



Bundesverband Investment  
und Asset Management e.V.

Ihre Ansprechpartnerin:

Christa Franke  
Büro Berlin  
Friedrichstraße 171  
10117 Berlin  
Tel.: 030/206587-70  
Fax: 030/206587-80  
christa.franke@bvi.de

Berlin, 17. Januar 2008

An die  
Mitglieder des Finanzausschusses  
Deutscher Bundestag  
Platz der Republik 1

11011 Berlin

**Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) – Bundestags-Drucksache 16/7438  
Hier: Stellungnahme**

Sehr geehrter Herr Vorsitzender,  
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

herzlichen Dank für die Gelegenheit zur Stellungnahme und Einladung zur öffentlichen Anhörung am 23. Januar 2008, an der wir gerne teilnehmen.

Die im BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. vertretenen Kapitalanlagegesellschaften und Vermögensverwalter halten den Entwurf mit den geplanten Erweiterungen der Kriterien für „acting in concert“ und den weiteren Abweichungen von den Vorgaben der Transparenzrichtlinie für einen Schritt in die falsche Richtung.

Die Investmentbranche schließt sich den Ausführungen unter Nr. 1 der Stellungnahme des Bundesrates an (BR-Drs. 763/07 vom 30. November 2007) und plädiert nachdrücklich dafür, die Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG nicht im nationalen Alleingang und entgegen den Vorgaben der Transparenzrichtlinie zu modifizieren. Stattdessen sollte darauf hingewirkt werden, dass Meldeschwellen, Berechnungsarten und Meldeformalitäten europaweit vereinheitlicht werden. Die in dem Entwurf angedachten Gesetzesänderungen bergen die Gefahr, dass die neuen Regelungen kurze Zeit nach ihrer Einführung wieder geändert oder zurückgenommen werden müssen, weil sie den vereinbarten europäischen Standards widersprechen.

Hauptgeschäftsführer:  
Stefan Seip  
Geschäftsführer:  
Rüdiger H. Päsler  
Rudolf Siebel

Eschenheimer Anlage 28  
60318 Frankfurt am Main  
Postfach 10 04 37  
60004 Frankfurt am Main  
Tel.: 069/154090-0  
Fax: 069/5971406  
info@bvi.de  
www.bvi.de

Im Einzelnen:

**Art. 1 und 2: §§ 22 Abs. 2 WpHG-E, 30 Abs. 2 WpÜG (acting in concert)**

Die deutschen Investmentgesellschaften sind in der Regel langfristig engagierte institutionelle Investoren, die mit ihren Engagements auf nachhaltige Wertsteigerungen der Unternehmen im Interesse von 15 Millionen Anlegern setzen. Die geplante Neufassung der Definition von „acting in concert“ ist für die Investmentbranche insbesondere deshalb von großer Relevanz, weil die bewährten Kommunikationswege zwischen Anlegern und Emittenten nicht zum Nachteil beider Seiten eingeschränkt werden dürfen.

In diesem Zusammenhang ist zwar zu begrüßen, dass die bisher nicht präzise formulierten Zurechnungsvorschriften klarer gefasst werden sollen. Eine Erweiterung des Tatbestandes des „acting in concert“ über die europarechtlichen Vorgaben und die etablierten Grundsätze der BGH-Rechtsprechung hinaus begegnet aber erheblichen Bedenken.

Die Regelungen der §§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG finden ihre EU-rechtliche Grundlage in Art. 10 a) Transparenzrichtlinie respektive Art. 2 (1) d) Übernahmerichtlinie. In beiden Regelwerken ist die Definition des abgestimmten Verhaltens deutlich enger gefasst. Vorausgesetzt wird insbesondere das Vorliegen einer Vereinbarung, die auf eine langfristige Einflussnahme auf die Geschäftsführung durch einvernehmliche Stimmrechtsausübung abzielt (Transparenzrichtlinie) bzw. zur Erlangung der Kontrolle oder Vereitelung des Übernahmeangebots dient (Übernahmerichtlinie). Der Vorschlag der Bundesregierung, wonach das „acting in concert“ auch Abstimmungen in Einzelfällen bzw. außerhalb der Hauptversammlung umfassen und gar abgestimmte Parallelkäufe von Aktien einbeziehen soll, geht also in eklatanter Weise über die EU-Vorgaben hinaus und bedeutet einen Bruch mit dem Bekenntnis der Koalition zur „Eins zu Eins“ Umsetzung der EU-Richtlinien im Finanzsektor.

