

**Kurz-Stellungnahme des  
Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI)**

**zum**

**Gesetzentwurf  
der Bundesregierung**

**„Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz)“**

**(BT-Drucksache 16/ 7438)**

### **Vorbemerkung:**

Der Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) basiert auf dem von der Bundesregierung am 9. Mai 2007 vorgestellten Eckpunktepapier unter dem Titel „Förderung von Wagniskapital – Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“, welches folgende Zielsetzungen nennt:

1. die Verbesserung der Rahmenbedingungen für die Bereitstellung von Wagniskapital an junge Unternehmen,
2. die Gewährleistung der Finanzierung des breiten Mittelstandes mit Beteiligungskapital,
3. die Begrenzung der mit der Tätigkeit von Finanzinvestoren verbundenen Risiken

Ob ein direkter Zusammenhang zwischen den drei Zielsetzungen besteht, der eine Verknüpfung der damit verbundenen Gesetzesvorhaben MoRaKG (Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen) und Risikobegrenzungsgesetz bedingt, wird auf breiter Basis bezweifelt, soll aber an dieser Stelle nicht weiter vertieft werden. Von größerer Bedeutung ist hingegen, dass jede einzelne Zielsetzung und das damit verbundene Gesetzesvorhaben in sich schlüssig und vertretbar sein müssen. Nur dann gibt es eine Berechtigung, ein entsprechendes Gesetz zu erlassen. Zum MoRaKG hat der Bundesverband Alternative Investments e.V. bereits Stellung genommen. Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich ausschließlich auf das Risikobegrenzungsgesetz.

### **Stellungnahme:**

#### a) allgemeine Anmerkungen

In dem vorgenannten Eckpunktepapier und im Entwurf des Risikobegrenzungsgesetz werden folgende mit Finanzinvestitionen potentiell verbundene Risiken benannt:

- Risiken für die Stabilität des Finanzsystems, insbesondere durch Banken, die in großem Maße Leveraged Buy Outs (LBOs) finanzieren und entsprechende Verbriefungen zum Teil in den eigenen Büchern halten
- Risiken für die Zielunternehmen einschließlich deren Mitarbeiter

Die im Zusammenhang mit diesen Risiken von der Bundesregierung vorgeschlagenen Maßnahmen nach dem Eckpunktepapier, die weitgehend im Entwurf des Risikobegrenzungsgesetzes konkretisiert wurden, sind:

- Ausdehnung des Tatbestands des „Acting in Concert“
- Transparenz über Leerverkaufs- oder Wertpapierleihpositionen
- Aussagefähigere wertpapierhandelsrechtliche Meldungen
- Bessere Informationen über Inhaber wesentlicher Beteiligungen und deren Ziele
- Anreize zur Offenlegung der Identität von Namensaktien
- Einführung der Möglichkeit zur Zahlung eines Präsenzbonus
- Konkretisierung der Mitbestimmungs- und Informationsrechte der Belegschaften, insbes. bei Übernahmen
- Intensive Beobachtung von Risiken durch BaFin und Deutsche Bundesbank

Laut Gesetzentwurf der Bundesregierung sollen vor dem Hintergrund der identifizierten Risiken „die Rahmenbedingungen so gestaltet werden, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert werden, ohne zugleich Finanz- oder Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen“.

Bei kritischer Würdigung der identifizierten Risiken, der gesetzgeberischen Zielsetzung und den damit einhergehenden Maßnahmen ist aus Sicht des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. zunächst folgendes zu konstatieren:

