

Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, BT-Drucks. 17/3628) sowie zu dem Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (BT-Drucks. 17/3481)

und den Anträgen der SPD-Fraktion (BT-Drucks. 17/213), der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN (BT-Drucks. 17/3210) und der Fraktion DIE LINKE (BT-Drucks. 17/3540) für den Deutschen Bundestag

– Sitzung des Finanzausschusses
am 1. Dezember 2010 –

von

Heribert Hirte, Dr. iur. (Köln), LL.M. (Berkeley),
Universitätsprofessor,
Geschäftsführender Direktor des Seminars für Handels-,
Schiffahrts- und Wirtschaftsrecht der Universität Hamburg

Inhalt

I. Einleitung	1
II. Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (BT-Drucks. 17/3481)	1
1. Grundlagen	1
2. Pauschalierender Ansatz des geltenden Rechts des Pflichtangebots	3
3. Gründe für eine Änderung	4
4. Übergangsregelung	5
5. Änderung des internationalen Kapitalmarktrechts	6
III. Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, BT-Drucks. 17/3628)	8
1. Änderung der Meldepflichten	8
2. Reform der Anlageberatung	9
3. Änderung des Investmentrechts	10
IV. Zusammenfassung	11

I. Einleitung

Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf und den dazu vorliegenden Änderungsanträgen sollen Instrumente geschaffen werden, um Defizite des Kapitalmarktrechts und im Bereich des Anlegerschutzes, wie sie im Zusammenhang mit der Finanzkrise und bei einigen größeren - auch laufenden - Unternehmensübernahmen offenkundig geworden sind, zu beseitigen.

Der hier zunächst aufzugreifende **SPD-Fraktionsentwurf** eines Gesetzes zur Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (BT-Drucks. 17/3481) will dabei die Regeln des **Pflichtangebots** (§ 35 WpÜG) erweitern, um ein „Sich-Hineinschleichen“ in eine börsennotierte Aktiengesellschaft auf der Grundlage eines (zu) geringen Angebotspreises zu erschweren bzw. zu verhindern.

Im Mittelpunkt des **Regierungsentwurfs** stehen ebenfalls Regelungen, mit denen der **unbemerkte Aufbau relevanter Beteiligungen** erschwert werden soll (vor allem Art. 1 und 2) sowie solche zur Verbesserung der **Anlageberatung** (vor allem Art. 1). Schließlich soll bei **offenen Immobilienfonds** eine stärkere Fristenkongruenz hergestellt werden, indem vor allem die Möglichkeit einer täglichen Anteilsrücknahme mit Blick auf die nicht so schnelle Veräußerbarkeit der „immobilien“ Investments abgeschafft wird (Art. 3).

II. Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (BT-Drucks. 17/3481)

1. Grundlagen

Eine nähere Analyse des SPD-Fraktionsentwurfs eines Gesetzes zur Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (BT-Drucks. 17/3481) setzt einen kurzen Blick auf den Sinn des Pflichtangebots nach § 35 WpÜG voraus. Danach muss ein Aktionär bei Erreichen der Kontrollschwelle von 30 Prozent der Stimmrechte (§ 29 Abs. 2 WpÜG) an einer börsennotierten Aktiengesellschaft allen Aktionären die Übernahme ihrer Anteile zu einem angemessenen Preis anbieten (§ 35 Abs. 2 Satz 1 [§ 39] i.V.m. § 31 Abs. 1 Satz 1 WpÜG). Was unter diesem angemessenen Preis zu verstehen ist, sagt § 31 Abs. 1 Satz 2 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebVO. Danach bestimmt sich die Angemessenheit vor allem nach dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs, der in den letzten drei Monaten vor der Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle gezahlt wurden.

