

## **Stellungnahme zum Referentenentwurf für das Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz-RE)**

von Prof. Dr. Christoph Kaserer

### **A. Allgemeine Anmerkungen**

1. Das Bundesfinanzministerium hat am 20. September 2007 den Referentenentwurf zum Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz-RE) vorgelegt. Hiermit sollen Risiken begrenzt werden, die durch das vermehrte Auftreten solcher Finanzinvestoren für die Stabilität des Finanzsystems als auch für die Zielunternehmen erzeugt werden. **Leider ist zu befürchten, dass mit dem Entwurf nicht (vermeintliche) Risiken begrenzt werden, sondern vielmehr die für eine effiziente Kapitalallokation bedeutsame Rolle des Kapitalmarktes beeinträchtigt wird.** Insbesondere die beabsichtigte Einführung von Eintragungsbeschränkungen bei Namensaktien könnte zu einer äußerst scharfen Waffe der Unternehmensleitungen gegenüber oppositionellen Aktionärsgruppen werden. Positiv sollte allerdings hervorgehoben werden, dass nunmehr mit der nicht nachvollziehbaren Regelung Schluss gemacht wird, wonach die über sonstige Finanzinstrumente erwerbbaaren Stimmrechte nicht mit den Stimmrechten aus Aktien zusammengerechnet wurden.
2. Wie in Abschnitt B noch näher begründet wird, ist der Gesetzentwurf von einem tiefen Misstrauen gegenüber der Rolle von aktiven Finanzinvestoren auf den Kapitalmärkten geprägt. Mit den vorgeschlagenen Änderungen zum *acting in concert* (§ 22 Abs. 2 Satz 1 WpHG Risikobegrenzungsgesetz-RE und § 30 Abs. 2 WpÜG Risikobegrenzungsgesetz-RE), den erweiterten Meldepflichten (§ 27 Abs. 2 WpHG Risikobegrenzungsgesetz-RE) und der neu geschaffenen Möglichkeit für die Unternehmen, die Eintragung von Ermächtigten in das Aktionärsbuch zu verbieten (§ 67 Abs. 1 AktG Risikobegrenzungsgesetz-RE) **werden gleich drei gesetzliche Regelungen eingeführt, von denen zumindest zwei den Unternehmensleitungen einen zusätzlichen, zum Teil durchaus wirksamen Schutz vor Übernahmen gewähren werden.** Nach den Anstrengungen des Gesetzgebers in den letzten Jahren, die Unternehmenskontrolle in Deutschland zu verbessern, muss das Risikobegrenzungsgesetz-RE als ein Schritt rückwärts betrachtet werden.

Der Erwerb von Stimmrechtsanteilen, bis hin zur feindlichen Übernahme, ist eines der wichtigsten Kontrollinstrumente börsennotierter Gesellschaften. Weil Streubesitzaktionäre aufgrund ihres relativ kleinen Anteilsbesitzes in der Regel keinen Anreiz zur Ausübung von Kontrollaktivitäten haben (Trittbrettfahrerproblem), bedarf es (institutioneller) Investoren mit

konzentriertem Anteilsbesitz. Im Extremfall muss es diesen Investoren möglich sein, Mehrheiten in einem Unternehmen zu erwerben, um Maßnahmen durchzusetzen, von denen man glaubt, dass sie wertsteigernd wären. Je besser die Abwehrmöglichkeiten der Unternehmensleitung, um so geringer sind die Erfolgsaussichten eines beabsichtigten Erwerbs von Kontrollpakten. Die Kontrolleffektivität des Kapitalmarktes wird damit eingeschränkt.

