

Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankaufsichts- und Kapitalmarktrecht

von

Professor Dr. HOLGER FLEISCHER, Dipl.-Kfm., LL.M., Bonn

Inhaltsübersicht

ZGR 2008, 185–224

I. Thema	185
II. Grundfragen der Regulierung von Finanzinvestoren	187
1. Nutzen und Grenzen von Fallstudien	187
2. Empirische Befunde und regulatorische Begründungslast	188
3. Gesetzesfolgenabschätzung und Finanzmarktregulierung	191
III. Ausgewählte Regelungsfelder des Risikobegrenzungsgesetzes	196
1. Abgestimmtes Verhalten von Investoren	196
2. Verschärfte Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen	204
3. Risiken für die Stabilität des Finanzsystems	211
IV. Nicht ausdrücklich geregelte Problembereiche	214
1. Interessenkonflikte	214
2. Marktmissbrauch	218
3. Wettbewerbswidrige Verhaltensweisen	221
V. Schluss	224

I. Thema

Es gehört zu den seltenen Ausnahmen, dass Sachbücher über aktien- und kapitalmarktrechtliche Fragen den Nerv der Zeit treffen. Bei Finanzinvestoren ist dies geschehen, wie drei Neuerscheinungen des vergangenen Jahres belegen: *Werner Seiferts* aggressiv-larmoyante Feindstudie über die „Invasion der Heuschrecken“¹, *Dieter Balkhausens* reißerische Reportage über den „Raubtierkapitalismus“² sowie *Roger Lowensteins* farbenprächtiges Porträt „Der große Irrtum“³ über Aufstieg und Fall des Hedgefonds LTCM.

1 Vgl. SEIFERT/VOTH, *Invasion der Heuschrecken. Intrigen, Machtkämpfe, Marktmanipulation*, 2006, Taschenbuchausgabe mit aktualisiertem Vorwort, 2007.

2 Vgl. BALKHAUSEN, *Raubtierkapitalismus. Wie Superspekulanten, Finanzjongleure und Firmenjäger eine weltweite Finanzkrise provozieren*, 2007.

3 Vgl. LOWENSTEIN, *Der große Irrtum. Die spektakuläre Geschichte vom Aufstieg und Untergang des raffiniertesten Investmentfonds aller Zeiten*, 2007; das amerikanische

Angesichts dieser Zeitgeistströmungen verwundert es nicht, dass sich auch die Rechtspolitik mit dem Thema beschäftigt: Parlamentarisch beraten wird gegenwärtig der Regierungsentwurf eines Risikobegrenzungsgesetzes, der Rechtsverschärfungen in folgenden Punkten vorsieht: Erweiterter Tatbestand des abgestimmten Verhaltens von Investoren, aussagekräftigere WpHG-Meldungen, bessere Information über die Inhaber wesentlicher Beteiligungen, strengere Rechtsfolgen bei der Verletzung gesetzlicher Mitteilungspflichten, verbesserte Identifizierung der Inhaber von Namensaktien und intensivere Beobachtung systemischer Risiken durch BaFin und Deutsche Bundesbank.⁴

Als Risikoverursacher und Unruhestifter hat man *Finanzinvestoren* ausgemacht.⁵ Der Begriff selbst ist dem Aktien- und Kapitalmarktrecht bislang fremd. Auch die Gesetzesbegründung unternimmt wohlweislich keinen Klassifikationsversuch, der bei einem Typusbegriff der Finanzmarktpraxis nur misslingen kann.⁶ Eine Taxonomie der Finanzinvestoren nachzuliefern, ist hier weder Ort noch Zeit. Man trifft aber wohl die Intention des Gesetzgebers, wenn man *Finanzinvestoren* anhand ihres Erwartungssuchfeldes und Planungshorizonts von *strategischen Investoren* abgrenzt⁷: Idealisierend beherrscht *Diskontinuität* das Denken und Handeln von Finanzinvestoren, *Kontinuität* die Ausrichtung strategischer Investoren.⁸ Allerdings variiert der Anlagehorizont bei unterschiedlichen Finanzinvestoren zum Teil beträchtlich: Er beträgt bei Private-Equity-Gesellschaften in der Regel drei bis sieben Jahre, während Hedgefonds überwiegend kurzfristige Anlagestrategien verfolgen.⁹

Original erschien im Jahre 2000 unter dem Titel „When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management“.

4 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 6ff: „Wesentlicher Inhalt des Gesetzes“.

5 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 6.

6 Für einen strukturierten Überblick über wichtige Finanzinvestoren in Deutschland BRAUNER/BRAUNER, in: Berens/Brauner/Frodermann, Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren, 2005, S. 31 ff.

7 So auch KASERER/ACHLEITNER/VON EINEM/SCHIERECK, Private Equity in Deutschland, 2007, S. 13: „Unter *Finanzinvestoren* versteht man alle Investoren, die kein strategisches Interesse am Unternehmen haben, dessen Beteiligungstitel sie erwerben. Ihre Kaufentscheidung ist lediglich in finanziellen Motiven begründet.“

8 Vgl. BRAUNER/BRAUNER, aaO (Fn. 6), S. 31, 34, nach denen sich Finanzinvestoren und strategische Investoren im Hinblick auf ihre Erwartungen durch sechs Merkmale unterscheiden: (1) Akquisitionskriterien, (2) Timing, (3) Due Diligence, Unternehmensbewertung und Preis, (4) Finanzierung, (5) Führungs- und Aufsichtsgremien, (6) Exit.

9 Näher dazu sowie zu weiteren Gemeinsamkeiten und Unterschieden von Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds KASERER/ACHLEITNER/VON EINEM/SCHIERECK, aaO (Fn. 7), S. 162 ff; ausführlich zuletzt auch R.H. SCHMIDT/SPINDLER, Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, 2008, Teil B Rdn. 55 ff.

Die Verschärfungen des Risikobegrenzungsgesetzes zielen zuallererst auf *Hedgefonds*, die sich an *börsennotierten* Unternehmen beteiligen.¹⁰ Auf sie konzentrieren sich auch die folgenden Überlegungen.

II. Grundfragen der Regulierung von Finanzinvestoren

Bevor man sich in den tatbestandlichen Einzelheiten des Gesetzesentwurfs verliert, empfiehlt es sich, einen Augenblick bei den *Grundfragen* der Regulierung von Finanzinvestoren zu verweilen.

1. Nutzen und Grenzen von Fallstudien

In der rechtspolitischen Diskussion um Finanzinvestoren fällt zunächst auf, dass deren Regelungsnotwendigkeit häufig anhand von Fallstudien veranschaulicht, nicht selten sogar mit ihnen begründet wird. Als Musterbeispiel für unerwünschten Aktionärsaktivismus dient vielen der Fall TCI/Deutsche Börse AG aus dem Jahre 2005¹¹, als Beispiel für systemische Gefahren durch Hedgefonds die LTCM-Krise von 1998¹², deren Zuspitzung selbst zwei leibhaftige Ökonomie-Nobelpreisträger, *Robert Merton* und *Myron Scholes*, im Beraterstab von LTCM nicht zu verhindern vermochten.¹³

Gegen diesen Argumentationsansatz ist als *Ausgangspunkt* wenig einzuwenden: Dass sorgfältig aufbereitete Fallstudien wissenschaftlich von hohem Nutzen sind¹⁴, wird niemand bestreiten. Ebenso richtig ist allerdings, dass solche *legal narratives*¹⁵, wie sie eingangs erwähnt wurden, leicht zu Wahrnehmungsverzerrungen und Überregulierung führen können.¹⁶ Unter dem Eindruck spektakulärer Einzelfälle sind auch politische Entscheidungsträger nicht da-

10 Übereinstimmend EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2118.

11 Juristische Aufarbeitung von ENGERT, ZIP 2006, 2105.

12 Ökonomische Aufarbeitung von EDWARDS, *Journal of Economic Perspectives* 2 (1999) 187; eingehend jüngst SCHMIES, *Die Regulierung von Hedgefonds*, 2007, unter A.II.5.2; sowie WENTRUP, *Die Kontrolle von Hedgefonds*, 2008, S. 84 ff; beide mit umfassenden Belegen.

13 Illustrativ LOWENSTEIN, aaO (Fn. 3), S. 139 ff unter der Kapitelüberschrift „Ein Nobelpreis“; zum preisgekrönten *Black-Scholes-Modell* zur Optionspreisbewertung etwa VOLKERT, *Corporate Finance*, 2. Aufl., 2006, S. 438 ff.

14 Vgl. etwa die Fallstudien von KASERER/ACHLEITNER/VON EINEM/SCHIERECK, aaO (Fn. 7), S. 100 ff mit aufschlussreichen methodologischen Vorbemerkungen.

15 Allgemein dazu FARBER/SHERRY, 45 *Stan. L. Rev.* 807 (1993).

16 Näher FLEISCHER, FS *Priester*, 2007, S. 75, 85 f.

vor gefeit, das Ausmaß und die Verbreitung von Missständen im Aktien- und Börsenwesen zu überschätzen. Die psychologische Verhaltensforschung hat dafür den Begriff der Verfügbarkeitsheuristik (*availability bias*) geprägt.¹⁷ Danach neigen Menschen dazu, die Wahrscheinlichkeiten jener Ereignisse höher einzuschätzen, die sich gerade erst ereignet haben. Hinzu kommt, dass hervorstechende (*salient*) und bildhafte (*vivid*) Informationen einen nachhaltigeren Eindruck bei Menschen hinterlassen als unscheinbare Nachrichten¹⁸, und dass negative Ereignisse mehr Aufmerksamkeit erfahren als positive.¹⁹

Eine rechtspolitische Reformagenda sollte sich aber nicht auf *anekdotische*, sondern zumindest auf *kumulative* Evidenz stützen. Auch wenn Fallstudien zumeist überzeugend klingen²⁰, so drängen sich methodologische Einwände geradezu auf: Einzelne Fälle lassen sich nur schwer verallgemeinern; es bedarf vielmehr zusätzlicher Belege, um von einer *Einzelfallanalyse* zu einer statistisch oder empirisch gehaltvollen *Gesamtaussage* zu gelangen.²¹ Fehlen sie, bleiben alle Schlussfolgerungen Pseudo-Diagnostik.²²

2. Empirische Befunde und regulatorische Begründungslast

Wie steht es also um die empirischen Befunde über Finanzinvestoren? Für den US-amerikanischen Kapitalmarkt kommen verschiedene Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass aktive Einflussnahme durch Hedgefonds zu einer beträchtlichen Erhöhung des Beteiligungswertes für *alle* Aktionäre führt.²³

17 Grundlegend TVERSKY/KAHNEMAN, 5 Cog. Psychol. 207 (1973); DIES., 185 Science 1124, 1127 (1974); aus jüngerer Zeit SUNSTEIN, 97 Nw. U. L. Rev. 1295 (2003) unter dem Titel „What’s Available? Social Influences and Behavioral Economics“.

18 Näher zum Begriff der „salience“ statt vieler JOLLS/SUNSTEIN/THALER, 50 Stan. L. Rev. 1471, 1519 (1998); zum Begriff der „vividness“ etwa SCHWARZ, Zeitschrift für Sozialpsychologie 1982, 343, 344.

19 Näher BAUMEISTER ET AL., 5 Rev. Gen. Psychol. 323 f (2001): „In general, and apart from a few carefully drafted exceptions, negative information receives more processing and contributes more strongly to the final impression than does positive information.“

20 In allgemeinerem Zusammenhang RHODE, 115 Harv. L. Rev. 1327, 1345 f (2002): „Narratives often provide a level of eloquence, passion and immediacy that conventional forms of scholarship rarely duplicate.“

21 Eingehend MITCHELL, 152 U. Pa. L. Rev. 1517, 1583 ff (2004).

22 Begriff: DAWES, in: Gilbert et al., 1 The Handbook of Social Psychology, 4th ed. 1998, S. 497, 533: „Pseudodiagnosticity“.

23 Vgl. BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS, Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, November 2006, <http://ssrn.com/abstract=948907>; CLIFFORD, Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists, June 2007,

Sie beruhen auf der Standardmethode der Ereignisstudien (*event studies*)²⁴ und analysieren die Auswirkungen auf den Kurs börsennotierter Aktiengesellschaften, wenn durch eine Pflichtmitteilung nach sec. 13(d) *Securities Exchange Act*²⁵ bekannt wird, dass ein Hedgefonds ein Aktienpaket erworben hat und eine „aktivistische“ Strategie verfolgen will. Dabei verzeichnen sie beträchtliche Kurssteigerungen nach dem *event date* im Vergleich zu einem Marktindex.²⁶ Offen ist einstweilen, ob es sich um einen nachhaltigen Effekt handelt.²⁷ Eine ähnlich dichte Datenaufbereitung für den deutschen Kapitalmarkt fehlt bislang.²⁸ Nun wird man die US-amerikanischen Daten schon wegen der ganz unterschiedlichen Corporate-Governance-Struktur nicht maßstabsgetreu auf die hiesigen Verhältnisse übertragen dürfen²⁹, doch bleibt ein gewisses Unbehagen, wenn Gesetzesvorschläge zur Bändigung des Aktionärsaktivismus auf gänzlich ungesicherter Tatsachenbasis unterbreitet werden. Dies gilt umso mehr, als der legislatorische Anlassfall TCI/Deutsche Börse AG die vermeintlichen Risiken durch aktivistische Hedgefonds für das Zielunternehmen nicht zu belegen vermag.³⁰

http://ssrn.com/abstract=971018; KLEIN/ZUR, Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, October 2006, *http://ssrn.com/abstract=913362*; außerdem die Fallstudie von BECHT/FRANKS/MAYER/ROSSI, Returns to Shareholder Activism. Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund, October 2007, *http://ssrn.com/abstract=934712*.

24 Dazu BHAGAT/ROMANO, in: Polinsky/Shavell, Handbook of Law and Economics, 2007, S. 945 ff.

25 Näher zu dieser Vorschrift unter III.2.c).

26 Vgl. BRAV/JIANG/PARTNOY/THOMAS, aaO (Fn. 23), S. 26 ff: Überrendite von 5–7 %; KLEIN/ZUR, aaO (Fn. 23), S. 35 ff: Überrendite von 10 %; ferner CLIFFORD, aaO (Fn. 23), S. 30: „positive wealth creation in target firms“; differenzierter und deutlich vorsichtiger BRATTON, 95 Geo. L.J. 1375, 1385 ff (2007); sowie BRIGGS, 32 J. Corp. L. 681, 696 ff (2007).

27 Dazu BRIGGS, 32 J. Corp. L. 681, 722 (2007): „It is too early to say whether hedge fund activism is profitable for the funds, value-maximizing for other public shareholders, or good for corporate governance in the United States generally.“; aber auch KAHAN/ROCK, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1090 (2007): „Given these questions, a sufficient case for legal intervention has not been made.“

28 Die umfangreiche Studie von KASERER/ACHLEITNER/VON EINEM/SCHIERECK, aaO (Fn. 7) konzentriert sich auf Private-Equity-Transaktionen; eine Studie zum Aktionärsaktivismus durch Hedgefonds auf dem deutschen Markt ankündigend SIGRID MÜLLER, Hedge-Fonds sind die erfolgreicherer Aktionäre, FAZ vom 7. Juli 2007.