Warum ein solches Pflichtangebot? Ausgangspunkt ist die Vorstellung des Gesetzgebers,

dass auch in Gesellschaften das Mehrheitsprinzip gilt und dass für jeden Gesellschafter - ganz ähnlich wie im Staat - die zumindest theoretische Chance besteht, im Zusammenwirken mit anderen Gesellschaftern eine Mehrheit zu erlangen und dementsprechend umzusetzen. Diese Chance geht allerdings dann verloren, wenn sich eine **festе Gesellschaftergruppe** bildet, der gegenüber die anderen Aktionäre keine Möglichkeit zu einer Mehrheitsbildung mehr haben. Um im Vergleich des Staates zu bleiben, wandelt sich in diesem Zeitpunkt die Demokratie zur Diktatur. Da eine solche Mehrheitsgruppe von diesem Zeitpunkt an die Gesellschaft allein steuern kann, wird ihre Beteiligung - vorbehaltlich eines Eingreifens der Rechtsordnung - vom Markt auch höher, nämlich mit einem „Paketzuschlag“, bewertet: Denn zum Erwerb der „Herrschaft“ über die Gesellschaft reicht ja der Erwerb dieser Mehrheitsbeteiligung aus.

Recht und Gesetzgeber haben dieses Problem schon lange erkannt und diskutiert. Sie sehen in dem Entstehen einer solchen festen Mehrheit - mit Unterschieden in den Einzelheiten - eine Änderung des Gesellschaftszwecks i.S.v. § 33 Abs. 1 Satz 2 BGB, weil die Gesellschaft jetzt nicht mehr auf das gemeinsame Interesse aller Gesellschafter ausgerichtet geführt werde, sondern nur bzw. in erster Linie auf das der kontrollierenden Gesellschaftergruppe.¹ Das deutsche Gesellschaftsrecht hat hierauf klassischerweise im „Konzernrecht“ damit reagiert, dass dem kontrollierenden Gesellschafter Pflichten im Interesse aller Gesellschafter bzw. der Minderheit auferlegt werden, die der Tatsache Rechnung tragen, dass alle Gesellschafter gemeinschaftlich das Unternehmen finanziert und geschaffen haben und dieser Wert anschließend nicht einseitig einem Teil der Gesellschafter in höherem Umfang zufließen darf (kein „einseitiges Naschen an gemeinsamen Töpfen“). Insbesondere das **Abfindungsangebot** des § 305 AktG, das die herrschende Gesellschaftergruppe zwingt, alle Gesellschafter in gleicher Weise am Wert des Unternehmens zu beteiligen, ist hier zu nennen. Aber auch unabhängig davon unterliegt der kontrollierende Gesellschafter in solcher Lage laufenden Pflichten (§ 311 AktG).

Im Ausland hat man die Antwort auf das beschriebene Problem demgegenüber vor allem markt- bzw. transaktionsbezogen gefunden. Es wurde weniger darauf abgestellt, dass der kontrollierende Gesellschafter dauerhaft auf die Minderheit Rücksicht zu nehmen habe, vielmehr wollte man dafür Sorge tragen, dass einmal, nämlich in dem Zeitpunkt, in dem eine solche kontrollierende Gesellschaftergruppe entsteht oder in die Gesellschaft eintritt (**Zeitpunkt des Kontrollwechsels**), auch die Minderheit am Gesamtwert des Unternehmens zu beteiligen sei.² Dieser Ansatz hat zunächst autonom und dann auch über die EU-

¹ *Exner*, Beherrschungsvertrag und Vertragsfreiheit (1984), S. 44; *Hirte*, Kapitalgesellschaftsrecht (6. Aufl. 2009), Rdn. 8.83; *Schindler*, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften (1999), S. 110 ff.; *Wiedemann*, Gesellschaftsrecht, Bd. 1, Grundlagen (1980), S. 468 ff.

² Zur Ratio *Hasselbach*, in: Kölner Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2. Aufl. 2010),

Übernahmerichtlinie zusätzlich zu dem früheren deutschen Konzept des Konzernrechts in Form des Pflichtangebots in das deutsche Recht Eingang gefunden.

