

**Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes.**  
**Stellungnahme für den Finanzausschuß**  
**des Deutschen Bundestages**

Prof. Dr. Baums, Osnabrück

**Vorbemerkung**

Der Entwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes ist im Prinzip und in seiner Tendenz durchgehend auf breite Zustimmung gestoßen. Eine Vielzahl der vorgesehenen Änderungen wird zur weiteren Stärkung des Finanzplatzes und des Wirtschaftsstandorts Deutschland beitragen. Die nachstehende Stellungnahme beschränkt sich auf Punkte, die aus der Sicht des Unterzeichneten nochmals bedacht oder überprüft werden sollten. Dabei mußte sich die Stellungnahme angesichts der Kürze der zur Verfügung stehenden Zeit auf wenige Einzelpunkte konzentrieren.

**A. Börsen- und Wertpapierbereich**

*1. Delisting (§ 43 BörsG)*

Gegenüber der Regelung des Referenten-Entwurfs ist § 43 Abs. 4 des Regierungsentwurfs verbessert worden. Nach dem Referenten-Entwurf war zweifelhaft, ob auch nach dem Wirksamwerden des Widerrufs einer Zulassung ein ordnungsgemäßer Börsenhandel in dem Wertpapier gewährleistet bleiben mußte. Ein Börsenhandel ist aber jedenfalls dann nicht mehr erforderlich, wenn der nunmehrige Alleingesellschafter den Antrag auf Widerruf der Zulassung stellt, oder wenn alle Aktionäre einem solchen Widerruf zugestimmt haben. Die neue Fassung des § 43 Abs. 4 trägt dem Rechnung. Mit Recht überläßt es der Entwurf den Börsenordnungen, die näheren Bestimmungen über den Widerruf der Zulassung zu treffen. Insbesondere empfiehlt es sich nicht, wie gelegentlich angeregt wird, die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen eines Widerrufsanspruchs (qualifizierter Beschluß der Hauptversammlung) im Börsengesetz zu regeln. Dies wäre nicht nur aus systematischen, sondern vor allem auch aus sachlichen Gründen abzulehnen. Der Beschluß einer - wie auch immer qualifizierten - Hauptversamm-

lungsmehrheit kann für sich allein den Widerruf der Zulassung zum Börsenhandel noch nicht rechtfertigen. Im praktischen Ergebnis kann ein Delisting eine ähnliche Wirkung wie eine Vinkulierung der Aktie haben. § 180 Abs. 2 AktG unterwirft die nachträgliche Vinkulierung der Aktie der Zustimmung aller davon betroffenen Aktionäre. Es würde nun sicher zu weit gehen, auch für ein Delisting die Zustimmung jedes einzelnen Anlegers zu fordern. Andererseits kann allein die Entscheidung des Mehrheitsaktionärs, der durch seinen Beschluß den Anlegern die Möglichkeit nimmt, ihre Papiere an einem organisierten Markt mit den dadurch gegebenen Garantien und dem damit verbundenen Preisfindungsmechanismus zu veräußern, nicht genügen. Zusätzlich ein Zwangübernahmeangebot zu fordern, ist gleichfalls nicht befriedigend und führt zu Streitigkeiten um die dabei zu zahlende Abfindung. Ein Ausweg wäre, in der Börsenordnung hinreichend lange Übergangsfristen vorzusehen, die den Anlegern die Möglichkeit lassen zu entscheiden, ob sie sich von ihren Wertpapieren nach dem Beschluß der Hauptversammlung trennen wollen. Die Übergangsfrist muß hinreichend lang bemessen sein, weil zu kurz bemessene Fristen zu erheblichen Preisabschlägen für die Papiere führen dürften.