Besonders problematisch ist dieses Ergebnis mit Blick auf die Transparenzrichtlinie, deren Erlass im sog. Lamfalussy-Verfahren eine konsistente Umsetzung und Anwendung auf nationaler Ebene sicherstellen sollte. Die durch den Gesetzentwurf drohende Verzerrung der „acting in concert“-Regelung rief deshalb bereits die EU-Kommission auf den Plan, die sich über die mögliche Behinderung von legitimen Aktionärsabsprachen besorgt zeigte<sup>1</sup>. Gewichtige Bedenken gegen die Ausweitung der „acting in concert“-Regelung mit der Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots nach § 30 Abs. 2

---

<sup>1</sup> Vgl. Rede des EU-Binnenmarktskommissars Charlie McCreevy zu Corporate Governance vom 06. Dezember 2007, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/07/797&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=de>

WpÜG werden auch im Hinblick auf die im EG-Vertrag garantierte Freiheit des Kapitalverkehrs vorgetragen<sup>2</sup>.

Das Ziel einer Konkretisierung der Zurechnungsregeln wird durch die vorgeschlagenen Änderungen ebenfalls nicht erreicht. Durch den Wegfall einfach nachvollziehbarer Kriterien, wie der Beschränkung auf die Ausübung von Stimmrechten oder der Ausnahme im Einzelfall, und die Streichung des Erfordernisses der tatsächlichen Einflussnahme auf die Unternehmenspolitik, das durch eine abstrakte Geeignetheitsprüfung ersetzt werden soll, wird die Abgrenzung zwischen relevantem und nicht relevantem Abstimmungsverhalten im Gegenteil deutlich erschwert und der Gefahr willkürlicher Auslegung ausgesetzt. Bis zur Klarstellung der neu verwandten Begriffe durch die Rechtsprechung wird auf absehbare Zeit größere Rechtsunsicherheit bestehen, als es momentan der Fall ist. Institutionelle Investoren werden unter diesen Umständen gezwungen sein, jede einzelne Maßnahme zunächst auf potentielle Risiken des „acting in concert“ zu untersuchen, um negative Rechtsfolgen zu vermeiden. Ein konstruktiver Dialog der Aktionäre mit den Emittenten wäre in einem solchen Umfeld nur sehr eingeschränkt möglich. Vielmehr steht zu befürchten, dass Investoren, die sich derzeit im Vorfeld von Hauptversammlungen zu wichtigen Unternehmensbelangen austauschen, dies zur Vermeidung von Zurechnungsrisiken unterlassen werden.

Die vorgeschlagene Neufassung der §§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG ist schließlich auch in ordnungspolitischer Hinsicht misslungen, da sie die bewährten Kommunikationsformen der Investoren im Verhältnis zum Emittenten generell in Frage stellt. Nach der Gesetzesbegründung geht es zwar nur darum, gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren zu erschweren, ohne zugleich Effizienz fördernde Investitionen zu beeinträchtigen. Die geplante Ausweitung des Anwendungsbereichs auf Abstimmungen in Einzelfällen und außerhalb der Hauptversammlung behindert aber auch Absprachen zwischen langfristig engagierten Aktionären, die ihre Verwaltungsrechte zum Wohle des Unternehmens verwenden und auf Kontrolle der Verwaltung bzw. des Mehrheitsaktionärs hinwirken wollen. Diese Kontrollfunktion der Minderheit wurde erst jüngst durch die Einrichtung des Aktionärsforums und Stärkung der Sonderprüfungsrechte bestätigt<sup>3</sup> und sollte nicht durch Maßnahmen gegen partikuläre Investorengruppen unterminiert werden.