2. Pauschalierender Ansatz des geltenden Rechts des Pflichtangebots

Das Konzept des Pflichtangebots ist dabei allerdings von verschiedenen Vereinfachungen oder Pauschalierungen geprägt. So wird zunächst ein Mehrheitserwerb dann, aber auch immer und nur dann angenommen, wenn die neue oder wechselnde Gesellschaftergruppe 30 Prozent der Stimmrechte erwirbt (§ 29 Abs. 2 WpÜG). Mit diesem unter der 50-Prozent-Schwelle angesiedelten Wert soll der Tatsache Rechnung getragen werden, dass eine börsennotierte Aktiengesellschaft angesichts typischerweise geringer Hauptversammlungspräsenzen im Allgemeinen schon nach einem Erwerb von weniger als 50 Prozent der Stimmrechte beherrscht werden kann. Zugleich wird für die Festlegung des Pflichtangebotspreises darauf abgestellt, wie die Gesellschaft vorher an der Börse bewertet war. Damit wird unterstellt, dass der Börsenkurs den noch nicht vom Vorhandensein einer kontrollierenden Gesellschaftergruppe beeinflussten Unternehmenswert richtig reflektiert.

In einer solchen gesetzlichen Lage kann das **Pflichtangebot seine Funktion** gelegentlich nicht mehr oder nur noch eingeschränkt erfüllen. Das gilt vor allen Dingen dann, wenn die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG nicht mit der im konkreten Fall für eine Beherrschung notwendigen oder beabsichtigten Mehrheit korrespondiert.³ Denn dann wird die Minderheit zu einem Zeitpunkt für den *shift of control* entschädigt, in dem dieser gar nicht stattfindet, während sie in dem Zeitpunkt nicht entschädigt wird, in dem er stattfindet. Da der zugrunde gelegte Börsenkurs zu diesem Zeitpunkt auch den zu realisierenden Mehrwert nicht reflektiert, orientiert sich zugleich auch die Höhe der Entschädigung nicht an dem tatsächlich für die Abfindungshöhe zugrunde zu legenden Unternehmenswert. Hinzu kommen kann, dass die Aktionäre in einem solchen Fall auch von allgemeinen Entwicklungen des Marktes „abgeschnitten“ werden. Recht drastisch werden deartige Pflichtangebote daher in der Praxis auch als „lustlose Angebote“ bezeichnet, weil sie eine Abfindung ohne Kontrollwechsel vorsehen, andererseits aber dem nach der Vorstellung des Gesetzes kontrollierenden Gesellschafter (dem Bieter) im Anschluss daran das ungenierte Ausbauen seiner Mehrheitsposition gestatten, ohne erneut ein Angebot auslegen zu müssen (plastisch als

§ 35 WpÜG Rdn. 1 m.w.N.

³ Plastisch Harbarth, ZIP 2002, 321, 324: „Dem Gesetz liegt dabei die Vorstellung zugrunde, dass es mit der erstmaligen Erreichung bzw. Überschreitung der 30 %-Schwelle durch den Bieter zu einer die Ausstiegsmöglichkeit rechtfertigenden und sie erfordernden Veränderung der Situation kommt, nicht aber mit dem weiteren Ausbau der Beteiligung.“ (Hervorh. v. Verf.).

creeping in bezeichnet).

Sicher ist andererseits auch: Welches der Wert einer Gesellschaft ist - und der soll ja im Preis des Pflichtangebots reflektiert werden - ist hochgradig streitig. Denn man kann natürlich argumentieren, dass steigende Kurse Ausdruck der Spekulation auf ein kommendes Pflichtangebot sind - und deshalb den Wert der Zielgesellschaft, den es auf alle Aktionäre zu verteilen gilt, nicht richtig reflektieren. Aber das weiß man nicht: Denn es kann auch so sein, dass dahinter die sich kontinuierlich verbessernde Performance der Zielgesellschaft steht.

3. Gründe für eine Änderung

Andere Rechtsordnungen - wie etwa das Vereinigte Königreich, Frankreich und Österreich - sehen vor diesem Hintergrund einen erneuten Pflichtangebotszwang vor, um die Minderheitsgesellschafter auch bei einem Mehrheitserwerb auf eine - vom (neuen) kontrollierenden Gesellschafter selbst für erforderlich gehaltene - höhere Schwelle als die des § 29 Abs. 2 WpÜG zu schützen. Diesen Überlegungen folgt - im Ansatz richtig - der SPD-Fraktionsentwurf in Anlehnung an das österreichische Recht (dem das französische Recht in Art. 234-5 Code de Commerce insoweit gleicht).