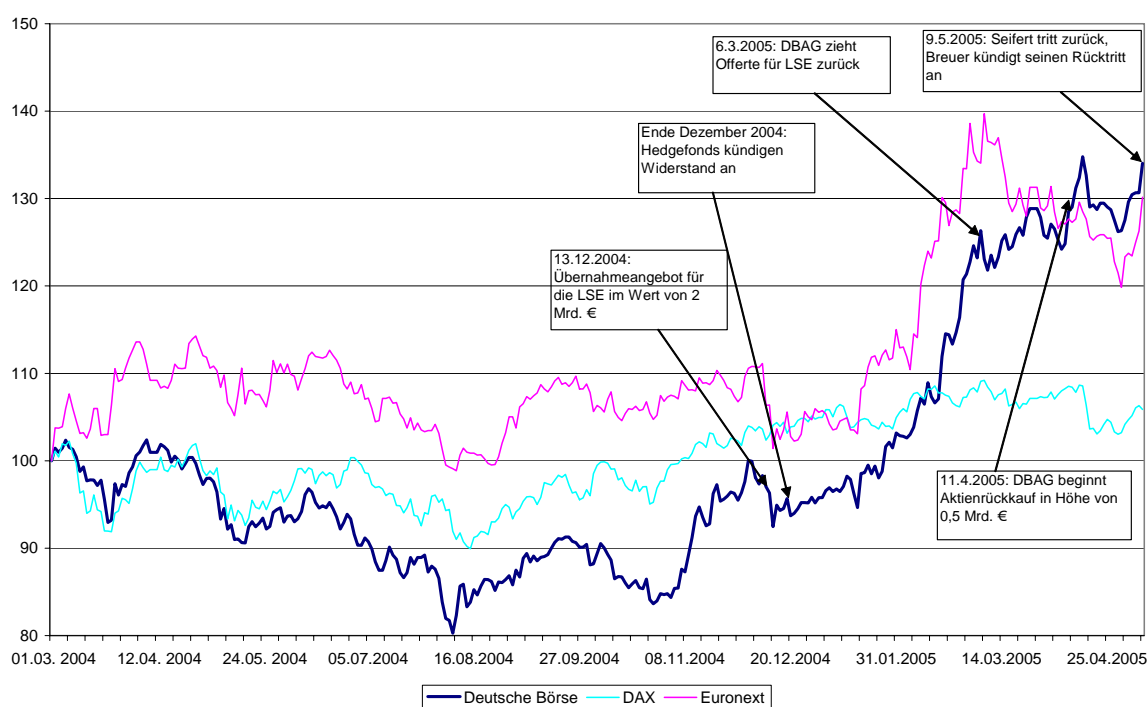
Hierfür gibt es unzählige Befunde aus der empirischen Kapitalmarktforschung. Beispielsweise sei etwa erwähnt, dass jede Form von Stimmrechtsbeschränkung zu einem Kursabschlag bei dem Unternehmen führt. Kaserer/Wenger (2002) zeigen, dass die bis 1998 in Deutschland existierenden Höchststimmrechte zu statistisch signifikanten Kursabschlägen von rund 2% geführt haben. **Untersuchungen von Brav et al. (2006) und Klein/Zur (2006) zeigen, dass das Bekanntwerden von Anteilskäufen durch Hedge Fonds in den USA zu Kursgewinnen bei den betroffenen Unternehmen in der Größenordnung von 5 bis 10% führen.**

Abgesehen von diesen bekannten Ergebnissen scheint auch der als Auslöser dieser gesetzgeberischen Maßnahme zu vermutende Fall der Deutschen Börse AG nicht wirklich die Risiken für das Zielunternehmen zu belegen, von denen immer wieder gesprochen wird. In der unten abgebildeten Grafik wird die Wertentwicklung einer 100-Euro-Anlage zum 1. März 2004 in die Aktie der Deutschen Börse, von Euronext (wichtigster börsennotierter Wettbewerber) und den DAX abgebildet. Wie man sehen kann, kam es im Jahr 2004 unter der Führung von Werner Seifert zu einer erheblichen Unterperformance der Deutschen Börse sowohl gegenüber Euronext als auch gegenüber dem DAX, die sich innerhalb weniger Monate auf eine Wertdifferenz von mehr als 20% kumulierte. Dies hing nicht zuletzt mit der strategischen Ausrichtung des Unternehmens und dem damit verbundenen Ziel einer Übernahme der London Stock Exchange zusammen. Nachdem das Unternehmen erhebliche Barreserven akkumulierte und am 13. Dezember 2004 zum zweiten Mal ein Übernahmeangebot für die London Stock Exchange ankündigte, kam es zum Aufstand der Aktionäre. Dieser wurde zunächst von dem in London ansässigen Hedge Fund TCI angeführt, doch haben sich später weitere Fonds, darunter auch solche mit Sitz in Deutschland, der kritischen Haltung gegenüber der Unternehmensleitung angeschlossen. Dieser Widerstand führte schließlich dazu, dass die Deutsche Börse ihr Übernahmeangebot für die London Stock Exchange zurückzog und einen Teil der angehäuften Barreserven in Form eines Aktienrückkaufs ausschüttete. Schließlich musste Werner Seifert und auch der Aufsichtsratsvorsitzende Rolf Breuer zurücktreten.

