pensionsfonds auf der Hauptversammlung bei wesentlichen Governance-Defiziten zugleich im Namen anderer Pensionsfonds beantragt, gegen die Entlastung oder Wiederwahl der Mitglieder der Verwaltung zu stimmen. Bei Geltung des Gesetzentwurfs wäre dies nur unter erheblichem Aufwand und Risiken möglich. Die Alternative zur konstruktiven Kritik an Fehlentwicklungen – der Verkauf der Aktien – besteht aufgrund der oftmals passiven Anlagestrategie nicht immer. Darüber hinaus würden sowohl das Stillhalten der Investoren als auch der Rückzug langfristiger und auf nachhaltige Unternehmensführung orientierter Investoren der Entwicklung des Unternehmens im Ergebnis schaden.

Möglichkeiten für Investoren, untereinander zu kommunizieren sind überdies für das Funktionieren des auch in Deutschland akzeptierten und praktizierten „*comply or explain*“-Selbstregulierungsansatz unverzichtbar. Dieser fußt auf einer effektiven Fähigkeit von Aktionären, mit dem Management von Unternehmen den Dialog über dessen „*explanations*“ zu führen. Dieser Ansatz, demzufolge Aktionäre und Unternehmen Probleme durch kritisch-konstruktive Auseinandersetzung lösen, wird in Europa gegenüber dem regulierungsbetonen US-Ansatz, wie er durch das Sarbanes-Oxley-Gesetz eingeführt wurde, bevorzugt. Unter Kommentatoren zum Thema Corporate Governance gilt die Möglichkeit, mit Unternehmen in angemessener Form und Effektivität zum „*explain*“ zu kommunizieren, als wesentliches Recht.

#### **6. Es droht medialer Schlagabtausch statt sachlichem Dialog**

Wenn Investoren künftig nur unter erheblichen Risiken unternehmerische Fehlentwicklungen mit anderen Investoren diskutieren können, bleibt für eine Kommunikation ihrer Anliegen nur noch der rechtlich ‚sichere‘ Weg über Verlautbarungen in öffentlichen Medien. Damit aber würden komplexe unternehmerische Debatten in eine Arena gezwungen, deren besondere Eigenheiten sachliche und einvernehmliche Lösungen selten befördern. So sind Verhandlungen immer dann erfolgreich, wenn eine an Sachfragen ausgerichtete direkte

Kommunikation möglich ist. Öffentlich geführte Auseinandersetzungen sind selten hilfreich zur Findung geeigneter Sachlösungen.

## 7. Die Neuregelung dürfte einem einheitlichen europäischen Ansatz widersprechen

Institutionelle Investoren sollten in der Lage sein, gegenüber allen europäischen Unternehmen, in welche sie investieren, einen europaweit einheitlichen Corporate Governance- und Engagement-Ansatz anzuwenden.

Die Reform in Deutschland scheint eine Definition des „*abgestimmten Verhaltens*“ einzuführen, die sich von der Definition sowohl in der sog. „Übernahmerichtlinie“<sup>2</sup> (die auf Kontrolle über das Unternehmen abstellt) als auch der sog. „Transparenzrichtlinie“<sup>3</sup> (die auf eine Vereinbarung abstellt, welche die Aktionäre verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik zu verfolgen) unterscheidet. Damit könnte die weitere Verwirklichung des europäischen Binnenmarktes behindert werden.

Maßgebliche Rechtsexperten haben nahegelegt, dass die außerordentlich strenge Gesetzesneuregelung die in Artikel 56 EGV verankerte Kapitalverkehrsfreiheit verletzen könnte. In diesem Zusammenhang sollte darauf hingewiesen werden, dass der **EU-Kommissar McCreevy** am 6. Dezember 2007 vor dem britischen Oberhaus Bedenken darüber äusserte, dass „*einige Mitgliedstaaten dem Konzept [des „abgestimmten Verhaltens“] einen erheblich zu weit gefassten Inhalt geben und so eine legitime Zusammenarbeit zwischen Aktionären verhindern.*“<sup>4</sup>

Der mögliche Verlust von Aktionärsrechten angesichts eines unklaren Gesetzes erscheint potentiell unverhältnismäßig und im Widerspruch zu den Zielen der jüngsten Europäischen Richtlinie zu Aktionärsrechten.