29 Ebenso SPINDLER, WM 2007, 2357; ausführlich R. H. SCHMIDT/SPINDLER, aaO (Fn. 9), Teil C Rdn. 171 ff.

30 Dazu Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage, Jahresgutachten 2005/06, November 2005, Tz. 709: „Hierzu bedurfte es im Fall der Deutschen Börse gerade nicht dieser Regelung, denn die Konsequenz war eine deutliche Kurssteigerung und nicht eine von ‚feindlichen Aktionären‘ angezielte Wertvernich-

Das Unbehagen wächst, wenn man – in Anlehnung an die rechtstheoretische Figur der Argumentationslast³¹ – nach der Verteilung der *regulatorischen Begründungslast* fragt. Gewiss ist dem Gesetzgeber bei der aktien- und kapitalmarktrechtlichen Gefahrenbekämpfung – wie auch sonst – eine Einschätzungsprärogative zuzubilligen³², doch bleibt es im Ausgangspunkt dabei, dass Regulierungsfreiheit die *Regel* und der regulatorische Staatseingriff die rechtfertigungsbedürftige *Ausnahme* darstellt. Dafür kann man sich auf die Einsichten der normativen ökonomischen Regulierungstheorie stützen.³³ Noch eingängiger ist für Juristen *Montesquieus* ehrwürdige Maxime: „Wenn es nicht notwendig ist, *ein* Gesetz zu machen, dann ist es notwendig, *kein* Gesetz zu machen!“

tung.“; ferner die Vergleichsrechnung von KASERER, Stellungnahme zum Referentenentwurf für das Risikobegrenzungs-gesetz, Oktober 2007, S. 2 f; offen R. H. SCHMIDT/SPINDLER, aaO (Fn. 9), Teil C Rdn. 99 mit dem zutreffenden Hinweis, dass man nicht wisse, ob sich der Aktienkurs der Deutsche Börse AG nicht noch positiver entwickelt hätte, wenn der Vorstand die „Invasion der Heuschrecken“ abgewehrt hätte; für eine Gegenrechnung SEIFERT/VOTH, aaO (Fn. 1), Vorwort, S. III: „Aus den 1,3 Milliarden Pfund, die die Deutsche Börse für die LSE ausgeben wollte, wären heute 2,6 Milliarden geworden.“

- 31 Vgl. RÖHL, Allgemeine Rechtslehre, 2. Aufl., 2001, S. 164: „Rechtstheorie löst keine Sachprobleme. Aber eine wichtige Funktion der Rechtstheorie besteht darin, dass sie implizit Argumentationslasten verteilt.“; ausführlich ferner KREBS, AcP 195 (1995) 171 zur Figur der Begründungslast.
- 32 Vgl. allgemein BVerfGE 102, 197, 218; DREIER/SCHULZE-FIELITZ, Komm. z. GG, 2. Aufl., 2006, Art. 20 Rdn. 183 und 190; aus ökonomischer Sicht auch FRITSCH/WEIN/EWERS, Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 7. Aufl., 2007, S. 82: „Es existiert kein Kriterium, mit dessen Hilfe sich die Grenze des Marktversagens mit wissenschaftlicher Exaktheit bestimmen ließe. Es sind immer wertende Entscheidungen darüber erforderlich, inwieweit ein Markt im Großen und Ganzen funktionsfähig ist oder ob ein Ausmaß an Marktversagen vorliegt, das wirtschaftspolitisches Handeln erfordert.“
- 33 Vgl. FRITSCH/WEIN/EWERS, aaO (Fn. 32), S. 82: „Um jedoch ein Mindestmaß an Rationalität wirtschaftspolitischer Entscheidungsprozesse sicherzustellen, sollte man bei der Begründung staatlicher Eingriffe explizit argumentieren, inwiefern Ursachen für gravierende Einschränkungen in der Funktionsweise bestimmter Märkte vorliegen oder ob das Marktergebnis etwa aus verteilungspolitischen Gründen korrigiert werden sollte. Eine solche Fundierung wirtschaftspolitischer Entscheidungen ermöglicht insbesondere ursachenadäquate Eingriffe und beugt bloßem wirtschaftspolitischen Aktivismus vor.“

3. Gesetzesfolgenabschätzung und Finanzmarktregulierung

Notwendigkeit und Nutzen einer Neuregelung zu ermitteln, ist Gegenstand der *prospektiven Gesetzesfolgenabschätzung*³⁴ – einer Teildisziplin der Gesetzgebungslehre³⁵, die hierzulande lange ein Nischendasein fristete, aber durch das Gesetz zur Einrichtung eines Nationalen Normenkontrollrats (NKRK) vom August 2006³⁶ und den *Better Regulation*-Ansatz der Europäischen Kommission³⁷ zuletzt an Momentum gewonnen hat.³⁸ Für das Aktien- und Kapitalmarktrecht ist ihr theoretisches Rüstzeug allerdings noch unterentwickelt.³⁹

a) Elemente einer prospektiven Gesetzesfolgenabschätzung

In geraffter Form lässt sich der Ablauf einer prospektiven Gesetzesfolgenabschätzung wie folgt auffächern⁴⁰: Jedes Regelungsvorhaben hat mit einer möglichst genauen *Problemspezifikation* zu beginnen, die beim hier in Rede stehenden Risikobegrenzungsgesetz bemerkenswert dunkel ausfällt: Genannt werden Risiken für die Stabilität des Finanzsystems und Risiken für die Ziel-

34 Ausführlich BÖHRET/KONZENDORF, Handbuch Gesetzesfolgenabschätzung, 2001, S. 5 ff; knapper ENNUSCHAT, DÖV 2004, 986, 992 ff; mit Blick auf das Aktien- und Kapitalmarktrecht FLEISCHER, FS von Rosen, 2008 (im Erscheinen).

35 Zu den einzelnen Aufgabenfeldern der Gesetzgebungslehre zuletzt KARPEN, ZRP 2007, 234, der folgende „Subdisziplinen“ nennt: (1) Gesetzgebungstheorie, (2) Gesetzgebungsanalyse, (3) Gesetzgebungstaktik, (4) Gesetzesmethodik, (5) Gesetzgebungstechnik, (6) Gesetzesevaluation.

36 BGBl. I/2006, S. 1866; dazu RÖTTGEN, ZRP 2006, 47.

37 Vgl. Mitteilung der Kommission über Folgenabschätzung, KOM (2002) 276 endg. vom 5. Juni 2002; Mitteilung der Kommission, Aktionsplan „Vereinfachung und Verbesserung des Regelungsumfelds“, KOM (2002) 278 endg. vom 5. Juni 2002; Kommission, Leitfaden zur Folgenabschätzung, SEK (2005) 791 vom 15. Juni 2005; dazu aus gesellschaftsrechtlicher Sicht WEBER-REY, ECFR 2007, 370.

38 Vgl. etwa die Verhandlungen auf dem 65. Deutschen Juristentag 2004 in Bonn zu dem Thema „Wege zu besserer Gesetzgebung – sachverständige Beratung, Begründung, Folgenabschätzung und Wirkungskontrolle“; Gutachter: PETER BLUM, Gutachten I; Kurzfassung: NJW 2004, 45; dazu ENNUSCHAT, DVBl. 2004, 986; REDEKER, ZRP 2004, 160; SCHULZE-FIELITZ, JZ 2004, 862.

39 Für eine rühmliche Ausnahme mit Blick auf das schweizerische Recht BERNET/ZWAHLEN, Kosten/Nutzen-Analyse in der Finanzmarktregulierung, 2005; zuletzt auch KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, 2007; mit Blick auf das US-amerikanische Recht SHERWIN, 12 Stan. J.L. Bus. & Fin. 1 (2006); JACKSON, 24 Yale J. on Reg. 253 (2007).

40 Ausführlicher FLEISCHER, FS von Rosen, unter B I.

unternehmen selbst.⁴¹ Anschließend sind die *Regelungsziele* zu identifizieren. Ausweislich der Gesetzesbegründung geht es der Bundesregierung darum, „die Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren erschwert werden, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, zu beeinträchtigen.“⁴²

In einem nächsten Schritt ist nach *Regelungsalternativen* zu fragen. „To regulate or not to regulate“⁴³ – diese Hamlet-Frage der Finanzmarktregulierung⁴⁴ wird in der Regierungsbegründung kurzerhand abgetan: Alternativen zu dem Gesetzesentwurf gebe es keine.⁴⁵ Demgegenüber bittet der Bundesrat in seiner Stellungnahme, erneut zu prüfen, ob die angestrebten Gesetzesänderungen im Interesse des Finanzplatzes Deutschland tatsächlich erforderlich sind.⁴⁶

Das Kernstück einer Gesetzesfolgenabschätzung bildet schließlich die Erstellung einer *Kosten/Nutzen-Analyse*. Sie ist im In- und Ausland schon in verschiedensten Zusammenhängen verwendet worden⁴⁷, für die Aktien- und Kapitalmarktregulierung aber noch wenig aufbereitet.⁴⁸ Ihr liegt ein einfaches Saldoverfahren zugrunde, das die positiven und negativen Regulierungseffekte anhand monetärer Einheiten quantifiziert. Insoweit bleibt der Regierungsentwurf des Risikobegrenzungsgesetzes auf halbem Wege stehen: Wie es § 44 Abs. 5 der Gemeinsamen Geschäftsordnung der Bundesministerien (GGO) neuerdings vorschreibt, werden die Bürokratiekosten für die zusätzlichen gesetzlichen Informationspflichten nach dem Standardkosten-Modell er-

41 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 1.

42 Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 1.

43 Pointiert SCHUPPERT, Gute Gesetzgebung. Bausteine einer kritischen Gesetzgebungslehre, ZG Sonderheft 2003, S. 35: „To regulate or not to regulate – that is the question“, unter Hinweis auf einen Leitfaden des norwegischen Ministeriums für Verwaltungsangelegenheiten.

44 Ähnlich für das Risikobegrenzungsgesetz SPINDLER, WM 2007, 2357: „Der Gesetzesentwurf wirft eine Reihe von Fragen auf, zu denen auch die Kardinalfrage gehört, ob überhaupt eine Regulierung erforderlich ist.“

45 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 1.

46 Vgl. Stellungnahme des Bundesrats zum Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 1.

47 Bestandsaufnahme und Grundsatzkritik in den Einzelbeiträgen des Symposiums Cost-Benefit Analysis: Legal, Economic and Philosophical Perspectives, 29 J. Legal Stud. 877 – 1177 (2000); monographisch SUNSTEIN, The Cost-Benefit State: The Future of Regulatory Protection, 2002; ZERBE/BELLAS, A Primer for Benefit-Cost Analysis, 2007.

48 Gleicher Befund bei JACKSON, 24 Yale J. on Reg. 253, 257 (2007): „What is striking about the cost-benefit debate in the United States is how little of the attention has been devoted to financial regulation.“

mittelt⁴⁹ und auf jährlich 347.940 € veranschlagt.⁵⁰ Dies greift aus drei Gründen zu kurz: *Erstens* beschränkt sich die Folgenabschätzung gemäß § 2 Abs. 1 Satz 1 NKRGG nur auf gesetzliche Informationspflichten und lässt andere Verhaltensvorgaben beiseite. *Zweitens* bildet sie lediglich die Bürokratiekosten bei den informationspflichtigen Unternehmen ab und vernachlässigt die mikro- und makroökonomischen Opportunitätskosten⁵¹ der geplanten Neuregelung, etwa Funktionseinbußen des Marktes für Unternehmenskontrolle oder eine weniger intensive Managerüberwachung durch aktive Aktionäre.⁵² *Drittens* wird der erhoffte Regelungsnutzen nicht weiter spezifiziert.⁵³

b) Referenzmodell im britischen Finanzmarktrecht

Für die Zukunft empfiehlt es sich, am Beispiel des Vereinigten Königreichs Maß zu nehmen, das in der Kosten/Nutzen-Analyse kapitalmarktrechtlicher Vorschriften eine Vorreiterrolle in Europa einnimmt. Schon im Jahre 1994 richtete der damalige *Securities and Investment Board* (SIB) eine eigene CBA (= *Cost Benefit Analysis*)-Abteilung für Regulierungsvorhaben im Finanzbereich ein.⁵⁴ Heute finden sich die rechtlichen Grundlagen im *Financial Services and Markets Act* (FSMA) von 2000.⁵⁵ Nach sec. 155(2a) FSMA muss die *Financial Services Authority* (FSA) jedem neuen Regulierungsvorschlag eine Kosten/Nutzen-Analyse beifügen, von der es in sec. 155(10) FSMA heißt: „Cost benefit analysis means an estimate of the costs together with an analysis of the benefits that will arise if the proposed rules are made.“ Mit anderen Worten muss die FSA zumindest eine *quantitative* Kostenabschätzung und eine *qualitative* Nutzenanalyse vornehmen. Unterstützung erhalten die

49 Allgemein dazu Nationaler Normenkontrollrat, Leitfaden für die Ex-ante-Abschätzung der Bürokratiekosten nach dem Standardkosten-Modell, Mai 2007.

50 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 2.

51 Die Begrifflichkeit folgt BERNET, in: Bernet/Zwahlen, Kosten/Nutzen-Analyse in der Finanzmarktregulierung, 2005, S. 11; von „indirect costs“ sprechen ALFON/ANDREWS, Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation, FSA Occasional Papers Series, n° 3, September 1999, S. 18.

52 Näher dazu unten III.1. und 2.

53 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 2: „Diesen Mehrkosten stehen die positiven Auswirkungen des Gesetzes auf dem Kapitalmarkt gegenüber, die im Ergebnis allen Emittenten und Anlegern zugute kommen.“

54 Vgl. ALFON/ANDREWS, aaO (Fn. 51), S. 6: „At that stage the work was largely groundbreaking (...) For while there is a considerable body of CBA in many areas, it seems an extraordinary fact that CBA has, with a few honourable exceptions, been little used by financial regulators anywhere in the world.“

55 Für einen Überblick über die Kodifikation FLEISCHER, RIW 2001, 817.

FSA-Mitarbeiter dabei von dem *Economic and Financial Regulation Department*, das aus einem guten Dutzend spezialisierter Wirtschafts- und Regulierungsexperten besteht.

Auf das britische Referenzmodell beruft sich auch eine Expertenkommission zur Verbesserung des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts.⁵⁶ Sie empfiehlt der SEC, Richtlinien zur wirkungsvollen Kapitalmarktregulierung zu verabschieden, zu denen auch eine „carefully applied cost-benefit analysis of its proposed rules and regulations“⁵⁷ gehört. Wem dies zu angelsächsisch anmutet, dem seien die vom Eidgenössischen Finanzdepartement erlassenen Richtlinien für Finanzmarktregulierung zur Lektüre empfohlen, die auszugswise lauten: (1) Standortattraktivität des Finanzplatzes wahren, (2) Kosten und Nutzen für die Marktteilnehmer abwägen und differenziert regulieren, (3) gesamtwirtschaftliches Potential ausschöpfen, (4) Wettbewerbsneutralität in den Rahmenbedingungen anstreben, (5) Unsicherheiten, Risiken und unerwünschte Wirkungen erfassen, (6) Regulierungsbedarf für neue und bei bestehender Regulierung prüfen, (7) rechtlichen, ökonomischen und internationalen Handlungsspielraum sowie Regulierungsvarianten berücksichtigen.⁵⁸ Darüber hinaus sei daran erinnert, dass das deutsche Privatrecht ebenfalls über eine – freilich unterbrochene – Traditionslinie in der Gesetzesfolgenabschätzung verfügt: Führende Zivilrechtslehrer des frühen 20. Jahrhunderts – von *Anton Menger* über *Otto v. Gierke* und *Rudolf Stammler* bis hin zu *Ernst Zitelmann* – warben mit Verve für eine Folgenantizipation neuer Gesetzesvorschläge.⁵⁹

c) Vorzüge und Schwächen einer Kosten/Nutzen-Analyse

Zuzugeben ist freilich, dass es leichter fällt, die *Forderung* nach einer Kosten/Nutzen-Analyse in der Finanzmarktregulierung *aufzustellen*, als sie praktisch *einzulösen*. Stichwortartig lauten ihre Problemzonen⁶⁰: Monetarisierung von Kosten und Nutzen⁶¹, verzerrte Wahrnehmung zugunsten einer

56 Vgl. Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation, November 2006, S. 59 ff; gleichsinnig SHERWIN, 12 Stan. J. L. Bus. & Fin. 1, 53 ff (2006).

57 Interim Report, aaO (Fn. 56), S. 61.

58 Vgl. Eidgenössisches Finanzdepartement, Richtlinien für die Finanzmarktregulierung, September 2005, S. 5 ff.

59 Eingehend dazu EMMENEGGER, Gesetzgebungskunst. Gute Gesetzgebung als Gegenstand einer legislativen Methodenbewegung in der Rechtswissenschaft um 1900 – Zur Geschichte der Gesetzgebungslehre, 2006, S. 29 ff und passim.