1. Die vom Gesetzgeber genannte Zielsetzung ist diffus und lässt keine zielgerichtete Vorgehensweise erkennen. Ein so einschneidendes Gesetz wie das RisikobegrenzungsGesetz kann nicht mit dem allgemeinen Hinweis auf „gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren“ begründet werden, ohne derartige Aktivitäten zu spezifizieren. Nicht nur die allgemeine Zielsetzung, sondern auch die tatbestandliche Ausgestaltung diverser Vorschriften – z.B. § 22 Abs. 2 WpHG bzw. § 30 Abs. 2 WpÜG - werfen die Frage auf, ob diese Aktivitäten, die unterbunden bzw. eingeschränkt werden sollen, im Vorfeld hinreichend thematisiert wurden, so dass entsprechende gesetzgeberische Maßnahmen auch geboten und sachgerecht erscheinen. Ist schon die Zielsetzung nicht hinreichend klar, können keine sachgerechten Maßnahmen vorgeschlagen und implementiert werden. Der Gesetzentwurf der Bundesregierung konkretisiert lediglich den Aspekt einer verbesserten Transparenz hinsichtlich der Eigentümerstrukturen von börsennotierten Gesellschaften. Dies ist im Hinblick auf das identifizierte potentielle Risiko für Zielunternehmen zwar ein nachvollziehbarer Ansatzpunkt. In wie weit aber das identifizierte Risiko für die Stabilität des Finanzsystems durch die Regelungsvorschläge berücksichtigt wird, geht aus dem Entwurf und seiner Begründung nicht hervor. Insofern muss die Frage erlaubt sein, warum a) keine diesbezüglichen Maßnahmen im Gesetz enthalten sind und b) die Zielsetzung des Gesetzes dann nicht konsequent von vornherein entsprechend beschränkt wird.

Ein objektiver und zielgerichteter Ansatz wäre hier wünschenswert gewesen. Stattdessen spricht der Gesetzgeber nebulös von „gesamtwirtschaftlich unerwünschten Aktivitäten von Finanzinvestoren“ und stigmatisiert damit zugleich eine für das Funktionieren der Kapitalmärkte notwendige Branche. Dass LBOs nicht nur von sog. Finanzinvestoren, sondern auch von anderen Unternehmen bspw. im Rahmen von Übernahmen verwendet werden, sollte im Übrigen hinlänglich bekannt sein. Die pauschale Nennung von „Finanzinvestoren“ und der ausdrückliche Bezug auf Hedgefonds und Private Equity Fonds fördert jedenfalls in keinster Weise den sachlichen Diskurs, der nach der „Heuschreckendebatte“ notwendig ist, um den Finanzstandort Deutschland zu stärken und Beteiligungs- und Wagniskapital in Deutschland nachhaltig zu etablieren.

2. Wie bereits ausgeführt, ist der Zusammenhang zwischen den identifizierten potentiellen Risiken sowohl für die Stabilität des Finanzsystems wie auch für die Zielunternehmen selbst und den vorgeschlagenen Maßnahmen nur teilweise aus dem Gesetzentwurf erkennbar. Das Risikobegrenzungsgesetz beschränkt sich mit Regelungsvorschlägen im Wesentlichen auf eine Verbesserung der Transparenz der Eigentümerstrukturen börsennotierter Gesellschaften und bleibt damit weit hinter den vorgegebenen Zielsetzungen zurück. Im Einzelfall mögen die Maßnahmen zwar geeignet sein, den Erwerb von Aktien und damit verbundene Zielsetzungen transparenter zu gestalten; im Hinblick auf Risiken für die Stabilität des Finanzsystems bleiben im Gesetzesentwurf diverse Fragen ungeklärt, bspw. auf welche Art und Weise die Maßnahmen zur Vermeidung/Verringerung dieses Risikos beitragen sollen und warum dieses Risiko nur im Hinblick auf börsennotierte Gesellschaften bestehen soll. Wenn ein Gesetz den Zusammenhang zwischen Zielsetzung und den Maßnahmen zur Erreichung dieser Zielsetzung nicht herstellen kann, stellt sich die Frage nach der Berechtigung des Gesetzes.

#### b) Anmerkungen zu einzelnen Regelungsvorschlägen des Risikobegrenzungsgesetzes:

Neben der nur schwer greifbaren Zielsetzung werden durch das Risikobegrenzungsgesetz viel zu unbestimmte und im Ergebnis viel zu weit gehende Tatbestände – bspw. die Änderung des § 22 Abs. 2 WpHG und des § 30 Abs. 2 WpÜG – eingefügt, die im Hinblick auf eine Aktionärskultur, die auch Minderheitsaktionären die Möglichkeit der unternehmerische Einflussnahme zugestehen will, kontraproduktiv ist.