## 8. Trend zu wieder niedrigeren HV-Präsenzen

Wenn institutionelle Investoren ständig Risiko laufen, mit negativen Rechtsfolgen des „*abgestimmten Verhaltens*“ belastet zu werden, müssen sie ihre Präsenz und ihre Aktivität auf Hauptversammlungen einschränken, um nicht den Anschein „*abgestimmten Verhaltens*“ zu geben. Die von Befürwortern der Neuregelung wie z. B. dem BDI befürchteten Zufallsmehrheiten auf Hauptversammlungen würden so gerade gefördert statt verhindert.

## 9. Neue Möglichkeiten für missbräuchliche Anfechtungsklagen

Die vage Definition eröffnet neue Spielräume für die in jüngster Zeit wieder zunehmenden missbräuchlichen Anfechtungsklagen. Berufskläger ohne Interesse an nachhaltiger Unternehmensführung könnten als Kleinstaktionäre regelmäßig behaupten, wegen „*abgestimmten Verhaltens*“ maßgeblicher Aktionäre und Verstosses gegen die entsprechenden Meldepflichten greife das Stimmverbot gemäß §28 WpHG. Die weit gefasste und vage Tatbestandsregelung des Gesetzentwurfs erlaubt solche Verdachtswürfe, die nur in langwierigen Verfahren zu widerlegen wären.

---

<sup>2</sup> Art 2 [d] der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote.

<sup>3</sup> Art. 10 [a] der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

<sup>4</sup> Eigene Übersetzung, Quelle:

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/07/797&format=PDF&aged=0&language=EN>

## 10. Konflikt mit UN-Nachhaltigkeitsregeln

Die „*acting in concert*“-Definition im Gesetzentwurf scheint im Widerspruch zu den *United Nations Principles for Responsible Investment (UN-PRI)* zu stehen. Diese im April 2006 erarbeiteten Regeln stützen das Engagement internationaler Investoren, die eine langfristige Förderung von Nachhaltigkeitszielen im Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance-Bereich verfolgen. Inzwischen wird diese Initiative, die in enger Partnerschaft mit der *UNEP Finance Initiative* und dem *UN Global Compact* getragen wird, von Investoren mit verwaltetem Kapital von mehr als 10 Billionen Euro unterstützt – aus Deutschland u. a. seitens der staatlichen KfW Bankengruppe.

Die *UN-PRI* fordern Investoren dazu auf, durch aktive Eigentümerschaft einen Beitrag zur Kontrolle von Aktiengesellschaften zu leisten und so die langfristige Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen, die Erhaltung von Arbeitsplätzen und ultimativ einen an Nachhaltigkeit ausgerichteten Erfolg der Volkswirtschaft sicherzustellen – also genau den erklärten Zielen des Gesetzentwurfs. In Prinzip 2 verpflichten sich die Unterzeichner, als aktive Eigentümer Umwelt-, Sozial- und Corporate-Governance-Themen in ihre Investmententscheidungen und Aktivitäten als Eigentümer einzubringen.<sup>5</sup>

Für eine effektive Durchsetzung dieser Nachhaltigkeitsziele gegenüber Vorständen von Aktiengesellschaften verpflichten sich die Träger der *UN-PRI* in ihrem Prinzip 5 dazu, bei Bedarf auch zusammenzuarbeiten. Die vorgesehene Neuregelung zum „*abgestimmten Verhalten*“ würde einen solchen effektiven und konstruktiven Dialog von Investoren im Sinne von Nachhaltigkeitszielen zwischen Investoren und mit den Unternehmen fast unmöglich machen.