Die Aktienkursentwicklung war während dieses etwa 4-monatigen Kampfs zwischen der Unternehmensleitung und den Investoren äußerst positiv. Die Aktie der Deutschen Börse holte den während des Jahres 2004 angehäuften Rückstand zum DAX und zu Euronext mehr als auf. Insoweit bleibt völlig unklar, worin nun die besonderen Risiken für das Zielunternehmen Deutsche Börse bestanden haben sollen, vor denen es der Gesetzgeber nun schützen will. **Zwar weiß niemand was passiert wäre, wenn TCI und die anderen Fonds nicht auf den Plan getreten wären und Werner Seifert nicht zurückgetreten wäre. Die Behauptung aber, dass es dem Unternehmen dann heute besser ginge, entbehrt jeder empirischen Grundlage.** Eher im Gegenteil: immerhin

liegt die Wertentwicklung der Aktie seit dem Amtsantritt von Reto Francioni bis heute deutlich über dem DAX oder der NyseEuronext-Gruppe. Es ist zu befürchten, dass die Reaktion des Gesetzgebers einer Haltung zuzuschreiben ist, bei der der Schutz des Unternehmens mit dem Schutz der Unternehmensleitung verwechselt wird.

Natürlich beinhaltet dieser Fall noch eine Reihe von Komplexitäten, die hier nicht im Einzelnen diskutiert werden können. So ist die Vermutung nicht ganz von der Hand zu weisen, dass es möglicherweise zu einem *acting in concert* bei einigen Fonds, insbesondere solchen mit Sitz in London, gekommen sein könnte. Falls es so gewesen sein sollte, zeigt das die Problematik nationaler Regelungen auf international verflochtenen Kapitalmärkten auf. Die im Risikobegrenzungsgesetz-RE vorgeschlagene Regelung ist aber weit überzogen, wie weiter unten noch erläutert wird. **Mit der hier vorgelegten Schilderung des Falls der Deutschen Börse sollte lediglich dafür sensibilisiert werden, dass es eben aktive Finanzinvestoren sind, zu denen auch Hedge Fonds zählen, welche gelegentlich dafür sorgen, dass Unternehmensleitungen ausgewechselt werden, welche das von den Aktionären bereitgestellte Kapital nicht seiner bestmöglichen Verwendung zuführen. Diese wichtige Funktion von aktiven Finanzinvestoren darf nicht ohne wirklich triftige Gründe geschwächt werden.**



**Abbildung 1: Wertentwicklung einer 100-Euro-Anlage in die Aktie der Deutschen Börse, von Euronext und den DAX über den Zeitraum 1.3.2004 bis 9.5.2005**

In diesem Zusammenhang sei abschließend auch noch auf den Fall DaimlerChrysler hingewiesen. Unter der Kontrolle der Deutschen Bank hatte dieses Unternehmen über beinahe zwanzig Jahre eine äußerst bescheidende Wertentwicklung. Wer 100 Euro zum Amtsantritt von Edzard Reuter am 1. Juli 1987 in die DaimlerChrysler-Aktie (damals Daimler-Benz) angelegt hat, konnte zum Zeitpunkt der Ankündigung des Rücktritts von Jürgen Schrempp am 27.