## 2. *Prospekthaftung (§ 45 BörsG/§ 13 VerkProspG)*

Besonders kontrovers werden die Neuregelungen der Prospekthaftungsansprüche beurteilt. Im Prinzip ist das Anliegen, die Prospekthaftung neu zu regeln, zu begrüßen. Die gegenwärtige Regelung hat zu einer Reihe von Unzuträglichkeiten geführt, die nunmehr im Interesse der Kapitalmarkteffizienz behoben werden. Die Kritik entzündet sich jetzt insbesondere an den neu eingeführten Verjährungsfristen. Im einzelnen ergeben sich dabei mehrere Fragen, die durchaus unterschiedlich zu behandeln und verschieden zu beurteilen sind:

- Anspruchsausschluß, wenn das Erwerbsgeschäft später als sechs Monate nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere abgeschlossen wurde (§ 45 Abs. 1 BörsG; § 13 VerkProspG);
- Anspruchsverjährung in sechs Monaten seit dem Zeitpunkt, zu dem der Erwerber von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts Kenntnis erlangt hat (§ 47 BörsG; § 13 VerkProspG);
- Gesamtverjährung spätestens in drei Jahren seit der Veröffentlichung des Prospekts (§ 47 BörsG; § 13 VerkProspG).

Die Regelung, daß das Erwerbsgeschäft nicht später als sechs Monate nach Veröffentlichung des Prospekts abgeschlossen sein darf, betrifft die Frage, ob diese kurze Frist das Vertrauen des Kapitalmarkts in die im Prospekt enthaltenen Informationen einschränkt oder sogar einen Anreiz gibt, diese Informationen nicht mit der gebotenen Sorgfalt im Prospekt dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu stellen. Beides ist m. E. zu verneinen. Wird ein Wert sechs Monate lang an der Börse gehandelt, so verläßt sich der Markt zunehmend auf neue, in den Preisbildungsmechanismus einfließende Informationen. Insbesondere muß nach sechs Monaten ein Zwischenbericht vorliegen; weitere im Markt vorhandene Informationen, z. B. aufgrund von Research, treten hinzu und lassen die Bedeutung des Prospekts immer mehr in den Hintergrund treten. Eine Informationsversorgung aufgrund der Prospektangaben erscheint für die Preisbildung nach dem Ablauf von sechs Monaten deshalb kaum noch als bedeutsam. Auch ein Anreiz zu weniger sorgfältigen oder gar falschen Prospektangaben wird durch die 6-Monats-Frist kaum vermittelt.

Ganz anders verhält es sich mit der 6-Monats-Frist, während deren der Anspruch geltend gemacht werden muß, wenn er nicht verjähren soll (§ 47 BörsG, § 13 VerkProspG). In der Entwurfsbegründung heißt es dazu, die Frist von sechs Monaten sei ausreichend lang für den Anleger, um alle notwendigen Schritte zur Wahrung seiner Haftungsansprüche unternehmen zu können. Dies ist außerordentlich zweifelhaft. Die Kenntnis von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts besagt noch nicht, daß der Anleger zuverlässig auch die Voraussetzungen seines Anspruchs aus § 45 BörsG oder § 13 VerkProspG kennt, so daß ihm angesonnen werden könnte, diesen Anspruch auch binnen sechs Monaten gerichtlich geltend zu machen. Wenn der einzelne Anleger sich hier nicht in ein finanzielles Abenteuer stürzen will, wird er nicht sofort im Klagewege alle diejenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben und diejenigen, von denen der Erlaß des Prospekts ausgeht, als Gesamtschuldner in Anspruch nehmen. Er wird vielmehr zunächst in bezug auf jeden der in Betracht kommenden Schuldner zu prüfen haben, ob die Anspruchsvoraussetzungen des § 45 BörsG und insbesondere die möglichen Einwendungen nach § 46 BörsG in Betracht kommen. Dies erfordert u. U. langwierige Tatsachenermittlung und Korrespondenz. Insbesondere bei internationalen Sachverhalten erscheint hier die 6-Monats-Frist als zu knapp. Dem Ausschuß sollte zu denken geben, daß auch das amerikanische Recht hier eine andere Frist vorsieht. Die zentralen Prospekthaftungsvorschriften des Securities Act (Sec. 11 und 12 [2] SA) unterliegen einer besonderen, in Section 13 SA niedergelegten Verjährungsfrist. Auf Sec. 11 und 12 (2) SA ge-

stützte Klagen sind *innerhalb eines Jahres nach der Feststellung des Mangels der fraglichen Angaben bzw. ein Jahr nach dem Zeitpunkt, zu dem mit der erforderlichen Sorgfalt der Mangel hätte festgestellt werden können, zu erheben*. Dem Finanzausschuß wird empfohlen, diese Regelung zu übernehmen.