## 11. Konflikt mit OECD-Prinzipien

Deutschland hat als OECD-Mitglied die Verabschiedung der in 2004 ergänzten „*Principles of Corporate Governance*“ mitgetragen. In diesen ist festgehalten, dass institutionelle Investoren ihrer Verantwortung für Millionen von Pensions- und Versicherungsberechtigten durch aktives Verfolgen langfristiger Interessen nachkommen sollen. Dazu müssen sie in der Lage bleiben, gegebenenfalls auch in Konsultation mit anderen Anlegern, solche Ziele gegenüber den Verwaltungen der Aktiengesellschaften zu verfolgen.<sup>6</sup> Wenn Investoren gesetzlich quasi in die kommunikative Isolation gezwungen werden, ist dies nicht mehr möglich.

---

<sup>5</sup> UN-PRI Principle 2: „*We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices. Possible actions:*

- *Develop and disclose an active ownership policy consistent with the Principles*
- *Exercise voting rights or monitor compliance with voting policy (if outsourced)*
- *Develop an engagement capability (either directly or through outsourcing)*
- *Participate in the development of policy, regulation, and standard setting (such as promoting and protecting shareholder rights)*
- *File shareholder resolutions consistent with long-term ESG considerations*
- *Engage with companies on ESG issues*
- *Participate in collaborative engagement initiatives*
- *Ask investment managers to undertake and report on ESG-related engagement“*

<sup>6</sup> OECD Principles of Corporate Governance, S. 19 Punkt G: „*Shareholders, including institutional shareholders, should be allowed to consult with each other on issues concerning their basic shareholder rights as defined in the Principles, subject to exceptions to prevent abuse.*“



### C. Abmilderung der Verschärfung durch die Gesetzesbegründung?

Der verschärfte Gesetzestext und der dazugehörige erste Teil der Begründung werden in der weiteren Begründung (BRat-Drs. 763/07, S. 12) durch folgende Aussagen scheinbar relativiert (eigene Hervorhebungen):

*„Bloßes gleichgerichtetes Stimmverhalten erfüllt die Voraussetzungen des acting in concert nicht. **Ist keine Absprache erfolgt** und liegt lediglich ein Fall des parallelen Handelns der Aktionäre vor, hat ein entsprechendes Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung keine Zurechnung zur Folge. Insbesondere werden aber auch die mit der Einführung des Aktionärsforums (§ 127a AktG) **verbesserten Möglichkeiten einer Aktionärskommunikation** nicht in Zweifel gezogen. Es bleibt dem einzelnen Aktionär unbenommen, das öffentlich bekannte Stimmverhalten anderer Aktionäre in die Überlegungen über sein Abstimmungsverhalten miteinzubeziehen, ohne damit das Risiko der Rechtsfolgen eines acting in concert einzugehen. Die Neuregelung bewirkt auch, dass der Zurechnungstatbestand nicht jede Abstimmung, sondern nur die Fälle einer **dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung** der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten erfasst. Darüber hinaus hat nicht jede **in der Praxis übliche Abstimmung über die Besetzung des Aufsichtsrats** eine Stimmrechtszurechnung zur Folge. Ebenso wenig kommt der Abstimmung über die Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden **grundsätzlich** eine die Zurechnung der Stimmrechte begründende Bedeutung zu. Anders verhält es sich, wenn mit der Wahl des Vorsitzenden **besondere Umstände verbunden sind, die über den Normalfall hinausgehen**, etwa die konkrete Absicht verbunden ist, dass der Vorsitzende eine bestimmte unternehmerische Neuausrichtung herbeiführen wird. Bei der Abstimmung über die Auswechslung mehrerer Aufsichtsratsmitglieder ist darauf abzustellen, **ob mit dieser Maßnahme konkrete unternehmerische oder finanzwirtschaftliche Entscheidungen beabsichtigt werden**, z.B. die Zerschlagung des Unternehmens oder die Zahlung einer **hohen Sonderdividende**, die dazu führt, dass sich bestimmte bislang verfolgte oder geplante strategische oder unternehmerische Politiken nicht mehr umsetzen lassen. Je größer die Zahl der ausgewechselten Aufsichtsratsmitglieder, desto mehr spricht für die Annahme eines acting in concert.“*

Problematisch an dieser scheinbaren Relativierung sind folgende Aspekte:

1. **Die wichtigsten Einschränkungen sollten auch in den Gesetzestext selbst Eingang finden.** Dies wäre ohne Weiteres durch kleinere klarstellende Änderungen möglich. Zwar kann die Begründung eines Gesetzes bei seiner Auslegung durch die Gerichte eine Rolle spielen (teleologische Auslegung). Dies muss aber nicht zwingend erfolgen, zumal andere Aspekte der Begründung eine schärfere Sprache sprechen.
2. Wer ist hinsichtlich der hier genannten Ausnahmetatbestände **beweispflichtig**, und wie soll das geschehen? Wie lässt sich z. B. belegen, dass keine sanktionsbewehrte „Absprache“ im Sinne des Gesetzgebers (was eine solche „Absprache“ konkret ist, und was noch nicht, bleibt offen) vorliegt, wenn Aktienerwerb oder Stimmverhalten Parallelen aufweisen?
3. Dass es unbenommen bleibt, öffentlich bekannte Fakten in Entscheidungen über das eigene Verhalten einzubeziehen, ist eine Selbstverständlichkeit. Es ist davon auszugehen, dass angesichts dieser Tatsache künftig **verstärkt über die Medien kommuniziert** wird, mit entsprechenden negativen Folgen für den konstruktiven Dialog zwischen Investoren und Vorstand (siehe oben, Abschnitt B, 6).
4. Die Ausnahmetatbestände in der Begründung sind alle durch **unklare Begriffe** definiert. Das macht eine entlastende Heranziehung der Begründung zur Auslegung des Gesetzes im konkreten Einzelfall schwierig. Was z. B. „dauerhaft“ oder „erheblich“ bedeuten soll, wird ebensowenig präzisiert wie im Gesetz selbst. Was ist noch eine „in

*der Praxis übliche Abstimmung über die Besetzung des Aufsichtsrats“, und was nicht mehr? Wo liegt die Trennlinie zwischen „grundsätzlich“ und „besondere Umstände verbunden [...], die über den Normalfall hinausgehen“ bei der Abgrenzung erlaubter und unerlaubter Abstimmungen über das Stimmverhalten bei der Wahl von Aufsichtsräten? Wann ist eine Sonderdividende „hoch“, und wann nicht?*

**Insgesamt bietet die Begründung bei genauerer Analyse keine ausreichende Rechtssicherheit gegen die oben im Abschnitt B formulierten Befürchtungen der Finanzwirtschaft, von Juristen oder der EU-Kommission.**

#### **D. Warum Investoren vertraulich miteinander sprechen und gelegentlich gleichgerichtet handeln können müssen**

- Institutionelle Anleger handeln als Treuhänder für die Interessen ihrer Anleger. Damit sind sie gegenüber ihren Zielunternehmen und gegenüber ihren Anlegern verantwortlich. Best Practice treuhänderischen Handelns erfordert, dass sie die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen genau verfolgen, Probleme früh erkennen (auch durch Informationsaustausch mit anderen Investoren) und sich bei Bedarf auch zielführend engagieren. Dies sollte auch in Abstimmung mit anderen Eigentümern möglich sein, um solches treuhänderisches Agieren so wirksam wie möglich zu machen.
- Institutionelle Investoren müssen im Interesse ihrer Anleger dann tätig werden, wenn sie berechtigte Bedenken über die Ausrichtung eines Unternehmens, dessen geschäftlichen Erfolg, seine Kaufs- und Verkaufsstrategie, das Versagen von Aufsichtsräten bei der Kontrolle von Vorständen, das Versagen interner Kontrollmechanismen (z. B. bei der Verhinderung von Korruption), Verstöße gegen weitere Grundregeln guter Unternehmensführung (Corporate Governance) sowie Problemen mit der Corporate Social Responsibility, also nicht-nachhaltigem Agieren im sozialen und ökologischen Bereich, haben.

Dabei geht es weder um Mikro-Management noch um Unternehmenskontrolle, sondern darum sicherzustellen, dass das Eigentumsinteresse der Anteilseigner gewahrt bleibt und sie eine im Marktvergleich attraktive und nachhaltige Rendite erzielen können.