Bemerkenswert ist, dass ein sinngemäßer Antrag bei der Schaffung des WpÜG von der Fraktion der CDU/CSU gestellt wurde (da eine entsprechende Gesetzesformulierung „unabdingbar“ sei), und von den seinerzeitigen Koalitionsfraktionen SPD und Grüne sowie von der FDP abgelehnt wurde; siehe Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum (ursprünglichen) WpÜG v. 14.11.2001, BT-Drucks. 14/7477, S. 51; dazu *Harbarth*, ZIP 2002, 321, 324.

Über die dort gegebene (kapitalmarktrechtliche) Begründung hinaus spricht noch ein weiterer Gesichtspunkt für die Berechtigung seines Anliegens. Denn bis vor nicht langer Zeit wurde der Schutz von Minderheitsgesellschaftern bei einem solchen *creeping in* - zumindest auch - dadurch gewährleistet, dass die (neuen) kontrollierenden Gesellschafter im Anschluss an das Erreichen der Kontrollschwelle auch noch einen Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag abschlossen und hier eine Abfindung der außenstehenden Aktionäre nach § 305 AktG geschuldet war. Ob ein solcher Vertrag in Form des Beherrschungsvertrages tatsächlich für eine Unternehmensführung erforderlich ist, ist im Einzelfall streitig und war im Zusammenhang mit der Übernahme von Mannesmann durch Vodafone Gegenstand erbitterter Debatten. Sicher aber ist, dass durch die zunehmende

Abkoppelung der steuerlichen Voraussetzungen für die Organschaft vom gesellschaftsrechtlichen Gewinnabführungsvertrag auch dieser Vertrag nicht mehr in demselben Umfang wie früher geschlossen wird und damit sein - als Reflex funktionierender - Abfindungsanspruch nach § 305 AktG nicht mehr zum Tragen kommt.⁴ Der SPD-Fraktionsentwurf schließt daher auch insoweit eine Schutzlücke. Mittelbar bewirkt eine „gerechtere“ Festlegung des Angebotspreises auch einen Schutz der Mitarbeiter des betroffenen Unternehmens, weil sie verhindert, dass Unternehmen „unter Wert“ verkauft werden können; direkte Einfluss- oder Vetomöglichkeiten der Arbeitnehmer (so die Forderung im Antrag BT-Drucks. 17/3540) sind andererseits mit dem konzeptionellen Ansatz des Übernahmerechts in seiner derzeitigen Ausgestaltung inkompatibel.

Dass in dem SPD-Fraktionsentwurf vor dem geschilderten Hintergrund sämtliche Zahlen diskretionär sind, liegt nahe: So kann man sich für erneute Pflichtangebotszwänge sowohl eine höhere wie auch eine geringere (wie im Vereinigten Königreich: dort jede) prozentuale Veränderung vorstellen. Der zeitliche Rahmen, innerhalb dessen Zuerwerbe einen neuen Angebotszwang auslösen, könnte auch kürzer gefasst werden (obwohl die jetzt vorgeschlagene Regelung mit der Lage in Österreich und Frankreich übereinstimmt). Und auch der Wert, bis zu dem weitere Pflichtangebote auszulegen sind (nach derzeitigem Entwurfsstand 50 % aller Stimmrechte) ließe sich noch nach oben (bis hin zur satzungsändernden Mehrheit [insoweit abw. die Begründung zu Art. 1 Abs. 1]) wie nach unten verändern (wobei hier die Möglichkeit der Befreiung nach § 37 WpÜG nicht übersehen werden darf).

4. Übergangsregelung

Problematisch ist freilich die Regelung zum Inkrafttreten der Änderung in Art. 2.