Die Gesamtverjährungsfrist von drei Jahren (§ 47 BörsG; § 13 VerkProspG) erscheint als ausreichend. Eine entsprechend kurze dreijährige Verjährungsfrist findet sich gleichfalls im amerikanischen Wertpapierrecht.

### 3. Wertpapierhandelsgesetz

Der Entwurf geht nicht auf die Lücken und Umgehungsmöglichkeiten ein, die seit längerem hinsichtlich der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gem. §§ 21 ff. WphG kritisiert werden. Umgehungsmöglichkeiten bestehen insbesondere bei Einschaltung von sog. Vorschaltgesellschaften oder Investmentfonds, insbesondere Spezialfonds (Einzelheiten bei *U.H. Schneider*, Die AG 1997, 84 f.; *Baums/König*, FS f. Kropff [1997], S. 3, 15 ff.). Insbesondere muß die Regelung des § 10 Abs. 1 a KAGG überprüft werden. Für die Zwecke der Meldepflicht gem. §§ 21 ff. WphG sollten die von den abhängigen Kapitalanlagegesellschaften in Publikumsfonds verwalteten Aktien de lege ferenda dem die Kapitalanlagegesellschaft beherrschenden Unternehmen zugerechnet werden, in Spezialfonds verwaltete Aktien pro rata den am Spezialfonds beteiligten Unternehmen.

#### **B. Investmentbereich**

Der Schwerpunkt des Reformvorhabens liegt wohl im Bereich des Investmentrechts. Bevor hier auf einzelne Details einzugehen ist, sind einige kritische Anmerkungen zur Gesetzgebungsmethode und zum gesetzgeberischen Konzept im grundsätzlichen angebracht.

Der Entwurf beschert uns innerhalb eines knappen Jahrzehnts nunmehr die dritte größere Änderung des Investmentrechts. Dies bestätigt Zweifel, ob der Gesetzgeber hier seiner Aufgabe, langfristig Rechtssicherheit zu gewährleisten, gerecht geworden ist. Ausweislich der Begründung wird mit dem Entwurf zwar eine "Deregulierung" angestrebt. Ein Blick in die Anlagevorschriften, insbesondere § 8 bis 8 m KAGG-Entwurf und die Länge dieser Vorschriften, läßt jedoch deutlich werden, daß hier von einer Deregulierung keinesfalls die Rede sein kann. Dies

wirft zunächst einmal die Frage nach der Gesetzgebungsmethode auf. Ist es tatsächlich Aufgabe des Gesetzes und des Gesetzgebers, wie in § 8 i des Entwurfs geschehen, festzulegen, wie bei Optionsrechten der anzurechnende Wert zu ermitteln ist u.a.m. Derartige technische Details sollten eher dem sachkundigeren und reaktionsschnelleren Verordnungsgeber anvertraut werden. Dem Gesetzgeber braucht nach Art. 80 GG nur die Entscheidung über die Strukturfragen des Investmentrechts vorbehalten zu werden. Der Gesetzgeber sollte einer Entwicklung, wie sie aus dem Steuerrecht leidvoll bekannt ist, energisch Einhalt gebieten.