60 Für eine ausführlichere Würdigung FLEISCHER, FS von Rosen, unter B III.

61 Vgl. JACKSON, 24 Yale J. on Reg. 253, 258 (2007): „[T]he undertaking is difficult, perhaps even intractable, particularly on the benefit side.“; ähnlich KILGUS, aaO

Regulierung bei einem Zusammenfallen von Regulierungs- und Evaluierungsfunktion in den Fachministerien⁶², Einwirkung von Interessengruppen auf die Wahrnehmung von Kosten und Nutzen⁶³, zeitliche Restriktionen⁶⁴. Fachleute der FSA vergleichen die Kosten/Nutzen-Analyse daher nicht zu Unrecht mit einem impressionistischen Gemälde – weniger detailliert als eine Fotografie, aber weit aussagekräftiger als ein abstraktes Bild.⁶⁵

Ungeachtet aller Schwächen weist die Kosten/Nutzen-Analyse eine Reihe von Vorzügen auf, die im Aktien- und Kapitalmarktrecht für eine deutlich verbesserte Regulierung sorgen könnten. Wiederum in Stichworten⁶⁶: Maßvollere Regulierung durch klare Verteilung der regulatorischen Begründungslast⁶⁷, heilsamer Zwang zur Selbstreflexion durch Auseinandersetzung mit denkbaren Regelungsalternativen⁶⁸, Herausarbeitung von Zielkonflikten und unbeabsichtigten Nebenwirkungen⁶⁹, Rationalisierung der Entscheidungsfindung⁷⁰, Verringerung des Informationsvorsprungs von Interessengruppen durch eine allgemein zugängliche Datenaufbereitung⁷¹ sowie größere

(Fn. 39), Rdn. 511; Fortschritte anmahndend ZWAHLEN, in: Bernet/Zwahlen, Kosten/Nutzen-Analyse in der Finanzmarktregulierung, 2005, S. 21, 40.

62 Näher zum so genannten „Planner’s Paradox“ MEISTER, in: Bernet/Zwahlen, Kosten/Nutzenanalyse in der Finanzmarktregulierung, 2005, S. 45, 58.

63 Vgl. GARY BECKER, 29 J. Legal Stud. 1149, 1152 (2000).

64 Vgl. DIEKMANN, NWVBl. 2002, 329, 331 f.

65 Vgl. ALFON/ANDREWS, aaO (Fn. 51), S. 25: „Thus, a successful CBA might be rather like an impressionistic painting – much less detailed than a photograph but much more recognisable than an abstract image would be.“

66 Ausführlicher FLEISCHER, FS von Rosen, unter B IV.

67 Vgl. aus britischer Sicht ABI, Cost-Benefit Analysis. Making a Reality of Better Regulation, May 2004, S. 2: „But the onus is on the FSA to demonstrate clearly why a rule change would yield net benefits, and to conduct evaluations of whether these benefits are realised in practice.“

68 Von einer „Scheinwerferfunktion“ im Rahmen des Rechtssetzungsprozesses spricht SCHUPPERT, aaO (Fn. 43), S. 34; ähnlich mit Blick auf das verbreitete Phänomen der „bounded search“ CHOI/PRITCHARD, 56 Stan L. Rev. 1, 21 (2003): „Bounded search [tends to] blind regulators to possible alternatives to regulation.“

69 Vgl. FLEISCHER, FS von Rosen, unter B IV 3.

70 Vgl. SUNSTEIN, 29 J. Legal Stud. 1059, 1060 (2000): „My basic suggestion is that cost-benefit analysis is best defended as a means of overcoming predictable problems in individual and social cognition. Most of these problems might be collected under the general heading of selective attention. Cost-benefit analysis should be understood as a method for putting ‚on screen‘ important social facts that might otherwise escape private and public attention.“

71 Vgl. ERIC POSNER, 68 U. Chi. L. Rev. 1137, 1174–1175 (2001); ferner RAMIREZ, 41 Wm. & Mary L. Rev. 503, 509 (2000) unter der Überschrift „Depoliticizing Financial Regulation“.

Bereitschaft zur Normbefolgung bei den Regelungsadressaten⁷². Jedenfalls bei größeren Gesetzesvorhaben sollten die Chancen einer Kosten/Nutzen-Analyse daher nicht ungenutzt bleiben.

III. Ausgewählte Regelungsfelder des Risikobegrenzungsgesetzes

Nach diesen grundsätzlichen Vorüberlegungen werden im Folgenden einige ausgewählte Regelungsfelder des Risikobegrenzungsgesetzes gewürdigt.

1. Abgestimmtes Verhalten von Investoren

Gemessen an den bisherigen Reaktionen hat die geplante Neuregelung des Acting in Concert die größte Aufregung hervorgerufen. Ausweislich der Regierungsbegründung soll sie zum einen die zahlreichen Auslegungs- und Nachweisprobleme in der Praxis beseitigen, zum anderen die restriktive Rechtsprechung des BGH in der Rechtssache WMF⁷³ überwinden.⁷⁴ Bei Lichte besehen können die Gesetzesvorschläge in wesentlichen Punkten nicht überzeugen.⁷⁵ Im Einzelnen:

a) Gleichlauf von § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG oder Relativität der Rechtsbegriffe?

Die Regierungsbegründung bekräftigt zunächst den hergebrachten Standpunkt, dass die Zurechnungsregeln in § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG zur Vermeidung von Irritationen am Kapitalmarkt in derselben Weise auszulegen seien.⁷⁶ In diesem Sinne hatten sich zuvor bereits die Gesetzes-

72 Vgl. GISIGER/WALLART, Die Volkswirtschaft 78 (2005) 24, 27; ferner ALFON, 5 Journal of Financial Regulation and Compliance 16, 19 (1997): „The improved understanding of regulatory decision making should lead firms to take a more favourable view of regulation and so enhance their compliance culture. [...] CBA can therefore contribute to the development of the spontaneous dimension of compliance by emphasising the role of the benefits of regulation.“

73 Vgl. BGHZ 169, 98.

74 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 11.

75 Kritisch auch DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2008, 60 f; DIEKMANN/MERKNER, NZG 2007, 921, 923; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2007/08, November 2007, Tz. 672 ff; TIMMANN/BIRKHOLZ, BB 2007, 2749, 2750 f; WILSING/GOSLAR, DB 2007, 2467 ff.

76 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 11 und 15.

materialien zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz von 2002⁷⁷ und zum Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz von 2007⁷⁸ geäußert. Ein Teil der Lehre pflichtet dem bei⁷⁹, doch ist die Schar der Kritiker in jüngster Zeit beträchtlich angewachsen.⁸⁰ In der Tat sprechen trotz des übereinstimmenden Gesetzeswortlauts und der Entstehungsgeschichte die besseren Gründe gegen einen Gleichlauf beider Vorschriften, der auch *de lege ferenda* nicht zu befürworten ist.⁸¹ *Erstens* sind einer solchen Parallelführung von vornherein gemeinschaftsrechtliche Grenzen gezogen, weil beide Vorschriften auf verschiedenen Richtlinien beruhen⁸²: § 22 WpHG setzt die Transparenzrichtlinie⁸³ um, § 30 WpÜG die Übernahmerichtlinie⁸⁴, so dass einer richtlinienkonformen Auslegung in jedem Fall Vorrang vor einer parallelen Interpretation der deutschen Zurechnungsregeln zukommt.⁸⁵ *Zweitens* vernachlässigt ein zwingender Gleichlauf die unterschiedlichen Regelungsziele beider Normen: § 22 Abs. 2 WpHG steht ganz im Dienste der kapitalmarktrechtlichen *Beteiligungstransparenz*, während § 30 Abs. 2 WpÜG als Bestandteil der Übernahme- und Pflichtangebotsregeln den *Minderheitenschutz* beim Kontrollwechsel befördert.⁸⁶ *Drittens* ergibt eine rechtsfolgenorientierte Interpretation, dass § 30 Abs. 2 WpÜG wegen seiner einschneidenden Rechtsfolgen

77 Vgl. Begr. RegE Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BT-Drucks. 14/7034, S. 53 und 70.

78 Vgl. Begr. RegE Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BT-Drucks. 16/2498, S. 29.

79 Vgl. DIEKMANN, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, 2006, S. 69, 74 f; DIEKMANN/MERKNER, NZG 2007, 921, 922; HOPT, ZHR 166 (2002) 1005, 1009; HÜFFER, Komm. z. AktG, 7. Aufl., 2006, Anh. § 22 AktG, § 22 WpHG Rdn. 1; LIEBSCHER, ZIP 2002, 1005, 1009; MÖLLER, AG 2002, 170, 174 ff; SCHOCKENHOFF/SCHUMANN, ZGR 2005, 568, 608 f; SCHÜPPEN/WALZ, Frankfurter Komm. z. WpÜG, 2. Aufl., 2005, § 30 Rdn. 71.

80 Vgl. OLG Stuttgart AG 2005, 125, 129; BORGES, ZIP 2007, 357, 361; v. BÜLOW, Kölner Komm. z. WpÜG, 2003, § 30 Rdn. 8; CASPER, ZIP 2003, 1469, 1473; DRINKUTH, ZIP 2008, 676, 678 f; EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2119 f; HIRTE, Kölner Komm. z. WpHG, 2006, § 22 Rdn. 13; MÜLBERT, Bankrechtstag 2006, S. 141, 150 ff; SCHNEIDER, WM 2006, 1321, 1322 f, 1325 f; SEIBT, ZIP 2004, 1829, 1830; wohl auch SPINDLER, WM 2007, 2357, 2358; und WILSING/GOSLAR, DB 2007, 2467, 2468.

81 Wie hier DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2008, 60; abw. WACKERBARTH, ZIP 2007, 2340, 2347.

82 Dazu auch OLG Stuttgart AG 2005, 125, 129.

83 Richtlinie 2004/109/EG vom 15. Dezember 2004, ABl. L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38.

84 Richtlinie 2004/25/EG vom 21. April 2004, ABl. L 142 vom 30. April 2004, S. 12.

85 Vgl. HIRTE, aaO (Fn. 80), § 22 WpHG Rdn. 13; SCHNEIDER, in: Assmann/Pöttsch/Schneider, Komm. z. WpÜG, 2006, § 30 Rdn. 8.

86 Vgl. HIRTE, aaO (Fn. 80), § 22 WpHG Rdn. 13; MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 150 f; SCHNEIDER, aaO (Fn. 85), § 30 Rdn. 8; SEIBT, ZIP 2004, 1829, 1831.

restriktiv auszulegen ist⁸⁷, während eine solche Auslegungsmaxime für § 22 Abs. 2 WpHG verfehlt wäre.⁸⁸ *Viertens* bleibt bei einem angestrebten Gleichlauf offen, ob sich die Auslegung des § 30 Abs. 2 WpÜG an § 22 Abs. 2 WpHG orientieren soll oder umgekehrt.⁸⁹ Den Vorzug verdient nach alledem eine *Relativität der Rechtsbegriffe*⁹⁰: Abgestimmtes Verhalten kann im jeweiligen Regelungszusammenhang Unterschiedliches bedeuten. Das ist rechtsästhetisch ein Makel, aber methodologisch zulässig⁹¹ und sachlich dringend geboten. Praktische Folgen zeitigt diese interpretatorische Neuerung etwa bei der Einordnung so genannter *standstill*-Abreden, die nicht unter § 30 Abs. 2 WpÜG⁹², wohl aber unter § 22 Abs. 2 WpHG fallen.⁹³

b) Abgestimmter Erwerb von Aktien des Emittenten

Eine erste Neuerung findet sich in § 30 Abs. 2 Satz 1 WpÜG-E: Durch den Zusatz „oder den Erwerb von deren Aktien“ soll fortan auch der Parallelkauf von Aktien in den Anwendungsbereich des Acting in Concert fallen, sofern die beteiligten Aktionäre hinsichtlich des Aktienerwerbs bewusst übereinstimmende Interessen wahrnehmen.⁹⁴ Gute Gründe sprechen dafür, dass dies im Rahmen einer richtlinienkonformen Auslegung schon bisher geboten war: Fingerzeige in diese Richtung bieten Art. 5 Abs. 1 i. V. m. Art. 2 Abs. 1 lit. d) der Übernahmerichtlinie und die entsprechende Regelung des britischen

87 Vgl. OLG Frankfurt NJW 2004, 2716, 2718; CASPER, ZIP 2003, 1469, 1473; HIRTE, aaO (Fn. 80), § 22 WpHG Rdn. 13; SEIBT, ZIP 2004, 1829, 1831; kritisch zu dieser Rechtsfigur WACKERBARTH, ZIP 2007, 2340, 2341, der aber nicht hinreichend berücksichtigt, dass eine Kreisbewegung des Denkens zwischen Tatbestand und Rechtsfolge im Zivilrecht einer vielgeübten Auslegungstradition entspricht.

88 Vgl. v. BÜLOW/BÜCKER, ZGR 2004, 669, 706 („möglichst umfassende Transparenz“); SCHNEIDER, in: Assmann/Schneider, Komm. z. WpHG, 4. Aufl., 2006, Vor § 21 Rdn. 23 („Grundsatz der größtmöglichen Transparenz“).

89 Dazu HAMANN, ZIP 2007, 1088, 1093, wonach sich der mit schwächeren Rechtsfolgen versehene § 22 WpHG an § 30 WpÜG orientieren soll.

90 Begriff: MÜLLER-ERZBACH, Jherings Jahrb. 61 (1913) 343: „Die Relativität der Begriffe und ihre Begrenzung durch den Zweck des Gesetzes“; dazu ENGISCH, Einführung in das juristische Denken, 10. Aufl., 2005, S. 95; eingehende rechtstheoretische Erörterung bei RYU/SILVING, ARSP 59 (1973) 57 ff.

91 Nicht überzeugend SCHÜPPEN/WALZ, aaO (Fn. 79), § 30 WpÜG Rdn. 71, die unter Berufung auf den historischen Willen des subjektiven Gesetzgebers sogar „jede weitergehende Diskussion ausschließen“ wollen.

92 Vgl. BGHZ 169, 98, 109 Tz. 26.

93 Wie hier EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2120; MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 152; SCHNEIDER, WM 2006, 1321, 1325 f; wohl auch SPINDLER, WM 2007, 2357, 2358.

94 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 11.

Rechts, die bei der gemeinschaftsweiten Einführung des Pflichtangebots Pate stand.⁹⁵ Jedenfalls liegt die vorgesehene Erweiterung in der internationalen Fließrichtung des Übernahmerechts: Sowohl *Rule 9.1* des *Takeover Code* im Vereinigten Königreich als auch Art. 27 BEHV-EBK in der Schweiz⁹⁶ und § 1 Nr. 6 ÜbG in Österreich⁹⁷ erfassen mit Selbstverständlichkeit den abgestimmten Parallelerwerb.

c) *Abgestimmtes Verhalten außerhalb der Hauptversammlung?*

Noch weitergehend soll das abgestimmte Verhalten in ausdrücklicher Abkehr von der bisherigen BGH-Judikatur⁹⁸ zukünftig nicht mehr auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung beschränkt sein.⁹⁹ Zu diesem Zweck formulieren §§ 22 Abs. 2 Satz 2 WpHG-E, 30 Abs. 2 Satz 2 WpÜG-E übereinstimmend: „Ein abgestimmtes Verhalten liegt vor, wenn der Meldepflichtige oder sein Tochterunternehmen und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen.“ Eine nähere Begründung für die Korrektur der höchstrichterlichen Rechtsprechung wird nicht geliefert. Ausschlaggebend ist wohl eine Konzession an die Lebenswirklichkeit, in der aktivistische Aktionäre an der Hauptversammlung vorbei Druck auf das Management ausüben.¹⁰⁰ Eine so motivierte Erweiterung des Acting in Concert sieht sich allerdings durchgreifenden Bedenken ausgesetzt:

Zunächst wäre es eine *Zweckentfremdung*, § 30 Abs. 2 WpÜG zu einer Vorfeldwaffe gegen unlauteres Aktionärsverhalten umzuschmieden.¹⁰¹ Vor schädlicher Einflussnahme außerhalb der Hauptversammlung schützen die §§ 117 Abs. 1 und 317 Abs. 1 und 3 AktG sowie die mitgliedschaftliche Treue-

95 Vgl. BERGER/FILGUT, AG 2004, 592, 600; BORGES, ZIP 2007, 357, 364; ENGERT, ZIP 2006, 2105, 2111; DERS., JZ 2007, 314, 315; HOPT/MÜLBERT/KUMPAN, AG 2005, 109, 111; MÜLBERT, NZG 2004, 633, 637; DERS., aaO (Fn. 80), S. 141, 159 f; NOBEL/DRENCKHAN, WM 2006, 1129, 1132; abw. DIEKMANN, aaO (Fn. 79), S. 69, 88; HABERSACK, Europäisches Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., 2006, § 10 Rdn. 18; NELLE, ZIP 2006, 2057, 2061; SCHOCKENHOFF/SCHUMANN, ZGR 2005, 568, 577 mit Fn. 33.

96 Vgl. NOBEL/DRENCKHAN, WM 2006, 1129, 1132.

97 Vgl. HUBER/ALSCHER, in: Huber, Komm. z. ÜbG, 2007, § 1 Rdn. 72: „Gegenstand des gemeinsamen Vorgehens kann der *Erwerb* stetig stimmberechtigter Aktien sein.“

98 Vgl. BGHZ 169, 98 Leitsatz a).

99 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 11.