Denn selbst wenn hier (vielleicht) das verfassungsrechtliche Rückwirkungsverbot nicht berührt sein sollte, so geht es doch um das Vertrauen des Kapitalmarkts in den (Fort-)Bestand vorhandener Regeln und damit auch pflichtangebotsfreier Mehrheitspositionen, das nicht ohne Weiteres enttäuscht werden sollte. Dementsprechend hatte der Gesetzgeber des ursprünglichen WpÜG denn auch - wenngleich nicht ausdrücklich - solche Positionen von einem Pflichtangebot im heutigen Grundtatbestand des § 35 Abs. 2 WpÜG ausgenommen, die zuvor bereits die Kontrollschwelle überschritten hatten, selbst wenn diese danach weiter ausgebaut würden.⁵ Dies jetzt hier anders zu handhaben, könnte daher auch unter dem

⁴ Zu diesem Zusammenhang *Hirte/Schall*, Konzern 2006, 243, 246.

⁵ Hierzu *von Bülow*, in: KK-WpÜG (Fn. 2), § 68 WpÜG Rdn 18 m.w.N.

Gesichtspunkt des Art. 3 GG problematisch sein.

5. Änderung des internationalen Kapitalmarktrechts

a) Nicht angesprochen ist jedoch in dem SPD-Fraktionsentwurf ein weiterer Gesichtspunkt, der meines Erachtens für die - in diesem Zusammenhang ja eminent wichtige - korrekte Ermittlung des Angebotspreises von herausragender Bedeutung ist: Nach eindeutigen Wortlaut des deutschen Übernahmegesetzes (§ 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG) verlangt deutsches Recht – übereinstimmend mit der ihm zugrunde liegenden EU-Übernahmerichtlinie –, dass ein Pflichtangebot auch bei einer bloß „mittelbaren“ **Kontrolle über eine Zielgesellschaft** ausgelegt wird. Diese Voraussetzungen sind (jedenfalls) dann erfüllt, wenn eine Muttergesellschaft mit mehr als 50 % der Stimmrechte an einer Tochtergesellschaft beteiligt ist.

Die Durchsetzung eines solchen Pflichtangebotszwangs auch zugunsten mittelbar betroffener Aktionäre durch die deutschen Aufsichtsbehörden ist unproblematisch, wenn es sich um eine deutsche Tochtergesellschaft handelt bzw. eine solche, deren Anteile in Deutschland gehandelt werden. Gleiches gilt im Hinblick auf die Angleichung dieser Frage durch die EU-Übernahmerichtlinie nach den anderen europäischen Rechten, wenn es sich um eine in einem anderen EU-/EWR-Staat ansässige Gesellschaft handelt.

b) In Bezug auf andere „Drittstaaten“ ist dies zur Zeit anders, wenn das dortige Übernahmerecht ein Pflichtangebot im Falle eines bloß mittelbaren Kontrollerwerbs nicht - jedenfalls nicht zwingend - verlangt und weil der deutsche Gesetzgeber seine internationale Zuständigkeit hinsichtlich ausländischer Gesellschaften (auch wenn sie Tochtergesellschaften deutscher Gesellschaften sind) und solange ihre Aktien nicht in Deutschland an einem organisierten Markt notiert sind, verneint. Denn er geht auf der Grundlage der bislang vorherrschenden Vorstellung davon aus, dass in einer solchen Situation deutsche gesellschaftsrechtliche Interessen (die ja auch Teil des übernahmerechtlichen Schutzinstrumentariums sind) nicht betroffen sind, und dass der für den Marktort zuständige Gesetzgeber die nach seiner Sicht unter Marktgesichtspunkten zuständigen Regelungen zu treffen in der Lage ist.

Die dem zugrunde liegende Annahme ist aber durchaus angreifbar: Denn bei dem Zwang, ein Pflichtangebot auch hinsichtlich bloß mittelbar kontrollierter Gesellschaften auszulegen, geht es ja auch darum, die Zahlung eines angemessenen Preises für das *gesamte* Ziel-Unternehmen - und damit auch die deutsche Muttergesellschaft - zu erreichen. Vor diesem Hintergrund liegt es nahe, dass der deutsche Gesetzgeber versucht, das hier - im *internationalen*

Kapitalmarktrecht - liegende Defizit des deutschen Übernahmerechts zu beseitigen, zumal *dabei* Vertrauensschutzwägungen nicht angebracht sind: Denn das Vertrauen darauf, dass eine deutsche und europäische Rechtsregel auf dem „Umweg“ über das Ausland unterlaufen werden kann, dürfte nicht schutzwürdig sein.