- Wenn Vorstände und Aufsichtsräte auf Anliegen von Investoren nicht reagieren, kann es in Einzelfällen notwendig sein, dass institutionelle Investoren – deren Interessen aus o. g. Gründen häufig konvergent sind – gleichlautend auftreten.
- Internationale Investoren, die ihre Anlagegelder in zahlreichen Unternehmen in allen wichtigen Märkten investieren, um Risiko zu minimieren, benötigen häufig die Expertise anderer Anleger, um die Eigenheiten lokaler Märkte und deren spezifische Unternehmenskultur sachgerecht verstehen zu können. Nur wenige Häuser können sich eigene Analysten für jedes Land leisten. In einigen Fällen ist solcher Research-Austausch zwischen Investoren bereits institutionalisiert worden, z. B. bei Gruppen wie dem ABI Investment Committee in Großbritannien, Eumedion in Holland oder Assogestioni in Italien. So kann jedem beteiligten ausländischen Anleger eine Sensibilität für nationale Besonderheiten vermittelt werden. Solche anerkannten und erfolgreich im Anlegersinn arbeitenden europäischen Zusammenschlüsse institutioneller Investoren können ihre Research-Ergebnisse und Bewertungen zu den gehaltenen Unternehmen in Großbritannien, den Niederlanden oder Italien untereinander austauschen – künftig aber nicht mehr ohne unerwünschte rechtliche Risiken zu Beteiligungen in Deutschland. Einem auch international wettbewerbsfähigen Gemeinsamen Binnenmarkt im Finanzbereich ist dies nicht förderlich.

- Im Interesse der Risikostreuung halten gerade langfristig orientierte institutionelle Investoren eher kleine Anteile an sehr vielen Unternehmen. Da es sich kein international agierender Pensionsfonds leisten kann, für alle Länder, Branchen und Unternehmen eigene Analysten zu beschäftigen, sind sie auf sich allein gestellt, gegenüber Vorständen und Aufsichtsräten nicht nur kommunikativ, sondern auch informativ deutlich unterlegen und können damit die Interessen ihrer Anleger nicht effektiv vertreten.

## **E. Ist Offenlegung eine sinnvolle Alternative?**

Die Befürworter der vorgesehenen Neuregelung können argumentieren, dass Investoren den oben beschriebenen Gefahren einer zu weiten Tatbestandsfassung für „*abgestimmtes Verhalten*“ leicht dadurch entgehen könnten, dass sie grundsätzlich immer alle Kommunikation mit anderen Investoren offenlegen. Derartige Offenlegungspflichten würden aber kontraproduktiv wirken, da

- sie bei mehreren Investoren formell und inhaltlich schwer erfüllbar werden, da deren interne Diskussionen öffentlich gemacht werden müssten;
- bei öffentlicher Dialogführung der Austausch mit Unternehmensführungen entweder unterbleibt oder weniger konstruktiv ausfallen muss;
- sie erhebliche Zeit- und Geldressourcen beanspruchen. Bei einer gemeinsamen Offenlegung müssten gehaltene Positionen täglich abgeglichen werden, was insbesondere bei größeren Gruppen von institutionellen Investoren mit jeweils recht kleinen Positionen unverhältnismäßig aufwendig ist;
- sie für Investoren, die grundsätzlich einen nicht auf Kontrolle ausgerichteten, passiven Investmentansatz verfolgen aufgrund der aufwendigen Veröffentlichungspflichten auf einen Bruch mit ihrem Anlagestil hinauslaufen;
- sie erhebliche rechtliche Risiken nach sich ziehen – selbst für Investoren, die dann noch bereit sind, den gesamten Aufwand in Kauf zu nehmen: Auch wer sich im Zweifel aufgrund der unklaren und sehr weiten Neudefinition für „*abgestimmtes Verhalten*“ grundsätzlich immer für eine Offenlegung entscheidet, läuft Gefahr. In Fällen, bei denen die Aufsicht nachträglich zu dem Schluss gelangt, dass eine Offenlegung gar nicht notwendig war, drohen dem Betroffenen Unternehmen wiederum Sanktionen wegen „Marktmissbrauchs“.