Die sachlichen Bedenken gegen den nach wie vor im Investmentrecht verfolgten Ansatz reichen freilich tiefer. Der Gesetzgeber ist bemüht, durch von ihm selbst gesetzte Vorschriften, die insbesondere die Diversifizierung der Anlagen und die Risikosteuerung durch Finanzderivate betreffen, selbst das Ziel der Risikominimierung festzulegen und durchzusetzen. Dieser Ansatz ist außerordentlich fragwürdig. Die Risikoprofile der Anleger können jeweils unterschiedlich sein; der Anleger muß - hinreichende Information vorausgesetzt - selbst entscheiden, welche Risikostruktur seine Anlage aufweisen soll. Das gegenwärtig verfolgte Konzept sollte deshalb aufgegeben und ersetzt werden durch ein marktliches Konzept, in dem die Kapitalanlagegesellschaften ihre Fonds bestimmten Risikoklassen, die durch bindende Rahmenvorschriften vorgegeben werden, zuordnen, und in dem der Anleger dann zwischen den einzelnen Risikoklassen wählen kann. Die Einhaltung der Risikoklassenabgrenzung kann durch entsprechende Finanzdienstleister testiert werden. Die Festschreibung zwingender Anlagegrenzen und die allgemeinverbindliche Beschränkung des Einsatzes von Finanzderivaten für jede Art von Fonds weist dem Gesetzgeber eine Weisheit und den Besitz von Informationen zu, die nur der Markt hat; außerdem schränkt der Gesetzgeber damit die Entwicklung des Kapitalmarkts in nicht erforderlicher Weise ein. Einzuräumen ist, daß die Entwicklung und Umsetzung eines solchen Konzepts im gegenwärtig laufenden Gesetzgebungsverfahren wohl nicht mehr zu leisten ist.

Im folgenden wird zu einzelnen Punkten des Entwurfs gesondert Stellung genommen:

### *1. Dachfonds*

Gemäß § 25 1 Abs. 3 des Entwurfs darf eine Kapitalanlagegesellschaft eines Dachfonds in Anteilen an anderen Fonds anlegen. D. h., ein Dachfonds muß in mindestens fünf andere Sondervermögen investieren. Diese Regelung wird in der Begründung mit einem Diversifikationsar-

gument gerechtfertigt. Diese Argumentation überzeugt nicht, da jedes einzelne Sondervermögen für sich bereits ausreichend diversifiziert sein muß und für Direktinvestments zulässig ist. Die 20%-Grenze könnte wie in den USA (commingled funds) deutlich angehoben werden, da solche Dachfonds eine unter administrativen Gesichtspunkten deutlich kostengünstigere Vermögensverwaltung zulassen.

## 2. *Pensionsfonds*

Von besonderer Bedeutung ist die Einführung sog. Pensions-Sondervermögen (§§ 37 h ff.). Der Begriff "Pensions-Sondervermögen" könnte freilich mißverstanden werden, da feststehende Leistungen als "Pension" ja gerade nicht versprochen werden. Die Bedeutung der Einführung solcher Vorsorgeinstrumente für die Entwicklung des Kapitalmarkts wie als Ergänzung der sonstigen Altersvorsorgeinstrumente kann nicht überschätzt werden. Freilich bedarf es nunmehr dringend eines Abbaus der steuerlichen Diskriminierung alternativer privater Vorsorgemodelle; die ausschließliche Bevorzugung der Kapital-Lebensversicherung als Altersvorsorgeinstrument muß ersetzt werden durch eine steuerliche Gleichbehandlung. Ein Blick auf ausländische Vorbilder ist hier aufschlußreich (s. etwa *Symmank*, Private Altersvorsorge und Investmentfonds - eine internationale Betrachtung, Die Bank 1997, S. 530 ff.). Der Entwurf tut hier gewiß einen Schritt in die falsche Richtung, wenn er es sich lediglich angelegen sein läßt, die Fondsbesteuerung gegenüber dem bisherigen Zustand noch zu verschärfen (§§ 40 ff. des Entwurfs), statt die steuerliche Gleichbehandlung aller privaten Vorsorgesysteme in den Blick zu nehmen.