c) Die hier angeregte Änderung könnte einerseits durch eine **Anpassung** von § 2 Abs. 3 WpÜG erreicht werden, indem dort auf die Voraussetzung eines Inlandssitzes bzw. Sitzes im EWR als Grundlage für die Anwendbarkeit des Gesetzes verzichtet wird; doch dürfte dies zu weit gehen, da Deutschland dann plötzlich für alle börsennotierten Gesellschaften in der ganzen Welt eine Zuständigkeit beanspruchen würde, was ganz sicher nicht gewollt ist und auch in den anderen betroffenen Staaten so nicht akzeptiert würde. Erforderlich und genügend wäre daher eine Zuständigkeitserstreckung auf Tochtergesellschaften deutscher Gesellschaften im nicht-europäischen Ausland, die entweder in § 2 Abs. 3 WpÜG oder - beschränkter - in § 35 WpÜG verortet werden könnte. Dort könnte eine Erfassung durch folgenden Zusatz – etwa als neuer Absatz - von § 35 WpÜG erreicht werden:

„Die Pflicht nach Abs. 1 erstreckt sich auch auf alle Tochterunternehmen [§ 2 Abs. 6], sofern sie weder ihren Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums haben noch ihre stimmberechtigten Aktien in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.“

Allgemeiner - als neuer Satz 2 von § 2 Abs. 3 WpÜG - könnte demgegenüber auch formuliert werden:

„Zielgesellschaft im Sinne von Satz 1 sind auch alle Tochterunternehmen [§ 2 Abs. 6], sofern sie weder ihren Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums haben noch ihre stimmberechtigten Aktien in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.“

III. Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, BT-Drucks. 17/3628)

1. Änderung der Meldepflichten

a) Im Bereich des Regierungsentwurfs gilt es zunächst die vorgeschlagenen Änderungen im Bereich des WpHG zu beleuchten, mit denen ein unbemerktes Anschleichen an eine börsennotierte Gesellschaft verhindert werden soll. Sie sind den zunächst angesprochenen Regelungen des WpÜG insoweit funktionsverwandt, als sie durch Herstellung von Transparenz den Aufbau maßgeblicher Beteiligungen zwar nicht verhindern wollen, aber doch den Markt daraus die Konsequenzen ziehen lassen wollen.⁶

Sie sind insgesamt zu begrüßen, weil sie Lücken schließen, die sich aus der bislang formalen Anknüpfung des deutschen Rechts ergeben haben, während ausländische Rechte hier schon bislang eher auf den **wirtschaftlichen Effekt der Erwerbstatbestände** abgestellt haben. Das liegt auf derselben Linie wie etwa die Loslösung des Bilanzrechts, insbesondere in den Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS), von der Anknüpfung an formal-zivilrechtliche Positionen, die sich in anderen Bereichen der Unternehmensbewertung einschl. derjenigen für insolvenzrechtliche Zwecke ebenfalls findet (*Albert Einstein*: „Nicht alles, was man zählen kann, ist relevant, und nicht alles, was relevant ist, kann man zählen“).⁷ Dass es andererseits für die „Möglichkeit der Marktbeeinflussung“ nicht auf die rechtliche Verbindlichkeit einer Absprache ankommt, findet ebenfalls schon lange in Form der Berücksichtigung bloßer *gentlemen's agreements* im Kartellrecht eine Parallele.

b) Wegen einiger **technischer Verbesserungsvorschläge** wird auf die Stellungnahmen des Kollegen *Seibt* verwiesen, der ich mich insoweit anschließe. Insbesondere sollte die Gesetzesformulierung klarstellen, dass auch die Erwerbmöglichkeit durch einen Dritten der Meldepflicht unterstellt (*Seibt*, a.a.O., Punkt 3.2) und es sollten die Sanktionsmöglichkeiten seinem Vorschlag entsprechend ausgebaut werden (*Seibt*, a.a.O., Punkt 6).