Jedenfalls aber darf es nicht angehen, dass auch ein Zusammenwirken der Aktionäre gegen eine Umgestaltung der unternehmerischen Ausrichtung und zur Aufrechterhaltung des Status Quo als „acting in concert“ qualifiziert wird. Aktionären, die mit der Politik der Unternehmensleitung unzufrieden

---

<sup>2</sup> Vgl. die Analyse von Roland Schmidtbleicher „Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?“, veröffentlicht unter [http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF\\_WP\\_074.pdf](http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_074.pdf)

<sup>3</sup> Vgl. Art. 1 Nr. 7, 11 des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 22. September 2005.

sind, muss es nach wie vor möglich sein, die geplanten unternehmerischen Maßnahmen, wie Kapitalerhöhung, Rückkauf von Aktien oder Veräußerung wesentlicher Unternehmensbestandteile, in organisierter Form abzulehnen, ohne sich den Angebots- und Meldepflichten auszusetzen. Jedes andere Ergebnis hätte eine erhebliche Beschneidung der Rechte der Minderheitsaktionäre zur Folge und wäre der Corporate Governance am deutschen Kapitalmarkt in hohem Maße abträglich.

In Anlehnung an den Vorschlag des Bundesrates (BR-Drs. 763/07, Ziff. 3) regen wir deshalb eine Änderung der Kriterien für „acting in concert“ an, die der Zielsetzung der abgestimmten Aktivitäten Rechnung trägt und damit eine Abgrenzung zu unternehmenspolitisch irrelevanten Verhaltensabreden zulässt. Der in §§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG einzufügende Satz 2 sollte zu diesem Zweck wie folgt lauten:

*„Ein abgestimmtes Verhalten liegt vor, wenn der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die **darauf abzielt, eine erhebliche Änderung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten dauerhaft herbeizuführen**“.*

#### **Art.1: § 25 WpHG-E (Aggregation der Mitteilungspflichten)**

Die geplante Zusammenrechnung von gehaltenen Aktien einerseits und Finanzinstrumenten, die den Erwerb von Aktien ermöglichen, andererseits geht über die Anforderungen des Artikels 13 der Transparenzrichtlinie hinaus und stellt ein „Goldplating“ auf nationaler Ebene dar. Die Begründung zum Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (BR-Drs. 579/06, Seite 82) führt aus, dass separate, nebeneinander bestehende Mitteilungspflichten für gehaltene Aktien einerseits und Finanzinstrumente, die zum Erwerb von Aktien berechtigen, andererseits dem Konzept der Transparenzrichtlinie entsprechen. Eine Aggregation beider Bestände sieht die Richtlinie nicht vor. Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf bewegt sich der deutsche Gesetzgeber einen weiteren Schritt weg von einheitlichen europäischen Melde- und Informationspflichten.

Im Übrigen möchten wir bereits an dieser Stelle darauf hinweisen, dass der Gesetzentwurf trotz weitreichender Änderungen mit der geplanten Einführung vier neuer Informationspflichten keinerlei Umsetzungsfrist vorsieht. Unsere Mitgliedsgesellschaften sehen sich nicht in der Lage, ihre Melde- und Grenzprüfungssysteme zu §§ 21 ff. WpHG ohne angemessene Vorlaufzeit und dies zu einem im Voraus nicht bekannten Zeitpunkt umzustellen. Es bedarf einer Frist von mindestens sechs Monaten, um die EDV-Systeme entsprechend anzupassen.

Des Weiteren ist anzumerken, dass entgegen der Aussage in der Gesetzesbegründung der Wirtschaft durch das Gesetz doch Kosten entstehen.