100 Dazu ENGERT, JZ 2007, 314, 316; SCHNEIDER, ZGR 2007, 440, 451; WILSING/GOSLAR, DB 2007, 2467, 2468.

101 Sehr deutlich bereits Sachverständigenrat 2005/2006, aaO (Fn. 30), Tz. 709: „Ungeachtet dieser Schwierigkeiten ist davor zu warnen, diese Regelung [= Acting in Con-

pflicht.¹⁰² Außerdem wird jedem Vorstands- und Aufsichtsratsmitglied von Amts wegen abverlangt, sich rechtswidrigem Druck nach Kräften zu widersetzen.¹⁰³ Dafür stehen der Verwaltung gegenüber ihren Aktionären und der Wirtschaftsöffentlichkeit alle Möglichkeiten der *Investor Relations* zur Verfügung.¹⁰⁴ Diese Lektion haben viele Vorstände am (Negativ-)Beispiel Deutsche Börse¹⁰⁵ gelernt, wie die verbesserte Kommunikation zwischen Unternehmensleitung und Finanzinvestoren zeigt.¹⁰⁶ In krassen Fällen mag der anwaltliche Rat helfen, den *Martin Lipton* Managern in seinem berühmt gewordenen „Memorandum to Our Clients“ gibt: „Not allow the attackers to achieve the moral high ground by wrapping themselves in the cloak of good governance. Expose the attackers for what they are, self-seeking, short-term speculators looking for a quick profit at the expense of the company and its long-term value.“¹⁰⁷

Noch schwerer wiegt, dass eine nicht rechtssicher handhabbare Ausdehnung des Acting in Concert die *Kontrollmechanismen börsennotierter Gesellschaften* empfindlich beeinträchtigt und die starke Stellung des Vorstands noch weiter ausbaut¹⁰⁸: Aktionäre, die Gefahr laufen, dass gleichgerichtete Kritik

cert] als ‚Abschreckungsmaßnahme‘ zu verstehen und ihren Anwendungsbereich im Interesse eines Präventivschutzes vor ungewollten Spekulationsaktivitäten auszuweiten.“

102 Vgl. MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 157; THAETER/GUSKI, AG 2007, 301, 303 ff; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 152.

103 Vgl. BGHZ 169, 98, 106 Tz. 18; MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 157; THAETER/GUSKI, AG 2007, 301, 304.

104 Vgl. THAETER/GUSKI, AG 2007, 301, 302, 308; ausführlich FIESELER/MECKEL, FAZ vom 4. Februar 2008, S. 20, die eindringlich auf die Bedeutung der Dialogbereitschaft mit den Investoren hinweisen und abschließend resümieren: „Vom früheren Chef der Deutschen Börse ist aus dem Machtkampf mit TCI der Satz überliefert: ‚This is how we do business in Germany and if you don’t like it, you can sell your shares.‘ Diese Zeiten sind vorbei.“

105 Durchaus selbstkritisch in diesem Punkt SEIFERT/VOTH, aaO (Fn. 1), S. 258 f.

106 Dazu RUDOLPH, ifo Schnelldienst 21/2006, 13, 16; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 316; ferner SEIBERT, FS H.P. Westermann, 2008, S. 1505, 1516: „Wichtiger und effektiver als der Ruf nach dem Gesetzgeber zur Schaffung von Abwehrmaßnahmen und Abschottungshilfen gegen ‚böse‘ Aktionäre dürfte es sein, dass die Unternehmensführungen mit ihren Anlegern und Eigentümern den Dialog suchen. Das mag die entscheidende Lehre aus dem Fall Deutsche Börse AG und der gescheiterten Übernahme der LSE im Jahr 2004 sein.“

107 LIPTON, Be Prepared For Attacks By Hedge Funds, December 21, 2005, <http://www.realcorporatelawyer.com>.

108 Treffend Sachverständigenrat 2007/2008, aaO (Fn. 75), Tz. 673: „Wenn Änderungen im Verhältnis zwischen Leitungsgremien und Anteilseignern vorgenommen werden, sollten diese in Richtung einer Stärkung der Aktionäre gehen, deren Position in

gegenüber dem Management, der Informationsaustausch im Vorfeld einer Hauptversammlung oder die punktuelle Zusammenarbeit hinsichtlich eines Gegenantrags als abgestimmtes Verhalten eingeordnet werden, werden unter dem Damoklesschwert des Pflichtangebots keinen konstruktiven Dialog über Fragen der Unternehmenspolitik mehr führen.¹⁰⁹ Dies ist unter Corporate-Governance-Gesichtspunkten¹¹⁰ *höchst bedenklich*, mit den hinter § 127a AktG stehenden Grundwertungen¹¹¹ *kaum vereinbar* und rechtsökonomisch *inkonsistent*, weil man den Regulierungsbedarf gerade im Übernahmerecht damit begründet, dass sich die Aktionäre einer Publikumsgesellschaft mit breitem Streubesitz nur schwer verständigen können (Stichworte: „pressure to tender“, übernahmerechtliches Gefangenendilemma).¹¹² Zu denken geben sollte ferner, dass aktivistische Aktionäre selbst nach dem Urteil von *Werner Seifert*, dem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Deutsche Börse AG, „nicht immer Unrecht“¹¹³ haben und die spektakulären Fälle Deutsche Börse und ABN Amro womöglich schon den „Hochwasserstand“¹¹⁴ für aktivistische Hedgefonds markieren.

Nur als Vignette sei schließlich erwähnt, dass eine überschießende Acting-in-Concert-Regelung auch mit der gemeinschaftsrechtlichen Kapitalverkehrsfreiheit in Konflikt geraten kann¹¹⁵: Die mit der Neuregelung des Zurechnungstatbestandes verbundene Rechtsunsicherheit ist angesichts der einschneidenden Rechtsfolgen geeignet, ausländische Investoren vor Investitionen

Deutschland verglichen mit anderen Ländern ohnehin eher schwach ist. Eine weitere Einschränkung ihrer Einflussmöglichkeiten würde die ineffizient dominierende Position der Leitungsgremien noch weiter ausbauen.“; gleichsinnig MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 158.

109 Vgl. DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2008, 60, 61.

110 Vgl. MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 158 f; ferner Sachverständigenrat 2005/06, aaO (Fn. 30), Tz. 709: „Denn Regelungsziel des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes im Allgemeinen und der Regelungen zum Pflichtangebot im Besonderen ist in erster Linie der Schutz der Aktionäre im Zuge – und nicht grundsätzlich vor – einer Übernahme des Unternehmens durch einen kontrollierenden (...) Investor.“

111 Vgl. Begr. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092, S. 15 ff; SPINDLER, WM 2007, 2357, 2361 f; THAETER/GUSKI, AG 2007, 301, 307.

112 Dazu FLEISCHER/KALSS, Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, S. 37 f m. w. N.

113 SEIFERT/VOTH, aaO (Fn. 1), Vorwort zur Taschenbuchausgabe, IV: „Erstens haben aktivistische Minderheitsaktionäre nicht immer Unrecht. Es gibt tatsächlich viele Fälle wertvernichtender Übernahmen, die zu stoppen im Unternehmensinteresse ist.“

114 SEIFERT/VOTH, aaO (Fn. 1), Vorwort zur Taschenbuchausgabe, VII.

115 Dazu bereits MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 158; ferner EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2118 f; ausführlich nunmehr SCHMIDTBLEICHER, AG 2008, 73 ff.

in deutsche Aktiengesellschaften abzuhalten¹¹⁶, und entfaltet damit Beschränkungswirkung i. S. d. Art. 56 Abs. 1 EG.¹¹⁷ Zwar kann eine solche Beschränkung aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses gerechtfertigt sein, soweit sie nichtdiskriminierender Natur ist sowie geeignet und angemessen erscheint¹¹⁸, doch rächt es sich an dieser Stelle, dass die Regierungsbegründung des Risikobegrenzungsgesetzes von einer genauen Problemspezifikation abgesehen hat.¹¹⁹ Auch hier zeigt sich also – diesmal unter gemeinschaftsrechtlichen Vorzeichen – der Wert einer prospektiven Gesetzesfolgenabschätzung.¹²⁰

Im Ergebnis sollte das übernahmerechtliche Acting in Concert daher – abgesehen von dem Sonderfall des abgestimmten Parallelerwerbs – auch künftig auf die Stimmrechtsausübung in der Hauptversammlung beschränkt bleiben. Hilfsweise ist dem Gesetzgeber anzuraten, in einem neuen § 30 Abs. 3 WpÜG eine *Safe-harbor*-Regelung¹²¹ für jene Verhaltensabsprachen im Vorfeld einer Hauptversammlung einzuführen, die *in keinem Fall* ein Acting in Concert darstellen. Kapitalmarktrechtliche Vorbilder für diese Regelungstechnik finden sich in § 13 Abs. 2 WpHG und § 20a Abs. 3 WpHG. Ein solcher „sicherer Hafen“ fördert die Planungssicherheit, erleichtert die Orientierung der Normadressaten, reduziert die Rechtsberatungskosten und bewahrt gleichwohl ein Mindestmaß an Flexibilität.

d) *Schädliche versus unschädliche Absprachen*

Bei der Abgrenzung schädlicher von unschädlicher Stimmrechtskoordination sprechen überwiegende Gründe für die *Beibehaltung der Einzelfallaussnahme* in § 30 Abs. 2 Halbs. 2 WpÜG.¹²² Sie sollte – entgegen der in der WMF-Entscheidung aufscheinenden Tendenz¹²³ – aber nicht *formal*, sondern

116 Zu dieser Definition zuletzt EuGH NJW 2007, 3481, 3482 Tz. 19 – Kommission/Deutschland; EuGH ZIP 2008, 21, 23 Tz. 21 – Comune di Milano.

117 So auch EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2119; SCHMIDTBLEICHER, AG 2008, 73, 76 f.

118 Dazu zuletzt EuGH NJW 2007, 3481, 3485 Tz. 73 m. w. N.

119 Vgl. den Text zu Fn. 41 und 42; darauf hinweisend auch EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2119; SCHMIDTBLEICHER, AG 2008, 73, 77.

120 Dazu bereits oben II.3.c).

121 Näher zu dieser Regelungstechnik FLEISCHER, ZHR 168 (2004) 673, 700: „Darunter versteht man eine Spezifizierung von Tatbestandsvoraussetzungen, bei deren Erfüllung für den Normadressaten keine Rechtsnachteile auftreten.“

122 Ebenso DIEKMANN/MERKNER, NZG 2007, 921, 923.

123 Vgl. BGHZ 169, 98, 107 Tz. 21.

materiell verstanden werden¹²⁴: Es gibt eine Reihe von Beschlussgegenständen, z. B. die Zustimmung zu einem Beherrschungsvertrag oder die Änderung des Unternehmensgegenstandes, die zu einer tiefgreifenden Veränderung von Unternehmensstruktur oder Unternehmensstrategie führen können und den außenstehenden Aktionären deshalb unter Schutzzweckgesichtspunkten eine übernahmerechtliche Ausstiegsmöglichkeit eröffnen müssen.¹²⁵ Zur Entschärfung von Beweisproblemen könnten Gesetz- oder Ordnungsgeber *widerlegliche Vermutungen* einführen.¹²⁶ Ein rechtsvergleichendes Vorbild dafür findet sich in § 1 Nr. 6 Satz 2 Halbs. 2 öÜbG, wonach ein gemeinsames Vorgehen vermutet wird, wenn mehrere Rechtsträger eine Absprache über die Ausübung ihrer Stimmrechte bei der Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats getroffen haben. Eine Widerlegung der Vermutung ist denkbar, sofern keine Kontrolle über die Zielgesellschaft, sondern nur eine Minderheitsposition im Aufsichtsrat angestrebt wird.¹²⁷ Auch wenn eine Absprache auf die Bestellung der Mehrheit der Aufsichtsratsmitglieder gerichtet ist, muss sie nicht notwendig auf die Erlangung der Kontrolle gerichtet sein; ausweislich der Gesetzesmaterialien kann sie vielmehr auch vom Interesse einer bestmöglichen Besetzung des Organs durch unabhängige Fachleute getragen sein.¹²⁸

Der Regierungsentwurf wählt regelungstechnisch einen anderen Weg. Seiner Interpretationshilfe zufolge ist bei der Abstimmung über die Auswechslung mehrerer Aufsichtsratsmitglieder darauf abzustellen, ob mit dieser Maßnahme konkrete unternehmerische oder finanzwirtschaftliche Entscheidungen beabsichtigt werden. Je größer die Zahl der ausgewechselten Aufsichtsratsmitglieder, desto mehr spreche für die Annahme eines Acting in Concert.¹²⁹ Diese Lösung lehnt sich unverkennbar an das *board-control-seeking*-Konzept an¹³⁰, das – freilich noch feiner gesponnen – in *Note 2* zu *Rule 9.1* des *Takeover Code* seinen Niederschlag gefunden hat. Als eine Art

124 So zum geltenden Recht bereits BORGES, ZIP 2007, 357, 363; v. BÜLOW/BÜCKER, ZGR 2004, 669, 700; CASPER/BRACHT, NZG 2005, 839; DIEKMANN, DStR 2007, 445, 447; MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 158.

125 Wie hier DIEKMANN, aaO (Fn. 79), S. 69, 81 f; MÜLBERT, aaO (Fn. 80), S. 141, 58 f.

126 Vgl. SPINDLER, WM 2007, 2357, 2362, der von „widerlegbaren Regelbeispielen“ spricht.

127 Vgl. HUBER/ALSCHER, aaO (Fn. 97), § 1 öÜbG Rdn. 80.

128 Vgl. Erläuternde Bemerkungen Regierungsvorlage 1334, BlgNr 22. GP, 5; DIREGGER/KALSS/WINNER, Das österreichische Übernahmerecht, 2. Aufl., 2007, Rdn. 46; HUBER/ALSCHER, aaO (Fn. 97), § 1 öÜbG Rdn. 80.

129 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 12.

130 Ebenso der Hinweis bei SPINDLER, WM 2007, 2357, 2364.

komparativer Rechtssatz¹³¹ verfügt es über methodische Eleganz, gewichtet die beträchtlichen Nachweisprobleme beim Acting in Concert aber wohl zu gering.

2. Verschärfte Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen

Eine zweite Verschärfung des Risikobegrenzungsgesetzes betrifft die Mitteilungspflichten der Inhaber wesentlicher Beteiligungen: Wer die Schwelle von zehn Prozent der Stimmrechte aus Aktien oder eine höhere Schwelle erreicht oder überschreitet, muss dem Emittenten nach § 27 Abs. 2 Satz 1 WpHG-E auf dessen Verlangen die Herkunft der verwendeten Mittel und die mit dem Stimmrechtserwerb verfolgten Ziele angeben. Hinsichtlich der Ziele hat der Meldepflichtige gemäß § 27 Abs. 2 Satz 2 WpHG-E z. B. anzugeben, ob er innerhalb der nächsten zwölf Monate weitere Stimmrechte zu erwerben beabsichtigt (Nr. 2), die Erlangung der Kontrolle über den Emittenten (Nr. 3) oder eine Einflussnahme auf die Besetzung von Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorganen des Emittenten anstrebt (Nr. 4). Der Emittent hat die erhaltenen Informationen nach § 27 Abs. 2 Satz 6 WpHG-E zu veröffentlichen.

a) „Goldplating“ gemeinschaftsrechtlicher Vorgaben

Gemeinschaftsrechtlich ist die geplante Neuregelung unbedenklich: Zwar sieht Art. 9 der Transparenzrichtlinie (TranspRL)¹³² nur eine Mitteilungs- und keine Erläuterungspflicht vor, wenn ein Aktionär die Schwelle von 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % oder 75 % erreicht, über- oder unterschreitet, doch handelt es sich dabei um einen Mindeststandard.¹³³ Der deutsche Gesetzgeber kann daher strengere Publizitätsanforderungen aufstellen und hat dies durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) von 2007¹³⁴ auch getan, indem er in § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG eine zusätzliche Meldeschwelle von 3 % eingefügt hat, um ein „Anschleichen“ an hohe Beteiligungen zu erschweren.¹³⁵ Schon hiergegen regte sich freilich rechtspoliti-

131 Grundlegend zur Struktur komparativer Rechtssätze OTTE, Jb f Rechtssoziologie und Rechtstheorie II (1972), S. 301 ff im Anschluss an wissenschaftstheoretische Vorarbeiten von HEMPEL/OPPENHEIM, Der Typusbegriff im Lichte der neuen Logik, 1936, S. 21 ff und 44 ff.