Juli 2005 unter Berücksichtigung aller Dividenden und Bezugsrechte ein Vermögen von 141 Euro aufweisen. Das entspricht einer jährlichen Rendite von knapp 2%! Wer über denselben Zeitraum die 100 Euro in die BMW-Aktie oder den DAX anlegte, konnte eingedenk aller Dividenden und Bezugsrechte einen Wert von 575 bzw. 375 Euro anhäufen.<sup>1</sup> Dieser Entwicklung hat sowohl die Unternehmensleitung von DaimlerChrysler als auch die Deutsche Bank als Großaktionär über viele Jahre zugesehen, wohl wissend, dass eine Übernahme von DaimlerChrysler für lange Zeit nicht möglich war. Erst als sich die Deutsche Bank schrittweise von ihrem Aktienpaket trennte und ab dem Jahr 2004 mit dem Auftreten der Hedge Fonds immer wieder Gerüchte um eine mögliche feindliche Übernahme von DaimlerChrysler am Markt aufkamen, wurde die strategische Ausrichtung des Unternehmens durch Jürgen Schrempp offen in Frage gestellt. Letztlich hat dieser Streit dann zu seinem Rücktritt geführt. Die Kursentwicklung seither zeigt, wie richtig diese Entscheidung war.

## B. Anmerkungen zu Regelungsvorschlägen im Einzelnen

3. Artikel 1 Ziff. 1 b) (§ 22 Abs. 2 WpHG) und Artikel 2 Ziff. 1 b) (§ 30 Abs. 2 WpÜG): Hier wird eine äußerst weitreichende Definition für abgestimmtes Verhalten (*acting in concert*) eingeführt. Im Schrifttum ging man bis heute davon aus, dass abgestimmtes Verhalten nur dann vorliegt, wenn es zu einer aktiven Koordination zwischen Aktionäre kommt (vgl. z.B. Kümpel et al. (2005), 065, Rz. 285 f.). Nach der neuen Regelung soll ein bloßes Zusammenwirken, wenn es geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten erheblich zu beeinflussen, mit abgestimmtem Verhalten gleichgesetzt werden. **Da jede Form von Opposition gegenüber der Unternehmensleitung (etwa das Auftreten auf der Hauptversammlung mit gleichgerichteten Wortmeldungen, die öffentliche Äußerung inhaltlich ähnlicher Kritik im Vorfeld) letztlich auf ein Zusammenwirken der oppositionellen Kräfte hinausläuft, könnten hier unversehens unkalkulierbare Rechtsfolgen** (z.B. Meldepflichten nach WpHG, im Extremfall sogar Pflichtangebote nach § 35 WpÜG) auftreten. In dem oben beschriebenen Fall der Deutschen Börse wurde dem Londoner Hedge Fonds TCI vorgeworfen, sich mit anderen, ebenfalls in London bzw. New York ansässigen Fonds abgestimmt zu haben. Unabhängig vom Wahrheitsgehalt dieses Vorwurfs darf man aber nicht vergessen, dass mehrere institutionelle Investoren sich nach dem öffentlichen Bekanntwerden der Absichten von TCI dessen Forderungen angeschlossen haben, darunter z.B. auch die deutsche Fondsgesellschaft Union Investment. Diese hat sogar einen Gegenantrag für die Hauptversammlung vom 25. Mai 2005 mit dem Ziel gestellt, eine höhere Ausschüttung durchzusetzen (eine der Kernforderungen von TCI). Wie man heute weiß, konnten diese verschiedenen Fonds ihre Forderungen durchsetzen. Ist daher von einem „Zusammenwirken“ im Sinne des Risikobegrenzungsgesetzes-RE auszugehen? Das könnte gerade für Fonds und andere institutionelle Investoren, die aufsichtsrechtlichen Beteiligungsgrenzen unterliegen, extrem gefährliche Folgen

---

<sup>1</sup> Bemerkte sei zusätzlich, dass mit der unterschiedlichen Kursentwicklung auch eine äußerst unterschiedliche Personalentwicklung einherging. Während DaimlerChrysler in dieser Zeit seine gesamte Belegschaft lediglich um 4% vergrößerte, gab es bei BMW einen Zuwachs um knapp 50%.

haben. **Gleichzeitig kann es aber nicht gewollt sein, solchen Investoren jede Form von aktiver Beteiligung an der Kontrolle der Unternehmensleitungen zu versagen.** Insoweit sollte diese Formulierung dahingehend präzisiert werden, dass der Begriff des „Zusammenwirkens“ konkretisiert wird.