Selbst wenn man die Investitionen außer Acht lässt, die erst kürzlich bei Umsetzung des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes getätigt wurden und durch die neuerlichen Änderungen schon wieder „verloren“ wären, dürfte der Betrag alleine für unsere Mitglieder im sechsstelligen Bereich liegen.

### **Art.1: § 27 WpHG–E (Auskunftsverlangen)**

Auch § 27 Abs. 2 WpHG-E stellt ein „Goldplating“ gegenüber der Transparenzrichtlinie dar. Die Neuregelung erhöht den bürokratischen Aufwand bei den betroffenen Aktionären, führt aber für Mitaktionäre und Unternehmen zu keinem wirklichen Mehrwert.

Die in den Nr. 1 – 5 geforderten Angaben beziehen sich auf rein subjektive Tatbestände. Eine Aussage dahingehend, dass ein Aktionär etwas Bestimmtes beabsichtige oder anstrebe, ist nicht auf ihren Wahrheitsgehalt überprüfbar. Demzufolge sind falsche Angaben nicht sanktionierbar.

Darüber hinaus entscheiden Investoren in der Praxis nicht nach einem Schwarz-Weiß-Schema. Die Erlangung der Kontrolle über ein Unternehmen oder eine wesentliche Änderung seiner Kapitalstruktur wird nicht um jeden Preis angestrebt, sondern nur unter bestimmten Bedingungen, unter denen die Erreichung dieses Ziels dem Investor wirtschaftlich sinnvoll erscheint. Wollte ein Aktionär die Fragen zu 1 – 5 aufrichtig beantworten, dürfte ein einfaches Ja oder Nein in der Regel kaum genügen. Vielmehr müsste er eine längere Abhandlung verfassen und sämtliche Parameter und Strategien offenlegen, von denen er sich bei seiner Investition leiten lässt. Das erscheint wirklichkeitsfremd und nicht zumutbar.

Besonders problematisch erscheint aus unserer Sicht der geplante § 27 Abs. 2 Nr. 4. Der Wunsch nach Einflussnahme auf die personelle Besetzung der Unternehmensleitung kann vielerlei Gründe haben. Auch passive Investoren, die keinen Einfluss auf die Unternehmenspolitik anstreben, können personelle Änderungen auf der Leitungsebene fordern, wenn ein Unternehmen unter der derzeitigen Führung ihren Renditeerwartungen nicht gerecht wird. Die geplante Auskunftspflicht nach Nr. 4 birgt die Gefahr, dass Unternehmensleitungen, die in die Kritik der Aktionäre geraten sind, bereits im Vorfeld von Hauptversammlungen die Haltung von Großaktionären ihnen gegenüber abfragen. Dadurch können sie bei der Vorbereitung von Abstimmungen einen unseres Erachtens nicht gerechtfertigten, taktischen Vorteil gewinnen.

Falls dennoch an § 27 Abs. 2 in der vorliegenden Fassung festgehalten wird, müssten Kapitalanlagegesellschaften, Investmentaktiengesellschaften sowie EG-Investmentvermögen und deren Verwaltungsgesellschaften vom Anwendungsbereich des § 27 Abs. 2 explizit ausgenommen werden. Zwar könnten sie die 10%-Schwelle im Einzelfall überschreiten; durch investmentrechtliche Vorschriften sind sie jedoch am Erwerb größerer Beteiligungspos-

sitionen gehindert, so dass der Fragenkatalog der Nr. 1 - 5 ins Leere läuft. § 64 Abs. 2 InvG schreibt vor, dass eine Kapitalanlagegesellschaft insgesamt nicht mehr als 10 % der Stimmrechte an einem Emittenten erwerben darf. Wird diese Grenze unbeabsichtigt überschritten, so ist gemäß § 65 InvG die baldige Wiedereinhaltung anzustreben. Auch Art. 25 Abs. 1 OGAW-Richtlinie verbietet den Erwerb einer Stimmrechtsquote, die einen nennenswerten Einfluss auf die Geschäftsführung ermöglicht.