132 AaO (Fn. 83).

133 Vgl. Art. 3 Abs. 1 Satz 2 TranspRL: „Der Herkunftsmitgliedstaat kann auch für Aktionäre (...) strengere Anforderungen als die in dieser Richtlinie festgelegten vorsehen.“

134 BGBl. I/2007, S. 10.

135 Vgl. Begr. RegE TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 28.

scher Widerstand des Bundesrats¹³⁶, der mit Blick auf die geplante Neuregelung in § 27 Abs. 2 WpHG-E bekräftigt worden ist.¹³⁷ Andere Stimmen weisen mit Recht darauf hin, dass eine abermalige Verschärfung der Publizitätspflichten der wiederholt erklärten Abneigung des Gesetzgebers gegen ein „goldplating“ gemeinschaftsrechtlicher Vorgaben¹³⁸ zuwider läuft.¹³⁹

b) Minderheitenschutz versus Markt für Unternehmenskontrolle

Rechtsökonomische Untersuchungen zur Beteiligungstransparenz sind trotz der reichhaltigen Literatur zur Kapitalmarktpublizität bis heute rar geblieben.¹⁴⁰ Im Lichte ihrer Erkenntnisse fällt eine Einschätzung der geplanten Neuregelung gespalten aus. *Einerseits* verbessern weitgehende Mitteilungspflichten die Informationseffizienz des Marktes¹⁴¹ und den Minderheitenschutz, weil sie es den identifizierten Inhabern wesentlicher Beteiligungen erschweren, sich Sondervorteile zuzuschancen¹⁴²: Sonnenlicht ist das beste Desinfektionsmittel (*Louis Brandeis*).¹⁴³ In Übereinstimmung hiermit bele-

136 Vgl. Stellungnahme des Bundesrates zum TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 1: „Die Schaffung einer zusätzlichen Meldeschwelle von 3 % ist abzulehnen.“

137 Vgl. Stellungnahme des Bundesrates zum Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 1 und 4 f.

138 Vgl. zum Bilanzzeit etwa Stellungnahme des Bundesrats zum TUG, BT-Drucks. 16/2917, S. 3: „Die Umsetzung des so genannten Bilanzzeit in das nationale Recht ist strikt an den Vorgaben der Transparenzrichtlinie (...) auszurichten, wobei nicht über die Richtlinienvorgaben hinauszugehen ist.“; insoweit zustimmend Gegenäußerung der Bundesregierung, BT-Drucks. 16/2917, S. 5.

139 Vgl. DIEKMANN/MERKNER, NZG 2007, 921, 924 mit Fn. 32; Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses zum RegE des Risikobegrenzungs-gesetzes, 18.1.2008, S. 4, die beide von einem „deutschen Sonderweg“ sprechen.

140 Ausführlich und abgewogen zuletzt aber FSA, Disclosure of Contracts for Difference, November 2007, Annex 2, Literature Review: Effects of Major Shareholding Disclosures; zu einseitig EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2119.

141 Dazu, dass sich die Information über bedeutende Beteiligungen auf die Börsenkurse auswirkt, MIKKELSON/RUBACK, Journal of Financial Economics 14 (1985) 523; aufschlussreich auch die australische Studie von BISHOP, Australian Journal of Management 16 (1991) 1: „Share price changes of approximately 10–13 % are found at the time of the announcements of substantial shareholdings. These price adjustments are interpreted as being consistent with the market reassessing the probability of an impending takeover offer rather than a reassessment of the underlying value of the target firm.“

142 Vgl. FSA, aaO (Fn. 140), Annex 2, S. 6: „If there is no disclosure on identity of the major shareholders, the large shareholder can not only trade on his insider information, but also gain private benefits of control through voting rights.“

143 Vgl. BRANDEIS, Other People's Money and How the Bankers Use it, 1914: „Sunlight is said to be the best of all disinfectants, electric light the most efficient policeman.“; hier

gen länderübergreifende Studien eine positive Korrelation zwischen hoher Beteiligungstransparenz und Kapitalmarktbreite und -tiefe.¹⁴⁴ Ganz in diesem Sinne rechtfertigt die Transparenzrichtlinie die Informationen über bedeutende Beteiligungen mit Erwägungen des Anlegerschutzes und der Markttransparenz.¹⁴⁵

Andererseits beeinträchtigen anspruchsvolle Meldepflichten den Markt für Unternehmenskontrolle: Findige Finanzinvestoren verlieren ihre Suchanreize nach unterbewerteten Unternehmen, wenn sie ihr mühsam erworbenes Wissen frühzeitig mit anderen teilen müssen.¹⁴⁶ Hierauf hat *Fischel* im juristischen Schrifttum schon früh hingewiesen¹⁴⁷, und *Grossman/Hart* haben dies aus ökonomischer Sicht in einem vielzitierten Beitrag zu Übernahmeangeboten weiter untermauert.¹⁴⁸ Außerdem heizt ein informationeller Vorfeldschutz den Widerstand gesellschaftsrechtlicher Bezugsgruppen an¹⁴⁹ und erschwert damit auch wertsteigernde Übernahmen¹⁵⁰: Zuviel Sonnenlicht kann Hautkrebs verursachen (*Louis Loss*).¹⁵¹ Nicht verschwiegen werden soll freilich, dass eine hohe Beteiligungstransparenz auch positive Teileffekte für den Unternehmenskontrollmarkt zeitigen kann: Ein Bieter, der *unbemerkt* eine vergleichsweise hohe Beteiligung an der Zielgesellschaft erworben hat, verfügt

zitiert in dem von *Urowsky* herausgegebenen und mit einer Einleitung versehenen Nachdruck aus dem Jahre 1995, S. 89.

144 Vgl. LA PORTA/LOPEZ-DE-SILANES/SHLEIFER, *Journal of Finance* 61 (2006) 1, 6, die in ihrer Studie die nähere Ausgestaltung der Beteiligungstransparenz als Variable ausdrücklich berücksichtigen.

145 Vgl. TranspRL, aaO (Fn. 83), Erwägungsgrund 2 unter Hinweis auf Erwägungsgrund 1; außerdem Erwägungsgrund 18: „Diese Informationen sollten die Anleger in die Lage versetzen, Aktienkäufe oder -verkäufe in voller Kenntnis der geänderten Stimmrechte zu tätigen; dies dürfte auch eine wirksame Kontrolle der Emittenten von Aktien ermöglichen und insgesamt die Markttransparenz großer Kapitalbewegungen erhöhen.“

146 Allgemein zu diesem Anreizargument FLEISCHER, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, 2001, S. 151 ff m. w. N.

147 Vgl. FISCHEL, 57 *Tex. L. Rev.* 1, 13f (1978): „The disclosure requirements of the Williams Act (...) dilute the value of the property right in privately produced information.“

148 Vgl. GROSSMAN/HART, *Bell Journal of Economics* 11 (1980), 42, 60.

149 Treffend THÜSING, ZIP 2008, 106 zu den Beteiligungsrechten von Wirtschaftsausschuss und Betriebsrat nach Art. 4 des RegE eines Risikobegrenzungsgesetzes: „Man baut einen Zaun um die Thora: Immer weitergehende Informationsrechte bereits im Vorfeld sollen sicherstellen, dass die entscheidende Information, sofern sie die Belegschaft unmittelbar berührt, auf jeden Fall ankommt.“

150 Vgl. GROSSMAN/HART, *Journal of Finance* 35 (1980), 323, 329 ff.

151 Vgl. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, 2d ed., 1988, S. 32: „The length and complexity of some SEC prospectuses make one wish that Brandeis had recognized that excessive sunlight can cause skin cancer.“

über einen beträchtlichen Startvorteil, der *Konkurrenzangebote* weniger wahrscheinlich werden lässt. Diesen empirisch belegten Effekt¹⁵² pflegt man als „toehold“-Argument zu bezeichnen.¹⁵³

Ein Gesetzgeber, der die kapitalmarktrechtliche Beteiligungstransparenz ausbauen möchte, sieht sich mithin einem *Zielkonflikt* gegenüber¹⁵⁴: Er muss entscheiden, ob er dem Minderheitenschutz oder dem Markt für Unternehmenskontrolle größeres Gewicht beimisst.¹⁵⁵ Feinjustierungen kann er gegebenenfalls durch die Länge der Mitteilungsfrist gegenüber dem Emittenten vornehmen. § 27 Abs. 2 Satz 1 WpHG-E verlangt eine Mitteilung innerhalb von 20 Handelstagen, die vom Emittenten nach § 27 Abs. 2 Satz 6 WpHG-E i. V. m. § 26 Abs. 1 Satz 1 WpHG spätestens drei Handelstage nach ihrem Zugang zu veröffentlichen ist.

c) Rechtsnormimport und komparative Kritik

Der Regierungsentwurf geht auf den geschilderten *trade off* nicht näher ein, sondern beruft sich zur Begründung der Neuregelung auf rechtsvergleichende Vorbilder in Frankreich¹⁵⁶ und den Vereinigten Staaten.¹⁵⁷ Daran ist richtig, dass sec. 13(d) des *Securities Exchange Act* in der durch den *Williams*

152 Vgl. FSA, aaO (Fn. 140), Annex 2, S. 5 unter Hinweis auf eine Studie von BETTON/ECKBO: „They find that the presence of a toehold increases the likelihood of having a single bidder, with bidders without a toehold being unlikely to revise their bid after an initial round.“

153 Vgl. BULOW/HUANG/KLEMPERER, *Journal of Political Economy* 107 (1999), 427 unter der Überschrift „Toeholds and Takeovers“.

154 Sehr klar dazu PAGANO/PANUNZI/ZINGALES, *Rivista delle Società* 1998, 152, 166: „Anche qui (...) esiste un TRADE-OFF tra protezione delle minoranze azionarie e mobilità del controllo. Imporre la comunicazione del possesso azionario già in corrispondenza di una bassa frazione del capitale ordinario da un lato assicura maggior trasparenza al mercato azionario, il che rafforza la tutela dei diritti degli azionisti non controllanti, ma dall' altro scoraggia la formazione di blocchi rilevanti di azioni ordinarie in mano a potenziali acquirenti del pacchetto di controllo, e quindi riduce la contendibilità del controllo.“

155 Ähnlich FERRARINI, *Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control*, 2000, <http://ssrn.com/abstract=265429>, S. 4: „Therefore, a policy maker has to fix the threshold for shareholdings and the delay for disclosure by balancing the need for transparency on the one hand and that for corporate control contestability on the other.“

156 Vgl. art. L. 233-7, VI, *Code de Commerce*; zu dieser im Jahre 1998 eingeführten Regelung („déclaration d'intention“) DE VAUPLANE/BORNET, *Droit des Marchés Financiers*, 3^e éd., 2001, Rdn. 780.

157 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 13.

Act von 1968 geänderten Fassung eine Art „early warning system“¹⁵⁸ enthält: Wer direkt oder indirekt mehr als 5 % der Anteile einer Gattung einer börsennotierten Gesellschaft erwirbt, hat dies bei der SEC anzuzeigen.¹⁵⁹ Nach *Schedule 13D Item 4* muss er dann seinen „purpose of transaction“ im Einzelnen offenlegen und erläutern.¹⁶⁰

Wiewohl *legal transplants* aus den Vereinigten Staaten im deutschen Aktien- und Kapitalmarktrecht gang und gäbe sind¹⁶¹, sprechen vorliegend überwiegende Gründe gegen einen Rechtsnormimport.¹⁶² Zunächst ist ein *vorgelagerter* Informationsschutz im US-amerikanischen System wichtiger als hierzulande, weil es dort kein *nachgelagertes* Pflichtangebot gibt.¹⁶³ Sodann gilt seit dem Jahre 1998 gemäß *Schedule 13G* eine *Befreiung* von der Pflicht zur Offenlegung eigener Absichten für so genannte passive Investoren (*passive ownership investor rule*), von der gerade Hedgefonds regen Gebrauch machen.¹⁶⁴ Überdies hat sich eine *kaum mehr überschaubare Kasuistik* zu der Frage entwickelt, wann genau vorläufige Ideen und Vorschläge zu veröffentlichungspflichtigen Plänen und Absichten gerinnen.¹⁶⁵ Dies ist auch hierzu-

158 COX/HILLMAN/LANGEVOORT, *Securities Regulation*, 2001, S. 1043; LI, 52 Bus. Law. 851, 856 (1997).

159 Vgl. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 5th ed. 2005, § 11.2, S. 395 ff; rechtsvergleichend MERKT/GÖTHEL, *US-amerikanisches Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl., 2006, Rdn. 1331 ff.

160 Näher dazu LI, 52 Bus. Law. 851, 860 ff (1997) mit eingehender Auswertung der Rechtsprechung; rechtsvergleichend MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 168 f.

161 Näher dazu FLEISCHER, NZG 2004, 1129 ff; allgemein zuletzt REHM, *RabelsZ* 72 (2008), 1 ff.

162 Fundamentalkritik auch bei DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2008, 60, 62; MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 169 ff; Detailkritik bei TIMMANN/BIRKHOLZ, BB 2007, 2749, 2752; WILSING/GOSLAR, DB 2007, 2467, 2469 f. Eine Investor-erklärung erwägend oder empfehlend aber KUMPAN, AG 2007, 461, 471; European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality, June 2007, S. 25; R. H. SCHMIDT/SPINDLER, aaO (Fn. 9), Teil E Rdn. 38 und 41.

163 Dazu auch KUMPAN, AG 2007, 461, 470.

164 Dazu BRIGGS, 32 J. Corp. L. 681, 690 (2007); HAZEN, aaO (Fn. 159), § 11.2[1], S. 396; rechtsvergleichend MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 168 f.

165 Vgl. LI, 52 Bus. Law. 851, 852 (1997): „A central issue in this area focuses on whether an insurgent’s preliminary ideas and desires have ripened into a disclosable Schedule 13D ‘purpose’ or ‘plans or proposals’ and how to interpret these plans or proposals.“; ähnlich BRIGGS, 32 J. Corp. L. 681, 689 (2007): „Again, the real-world problem most frequently encountered is determining when brainstorm, mere suggestions, and other preliminary ideas ripen into disclosable plans or proposals. The cases here, too, are legion.“

lande kaum vermeidbar¹⁶⁶ und bringt den Meldepflichtigen in ein Dilemma: „It would be as serious an infringement of [the] regulation to overstate the definiteness of the plans as to understate them.“¹⁶⁷ Hinzu kommen Abstimmungsprobleme zwischen § 27 Abs. 2 WpHG-E und der übernahmerechtlichen Ad-hoc-Publizität nach § 10 WpÜG.¹⁶⁸ Außerdem könnten Absichtsbekundungen bekannter Hedgefonds durch Nachahmungsaktivitäten ein *vermehrtes Herdenverhalten* auslösen. In einer Systemkrise drohen dann Marktstörungen, weil viele Marktteilnehmer ähnlich positioniert sind (so genannte *crowded trades*) und es für eine bestimmte Anlage nur Käufer oder Verkäufer gibt (so genannte *one way markets*). Nicht auszuschließen ist nach den US-amerikanischen Erfahrungen ferner, dass der neue § 27 Abs. 2 WpHG-E von Vorstandsmitgliedern der Zielgesellschaft als willkommenes Verteidigungsmittel gegen feindliche Bieter instrumentalisiert wird.¹⁶⁹

d) Redundante Berichtselemente und sanktionslose Rechtsnormen

Weitere Bedenken betreffen den *Informationswert* von Absichtsbekundungen. Die von § 27 Abs. 2 WpHG-E geforderten Zielangaben sind jedenfalls teilweise *redundant*, weil der Markt nicht selten von der Identität eines Großaktionärs auf dessen Absichten schließen kann.¹⁷⁰ Darüber hinaus zeigen die US-amerikanischen Erfahrungen, dass die tatsächlich abgegebenen Erklärungen oft *wenig gehaltvoll* sind: Sie präsentieren sich entweder als weitschweifige Auflistung aller nur denkbaren Möglichkeiten, „possibility bombarding“¹⁷¹ genannt, oder aber als kryptische Auskünfte, wie z. B. „for investment pur-

166 Vgl. bereits DAV Handelsrechtsausschuss, NZG 2008, 60, 61: „Häufig wird es im Zeitpunkt des Beteiligungserwerbs nur eine generelle Zielsetzung, aber noch keine Detailvorstellungen zu den genannten Punkten geben (...) Entsprechende Abgrenzungsschwierigkeiten für eine hinreichende Verdichtung der subjektiven Vorstellung sind deshalb unvermeidlich.“

167 *Electronic Specialty Co. v. International Control Corp.*, 409 F.2d 937, 948 (2d Cir. 1969), *per Judge Friendly*.