## **F. Die Nachteile der Gesetzentwurfes für Deutschland**

Die Neuregelung würde es langfristig orientierten institutionellen Investoren wie Pensionskassen, Aktienfonds- und Aktienanlagegesellschaften oder Versicherungsunternehmen (Lebensversicherungen) wesentlich erschweren, mit Unternehmen einen konstruktiven und auf nachhaltige Wertsteigerung zielenden Dialog zu führen. Langfristig sinnvolle Investitionen im deutschen Markt würden entscheidend an Attraktivität verlieren. Einige Beispiele für das Gewicht solcher Investoren:

- Der britische Pensionsfondsverwalter Hermes repräsentiert die Interessen von Hunderttausenden Investoren und hält direkt allein etwa 800 Millionen Euro in deutschen Aktien und berät über eine Tochtergesellschaft weitere große Pensionsfonds mit erheblichen Investitionen in Deutschland.
- Der niederländische Renten-, Lebens- und Unfallversicherungsfonds für den öffentlichen Dienst ABP hält im Namen von 2,6 Millionen Begünstigten gut 3,9 Mrd. Euro an deutschen Aktiengesellschaften.

- Fidelity International investiert ca. die Hälfte seiner 212,6 Mrd. Euro Anlegergelder in Europa (Stand: 25.09.07), wobei Deutschland mit ca. 12,1 Mrd. Euro von internationalen Anlegern zu den Schlüsselmärkten zählt. Durch seine deutsche KAG in Kronberg/Taunus verwaltet Fidelity mit 210 Angestellten zudem ca. 12,1 Mrd. Euro allein für deutsche Anleger (Stand 30.06.07).
- Die Investmentabteilung der norwegischen Zentralbank NBIM (Norges Bank Investment Management) legt die Gelder des norwegischen Staats für dessen 4,7 Millionen Bürger an. In Deutschland hält NBIM ca. 8 Mrd. Euro an Aktien, wobei das meiste Geld für den Nachhaltigkeitsfonds verwaltet wird, in welchem das Land die Überschüsse aus seinen Öleinnahmen zugunsten künftiger Generationen für die Zeit nach dem Öl anlegt. Die somit langfristig veranlagte NBIM hält im Durchschnitt ca. 0,6% aller deutschen mittleren und großen Aktiengesellschaften.
- PGGM Investments verwaltet im Auftrag des niederländischen Pensionsfonds Zorg en Welzijn (PFZW) dessen Investment-Portfolio für 1,9 Millionen Angestellte im Gesundheits- und Sozialsektor. PFZW ist mit 1,75 Mrd. Euro in deutschen Anlagen investiert.

Insgesamt halten institutionelle Anleger wesentliche Anteile an allen DAX-30-Unternehmen. Sie stehen ihren Kunden gegenüber langfristig in der Pflicht (Pensionsverpflichtungen) und haben entsprechend lange Anlagehorizonte. Ein deutlicher Rückgang ihrer Engagements würde zu erheblichen Kurswirkungen führen, die sich auch auf die Kosten des Eigenkapitals bzw. die Möglichkeiten zur Beschaffung frischen Kapitals nachhaltig auswirken dürften.

## **G. Fazit**

Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf wird das Ziel einer Verhinderung geheimer Absprachen zur Übernahme, Zerschlagung oder Fusionierung ganzer Unternehmen nicht erreicht. Deutsche und internationale Investmentgesellschaften, die viele Milliarden Euro Pensionsgelder in Deutschland langfristig angelegt haben, müssen sich darauf verlassen können, dass sie berechnete Interessen ihrer Kunden – also insbesondere altersvorsorgender Bürger – im Sinne einer langfristigen, nachhaltigen Renditeorientierung vertreten können. Dies setzt einen kontinuierlichen und angemessenen Diskussions- und (falls erforderlich) Handlungsspielraum vor und auf Hauptversammlungen voraus.

## **Kontakt**

Jan-Friedrich Kallmorgen  
 Europäische Investorenschutzvereinigung - egip e.V.  
 Wilhelmstraße 67, 10117 Berlin, Germany  
 Tel: +49-30-206 337 89  
 Fax: +49-30-206 337 90  
 Mobil: +49-170-200 3366  
 Email: kallmorgen@egip.org  
 Homepage: [www.egip.org](http://www.egip.org)