Dies gilt umso mehr, als nach einem weiteren Vorschlag im Risikobegrenzungsgesetz-RE § 28 WpHG dahingehend geändert werden soll, dass bei einer Verletzung der Meldepflicht von Stimmrechtsanteilen ein Stimmrechtsverlust eintreten soll, der noch für 6 Monate nach Erfüllung der Meldepflicht wirksam sein soll. **Man kann sich gut vorstellen, wie Unternehmensleitungen im Zusammenhang mit einer Auseinandersetzung mit ihren Aktionären versuchen werden, eine Verletzung von Meldepflichten zu behaupten, um die Stimmenanteile der Opposition auf einer allfällig anstehenden Hauptversammlung zu reduzieren.** In diesem Zusammenhang ist auch der folgende Punkt zu beachten.

4. Artikel 1 Ziff. 3 b) (§ 27 Abs. 2 WpHG): Hiermit werden erweiterte Meldepflichten für solche Investoren eingeführt, die die Stimmrechtsschwelle von 10% erreichen. Diese Regelungen sind angelehnt an das so genannte 13-D-Filing in den USA, welches allerdings schon ab einer Beteiligungsschwelle von 5% greift. Im Grundsatz handelt es sich um eine Erweiterung der Meldepflichten nach § 21 WpHG, deren wirtschaftliche Funktion ja nicht zuletzt im Schutz der Streubesitzaktionäre besteht. In der Begründung zum Referentenentwurf wird explizit auf die US-amerikanische Regelung verwiesen. Übersehen wird dabei allerdings, dass es in den USA weder eine Mitteilungspflicht vergleichbar mit jener nach § 21 WpHG noch eine Regelung zur Abgabe eines Pflichtangebots (§ 35 WpÜG) gibt (allerdings gibt es einzelstaatliche Regelungen zur *control share acquisition*). **Insoweit ist die Bedeutung dieser Regelung überhaupt nicht vergleichbar mit jener in den USA.**

Hinzu kommt, dass in der derzeit vorgeschlagenen Fassung eine Verletzung dieser Mitteilungspflicht ohne Rechtsfolgen bleibt (im Unterschied zu den USA die Vorschrift strafrechtlich bewehrt ist). **Somit ist die Vorschrift hauptsächlich dazu geeignet zusätzliche Bürokratie zu generieren.** Zumal das Risikobegrenzungsgesetz-RE Angaben verlangt, wie etwa beabsichtigte Veränderungen in der Kapitalstruktur, die man in Section 13 D des Securities Exchange Acts in den USA nicht kennt. Würde man die Vorschrift aber mit harten Sanktionen bewehren wäre es ein massiver Eingriff in das bestehende Übernahmerecht, weil Investoren bereits ab Erreichen einer 10%-Schwelle zur Offenlegung ihrer tatsächlichen Absichten gezwungen wären. Dies würde feindliche Übernahmen erheblich erschweren.

5. Artikel 3 Ziff. 1 (§ 67 Abs. 1-4 AktG): Zunächst wird vorgeschlagen, in § 67 Abs. 1 AktG einer Aktiengesellschaft durch Satzungsermächtigung die Möglichkeit einzuräumen, die Eintragung von so genannten Nominees auszuschließen. Diese Bestimmung ist angelehnt an die Vinkulierungsbestimmung in Art. 685d Abs. 2 des schweizerischen Obligationenrechts. **Wie man aus der Rechtspraxis der Schweiz weiß, wird bei Streitigkeiten mit Aktionärsgruppen immer wieder der Versuch unternommen, diesen auf der Basis dieser Eintragungsbeschränkung das Stimmrecht streitig zu machen.** So sind etwa Fälle bekannt, in denen