Überprüfungsbedürftig erscheinen die Vorschriften in § 37 m Abs. 1 (Verpflichtung zur Kapitaleinlage in regelmäßigem Abstand statt z. B. durch Einmalzahlung); die Kündigungsvorschriften in § 37 m Abs. 3 u. 4, wo die Kündigungsfrist davon abhängig gemacht wird, ob der Anteilschein-Sparer nach Vertragsabschluß arbeitslos oder völlig erwerbsunfähig geworden ist (hier sollte sichergestellt werden, daß der Sparer im Fall von Arbeitslosigkeit oder völliger Erwerbsunfähigkeit die Möglichkeit hat, die in regelmäßigen Abständen einzulegenden Geldbeträge im Fonds zu belassen, ohne kündigen zu müssen).

### 3. *Interessenkonflikte*

Die mit der Novellierung des Investmentrechts angestrebte Förderung des Finanzplatzes erfordert auch, tatsächliche und mögliche Interessenkonflikte anzugehen, deren Regelung mehrfach von verschiedener Seite angemahnt worden ist. Der Entwurf läßt leider hierzu jede Stellungnahme vermissen. Hierzu zählen:

- Kapitalanlagegesellschaften sollte die Stimmrechtsausübung aus fondszugehörigen Aktien auf der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft untersagt werden, wenn diese Gesellschaft ihrerseits an der Kapitalanlagegesellschaft beteiligt ist. Dies entspricht einer Forderung des Deutschen Juristentages 1996.
- Die Regelung des § 10 Abs. 1 a KAGG sollte überprüft werden. Für die Zwecke der Meldepflicht gem. §§ 21 ff. WphG sollten die von den abhängigen Kapitalanlagegesellschaften im Publikumsfonds verwalteten Aktien de lege ferenda dem die Kapitalanlagegesellschaft beherrschenden Unternehmen zugerechnet werden, die im Spezialfonds verwalteten Aktien pro rata dem am Fonds beteiligten Unternehmen.
- In den Bedingungen des Investmentvertrages zwischen Anlegern und Kapitalanlagegesellschaften sollte zwingend angegeben werden müssen, ob der Kapitalanlagegesellschaft das Recht zustehen soll, Wertpapiere aus dem Eigenbesitz oder dem Handelsbestand der Anteilseignerbank bzw. mit dieser verbundener Unternehmen zu übernehmen oder Wertpapiere aus von der Anteilseignerbank begleiteten Emissionen zu zeichnen. Bejahendenfalls sollte die KAG verpflichtet werden, ihre Anleger deutlich auf die sich daraus ergebenden Interessenkonflikte hinzuweisen. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, daß es insoweit zu mißbräuchlichen Praktiken gekommen ist. Im Interesse der deutschen Kapitalanlagegesellschaften und des Kapitalmarkts insgesamt sollten derartige Praktiken eindeutig ausgeschlossen werden.
- Kapitalanlagegesellschaften sollten verpflichtet werden, im Rechenschaftsbericht (§ 24 a KAGG) den Bestand derjenigen Wertpapiere gesondert auszuweisen, der von ihnen für Rechnung mit der Kapitalanlagegesellschaft verbundener Unternehmen gehalten wird. Diese Vorkehrung soll ausschließen, daß insbesondere Spezialfonds zur

Umgehung zwingender Vorschriften, z. B. des GWB oder des WphG, eingesetzt werden können.

## **C. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften**

### *1. Begriff der Wagniskapitalbeteiligung (§ 1 a Abs. 2 UBGG)*

Nach § 1 a UBGG des Entwurfs sind Wagniskapitalbeteiligungen Aktien, Geschäftsanteile an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kommanditanteile, Beteiligungen als Komplementär, Beteiligungen als stiller Gesellschafter i.S. des § 230 HGB und Genußrechte. Die Hinzufügung der Beteiligung als Komplementär sollte nochmals überdacht werden. Bekanntlich haftet der Komplementär für die Schulden des Beteiligungsunternehmens unmittelbar persönlich (§§ 161 Abs. 2, 128 HGB). Sollte die Übernahme dieses Haftungsrisikos auch für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften gewollt sein, dann fragt sich, weshalb sich eine Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nicht an einem Unternehmen in Form einer OHG oder auch einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts beteiligen können soll.

