

## **Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht: Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht**

**Thomas M. J. Möllers**

### **Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:**

Möllers, Thomas M. J. 1997. "Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht: Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht." *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht: ZGR* 26 (3): 334–67.

### **Nutzungsbedingungen / Terms of use:**

licgercopyright



SONDERDRUCK AUS

---

# **Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht**

---

Herausgegeben von

Peter Hommelhoff  
Marcus Lutter  
Walter Odersky  
Herbert Wiedemann

Dieser Sonderdruck ist im Buchhandel nicht erhältlich

*mit verbindlichen Gründen*

*überreicht vom Verfasser*

**Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht**  
**- Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht -**

von

Professor DR. THOMAS M. J. MÖLLERS, Augsburg

ZGR 1997, 334–367

*Inhaltsübersicht*

I.	Einführung: Gesellschaftsrecht versus Kapitalanlegerrecht . . . . .	334
II.	Zum Begriff des Kapitalanlegerschutzes . . . . .	336
III.	Lücken und Überschneidung des Anlegerschutzes im Aktien- und Kapitalmarktrecht . . . . .	338
1.	Die <i>ex ante</i> -Anlageentscheidung des <i>homo oeconomicus</i> . . . . .	338
2.	Informationen über <i>ex post</i> -Risiken . . . . .	340
3.	Vertrauen in die börsennotierte Aktiengesellschaft . . . . .	345
4.	Sozialschützende Funktion des Anlegerschutzes . . . . .	347
IV.	Abbau von Schutzlücken – Weiterentwicklung und Harmonisierung geltenden Rechts . . . . .	349
1.	Gründungspublizität . . . . .	349
2.	Allokation durch <i>ex post</i> -Information der Gesellschaft . . . . .	350
3.	Vertrauen durch Kontrolle und Verbot von Insidergeschäften . . . . .	360
4.	Schutz des intellektuell und wirtschaftlich unterlegenen Anlegers durch Beratung und Information . . . . .	362
V.	Zusammenfassung . . . . .	366

*I. Einführung: Gesellschaftsrecht versus Kapitalanlegerrecht*

Das Gesellschaftsrecht wird in Deutschland zum Teil immer noch rein verbandsrechtlich betrachtet: Die Stellung des Aktionärs wird vorrangig in seiner Rolle als Verbandsmitglied gesehen, die Mitgliedschaft als rechtsformübergreifende Institution herausgebildet<sup>1</sup> und das Kapitalmarktrecht zur „Marginale des Gesellschaftsrechts“ erklärt<sup>2</sup>. Eine gegenteilige Ansicht entwickelt dagegen das Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht fort, so daß im Ergebnis das Gesellschaftsrecht das Kapitalmarktrecht nur ergänzt<sup>3</sup>. Dies entspricht der Entwicklung

1 LUTTER, AcP 180 (1980), 84, 97 ff; ihm folgend K. SCHMIDT, Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., 1991, S. 444 ff.

2 K. SCHMIDT, aaO (Fn. 1), S. 40; Ausführungen zum Kapitalmarktrecht fehlen auch bei GRUNEWALD, Gesellschaftsrecht, 1994.

3 So der Titel eines Beitrages von HOPT, ZHR 140 (1976), 201 ff; DERS., in: ZHR 140 (1977), 389 ff, den er jedoch mit einem Fragezeichen versah. Ohne ein solches Fragezeichen inzwischen ASSMANN, in: Nörr, 40 Jahre BRD – 40 Jahre Rechtsentwicklung, 1990, S. 251, 255, 267; DERS., in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 1990, § 1