Nicht zu folgen ist ihm nur insoweit, als er er eine Privilegierung für Erwerbs-, Andienungs-

⁶ *Tobias A. Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen (Frankfurt/Main 2006), S. 30; *Hirte*, in: Kölner Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz (2007), § 21 WpHG Rdn. 3 m.w.N.; *Witt*, AG 1998, 171, 174; *ders.*, NZG 2000, 809, 810; *ders.*, AG 2001, 233, 234 f.

⁷ Zu diesem Zusammenhang jüngst *Hirte*, ZInsO 2010, 1896 f.

und ähnliche Rechte vorschlägt, die in Gesellschaftsverträgen enthalten sind (*Seibt*, a.a.O., Punkt 3.3). Abgesehen von den sich dabei ergebenden Abgrenzungsschwierigkeiten gelten die von ihm selbst für die Reform angeführten Transparenzgesichtspunkte hier auch, wenn nicht sogar erst recht. Hinzu kommt, dass es rechtsvergleichend durchaus nicht unüblich ist, solche Rechte insgesamt zu verbieten, wenn bzw. solange sie nicht offengelegt sind.

2. Reform der Anlageberatung

Der zweite Gesichtspunkt betrifft den Ausbau der Vorschriften zur Anlageberatung, insbesondere durch Einführung einer Registrierungspflicht für Anlageberater und Einführung formalisierter Beratungspflichten durch Formblätter. Hier sind - auch wenn diese Entwicklung durchaus mit internationalen Entwicklungen in Einklang steht, grundsätzliche Zweifel angebracht.

Denn es ist kaum zu erwarten, dass **staatliche Behörden ausreichende Ressourcen** und Kompetenzen haben werden, um die Beratungsqualität bei der Anlageberatung angemessen zu überwachen (siehe insoweit auch den Antrag BT-Drucks. 17/3210). Vor allem aber kann die ja *ex ante* durchzuführende Überwachung vor dem Hintergrund begrenzter Erkenntnismöglichkeiten zumal des Staates (der ja auch in der Finanzkrise nicht besser, sondern eher schlechter gewirtschaftet hat als viele Private) dazu führen, dass erwünschte Investitionen unterbleiben, während die Beratung in bezug auf Anlagen, deren Risiken sich dem Staat erst später zeigen, durch die nur präventive Überwachung nicht sanktioniert werden können. Insoweit teile ich die Einschätzung des Nationalen Normenkontrollrates (Anlage 2 zur BT-Drucks. 17/3628), dass bei den vorgeschlagenen Regelungsinstrumenten (volkswirtschaftliche) Kosten und Nutzen nicht in einem ausgewogenen Verhältnis zueinander stehen.

Umgekehrt wird zu Recht bemängelt, dass der eigentlich angezeigte **Ausbau privatrechtlicher Kontrollinstrumente** (wie der Prospekthaftung) im Gesetzentwurf - im Gegensatz zum Diskussionsentwurf - nur zurückhaltend adressiert wird (das Fehlen eines schlüssigen Gesamtkonzepts wird auch im Antrag BT-Drucks. 17/213 bemängelt). Sie hätte den Vorteil einer deutlich stärker fokussierenden Steuerung, die zudem die Handelnden nicht in die Versuchung führte, nach bzw. durch Erfüllung der formalen Registrierungs- und Aufklärungsanforderungen auf einen *safe harbour* zu vertrauen. Freilich würde sie ihre verhaltenssteuernde Wirkung nur erreichen können, wenn hier kollektive Instrumente der Rechtsdurchsetzung eingeführt würden (in diese Richtung auch der Antrag BT-Drucks. 17/3210). Zu begrüßen ist vor diesem Hintergrund jedenfalls die ausdrückliche Klarstellung

in der Begründung des Regierungsentwurfs, dass falsche oder irreführende Angaben in den nach § 31 Abs. 3 WpHG n.F. einzuführenden Formblättern zivilrechtliche Haftungsansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB begünden können.