### *2. Gesellschafterdarlehen (§ 24 des Entwurfs)*

§ 24 des Entwurfs sieht folgendes vor: Gewährt ein an der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft beteiligter Gesellschafter einer Gesellschaft, an der die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft ihrerseits beteiligt ist, ein Darlehen, so findet eine Zurechnung nach den Regeln über den Eigenkapitalersatz insoweit nicht statt. Damit ist das Recht der eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen künftig nicht mehr anzuwenden, wenn der kapitalersetzende Kredit von einem an der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft beteiligten Gesellschafter gegeben wird. Ihrem Wortlaut nach erstreckt sich diese Regelung auch auf Kredite, die von dem Gesellschafter dem betreffenden Unternehmen bereits ausgereicht wurden, bevor die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft dazwischengeschaltet wurde, sofern der Kredit dann dem Schuldnerunternehmen "belassen" worden ist. Dies bedeutet, daß künftig die Rechtsform der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nicht vornehmlich zur Eigenkapitalfinanzierung junger, innovativer Unternehmen, die sich in der Anlaufphase befinden, eingesetzt werden wird, sondern vor allem dann, wenn es um die Rettung bedrohter Altkredite und die Sanierung von in Schwierigkeiten gera-

tenen Unternehmen geht. Insbesondere wird es für Kreditinstitute, etwa mehrere kooperierende Sparkassen, keine größere Schwierigkeit aufwerfen, eine oder auch mehrere Unternehmensbeteiligungsgesellschaften mit dem erforderlichen Kapital unter Beachtung der im UBGG vorgeschriebenen Anlagegrenzen auszustatten und für Sanierungsfälle vorzuhalten. Hier sollte eine bessere Abstimmung mit den Plänen zur Einschränkung des Kapitalersatzrechts im übrigen erfolgen. Z. B. könnte erwogen werden, das Privileg des § 24 UBGG nur solchen Gesellschaftern einzuräumen, die mit zehn vom Hundert oder weniger am Stammkapital beteiligt sind, und es im übrigen bei der bisherigen Regelung des § 25 UBGG (a.F.) belassen. Dies würde auch mit der Regelung des Eigenkapitalersatzrechts im geplanten Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz übereinstimmen. Dabei soll freilich nicht verschwiegen werden, daß auch die dort vorgesehene Neuregelung des Eigenkapitalersatzrechts durchaus nicht unumstritten ist (s. z. B. K. Schmidt, Zwerganteile im GmbH-Kapitalersatzrecht, ZIP - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, 1586 ff.).

#### **D. Übernahmegesetz**

Die Anhörung zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz vor dem Finanzausschuß soll sich auch auf den Entwurf eines Übernahmegesetzes erstrecken, der von der Fraktion der SPD im Juli 1997 vorgelegt worden ist (BT-Drucks. 13/8164 v. 02.07.1997).

Die erste Frage, die sich in diesem Zusammenhang stellt, ist, ob eine freiwillige Selbstregelung oder ein Übernahmegesetz vorzuziehen ist. Eine freiwillige Regelung hat, wenn sie tatsächlich umfassend beachtet und durchgesetzt wird, zweifellos Vorzüge vor einer gesetzlichen Regelung. Eine informelle Regelung im Sinne eines "selbstgeschaffenen Rechts der Wirtschaft" läßt sich flexibler abändern und den jeweiligen neuen Bedürfnissen und Gegebenheiten anpassen. Gewährleistet muß freilich sein, daß erstens eine flächendeckende Beachtung und Durchsetzung sichergestellt ist und zweitens eine solche Selbstregulierung auch inhaltlich die Interessen sämtlicher Kapitalmarktteilnehmer berücksichtigt und das Ziel der Kapitalmarkteffizienz verfolgt. Es ist nicht bestritten, daß das erste Ziel - flächendeckende Anerkennung und Anwendung - derzeit, durch den freiwilligen Übernahmekodex von 1995, nicht erreicht wird; aber auch inhaltlich bleibt der Kodex ganz erheblich hinter den Standards zurück, die auf den hochentwickelten anglo-amerikanischen Kapitalmärkten gelten.