oppositionellen Anlagefonds das Stimmrecht mit dem Argument streitig gemacht wurde, sie würden die Aktien zwar im eigenen Namen, aber auf Rechnung ihrer Anleger halten. Da der Anlagefonds ein Sondervermögen darstellt, wäre die Eintragung des Anteilsscheininhabers des Fonds ebenfalls nicht möglich, womit das bei Anlagefonds liegende Stimmrecht der Aktien nicht mehr genutzt werden könnte (vgl. hierzu Krizaj (2006)). Im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmen sind Fälle bekannt, in denen sich die Gesellschaft unmittelbar vor der Generalversammlung geweigert hat, die Stimmrechte oppositioneller Aktionärsgruppen einzutragen mit dem Hinweis, die Angaben zu den letztendlichen Inhabern der Aktien seien nicht vollständig, nicht glaubhaft oder nicht rechtzeitig eingegangen (so geschehen bei dem feindlichen Übernahmeversuch der Sulzer AG durch die Incentive Capital AG im Jahr 2001). Dabei ist die hier geplante Vorschrift in gewisser Weise weitreichender als jene nach Art. 685d Abs. 2 des schweizerischen Obligationenrechts oder nach § 68 AktG, wonach die Übertragung vinkulierter Namensaktien der Zustimmung der Gesellschaft bedarf. In diesen beiden Fällen erfolgt die Überprüfung der Eintragung nur anlässlich der erstmaligen Eintragung. Eine einmal getätigte Eintragung kann nicht einfach wieder rückgängig gemacht werden. Im Risikobegrenzungs-gesetz-RE ist jetzt eine Änderung des § 67 Abs. 4 AktG dahingehend vorgesehen, dass die Gesellschaft jederzeit, und zwar auch unabhängig von einer statutarischen Eintragungsbeschränkung für Nominees, von einem eingetragenen Aktionär Auskünfte zum letztendlichen Inhaber verlangen kann. Bei Fristüberschreitung dieses Auskunftsverlangens bestehen keine Stimmrechte aus den betreffenden Aktien. Man wird sich nicht wundern dürfen, wenn solche Auskunftsverlangen von der Unternehmensleitung „zufällig“ dann gestellt werden, wenn eine kritische Hauptversammlung bevorsteht, auf der Anträgen der Verwaltung eine Ablehnung droht. Die Tatsache, dass börsennotierte Unternehmen die Vinkulierungsvorschrift in großer Zahl nutzen, sollte überdies zu weiterem Nachdenken Anlass geben. Auch sollte man nicht vergessen, dass die Vinkulierungsbestimmung die Ursache ist, warum es in der Schweiz nicht wenige Gesellschaften gibt, bei denen der Bestand an Dispoaktien, also umlaufende Aktien ohne gültigen Eintrag in das Aktionärsbuch, 50% der Stimmrechte und mehr ausmacht (Bei der UBS betrug Ende 2006 der Bestand an Dispoaktien knapp 40%).

**Die Erfahrungen aus der Schweiz zeigen zumindest, dass eine Eintragungsbeschränkung durch Satzungsermächtigung ein durchaus wirksames Instrument zur Abschottung gegenüber oppositionellen Aktionärsgruppen sein kann. Zur Aufrechterhaltung der Disziplinierungsfunktion des Kapitalmarktes sollte auf diese Vorschrift unbedingt verzichtet werden.**

Als eher technisches Detail sei schließlich noch angeführt, dass zu prüfen wäre, inwieweit eine solche Satzungsbestimmung mit der heute reibungslos funktionierenden elektronischen Führung des Aktionärsbuches auf der Basis des CASCADE-Systems von Clearstream in Einklang zu bringen wäre.

*Literatur:*

Brav et al. (2006): Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance. ECGI - Finance Working Paper No. 139/2006 Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=948907>

Kaserer/Wenger (2002): The German Experience of Voting Caps - An Empirical Investigation. Arbeitspapier.

Klein/Zur (2006): Hedge Fund Activism. AAA 2007 Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=913362>

Kümpel/Hammen/Ekenga (2005): Kapitalmarktrecht – Handbuch für die Praxis, Loseblattsammlung, Berlin.

Krizay (2006): Das vernachlässigte Stimmrecht der Anlagefonds. Jusletter 9.1.2006.