Denkbar wäre es auch, insoweit dem Vorschlag des Bundesrates zu folgen, und in § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG hinter dem Wort „Finanzmarkt“ die Wörter „sowie die Kunden“ zu ergänzen. Allerdings würde ein solcher Ausbau der Schutzrichtung des WpHG vom bloßen Markt- und Funktionenschutz hin zu einem Instrument (auch) des individuellen Anlegerschutzes zwingend auch die Bereitschaft voraussetzen, für etwaige Überwachungsfehler auch den Betroffenen gegenüber zu haften. Die Vorstellung des Bundesrates in der Begründung seines Ergänzungsvorschlags, dass eine solche individuelle Schutzrichtung mit unverändert fehlender Schutzgesetzeigenschaft der Normen (und dementsprechend fehlender Haftung) kompatibel sei, ist nicht schlüssig. „Wasch mich, aber mach‘ mich nicht nass“ ist wenig realistisch.

3. Änderung des Investmentrechts

Die mit dem Ziel einer Herstellung von Fristenkongruenz vorgeschlagenen Anpassungen der Rücknahmevoraussetzungen von Anteilen an offenen Immobilienfonds an die mit Blick auf die Rechtsnatur der gehaltenen Gegenstände (Immobilien) schlechte Verwertbarkeit des angelegten Vermögens erscheinen überzeugend. Das liegt letztlich auf derselben Linie wie die mehrfachen jüngeren Reformen des Überschuldungsbegriffs (§ 19 InsO) im Insolvenzrecht, mit denen erreicht werden soll, dass eine Gesellschaft nicht trotz langfristiger Überlebensperspektive wegen kurzfristig fälliger Verbindlichkeiten ihre Aktivität einstellen muss.

Auch die neu vorgeschlagenen **Mindesthaltefristen** (§ 80c Abs. 3 und 4 InvG n.F.) sind mit diesem Ziel konsistent. Eine denkbare Beschränkung dieser Regelungen auf natürliche Personen mit der Begründung, dass institutionelle Anleger ohnehin langfristig investieren würden, erscheint mir nicht sachgerecht; denn dann würde sich die Frage stellen, wozu die Herausnahme aus der Mindesthaltefrist nutzen soll, wenn ein Verkauf ohnehin nicht beabsichtigt ist. Denkbar wäre allerdings, stattdessen die Regelungen über die Rücknahmeabschläge (§ 80c Abs. 4 InvG n.F.) beschränkt auf institutionelle Anleger weiter auszubauen, weil von diesen eher eine Einschätzung erwartet werden kann, welche Folgen ein vorzeitiger Abzug investierter Werte für die wirtschaftliche Entwicklung des Gesamt- und damit mittelbar für die des eigenen Portfolios hat.

IV. Zusammenfassung

1. Der SPD-Fraktionsentwurf fordert im Grundsatz richtig die Einführung gesetzlicher Bestimmungen im WpÜG, mit denen ein *creeping in* **verhindert** werden soll.
2. Solche Regelungen können aber mit Blick auf das Gebot des **kapitalmarktrechtlichen Vertrauensschutzes** nicht im Hinblick auf Positionen eingeführt werden, die im Vertrauen auf die bisherige Rechtslage aufgebaut wurden.
3. Durch eine **Erweiterung des internationalen Anwendungsbereichs** des deutschen Kapitalmarktrechts sollte sichergestellt werden, dass Pflichtangebote zugunsten der Aktionäre von Tochterunternehmen deutscher Zielgesellschaften auch dann ausgelegt werden, soweit die Tochterunternehmen nach bislang geltendem Recht nicht deutschem WpÜG unterliegen.
4. Die **Erweiterung der Meldepflichten** der §§ 21 ff. WpHG auf Tatbestände, in denen bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise bereits eine relevante Beteiligung erworben wurde bzw. erworben werden könnte, ist zu begrüßen.
5. Bei den Vorschlägen zur **Reform der Anlageberatung** sind Bedenken angebracht, ob der hohe Aufwand staatlicher Überwachung einen ausreichenden Ertrag in Form besserer Anlageberatung generieren wird. Demgegenüber wird der Ausbau der zivilrechtlichen Sanktionen hier zu wenig adressiert.
6. Die vorgeschlagenen **Änderungen des Investmentsrechts** sind zu begrüßen.