168 Dazu auch DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2008, 60, 62; WILSING/GOSLAR, DB 2007, 2467, 2470.

169 Zu den amerikanischen Erfahrungen MACEY/NETTER, 65 Wash. U.L.Q. 131, 150 (1987) unter der Zwischenüberschrift „Item 4 as a Defensive Device“; ähnlich LI, 52 Bus. L. 851, 861 (1997): „Incumbent management of a target company (...) use[s] Schedule 13D as a litigation-based delay tactic to extract information.“

170 Vgl. MACEY/NETTER, 65 Wash. U.L.Q. 131, 147 ff (1987); für eine empirische Studie HOLDERNESS/SHEEHAN, *Journal of Financial Economics* 14 (1985) 555.

171 BRIGGS, 50 Bus. Law. 99, 124 (1994).

poses¹⁷². Für das deutsche Recht dürfte Ähnliches zu erwarten sein¹⁷³, zumal die Kapitalmarktinformativhaftung hier kaum verhaltenssteuernd zu wirken vermag: Denkbare Schadensersatzansprüche aus § 826 BGB sind wegen des Vorsatzerfordernisses kaum durchsetzbar.¹⁷⁴ Im Übrigen kann die Verlautbarung von Zerschlagungsplänen sogar *kontraproduktiv* wirken: Aktionäre, welche die Gefahr einer Ausplünderung erkennen, werden ihre Anteile unverzüglich verkaufen, und der dadurch ausgelöste Kursverfall ermöglicht es dem „Plünderer“ unter Umständen, die Kontrolle über die Gesellschaft noch billiger zu erwerben.¹⁷⁵

Auf der Rechtsfolgende verlässt den Reformgesetzgeber schließlich der Regelungsmut: Verstöße gegen die Meldepflicht des § 27 Abs. 2 WpHG-E sollen weder durch einen Rechtsverlust nach § 28 WpHG noch durch ein Bußgeld sanktioniert werden.¹⁷⁶ Solche sanktionslosen Rechtsnormen nennt man mit einem auf *Ulpian* zurückgehenden Begriff *leges imperfectae*.¹⁷⁷ Sie sind nicht geeignet, der Neuregelung in der Wahrnehmung des Kapitalmarkts ein angemessenes Gewicht zu verleihen¹⁷⁸, und entlarven sie als das, was sie ist: ein Akt der *Symbolgesetzgebung*.¹⁷⁹

172 LI, 52 Bus. L. 851, 862 (1997) m. w. N.

173 So auch WILSING/GOSLAR, DB 2007, 2467, 2470: „Investoren werden (...) vermutlich versuchen, ihren Angabepflichten weitgehend durch inhaltsleere Floskeln zu entsprechen.“; ferner MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 171.

174 Wie hier MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 170; ferner DIEKMANN/MERKNER, NZG 2007, 921, 925; und Stellungnahme des Bundesrates zum Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 5, wonach das Verschweigen einer Erwerbsabsicht nur in Ausnahmefällen feststellbar sein wird. Anderwärts zu vertiefen ist, ob § 27 Abs. 2 WpHG-E ein Schutzgesetz i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB darstellt; verneinend DIEKMANN/MERKNER, NZG 2007, 921, 925 mit Fn. 98; unentschieden MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 170.

175 Vgl. MACEY/NETTER, 65 Wash. U.L.Q. 131, 143 (1987).

176 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 14.

177 Näher RÖHL, aaO (Fn. 31), S. 191.

178 Treffend DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2008, 60, 62; kritisch auch Stellungnahme des Bundesrates zum Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 5; TIMMANN/BIRKHOLZ, BB 2007, 2749, 2752; abw. European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality, June 2007, S. 25: „Some explanations will be unacceptable in market and even legal terms.“

179 Wie hier MÖLLERS/HOLZNER, NZG 2008, 166, 170; allgemein zur Symbolgesetzgebung im Kapitalmarktrecht FLEISCHER, FS Priester, S. 75, 88 f.

3. Risiken für die Stabilität des Finanzsystems

a) Risikoeinschätzung

Schließlich geht der Gesetzesentwurf auf die gesamtwirtschaftlichen Risiken durch Finanzinvestoren ein: Der Ausfall eines hochgradig fremdfinanzierten Hedgefonds könne auf dessen Kreditgeber durchschlagen und sich zu einer Krise des gesamten Finanzsystems ausweiten.¹⁸⁰ Solche systemischen Risiken können auf gedrängtem Raum nicht mit der gebotenen Gründlichkeit gewürdigt werden.¹⁸¹ Vier knappe Bemerkungen müssen genügen: *Erstens* fehlt den in Deutschland zugelassenen Hedgefonds das Potential für systemgefährdende Störungen.¹⁸² Den neuesten Zahlen zufolge hat die BaFin bisher 25 Single-Hedgefonds und 12 Dach-Hedgefonds genehmigt¹⁸³, die insgesamt ein Vermögen von etwa 2,6 Mrd. \$ verwalten. *Zweitens* taugt die eingangs erwähnte LTCM-Krise nur bedingt als Beleg für die Regulierungsbedürftigkeit von Hedgefonds *sub specie* systemischer Risiken. So resümiert die OECD in ihrer Untersuchung zur LTCM-Krise, dass „in the final analysis (...) the system actually ended up functioning reasonably well“¹⁸⁴, und die FSA kommt in einem Diskussionspapier aus dem Frühling 2005 zu dem Ergebnis, dass die Wahrscheinlichkeit einer ähnlichen Krise seit 1998 rapide gesunken sei.¹⁸⁵ *Drittens* bildet der Zusammenbruch einzelner Anlagevehikel für sich genommen keine genügende Eingriffsrechtfertigung. Misserfolge einzelner Marktteilnehmer, etwa bei *Amaranth Advisors* im September 2006 durch fehlgeschlagene Spekulationen auf dem Erdgasmarkt oder bei zwei *Bear-Stearns*-Hedgefonds im Juni 2007 durch fehlgeschlagene Wetten auf mit Forderungen aus Hypothekendarlehen abgesicherte Wertpapiere¹⁸⁶, bilden ein Wesensmerkmal dynamischer Marktprozesse. *Viertens* sind Hedgefonds

180 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungs-gesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 9.

181 Ausführliche Bestandsaufnahmen bei Eidgenössische Bankenkommission, Hedgefonds. Marktentwicklung, Risiken und Regulierung, September 2007, S. 34 ff; FERGUSON/LASTER, in: Banque de France, Financial Stability Review, April 2007, Special Issue: Hedge Funds, S. 45 ff; SCHMIES, aaO (Fn. 12) unter A II 5; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 82 ff.

182 So auch SCHMIES, aaO (Fn. 12), A II 6.

183 Vgl. BaFin, Liste der genehmigten inländischen Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken, Stand: 1. Januar 2008.

184 BLOMMESTEIN/LUMPKIN, Hedge Funds, Highly Leveraged Investment Strategies and Financial Markets, OECD Financial Market Trends, No. 73, 1999, S. 27, 45.

185 Vgl. FSA, Hedge Funds: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement, Discussion Paper 05/4, 2005, S. 20.

186 Eingehend zu beiden Fällen Eidgenössische Bankenkommission, aaO (Fn. 181), S. 38 ff.

in der aktuellen *Subprime*-Krise die „falschen Verdächtigen“, wie der Sachverständigenrat in seinem jüngsten Jahresgutachten plastisch formuliert.¹⁸⁷ Dies schließt Nachwehen bei hoch verschuldeten Hedgefonds durch Forderungen der Banken nach der Erbringung zusätzlicher Sicherheitsleistungen (*margin calls*) nicht aus.¹⁸⁸

b) Direkte versus indirekte Regulierung

Trotz dieser beschwichtigenden Risikoeinschätzung bleiben Hedgefonds international ein Gefahrenherd. Zu seiner Eindämmung haben zahlreiche Gremien und Branchenverbände im In- und Ausland Regulierungsvorschläge unterbreitet.¹⁸⁹ Konzeptionell pflegt man direkte und indirekte Kontrollansätze zu unterscheiden.¹⁹⁰ Eine *direkte Regulierung* der Fondsgesellschaften oder ihrer Manager ist wegen zu erwartender Ausweichbewegungen auf Offshore-Standorte¹⁹¹ wenig aussichtsreich. In Betracht kommt daher nur eine *indirekte Regulierung*, die bei den Gegenparteien der Hedgefonds, den so genannten Primebrokern, ansetzt. Diese halten Kreditlinien für die Hedgefonds bereit, wickeln ihre Handelstransaktionen ab und sind zudem als wichtige Investoren am Risiko beteiligt.¹⁹² Das Investmentänderungsgesetz vom Dezember 2007¹⁹³ erkennt ihre Rolle nunmehr ausdrücklich an¹⁹⁴ und regelt ihre Rechtsstellung in § 112 Abs. 3 und 4 InvG umfassender als bisher. Ziel einer indirekten Regulierung muss es sein, die Primebroker zu risikoangepassten Kreditvergaben zu veranlassen und auf ein angemessenes Risikomanagement bei

187 Vgl. Sachverständigenrat, aaO (Fn. 75), Überschrift vor Tz. 180.

188 Vgl. FAZ vom 8. März 2008, S. 23: „Hedge-Fonds geraten in den Strudel der Finanzkrise“.

189 Vgl. etwa Financial Stability Forum, Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions, May 2007; IOSCO Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios, March 2007; US President's Working Group Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital, 2007.

190 Vgl. COLE/FELDBERG/LYNCH, in: Banque de France, Financial Stability Review, April 2007, S. 7, 11 f; Eidgenössische Bankenkommission, aaO (Fn. 181), S. 47 f; Sachverständigenkommission 2005/2006, aaO (Fn. 30), Tz. 713; Sachverständigenkommission 2007/2008, aaO (Fn. 75), Tz. 239; SPINDLER/BEDNARZ, WM 2006, 601, 604; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 294 ff.

191 Umfassend zur Dynamik des Standortwettbewerbs und zu den rechtlichen Rahmenbedingungen der beliebtesten Hedgefonds-Standorte MAJČEN, Die globalen Hedgefonds-Domizile im Wettbewerb, 2007, S. 11 ff und passim.

192 Näher HERRING/CRISTEA, ZIP 2004, 1627 ff; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 70 f.

193 BGBl. I/2007, S. 3089.

194 Vgl. Begr. RegE Investmentänderungsgesetz, BT-Drucks. 16/5576, S. 224.

ihnen hinzuwirken. Die Schweizer Nationalbank hat hierzu ein Konzept vorgeschlagen, bei dem die Primebroker selbst gewisse *Best-Practice*-Standards ausarbeiten, deren Einhaltung dann von den Aufsichtsbehörden überwacht werden soll.¹⁹⁵ Auf diese Weise sollen die Primebroker in die Lage versetzt werden, sich ein genaues Bild über die Risikolage ihrer größten Kunden zu machen. Außerdem sollen sie die Entwicklung der von Hedgefonds hinterlegten Sicherheiten genau verfolgen und Stresstests zur Schätzung der zukünftigen offenen Positionen durchführen. Alternativ kommt eine Selbstregulierung der Hedgefonds-Branche durch einen *Code of Conduct* in Betracht, wie ihn eine Gruppe führender Hedgefonds-Manager kürzlich vorgestellt hat.¹⁹⁶

Diskutiert wird außerdem die Einrichtung eines internationalen Kreditregisters für Hedgefonds¹⁹⁷, die jedoch praktisch und politisch kaum durchsetzbar sein dürfte.¹⁹⁸ Gleiches gilt für den Vorschlag, bankaufsichtsrechtliche Vorgaben hinsichtlich der Eigenmittelunterlegung oder Besicherungsanforderungen für Kredite an Hedgefonds einzuführen.¹⁹⁹ Insoweit bestünde in Deutschland ohnehin kein akuter Handlungsbedarf²⁰⁰, weil das Primebroker-Geschäft gegenwärtig fest in der Hand dreier US-amerikanischer Investmentbanken ist.²⁰¹ Unabhängig davon wären nationale Alleingänge bei der Re-

195 Vgl. HILDEBRAND, in: Banque de France, Financial Stability Review, April 2007, S. 67 ff; zustimmend Eidgenössische Bankenkommission, aaO (Fn. 181), S. 48 f; referierend Sachverständigenrat, aaO (Fn. 75), Tz. 240.

196 Vgl. Hedge Fund Working Group, Hedge Fund Standards: Approach to best practice in context (Part 1), The best practice standards (Part 2), October 2007.

197 Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht März 1999, S. 31, 44; Financial Stability Forum, Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions, April 2000, S. 33 f.

198 Gleiche Einschätzung bei Sachverständigenrat, aaO (Fn. 75), Tz. 236; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 305 f.

199 Vgl. VOTH, Transparenz und Fairness auf einem Einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt, 2007.

200 So auch AXEL WEBER, in: Banque de France, Financial Stability Review, April 2007, S. 161, 165: „In Germany, bank lending to hedge funds – like direct trading with hedge funds – is confined to a relatively small number of internationally active institutions. According to market information, the transactions are, moreover, conducted solely on a collateralised basis (...) The risk to the German banking system, at least from its direct business relationships with hedge funds, would therefore appear to be relatively limited.“

201 Näher GARBARAVICIUS/DIERICK, Hedge funds and their implications for financial stability, European Central Bank, Occasional Paper No. 34, August 2005, S. 29, wonach Morgan Stanley, Goldman Sachs und Bear Stearns weltweit einen Marktanteil von über 50 % auf sich vereinen.

gulierung von Hedgefonds nicht erfolgversprechend.²⁰² Das gilt auch für ausschließlich innerhalb der Europäischen Union abgestimmte Regulierungsmaßnahmen.²⁰³ Folgerichtig belässt es der Regierungsentwurf des Risikobegrenzungsgesetzes in kluger Selbstbeschränkung dabei, BaFin und Bundesbank zu einer noch intensiveren Beobachtung der von Hedgefonds ausgehenden systemischen Risiken anzuhalten.²⁰⁴

IV. Nicht ausdrücklich geregelte Problembereiche

In einer letzten Abteilung werden Problemfelder vorgestellt, die das Risikobegrenzungsgesetz ausgespart hat.

1. Interessenkonflikte

Obenan stehen Interessenkonflikte zwischen aktivistischen Hedgefonds und anderen Aktionären.

a) Kurzfristig versus langfristig orientierte Anleger

Wie eingangs erwähnt, haben Hedgefonds in der Regel einen kurzen Anlagehorizont.²⁰⁵ Hieraus erwächst nach verbreiteter Einschätzung ein beträchtliches Konfliktpotential, wenn und weil andere Aktionäre Geschäftsentscheidungen aus einer längerfristigen Perspektive beurteilen. Ob diese antithetische Zuspitzung das Richtige trifft, ist allerdings nicht zweifelsfrei: Auf effizienten Kapitalmärkten wird sich eine Unternehmensstrategie, die *kurzfristig* Verluste, aber *langfristig* hohe Gewinne verspricht, bereits im *heutigen* Aktienkurs niederschlagen.²⁰⁶ Anders wäre es nur dann, wenn die Kapitalmärkte unter Kurzsichtigkeit leiden, also langfristige Unternehmenserträge im Ver-

202 Vgl. LEHMANN, ZIP 2007, 1889 zur Regulierung und Überwachung von Hedgefonds als internationalem Zuständigkeitsproblem.