Was den ersten Punkt, nämlich die Anerkennung und Durchsetzung des freiwilligen Übernahmekodex angeht, so wird hier regelmäßig darauf hingewiesen, daß bereits 87 % der DAX 30-Unternehmen und 61 % der DAX 100-Unternehmen den Kodex anerkannt hätten. Hierauf kommt es aber in diesem Zusammenhang nicht an. Diese Ziffern belegen nur, daß selbst bei diesen großen Unternehmen eine Anerkennung und Befolgung der Regeln des Kodex nicht durchgesetzt werden kann; sinnfällig ist dies im bekannten Fall der Metallgesellschaft geworden. Entscheidend ist vielmehr, daß die Mehrzahl der etwa 690 börsennotierten inländischen Unternehmen den Kodex bisher nicht anerkannt hat. Der Hinweis darauf, daß seit Inkrafttreten des Kodex 27 Angebote gemäß dem Übernahmekodex abgegeben worden sind, läßt völlig außer Betracht, daß die weit überwiegende Mehrzahl der Übernahmekommission nicht unterbreitet und ohne sie abgewickelt worden ist. Ein Blick in die vom Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel herausgegebene Statistik der meldepflichtigen Übernahmefälle zeigt, daß seit Bestehen des Übernahmekodex bis heute in knapp 100 Fällen Beteiligungen zwischen 50 und 75 % aufgebaut worden sind (die Zahlen betreffen nicht einmal alle börsengehandelten, sondern nur die im Amtlichen Markt gehandelten Papiere). Nähme man den Beteiligungserwerb von 30 % der Aktien und mehr hinzu (Daten hierzu stehen nicht zur Verfügung), so würde sich zweifellos zeigen, daß die ganz überwiegende Anzahl der Übernahmen börsennotierter Gesellschaften unter Mißachtung der Übernahmekommission durchgeführt wird. Es ist also grob irreführend, wenn gelegentlich behauptet wird, es komme nicht darauf an, ob eine formelle Anerkennung des Kodex erfolgt sei; entscheidend sei, daß jedenfalls faktisch alle Übernahmen börsennotierter Gesellschaften entsprechend den Regeln des Kodex abgewickelt wurden. Das Gegenteil trifft zu. Der deutsche Gesetzgeber wird deshalb zumindest um eine Rahmengesetzgebung nicht herumkommen. Der dem Bundestag vorliegende Entwurf versucht, Elemente der bisherigen freiwilligen Selbstregulierung (Übernahmekommission) mit einer derartigen Rahmengesetzgebung zu kombinieren und ist aus diesem Grunde zu unterstützen. Eine aus Vertretern der beteiligten Verkehrskreise gebildete Übernahmekommission, deren Entscheidungen verbindlich wären, könnte überdies Richtlinien und Empfehlungen beschließen und dadurch deutlich machen, wie sie in künftigen Übernahmeverfahren zu verfahren gedenkt. Eine derartige Lösung würde die notwendige Durchsetzung zwingender Regeln, da, wo erforderlich, kombinieren mit der wünschenswerten Flexibilität im Markt entwickelter und nicht vom Gesetzgeber vorgegebenen Verhaltensstandards.