Andere Rechtsordnungen wie die USA, die vergleichbare Offenlegungsstandards anordnen, sehen ebenfalls Ausnahmen für Investmentgesellschaften aufgrund deren Stellung als „passive“ Investoren vor (vgl. Section 13g des Securities Exchange Act 1934). Diese Einstufung beruht auf der Erkenntnis, dass die Verwalter von Investmentfonds als Treuhänder fremder Vermögen handeln und mit ihren Investitionen keinen Einfluss auf die Unternehmenskontrolle ausüben.

#### **Art. 1: § 28 WpHG-E (Sanktionen)**

Die geplante Verschärfung der Sanktionen für nicht abgegebene Stimmrechtsmitteilungen ist überzogen. Zwar soll die sechsmonatige „Straffrist“ nur eingreifen, wenn eine Mitteilung vorsätzlich oder grob fahrlässig unterlassen wurde. Es ist jedoch zu beachten, dass der kapitalmarktrechtliche Vorsatzbegriff in der Literatur z.T. sehr weit ausgelegt wird. Einzelne Kommentatoren zu § 28 WpHG gehen z.B. auch dann von einer vorsätzlich unterlassenen Mitteilung aus, wenn der Meldepflichtige einem Rechtsirrtum über die Auslegung von Zurechnungsvorschriften unterlag oder wenn er eine Meldung auf Grund fehlender Informationen unterließ, die er sich theoretisch hätte verschaffen können. Angesichts dieser strengen Auslegung erscheinen die bestehenden Sanktionen – Verlust nur für die Dauer der Nichterfüllung der Mitteilungspflicht und Geldbuße – bei weitem ausreichend.

#### **Art 3: § 67 Abs. 1 AktG-E**

Die Möglichkeit, Eintragungen von Ermächtigten im Aktienregister qua Satzung auszuschließen, würde für professionelle Investoren wie Kapitalanlagegesellschaften und Vermögensverwalter zu einem erhöhten bürokratischen Aufwand führen und standardisierte Prozesse erschweren.

Künftig müsste für jede einzelne Aktiengesellschaft, die Namensaktien ausgibt, separat geprüft werden, ob und unter welchen Voraussetzungen derzeit eine Eintragung von Ermächtigten möglich ist. Nur wenn dies im Einzelfall zulässig ist, könnte z.B. die Depotbank, die die Wertpapiere eines Investmentfonds verwahren muss, eingetragen werden.

Da diesbezügliche Satzungsbestimmungen geändert werden können, reicht eine einmalige Prüfung nicht aus, sondern sie müsste in regelmäßigen Ab-

ständen wiederholt werden. Wenn die Eintragung von Ermächtigten verboten oder eingeschränkt wird und betroffene Aktionäre nicht sofort reagieren, würde ihnen nach dem geplanten § 67 Abs. 2 AktG der Verlust der Stimmrechte aus der Aktie drohen.

### **Art 3: § 67 Abs. 2 AktG-E (Sanktion bei Verstoß gegen Satzungsbestimmungen)**

Laut dem geplanten § 67 Abs. 2 sollen Stimmrechte nicht bestehen, die „von einer Höchstgrenze im Sinne des Absatzes 1 abweichen“. § 67 Abs. 1 ermöglicht jedoch nicht nur die Festlegung von Höchstgrenzen für Nominee-Eintragungen, sondern auch ein komplettes Verbot oder die Aufstellung bestimmter Voraussetzungen hierfür. Es erscheint nicht sachgerecht, dass die Überschreitung einer Höchstgrenze - falls sie denn in der Satzung existiert - mit Stimmrechtsverlust sanktioniert werden soll, ein Verstoß gegen anders geartete Satzungsbestimmungen dagegen nicht. Falls im Rahmen des Absatzes 1 ausschließlich Höchstgrenzen für Nominee-Eintragungen zulässig sein sollen, müsste dieser entsprechend enger gefasst werden.