im US-amerikanischen Recht, welches den Anleger vorrangig durch Kapitalmarktstatt Gesellschaftsrecht schützt<sup>4</sup>. Kübler hat zudem einen prinzipiellen, dogmatischen Gegensatz zwischen Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht betont: Gesellschaftsrecht sei als rechtsformbezogenes Organisationsrecht dispositiv, Kapitalmarktrecht dagegen rechtsformübergreifend und zwingend<sup>5</sup>. Vergleichbar wiederum mit der Rechtslage in den USA wirbt er deshalb für einen Wettbewerb nationaler Rechtsordnungen im Bereich des Gesellschaftsrechts, während das Kapitalmarktrecht europarechtlich vereinheitlicht werden solle<sup>6</sup>. Tatsächlich wurden in den letzten Jahren in Deutschland zahlreiche EG-Richtlinien zum Schutze des Kapitalanlegers in das BörsG<sup>7</sup>, VerkProspG<sup>8</sup>, das BörsenzulassungsG und die Börs-ZulVO<sup>9</sup> sowie in das neue WertpapierhandelsG (WpHG)<sup>10</sup> umgesetzt und in diesem Zusammenhang von der Schaffung eines Europäischen Kapitalmarktrechtes gesprochen<sup>11</sup>. Harmonisierungsbemühungen im Gesellschaftsrecht, wie beispiels-

Rdn. 8; DERS., in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1992, Einl., Rdn. 356 ff; ASSMANN/BUCK, EWS 1990, 110, 119.

4 Zum Securities Act von 1933 und der Securities Exchange Act von 1934 siehe nur Loss, ZHR 129 (1967), 197 ff; WIEDEMANN, BB 1975, 1591 ff; HOPT, ZHR 140 (1976), 201, 203 ff; ASSMANN, Prospekthaftung als Haftung für Verletzung kapitalmarktbezogener Verkehrspflichten, 1985; sowie unten Fn. 127.

5 KÜBLER, KritV 1994, 79, 84 ff; DERS., AG 1994, 141, 145 ff; DERS., SZW 1995, 223 ff. Ähnlich früher schon SCHWARK, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, 1979, S. 153, 355 f, 398; DERS., ZGR 1976, 271, 275; DERS., FS Stimpel, 1985, S. 1087, 1092.

6 KÜBLER, KritV 1994, 79, 84 ff; DERS., AG 1994, 141, 145 ff; DERS., SZW 1995, 223, 227. Hierzu bereits BUXTAUM/HOPT, Legal Harmonization and the Business Enterprise, Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the U.S.A., 1988.

7 § 44 b BörsG setzt die Zwischenberichts-RiL 82/121/EWG v. 15. 2. 1982, ABl. Nr. L 48, 26 um.

8 Verkaufsprospektgesetz v. 13. 12. 1990, BGBl. I, S. 2749, welches die Emissionsprospekt-RiL 89/298/EWG v. 17. 4. 1989, ABl. Nr. L 124, 8 umsetzt; dazu ASSMANN, NJW 1991, 528 ff; SCHÄFER, ZIP 1991, 1557 ff; WALDECK/SÜSSMANN, WM 1993, 361 ff.

9 Börsenzulassungsgesetz v. 16. 12. 1986 BGBl. I, S. 2478 sowie BörsenzulassungsVO v. 15. 4. 1987, BGBl. I, S. 1234, welche die Börsenzulassungs-RiL 79/279/EWG v. 16. 3. 1979, ABl. Nr. L 66, 21 und die Börsenprospekt-RiL 80/390/EWG v. 17. 4. 1980, ABl. Nr. L 100, 1 umsetzen.

10 Finanzmarktförderungsgesetz v. 26. 7. 1994, BGBl. I, S. 1749, welches Insider-RiL 89/592/EWG v. 13. 11. 1989, ABl. Nr. L 334, 30, Transparenz-RiL 88/627/EWG v. 12. 12. 1988, ABl. Nr. L 348, 62, Wertpapierdienstleistungs-RiL 93/22/EWG v. 10. 5. 1993, ABl. Nr. L 141, 27 sowie den vormaligen § 44 a BörsG transformiert.

11 So bereits Erwägungsgrund Nr. 1 der Börsenzulassungs-RiL, aaO (Fn. 9) sowie die Zusammenstellung der bisher erlassenen Richtlinien in den Erwägungsgründen Nr. 1–3. Zurückhaltender ASSMANN, in: Nörr, 40 Jahre BRD – 40 Jahre Rechtsentwicklung, 1990, S. 251, 265; ASSMANN/BUCK, EWS 1990, 110, die ein explizit geäußertes Integrationskonzept verneinen.

weise die Einführung einer Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea) treten dagegen auf der Stelle<sup>12</sup>.