Gelegentlich wird versucht, eine nationale Regelung unter Hinweis auf die Pläne der EU-Kommission (Vorschlag einer 13. Richtlinie) hinauszuschieben. Diese Argumentation stellt aus

mehreren Gründen eine Verkehrung im Grundsätzlichen dar. Zunächst einmal hat der EU-Richtlinienggeber die Regulierung öffentlicher Übernahmen überhaupt nur deshalb in die Hand genommen und immer wieder in neuen Richtlinien-Entwürfen vorangetrieben, weil insbesondere Deutschland und die Niederlande es abgelehnt haben, eigene nationale Regelungen öffentlicher Übernahmen vorzulegen. Rechtspolitisch erscheint es nicht empfehlenswert, mit einer überzeugenden und zugleich effektiven Regelung öffentlicher Übernahmen unter Hinweis auf das Vorhaben der EU abzuwarten. Bindende EU-Vorgaben führen, soweit sie sich auf Details beziehen, zu einer nicht wünschenswerten Versteinerung des Rechts und damit, soweit sie sich nicht lediglich als entbehrliche Empfehlungen oder bloße Rahmenrichtlinien mit Apellcharakter darstellen, genau zu derjenigen Inflexibilität, die als nachteilig erscheint. Um den erforderliche Anlegerschutz auch über die Grenze hinweg zu gewährleisten, bedarf es ohnehin keiner EU-weiten Harmonisierung, wenn nur der deutsche Gesetzgeber sich auch in diesem Punkt zu einer Regelung entschließen könnte, die internationalen Kapitalmarktstandards genügt.

Es ist auch nicht richtig, wenn behauptet wird, eine gesetzliche Regelung des Übernahmerechts in Deutschland sei bisher nicht ausreichend diskutiert. Die wissenschaftliche Diskussion des Übernahmerechts findet sich - freilich nicht nur in deutschen Zeitschriften - im wissenschaftlichen Schrifttum bereits seit Jahrzehnten. Dort ist auch ausführlich und eingehend das sog. Pflichtangebot erörtert worden, das von interessierter Seite immer wieder in Frage gestellt wird. Nicht verfangen kann in diesem Zusammenhang der Hinweis auf andere kontinental-europäische Regelungen, die gleichfalls bisher ein Pflichtangebot zum Teil nicht kennen. Aus rechtsvergleichender Perspektive kann nur vor einer eklektizistischen Argumentation gewarnt werden, die Detailregelungen einer fremden Rechtsordnung herausgreift, ohne den anderweit in diesem Rechtssystem verwirklichten Anlegerschutz gebührend zu beachten. Rechtsordnungen, in denen die Aktionäre Gelegenheit haben, selbst über den Kontrollwechsel in der Gesellschaft zu entscheiden, und die den Aktionären außerdem weitreichende Einzelklagerechte gegen einen die Kontrolle erwerbenden Gesellschafter im Fall pflicht- oder treuwidrigen Verhaltens einräumen, mögen eher auf eine zwingende Pflichtangebotsregelung verzichten können als eine Rechtsordnung wie die deutsche, die effiziente Anlegerschutzmechanismen dieser Art nicht kennt. Wer ohne Kenntnis des Gesamtgefüges der jeweiligen nationalen Anlegerschutzmechanismen das Fehlen eines Pflichtübernahmeangebots als Argument gegen eine entsprechende deutsche Regelung herauspickt, verfährt wissenschaftlich unseriös.

Über die Pflichtangebotsschwelle im einzelnen mag man streiten können. Die Angebotschwelle bei 25 % festzusetzen, wie dies der SPD-Entwurf tut, halte ich für verfehlt. Von mir für das Jahr 1992 durchgeführte Untersuchungen haben ergeben, daß in den Hauptversammlungen der 24 untersuchten Publikumsgesellschaften die Präsenz bei 58 % lag. Das bedeutet, daß bei Erwerb von 29 % plus einer Stimme der Erwerber in den untersuchten Fällen bereits die Hauptversammlungsmehrheit innehatte. Seither sind die Präsenzen nach meinen Beobachtungen durchweg weiter zurückgegangen. Allerdings läßt sich dieser Befund natürlich nicht auf sämtliche börsennotierte Aktiengesellschaften beziehen. Der britische City-Code setzt die Grenze m. E. überzeugend bei 30 % fest. Eine feste Schwelle hat den Nachteil der Pauschalierung, freilich auch den Vorteil der Rechtssicherheit für sich.