203 Vgl. Sachverständigenrat, aaO (Fn. 75), Tz. 194.

204 Vgl. Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 8 f.

205 Pointiert KAHAN/ROCK, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1083 (2007): „Hedge funds come close to being the archetypal short-term investor.“

206 Vgl. Eidgenössische Bankenkommission, aaO (Fn. 181), S. 45; KAHAN/ROCK, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1084 (2007); Sachverständigenrat, aaO (Fn. 30), Tz. 700; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 141; grundsätzlich auch FORSTMOSER, in: Zäch u. a., Individuum und Verband, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 2006, 2006, S. 55, 62.

hältnis zu kurzfristigen unterbewerten.²⁰⁷ Theoretische Modellierungen hierzu liegen vor²⁰⁸; empirische Belege sind aber bislang vereinzelt geblieben.²⁰⁹ Gehen die Auffassungen von Finanzinvestoren und Management über die Wahrscheinlichkeit höherer zukünftiger Gewinne auseinander, obliegt es zuvörderst dem Management, die Aktionäre von seiner langfristig profitablen Strategie zu überzeugen.²¹⁰ Selbst wenn der Vorwurf des „short termism“ mitunter berechtigt ist, bleibt zu bedenken, dass er manchen Managern als willkommene Schutzbehauptung dient.²¹¹ Bissig bemerkt die *Financial Times*, die Unterscheidung zwischen kurz- und langfristig sei häufig ein „cover-up for poor performance from managers who have failed to deliver results short term and long term“²¹².

b) Entkoppelung von Stimmrechtsmacht und wirtschaftlicher Betroffenheit

Nicht minder wichtig ist ein anderes Phänomen, das sich als unwillkommene Begleiterscheinung grundsätzlich begrüßenswerter Finanzinnovationen erweisen könnte. Hedgefonds können heute mit Hilfe der modernen Finanzalchemie – durch Differenzkontrakte, Verkaufsoptionen oder andere Derivate – das mit einer Aktionärsbeteiligung an sich verbundene wirtschaftliche Risiko von ihren mitgliedschaftlichen Verwaltungsrechten ablösen: Sie verfügen dann *rechtlich* weiterhin über ihr Stimmrecht, ohne *wirtschaftlich* am Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens beteiligt zu sein. Für solche Entkoppelungsfälle hat sich der Begriff *empty voting* eingebürgert.²¹³ Ähnliche Effekte ergeben sich, wenn Hedgefonds im Vorfeld einer geplanten Übernahme Beteiligungen an Bieter *und* Zielgesellschaft aufbauen. Das Paradebeispiel aus den

207 Zu dieser Möglichkeit FORSTMOSER, aaO (Fn. 206), S. 55, 62 mit Fn. 15; KAHAN/ROCK, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1084 (2007); THAETER/GUSKI, AG 2007, 301, 304; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 141; ferner ANABTAWI, 53 UCLA L. Rev. 561, 579 (2006) unter der Zwischenüberschrift „Short-term Versus Long-Term Shareholders“.

208 Vgl. SHLEIFER/VISHNY, American Economic Review 80 (1990), 148; STEIN, Quarterly Journal of Economics 104 (1989), 655; STEIN, Journal of Political Economy 96 (1988), 61.

209 Zusammenfassend KAHAN/ROCK, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1085 (2007): „But the empirical evidence on the extent and magnitude of myopia is sketchy at best.“

210 Vgl. Sachverständigenrat, aaO (Fn. 30), Tz. 701.

211 Vgl. ROE, Strong Managers, Weak Owners – The Political Roots of American Corporate Finance, 1994, S. 242 f; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 142.

212 ROSENSTEIN, Activism is Good for All Shareholders, Financial Times, March 10, 2006, S. 17.

213 Grundlegend HU/BLACK, 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006); DIES., 61 Bus. Law. 1001 (2006); DIES., Journal of Corporate Finance 13 (2007), 343; vertiefend zuletzt DIES., 156 U. Pa. L. Rev. 625 (2008).

Vereinigten Staaten bildet der *Mylan/King Merger*²¹⁴; in Deutschland dient der Fall Deutsche Börse AG als Demonstrationsobjekt, in dem der Hedgefonds TCI sowohl an dieser als auch an der London Stock Exchange beteiligt war.²¹⁵ Ein solcher Doppelbändermann wird durch sein Verhalten nicht den Börsenwert *einer* Gesellschaft, sondern den *Gesamtwert* beider Beteiligungen maximieren wollen.²¹⁶

Dass sich hieraus gewaltige Herausforderungen für die Corporate Governance ergeben, liegt auf der Hand. Weniger klar ist, wie eine regulatorische Antwort aussehen könnte. Erste Stellungnahmen im US-amerikanischen Schrifttum ziehen Parallelen zum so genannten *vote buying* im Gesellschaftsrecht.²¹⁷ Ein deutscher Jurist denkt unwillkürlich an das auch im Aktienrecht geltende Abspaltungsverbot aus § 717 Satz 1 BGB²¹⁸, das man mit der Richtigkeitsgewähr der verbandlichen Willensbildung zu begründen pflegt.²¹⁹ Allerdings passt diese Rechtsfigur nur von ihrer *ratio*, nicht von ihren Voraussetzungen: Eine Übertragung des Stimmrechts auf gesellschaftsfremde Dritte oder eine Aufspaltung von Mitgliedschaftsrechten auf verschiedene Personen erfolgen beim *empty voting* gerade nicht. Näher liegt der Gedanke, verbandsfremde Sonderinteressen durch ein Stimmverbot zu neutralisieren.²²⁰ Ein ausdrücklich geregelter Anwendungsfall des § 136 Abs. 1 AktG liegt indes nicht vor, und eine Erweiterung der Vorschrift auf andere Interessenkollisionen im Wege der Rechtsanalogie wird ganz überwiegend abgelehnt.²²¹ Damit verbleibt aus dem reichhaltigen Figurenschatz des Gesellschaftsrechts nur die mitgliedschaftliche Treuepflicht, die sich als Teil der ungeschriebenen Legal-

214 Vgl. *High River Ltd. P'ship v. Mylan Labs., Inc.*, 383 F.Supp 2d 660 (M.D. Pa. 2005); dazu BRATTON, 95 Geo. L. Rev. 1395, 1397 ff (2007); HU/BLACK, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 875 ff (2006); MARTIN/PARTNOY, 2005 U. Ill. L. Rev. 775 (2005); RIBSTEIN/KOBAYASHI, 40 U.C. Davis L. Rev. 21, 38 ff (2006).

215 Dazu ENGERT, ZIP 2006, 2105, 2107 f; LEYENS, JZ 2007, 1061, 1070; zu schweizerischen Fällen und der Reaktion des Gesetzgebers im Offenlegungsrecht VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, SZW 2008, 1, 2 ff.

216 Allgemein dazu bereits EASTERBROOK/FISCHEL, 91 Yale L.J. 698, 713 (1982): „An investor holding a diversified portfolio with stock in both corporations is concerned with the total gain from the transaction, not with how the gain is allocated.“

217 Vgl. KATZ, 28 Cardozo L. Rev. 1483, 1487, 1509 ff (2006); MARTIN/PARTNOY, 2005 U. Ill. Rev. 775, 776 ff; HU/BLACK, 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006), die schon im Aufsatztitel vom „New Vote Buying“ sprechen.

218 Dazu BGH NJW 1987, 780; HÜFFER, aaO (Fn. 79), § 8 AktG Rdn. 22.

219 Vgl. REICHERT/HARBARTH, AG 2001, 447, 448; K. SCHMIDT, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., 2002, S. 560 f; WIEDEMANN, Gesellschaftsrecht, Bd. II, Recht der Personengesellschaften, 2004, S. 215 f.

220 So aus dem US-amerikanischen Schrifttum MARTIN/PARTNOY, 2005 U. Ill. L. Rev. 775, 793 f, 804 ff; dies erwägend auch SKEEL, Legal Affairs, Nov.–Dec. 2005, S. 28 ff; differenzierte Vorschläge nunmehr bei HU/BLACK, 156 U. Pa. L. Rev. 625, 697 ff (2008).

221 Vgl. HÜFFER, aaO (Fn. 79), § 136 AktG Rdn. 18.

ordnung neben den gesetzlich geregelten Einzelausprägungen des Treuepflichtgebots (§§ 243 Abs. 2 Satz 1, 117, 53a, 255 Abs. 2 AktG) etabliert hat.²²² Sie stellt aus rechtsökonomischer Sicht ein richtunggebendes Prinzip dar, aus dem sich Entscheidungsregeln zur Bewältigung noch unbekannter Konfliktlagen ableiten lassen²²³, und kann daher grundsätzlich auch für die neuartige Fallgestaltung des *empty voting* herangezogen werden.²²⁴

Ob sich *de lege ferenda* weitere Gegenmaßnahmen empfehlen, bedarf einer gründlichen Diskussion, die hierzulande gerade erst begonnen hat. Zur Vorsicht mahnt, dass der rechtstatsächliche Hintergrund des *empty voting* noch wenig ausgeleuchtet ist²²⁵: Wie häufig kommt es vor? Wie oft gibt es bei Hauptversammlungsbeschlüssen den Ausschlag? Wann beruht es auf zufälligen Umständen („innocent empty voting“²²⁶), wann auf missbräuchlichem Kalkül („abusive empty voting“)? Hinzu kommt, dass *empty voting* nicht nur negative²²⁷, sondern auch positive Teileffekte hervorbringen könnte, weil die Stimmrechte von einem besser informierten Aktionär wahrgenommen werden oder weil der Markt für Unternehmenskontrolle in Übernahmesituationen gestärkt wird.²²⁸ Beim gegenwärtigen Wissensstand wird man daher von einer regulatorischen Fahrt ins Blaue abraten müssen²²⁹ und dem Gesetzgeber nur (aber immerhin) empfehlen, eine bessere Transparenz der Interessenkonflikte zu erwägen, die durch ein Auseinanderfallen von Stimmrechtsmacht und wirtschaftlicher Betroffenheit entstehen. In diese Richtung weisen auch Vorschläge aus dem US-amerikanischen Schrifttum²³⁰, sowie seitens der

222 Vgl. BGHZ 103, 184, 194 f.; 129, 136, 142; 142, 167, 169 f.; aus dem Schrifttum FLEISCHER, in: K. Schmidt/Lutter, Komm. z. AktG, 2007, § 53a Rdn. 42 ff.

223 Näher FLEISCHER, ZGR 2001, 1, 4 f.

224 Ebenso LEYENS, JZ 2007, 1061, 1070; EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2120; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 152.

225 Vgl. NATHAN, 38th Annual Institute on Securities Regulation, Vol. Two (2006) 425, 440: „While much is known about empty voting, still much is not known.“

226 NATHAN, aaO (Fn. 225), 425, 441.

227 Zu möglichen negativen Folgen McCARTHY, in: Banque de France, Financial Stability Review, April 2007, S. 77, 82 f.: „Inefficient pricing in the equity market as a result of information asymmetries (...); the risk of stealth takeovers by predatory investors using CFDs to bypass the Major Shareholder Notification Rules (...); weakened market confidence as a consequence of the lack of transparency as to the identity of investors with an undisclosed interest in a company.“

228 Vgl. KOBAYASHI/RIBSTEIN, 40 U.C. Davis L. Rev. 21, 38 ff (2006).

229 Ähnlich European Corporate Governance Forum Working Group on Proportionality, June 2007, S. 30: „While we appreciate that full certainty will never be achieved, we believe that our current information and understanding are simply insufficient to justify further or more general substantive regulatory intervention.“

230 Vgl. HU/BLACK, 79 S. Cal. L. Rev. 811, 875 ff (2006); MONGA, 12 Stan. J. L. Bus. & Fin. 186, 216 ff (2006).

britischen FSA²³¹, der Eidgenössischen Bankenkommission²³² und der European Corporate Governance Forum Working Group²³³. Bei der Einzelausgestaltung ist freilich zu berücksichtigen, dass ein solches Offenlegungsregime „would be complex in nature, not easy to interpret and expensive to administer“²³⁴. Es könnte sich daher als ratsam erweisen, die verschärfte Offenlegung vorerst nur in Übernahmesituationen vorzuschreiben.²³⁵

2. Marktmissbrauch

Weiterhin halten sich hartnäckig Vorwürfe, dass Hedgefonds häufig Marktmissbrauch betrieben.²³⁶

a) Insiderhandel

Was den *Insiderhandel* anbelangt, sind Hedgefonds sowohl ins Visier der SEC²³⁷ als auch der FSA geraten. Letztere hat im vergangenen Oktober von ihnen größere Compliance-Anstrengungen verlangt²³⁸, nachdem es im Jahre 2005 bei jedem vierten Übernahmefall Anzeichen für Insiderverstöße gab. Weitere Gefahren drohen durch die zunehmende Verzahnung von Primebrokern und Hedgefonds.²³⁹ Auch hierzulande kommen Hedgefonds vor

231 Vgl. FSA, Disclosure of Contracts for Difference, November 2007, S. 40 ff.

232 Vgl. Eidgenössische Bankenkommission, aaO (Fn. 181), S. 45.

233 Vgl. European Corporate Governance Forum Working Group, aaO (Fn. 229), S. 26.

234 McCARTHY, aaO (Fn. 227), S. 77, 83; zurückhaltend auch EIDENMÜLLER, DStR 2007, 2116, 2120.

235 Dies erwägend auch McCARTHY, aaO (Fn. 227), S. 77, 83 unter Hinweis auf das Vorbild des *Takeover Code*, ferner European Corporate Governance Forum Working Group, aaO (Fn. 229), S. 26.

236 Ausführlich dazu WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 96 ff; knapper LEHMANN, ZIP 2007, 1889, 1896; zuletzt FAZ, Nr. 100 vom 29. April 2008, S. 25, wonach Hedgefonds Gerüchte über Liquiditäts- und Kapitalnöte von Banken gestreut haben sollen.

237 Vgl. Illegal Insider Trading: How Widespread is the Problem and is there Adequate Criminal Enforcement?, Hearings Before the Senate Committee of the Judiciary, 10th Cong. (Sept. 26, 2006) (Aussagen von *Linda Chapman Thomsen*, Director, Division of Enforcement, SEC); Einzelnachweise über neuere Fälle bei WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 101 mit Fn. 476.

238 Vgl. FSA, Market Watch, Issue No. 24, October 2007, S. 4 ff: „Insider Trading Reviews by the FSA“; http://www.fsa.gov.uk/pubs/newsletters/mw_newsletter24.pdf.

239 Vgl. Eidgenössische Bankenkommission, aaO (Fn. 181), S. 42, wonach Primebroker versucht sein könnten, ihre privilegierten Informationen an einen Hedgefonds weiterzugeben, dessen hohe Tagesumsätze für sie eine wichtige Ertragsquelle darstellen.

allem bei Block- und Paketgeschäften mit Insiderinformationen in Berührung, doch handelt es sich dabei um ein *allgemeines* Problem, das keiner *akteur-spezifischen* Lösung bedarf.²⁴⁰ Insiderrechtlich irrelevant ist jedenfalls der Aktienerwerb von Hedgefonds in Ausführung eines eigenen Entschlusses.²⁴¹ Das ergibt sich aus der *Sascha Opel*-Entscheidung des BGH²⁴², den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz²⁴³ und Erwägungsgrund 30 der Marktmissbrauchsrichtlinie.²⁴⁴ Nicht zugänglich ist es, davon eine Ausnahme zu machen, wenn der Hedgefonds aufgrund einer gleichzeitigen Beteiligung an einer anderen Gesellschaft auf sinkende Kurse setzt²⁴⁵: Die Bekämpfung dieses Interessenkonflikts gehört nicht zu den Aufgaben des Insiderrechts, sondern ist gegebenenfalls auf andere Weise zu bewältigen.²⁴⁶ In diese Richtung weist ferner die aktuelle Debatte in den Vereinigten Staaten, den Handel mit „negativen“ Informationen vom Insiderhandelsverbot auszunehmen, um deren schnellere Verbreitung zu ermöglichen.²⁴⁷

b) Marktmanipulation

Marktmanipulationen von Hedgefonds werden vor allem aus den Vereinigten Staaten berichtet.²⁴⁸ Auch hierzulande fehlt es indes nicht an Anschauungsmaterial: Der Hedgefonds-Manager *Florian Homm* hat durch das Verbreiten unrichtiger Angaben den Börsenkurs der Sixt AG beeinflusst und davon

240 Ebenso NOYER, in: Banque de France, Financial Stability Review, April 2007, S. 105, 108: „However, hedge funds are not fundamentally different, in this regard, from other investors: strong and efficient implementation of existing rules and procedures should be adequate and sufficient to preserve market integrity.“

241 Vgl. SCHMOLKE, ZGR 2007, 701, 731.

242 Vgl. BGHSt 48, 373 = NJW 2004, 302, noch zum alten Recht, aber unter Berufung auf die neue Marktmissbrauchsrichtlinie; dazu FLEISCHER, DB 2004, 51 ff.

243 Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 47.