##### aa) Änderungen betr. „Acting in concert“ (Art. 1 Nr. 2 b und Art. 2 Nr. 1)

Die Aufnahme einer Legaldefinition des abgestimmten Verhaltens in § 22 Abs. 2 S.2 WpHG (neu) und § 30 Abs. 2 WpÜG (neu) wird in der vorgeschlagenen Fassung als äußerst kritisch beurteilt. Es liegt in der Natur der Sache, dass derjenige, der an einer Unternehmung beteiligt ist, auch Einfluss auf diese Unternehmung ausüben möchte. Mag dies für einen Minderheitsaktionär im Ergeb-

nis auch sehr schwierig sein, so wird diese Absicht dadurch jedoch nicht negiert. Bislang hatte er jedenfalls die Möglichkeit Verbündete für diese Zielsetzung zu suchen und diese gemeinsam zu verfolgen („sein Verhalten abzustimmen“), ohne dass damit die Gefahr verbunden war, dass es zu einer Zurechnung der Stimmrechte kommt. Die vorgeschlagene Definition, die ein Zusammenwirken, das geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen, als abgestimmtes Verhalten beschreibt, führt jetzt dazu, dass jegliche Handlungen, die mehrere Aktionäre parallel oder konzertiert vornehmen, als potentiell geeignet angesehen werden können, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen. Dies reicht bereits nach dem Entwurf für eine Zurechnung von Stimmrechten aus. Gerade institutionelle Investoren wie bspw. Fonds haben im Interesse ihrer Anleger ein großes Interesse an einer positiven Entwicklung der Unternehmen, in die sie investiert sind. Jegliche Versuche, bei Divergenzen mit der Unternehmensführung die unternehmerische Ausrichtung zu beeinflussen und für diese Zwecke Verbündete bei anderen (Minderheits-) Aktionären zu gewinnen, steht zukünftig unter der möglichen Sanktion der Zurechnung der Stimmrechte. Es besteht somit die Gefahr, dass abweichende Auffassungen im Hinblick auf die unternehmerische Ausrichtung zukünftig nicht oder nur sehr eingeschränkt thematisiert werden im Hinblick auf die durch die vorgeschlagene Änderung drohenden Sanktionen. Der Bundesverband Alternative Investments e.V. bezweifelt, dass die vorgeschlagenen Änderungen die Aktionärskultur in Deutschland fördern und plädiert daher dafür, dass die in Art 1 Nr. 2b und Art. 2 Nr. 1 vorgeschlagenen Änderungen betreffend WpHG und WpÜG nicht umgesetzt werden und es bei dem bisherigen Gesetzeswortlaut bleibt. Dies gilt insbesondere, da - anders als in der Gesetzesbegründung beschrieben – es nicht auf die tatsächliche nachhaltige Wirkung oder den Inhalt der Abstimmung ankommt, sondern nach dem eindeutigen Gesetzeswortlaut schon die Geeignetheit zur dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung ausreicht. Aktionäre werden somit häufig nicht in der Lage sein, verlässlich zu beurteilen, ob ihr Verhalten in einem ersten Schritt als abgestimmtes Verhalten zu qualifizieren ist und in einem zweiten Schritt auch zu einer Stimmrechtszurechnung führt, die wiederum Mitteilungspflichten etc. auslöst und bei Verstößen gar zu einem Rechtsverlust führt. Mit den vorgeschlagenen Formulierungen ist also ein erhebliches Auslegungs- und Beurteilungsproblem verbunden, was zu einer massiven Rechtsunsicherheit führen wird, so dass unbedingt von der Aufnahme der entsprechenden Änderungen abgesehen werden sollte. In der Konsequenz wird dieses Auslegungs- und Beurteilungsproblem auch zu deutlichen Schwierigkeiten im Falle einer gerichtlichen Überprüfung führen. Denn dass ein Gericht in der Lage sein soll, die Geeignetheit zur dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung objektiv nachvollziehbar festzustellen, wird schon im Hinblick auf die Ergebnisse der Ermittlungen durch die BaFin im Fall Deutsche Börse AG stark bezweifelt.

bb) Änderungen betr. Auskunftspflichten ggü. dem Aktienregister (Art. 3 Nr. 1 a - c)