### **Art 3: § 67 Abs. 4 AktG-E (Auskunftspflicht)**

Die in § 67 Abs. 4 Sätze 2 und 3 vorgesehenen Auskunftspflichten können von einer Kapitalanlagegesellschaft, die Aktien für Rechnung eines Investmentfonds hält, nicht erfüllt werden. Bei deutschen Wertpapierfonds stehen die Vermögensgegenstände des Fonds regelmäßig im Miteigentum der Anleger und werden von der Kapitalanlagegesellschaft treuhänderisch verwaltet. Die Anleger sind jedoch im Regelfall eine anonyme, sich ständig verändernde Gruppe, so dass die Kapitalanlagegesellschaft nicht in der Lage ist, dem Emittenten die Anlegerstruktur („Für wen wird gehalten?“) mitzuteilen. Da sich der Bestand der Anleger ständig verändern kann und die Kapitalanlagegesellschaft gesetzlich zur Stimmrechtsausübung ermächtigt ist (§ 32 Abs. 1 InvG), wäre die Information für ihn auch wertlos.

§ 32 Abs. 2 InvG berücksichtigt diese besondere Situation bereits bei der Zurechnung von Stimmrechten im Rahmen des WpHG und des WpÜG. Da die Sonderregeln aber keine Bezugnahme auf § 67 AktG enthalten, bedarf es hier einer expliziten Ausnahme. Am Ende des geplanten § 67 Abs. 4 AktG könnte folgender neuer Satz 4 angefügt werden:

***„Die Sätze 2 und 3 gelten nicht für Aktien, die für ein oder von einem Investmentvermögen im Sinne des § 1 Investmentgesetz gehalten werden.“***

Schließlich erscheint es nicht sachgerecht, in dem geplanten § 67 Abs. 4 Satz 2 den Inhaber der Aktien zur Beantwortung von Anfragen des Emittenten binnen einer „angemessenen Frist“ zu verpflichten. Denn damit wird ins

Ermessen des Emittenten gestellt, wann eine Antwort noch als rechtzeitig gilt und wann sie mit der Folge des Stimmrechtsverlustes als verspätet eingestuft wird. Um Streitigkeiten vorzubeugen, sollte die Frist konkretisiert werden.

#### **Art. 5: § 17 Abs. 1 Nr. 7 WpAIV-E**

Der geplante § 17 Abs. 1 Nr. 7 WpAIV-E ergibt keinen Sinn und ist praktisch nicht erfüllbar. Die Information, dass eine gehaltene Aktie im Rahmen eines Derivategeschäfts nach § 25 WpHG erworben wurde, hat weder für den Emittenten noch für den Markt einen Mehrwert. Zudem kann bei einem Aktienbestand, der durch Zu- und Verkäufe ständig variiert, nicht bestimmt werden, welche bzw. wie viele Aktien im Rahmen von Derivategeschäften erworben wurden. Es ist technisch nicht möglich, einzelne Aktien des aktuellen Bestandes bestimmten Erwerbsvorgängen in der Vergangenheit zuzuordnen. Die Vorschrift muss daher ersatzlos gestrichen werden.

#### **Art.6 In-Kraft-Treten**

Es bedarf einer Umstellungsfrist von mindestens sechs Monaten, um die Systeme entsprechend anzupassen. Angesichts der weitreichenden Sanktionen bei Nichterfüllung der Meldepflichten ist ein In-Kraft-Treten am Tage nach der Verkündung auch aus Gründen der Rechtssicherheit nicht zulässig.

Mit freundlichen Grüßen

**BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.**

A handwritten signature in blue ink that reads 'Stefan Seip'.

Stefan Seip  
Hauptgeschäftsführer

A handwritten signature in blue ink that reads 'Christa Franke'.

Christa Franke  
Leiterin Büro Berlin