244 Vgl. Richtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2003, ABl. L 96 vom 12. April 2003, S. 16, Erwägungsgrund 30: „Da dem Erwerb oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten notwendigerweise eine entsprechende Entscheidung der Person vorausgehen muss, die erwirbt bzw. veräußert, sollte die Tatsache dieses Erwerbs oder dieser Veräußerung als solche nicht als Verwendung von Insider-Informationen gelten.“

245 So aber ENGERT, ZIP 2006, 2105, 2109; gegen ihn bereits SCHMOLKE, ZGR 2007, 701, 731.

246 Vgl. oben IV.1.

247 Dazu mit Unterschieden im Einzelnen MANNE, 31 J. Corp. L. 167 (2005); KOBAYASHI/RIBSTEIN, 40 U.C. Davis L. Rev. 21 (2006); GRECHENIG, 37 U. Mem. L. Rev. 75 (2006).

248 Vgl. EDWARDS, 83 Wash. U.L.Q. 603, 624, 627 (2005); KARMEL, 80 Notre Dame L. Rev. 909, 929 ff (2005); LIFFMANN, 38 Loy. L.A. L. Rev. 2147, 2173 f (2005); O'HALLORAN, 79 Tul. L. Rev. 461, 482 ff (2004).

durch Leerverkäufe profitiert²⁴⁹; in einem weiteren Fall hat er Aktien der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG zum Verkauf empfohlen, ohne seine vorherigen Leerverkäufe offenzulegen. Beidemale wurde er nach § 20a Abs. 1 i. V. m. § 39 Abs. 1 WpHG zu einer Geldbuße verurteilt. Die Beispiele zeigen: Manipulationsstrategien von Hedgefonds sind bereits nach geltendem Recht verboten²⁵⁰, so dass insoweit kein Regelungsdefizit besteht.²⁵¹ Verbesserungswürdig ist lediglich die Überwachung der Verbotstatbestände, die freilich durch grenzüberschreitende und komplexe Handelstechniken der Hedgefonds erschwert wird.²⁵²

c) Leerverkäufe

Schließlich ziehen die von Hedgefonds häufig vorgenommenen Leerverkäufe (§ 112 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 InvG) den Verdacht auf sich, der Finanzmarktintegrität zu schaden. Kritikern zufolge erhöhen sie die Volatilität von Wertpapierkursen und verstärken den Abwärtstrend auf Finanzmärkten.²⁵³ Nach geltendem Recht sind Leerverkäufe in Deutschland grundsätzlich zulässig.²⁵⁴ Eine im Regierungsentwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz vorgesehene Befugnis der BaFin, Leerverkäufe zeitweise zu untersagen²⁵⁵, ist nicht Gesetz geworden²⁵⁶, und von der auf Hedgefonds zugeschnittenen Ermächtigung in § 112 Abs. 4 InvG, eine Rechtsverordnung mit Voraussetzungen und Kriterien für eine Beschränkung von Leerverkäufen zu erlassen²⁵⁷, hat das BMF bisher keinen Gebrauch gemacht. Nach § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG

249 Vgl. BaFin, Jahresbericht 2004, S. 196.

250 Zu Hedgefonds-Verwaltern als tauglichen Tätern FLEISCHER, in: Fuchs, Komm. z. WpHG, 2008, vor § 20a WpHG Rdn. 8.

251 Wie hier SCHMIES, aaO (Fn. 12), unter A II 4.2.2a; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 307; für die Schweiz auch Eidgenössische Bankkommission, aaO (Fn. 181), S. 43 f: „Außerdem gibt es keine Beweise, dass sich Preismanipulations- und Insidervergehen in der Hedge-Fonds-Branche konzentrieren.“

252 Dazu Eidgenössische Bankkommission, aaO (Fn. 181), S. 44; NOYER, aaO (Fn. 240), S. 105, 108: „Implementation issues may complicate the issue, though, especially since hedge funds are active in relatively opaque market segments and on complicated cross-market operations which cannot be easily screened by market supervisors.“

253 Dazu BRIS/GOETZMANN/ZHU, *Journal of Finance* 62 (2007) 1029, 1031: „A common conjecture by regulators is that short sales restrictions can reduce the severity of price declines.“; ferner SCHMIES, in: Engel u. a., *Recht und Verhalten*, 2007, S. 165, 184 ff.

254 Vgl. FLEISCHER, aaO (Fn. 250), § 20a WpHG Rdn. 69; MOCK/STOLL/EUFINGER, *Kölnener Komm. z. WpHG*, 2006, § 20a Rdn. 209.

255 Vgl. Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 85 f.

256 Vgl. Beschlussempfehlung des Finanzausschusses 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8600, S. 10; Beschlussempfehlung des Vermittlungsausschusses, BT-Drucks. 14/9096, S. 2.

257 Dazu Begr. RegE InvModG, BT-Drucks. 15/1553, S. 109.

verboten sind allerdings *missbräuchliche* Leerverkäufe, wozu nach herrschender Meinung auch massenhafte Leerverkäufe ohne irreführende Information gehören.²⁵⁸

Weitere gesetzliche Restriktionen oder ein Gebrauchmachen von der Verordnungsmächtigung in § 112 Abs. 4 InvG sind rechtspolitisch nicht veranlasst.²⁵⁹ Vielmehr tragen Leerverkäufe zur Informationseffizienz der Finanzmärkte bei, indem sie Preiskorrekturen bei überbewerteten Wertpapieren herbeiführen und ein Gegengewicht zu übertriebenem Kaufverhalten bilden.²⁶⁰ Außerdem erhöht die Möglichkeit von Leerverkäufen den Anreiz, nach *negativen* Informationen über einzelne Wertpapiere zu suchen. Es ist daher kein Zufall, dass der Bilanzierungsskandal um *Enron* zuerst von dem auf Leerverkäufe spezialisierten Fonds *Kynikos* aufgespürt wurde.²⁶¹ Diskutabel sind lediglich Meldepflichten für Leerverkäufe nach US-amerikanischem Vorbild²⁶² oder Transparenzregeln für Wertpapierdarlehen²⁶³. Ihre regulatorische Sinnhaftigkeit müsste freilich noch einer gründlicheren Kosten/Nutzen-Analyse unterzogen werden.

3. Wettbewerbswidrige Verhaltensweisen

a) Kollusion, „Joint Bidding“ und Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung

Noch kaum ausgelotet ist bislang die kartellrechtliche Dimension des Verhaltens von Finanzinvestoren. Wenn man von einem *Markt* für Unternehmenskontrolle spricht²⁶⁴ und Kapitalmarktrecht allgemein als *Marktrecht* begreift²⁶⁵, liegt es nicht ganz fern, aktien- und kapitalmarktrechtliche Transaktionen

258 Vgl. Begr. RegE 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 89; MOCK/STOLL/EUFINGER, aaO (Fn. 254), § 20a WpHG Rdn. 209.

259 Wie hier WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 307 f; zur Zurückhaltung im Gebrauch von § 112 Abs. 4 InvG mahnen auch PÜTZ/SCHMIES, BKR 2004, 51, 53; SPINDLER/BEDNARZ, WM 2006, 553, 557.

260 Ausführlich FSA, Short Selling, Discussion Paper 17, October 2002; theoretisches Modell bei DIAMOND/VERRECCHIA, Journal of Financial Economics 18 (1987) 277; empirische Belege zuletzt bei BRIS/GOETZMAN/ZHU, Journal of Finance 62 (2007) 1029.

261 Dazu SCHMIES, aaO (Fn. 12), A.II.4.2.2.b)cc).

262 Dies erwägend auch KUMPAN, ZHR 170 (2006) 39, 67; SPINDLER/BEDNARZ, WM 2006, 601, 603 f; WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 308.

263 Überlegungen in diese Richtung bei KUMPAN, AG 2007, 461, 471; European Corporate Governance Forum Working Group, aaO (Fn. 229), S. 23; zu vorerst verschobenen Vorschlägen in der Schweiz VON DER CRONE/BILEK/HIRSCHLE, SZW 2008, 1, 15 f.

264 Grundlegend MANNE, 73 Journal of Political Economy 110 (1965).

265 Näher FLEISCHER, ZIP 2006, 451, 458.

auch durch die Linse des Kartellrechts zu betrachten. Der Soupçon wettbewerbswidrigen Verhaltens beschleicht den Beobachter, wenn Hedgefonds unter Hinweis auf hohe Kommissionserlöse Banken und Brokerhäuser zum kollusiven Zusammenwirken veranlassen, etwa bei der bevorzugten Zuteilung von Aktienemissionen.²⁶⁶ Weitere Kollusionsfälle sind in dem *market timing*- und *late trading*-Skandal um Anteile an US-amerikanischen Investmentfonds während der Jahre 2003 und 2004 zu Tage getreten.²⁶⁷ Auch das so genannte *Joint Bidding* bei Übernahmeangeboten ließe sich durchaus kartellrechtlich würdigen²⁶⁸, wobei die prokompetitiven Effekte vermutlich überwiegen.²⁶⁹ Ferner kommen Zweifel auf, ob das so genannte *Cornering* i. S. d. § 4 Abs. 3 Nr. 1 MaKonV, dort definiert als Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung über das Angebot von oder die Nachfrage nach Finanzinstrumenten (Beispiel: *Stock Pools*²⁷⁰), als Marktmanipulation richtig eingeordnet ist: Marktbeherrschung allein hat keinen Täuschungswert; der Unrechtskern des *Cornering* liegt vielmehr in dem monopolbedingten Außerkraftsetzen der Marktmechanismen.²⁷¹

266 Dazu KING, DAJV Newsletter 1/2006, S. 36; allgemein zu der „symbiotischen Beziehung“ zwischen Hedgefonds und Investmentbanken Eidgenössische Bankenkommision, aaO (Fn. 181), S. 44.

267 Dazu KARMELE, 80 Notre Dame L. Rev. 909, 929 ff (2005); O'HALLORAN, 79 Tul. L. Rev. 461, 482 ff (2004); rechtsvergleichend WENTRUP, aaO (Fn. 12), S. 114 f.

268 Vgl. etwa den Sachverhalt in *Finnegan v. Campeau Corp.*, 915 F.2d 824 (1990): „[T]wo rival bidders for controlling interest in target corporation entered into mutually advantageous agreement, effectively reducing amount of money needed to gain control of target corporation.“ Zur schwierigen Frage nach der Markttabgrenzung in einem solchen Fall HOVENKAMP, J. Corp. L. 607, 611 ff (2003); siehe auch ROCK, 77 Cal. L. Rev. 1367, 1418 ff (1989), wonach bei der Marktdefinition die Eigenheiten des Marktes für Unternehmenskontrolle zu berücksichtigen seien.

269 Vgl. HOVENKAMP, 28 J. Corp. L. 607, 619 (2003): „Clearly, joint bidding can be pro-competitive. It encourages people to submit bids who might not otherwise bid at all for assets that are too costly or too large for them, or where they want only a portion of the asset for themselves.“

270 Näher zum berühmten „First Harlem Railroad Corner“, bei dem der Hauptaktionär der Harlem Railroad, *Vanderbilt*, alle verfügbaren Aktien aufkaufte und auf diese Weise Spekulanten in die Enge trieb, die massive Leerverkäufe getätigt hatten, TEWELES/BRADLEY/TEWELES, *The Stock Market*, 1992, S. 317; ferner die empirische Studie zu „Stock Pools“ von MAHONEY, *Journal of Financial Economics* 51 (1999), 343; rechtsvergleichend WATTER, SZW 1990, 193, 194; FLEISCHER, aaO (Fn. 250), Vor § 20a WpHG Rdn. 19.

271 Dazu FLEISCHER, aaO (Fn. 250), § 20a WpHG Rdn. 65; KNAUTH/KÄSLER, WM 2006, 1041, 1051; MOCK/STOLL/EUFINGER, aaO (Fn. 254), § 20a, Anh. I, § 4 MaKonV Rdn. 18; VOGEL, in: Assmann/Schneider, *Komm. z. WpHG*, 4. Aufl., 2006, § 20a Rdn. 185.

b) Kapitalmarkttransaktionen und Kartellrecht

Alle Beispiele werfen die Frage nach dem Verhältnis kartell- und kapitalmarktrechtlicher Prüfungsmaßstäbe auf, die diesseits des Atlantiks noch weithin Entdeckungsland ist. Die US-amerikanische Spruchpraxis hält zwar im Ausgangspunkt fest, dass die kartellrechtlichen Regeln des *Sherman Act* durch kapitalmarktrechtliche Gesetze wie den *Williams Act* nicht vollständig verdrängt werden, doch hat sie in einer Reihe von Entscheidungen einen stillschweigenden Ausschluss des Kartellrechts angenommen²⁷², z. B. in Bezug auf Marktstabilisierungsvereinbarungen.²⁷³ Im vorliegenden Zusammenhang ist vor allem auf eine vielzitierte Entscheidung des *Second Circuit Court of Appeals* aus dem Jahre 1990 hinzuweisen, nach der das Kartellverbot in sec. 1 *Sherman Act* auf ein konzertiertes Verhalten zweier Bieter bei einer Unternehmensübernahme keine Anwendung findet, weil sec. 14(d)(2) *Securities Exchange Act* ein solches Verhalten implizit billigt.²⁷⁴ Noch weitergehend hat der *Supreme Court* im Juni 2007 entschieden, dass der Anwendungsausschluss des Kartellrechts unter bestimmten Voraussetzungen auch dann eingreift, wenn das betreffende Verhalten kapitalmarktrechtlich verboten ist.²⁷⁵ Zur Begründung hat er maßgeblich darauf abgestellt, dass die Kartellgerichte, die keine kapitalmarktrechtliche Expertise besäßen, andernfalls womöglich Entscheidungen trafen, die dem reibungslosen Funktionieren der Kapitalmärkte zuwiderliefen.²⁷⁶ Ob die Abstimmung kartell- und kapitalmarktrechtlicher Wertungen in Deutschland und Europa ähnlich oder abweichend ausfällt, ist an anderer Stelle zu vertiefen.

272 Vgl. zur Doktrin der „implied immunity“ *Silver v. New York Stock Exchange*, 83 S. Ct. 1246 (1963); *Gordon v. New York Stock Exchange*, 95 S. Ct. 2598 (1975); *United States v. National Association of Securities Dealers, Inc.*, 95 S. Ct. 2427 (1975).

273 Vgl. *Friedman v. Salomon Smith Barney, Inc.*, 313 F.3d 796 (2d Cir. 2002), *cert. denied*, 124 S. Ct. 152; zu den Grenzen der Kursstabilisierung aus kapitalmarktrechtlicher Sicht FLEISCHER, aaO (Fn. 250), § 20a Rdn. 115 ff mit umfassenden Belegen. In der Diskussion hat auch *Daniel Zimmer* auf kartellrechtliche Implikationen der Kurspflege hingewiesen.

274 Vgl. *Finnegan v. Campeau Corp.*, 915 F.2d 824 (2d Cir. 1990).

275 Vgl. *Credit Suisse Securities LLC v. Billing*, 127 S. Ct. 2383, 2392 (2007) unter Nennung dreier Voraussetzungen: „(1) the existence of regulatory authority under the securities law to supervise the activities in question; (2) evidence that the responsible regulatory entities exercise that authority; (3) a resulting risk that the securities and antitrust laws, if both applicable, would produce conflicting guidance, requirements, duties, privileges, or standards of conduct.“; ausführlich zu alledem auch LOSS/SELIGMAN/PAREDES, *Securities Regulation*, 2008 Cumulative Supplement, S. 625 ff.

276 Vgl. *Credit Suisse Securities LLC v. Billing*, 127 S. Ct. 2383, 2396 (2007): „(...) to allow an antitrust lawsuit would threaten serious harm to the efficient functioning of the securities markets.“

V. Schluss

Schiebt man alle Einzelheiten beiseite, so geht das Risikobegrenzungsgesetz breitflächig dazu über, die *Anbieter* von Kapital zu regulieren. Es steht damit in einer Reihe mit der geplanten Verschärfung des Außenwirtschaftsgesetzes zur Abwehr ausländischer Staatsfonds.²⁷⁷ Sollte sich hierin ein ordnungspolitischer Paradigmenwechsel ankündigen, wäre dies kein Wandel zum Guten.²⁷⁸

277 Vgl. Referentenentwurf eines dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung, 2007; dazu KROLOP, ZRP 2008, 40; Sachverständigenrat 2007/2008, aaO (Fn. 75), Tz. 583 ff.

278 Kritisch auch HOPT, EuZW 2007, 257; Sachverständigenrat 2007/2008, aaO (Fn. 75), Tz. 672 ff.