Der Gesetzentwurf sieht deutlich erweiterte Auskunftspflichten gegenüber dem Aktienregister vor. Dies mag im Hinblick auf Sinn und Zweck des Aktienregisters im Ansatz zwar nachvollziehbar sein, wie diese Auskunftspflichten zukünftig bspw. von Fondsgesellschaften erfüllt werden sollen, ist aus dem Gesetzentwurf nicht erkennbar und dürfte daher zu erheblichen praktischen Schwierigkeiten führen. Solange diese bedeutsame Frage nicht geklärt ist, sollte von einer entsprechenden Änderung des § 67 AktG abgesehen werden. Die in der Begründung zu Art. 3 Nr. 1 a enthaltene Aussage, dass Treuhandverhältnisse oder andere schuldrechtliche Vereinbarungen, die derjenige, dem die Aktien „gehören“ zu Dritten unterhält, von der Vorschrift nicht erfasst sind, klärt diese Thematik jedenfalls nicht. Die zu einem herkömmlichen Sondervermögen (nach deutschem Recht) gehörenden Aktien stehen entweder im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft oder im Miteigentum der Anleger<sup>1</sup>. Während im ersten Fall die Kapitalanlagegesellschaft zulässigerweise als „wahrer Inhaber“ genannt werden darf, dürfte dies im zweiten Fall nach dem Gesetzeswortlaut und der Begründung nicht ausreichen. Dass diese beiden Fälle ungleich behandelt werden, ist weder nachvollziehbar noch sachgerecht. Der Bundesverband Alternative Investments e.V. plädiert daher für eine Klarstellung im Gesetz bzw. der Begründung, dass es bei einem Fonds ausreicht, dass dieser – unabhängig von der Ausgestaltung und Herkunft – als „wahrer Inhaber“ geführt wird. Andernfalls ist dringend eine Klarstellung erforderlich, wie entsprechende Mitteilungspflichten von Fonds zu erfüllen sind. Denn die Erfüllung derartiger Mitteilungspflichten durch einen Fonds ist mit erheblichen praktischen Schwierigkeiten verbunden. Zum einem sind die Anleger eines Fonds oftmals nicht namentlich bekannt, so dass der Fonds keine vollständige Auskunft geben kann, zum anderen stellt sich die Frage, in welchem Verhältnis die durch einen Fonds gemittelte Beteiligung an einer Gesellschaft auf die einzelnen Anleger aufzuteilen ist und ob dies in jedem Einzelfall gerechtfertigt erscheint. Im Hinblick auf die bei unrichtigen Auskünften möglicherweise drohenden Sanktionen ist eine Klarstellung für Fondsgesellschaften daher mehr als notwendig.

## **Fazit:**

Die mit dem Risikobegrenzungs-gesetz von der Bundesregierung verfolgte Zielsetzung kann vom Bundesverband Alternative Investments e.V. im Ansatz nachvollzogen werden. Der vorliegende Entwurf des Risikobegrenzungs-gesetzes ist jedoch überarbeitungsbedürftig und sollte in der jetzt vorliegenden Fassung nicht verabschiedet werden. Wesentliche Elemente des Risikobegrenzungs-gesetzes, angefangen von der Zielsetzung des Gesetzes bis zu den Regelungsvorschlägen im Detail, sind zu unbestimmt und unpraktikabel. Statt Rechtsklarheit schafft das Gesetz Rechtsunsicherheit. Im Ergebnis führt es daher zu einer Schwächung des Finanzplatzes Deutschland, insbesondere wird die Aktionärskultur in Deutschland unter diesem Gesetz leiden. Die Rechte von

---

<sup>1</sup> Bei einem Investmentvermögen in der Form der Investmentaktiengesellschaft ist diese Eigentümerin der Vermögens-

Minderheitsaktionären werden durch den Entwurf einseitig und massiv beeinträchtigt. Nutznießer sind Mehrheitsaktionäre und die Vorstände börsennotierter Gesellschaften. Finanzinvestoren, die in dem Gesetzentwurf unsachlich stigmatisiert werden, werden vor dem Hintergrund der geplanten Änderungen Investitionen in Deutschland zukünftig überdenken. Der Bundesverband Alternative Investments e.V. hofft daher, dass die Bundesregierung die Ergebnisse der Konsultation und der Anhörung im Finanzausschuss zum Anlass nehmen wird, sowohl des MoRaKG als auch des Risikobegrenzungs-gesetz grundlegend zu überarbeiten.

\*\*\*\*\*