Im Gegensatz zu der herkömmlichen rein verbandsrechtlichen Ansicht hat eine vermittelnde dritte Auffassung schon früh die Rolle des Aktionärs als Kapitalanleger berücksichtigt und damit dem Gesellschaftsrecht Funktionschutz für den Kapitalmarkt zugesprochen<sup>13</sup>. Im Gegensatz zur Position *Kübler* könnten Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht miteinander verzahnt werden, lassen sich doch zumindest einige gesellschaftsrechtliche Vorschriften, wie beispielsweise die Rechnungslegungsvorschriften, anlegerschützend deuten<sup>14</sup>. Bereits der Gesetzgeber von 1884 hatte die Funktion der Aktiengesellschaft als Kapitalsammelstelle umschrieben<sup>15</sup>. *Müller* hat diese Ansicht jüngst weiter ausgebaut, indem er zahlreiche aktienrechtliche Regelungen unter kapitalmarktrechtlichen Funktionsbezügen deutet und damit die hybride Stellung des Aktionärs als Mitgesellschafter und Kapitalgeber nachweist<sup>16</sup>. Entgegen den Ansichten von *Kübler* und *Assmann* würde aus einem solchen Blickwinkel dem verbandsrechtlichen Gesellschaftsrecht ein eigener Anwendungsbereich verbleiben; Kapitalmarktrecht erschien dann als Ergänzung zum Gesellschaftsrecht<sup>17</sup>.

## II. Zum Begriff des Kapitalanlegerschutzes

In immer stärkerem Maße stellt sich die Frage, wie auf die Globalisierung der Märkte und die Europäisierung des Wirtschaftsrechts reagiert werden kann. Deshalb soll die These geprüft werden, ob tatsächlich künftig das Gesellschaftsrecht durch das Kapitalmarktrecht verdrängt wird oder vielmehr statt dessen beide

- 12 Zum dogmatischen Ansatz BUXBAUM/HOPT, aaO (Fn. 6), S. 201 f. Ähnliches gilt für die Konzern- und die Struktur-RiL, siehe nur HEMMELRATH, in: Schwappach, EU-Rechts-handbuch für die Wirtschaft, 2. Aufl., 1996, § 35; positiver dagegen LURTER, Europäisches Unternehmensrecht, 4. Aufl., 1995, S. 45 ff.
- 13 Siehe bereits WIEDEMANN, BB, 1975, 1591, 1595; DERS., Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, § 9; KÜBLER, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., 1994, § 31 und § 35.
- 14 SCHWARK, ZRP 1973, 7 ff; DERS., ZGR 1976, 271, 274 ff; DERS., FS Stimpel, S. 1087, 1111; WIEDEMANN, BB 1975, 1591, 1592; HOPT, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 290 ff, 305 ff, 322 f; DERS., Gutachten G zum 51. DJT, 1976, S. 17; DERS., ZHR 141 (1977), 389, 392, 403.
- 15 „Das eigentliche Gebiet der Aktiengesellschaft liegt allerdings in der Erreichung wirtschaftlicher Aufgaben, für welche die Kapitalsmacht des Einzelnen und der Kollektivgesellschaft nicht ausreicht.“, Allgemeine Begründung zum Entwurf eines Gesetzes, betreffend die KGaG und die AG, 1884; in: SCHUBERT/HOMMELHOFF, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 413; BegRegE, in: KROPFF, Aktiengesetz, 1965, S. 14.
- 16 MÜLLER, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl., 1996, S. 89, 101 ff, 259 ff, 518; zu diesem Ansatz bereits WIEDEMANN, aaO (Fn. 13), S. 495 ff.
- 17 HOMMELHOFF, ZHR 153 (1989), 181, 191 ff; SCHNEIDER, in: Assmann/Schneider, Komm. z. WpHG, 1995, vor § 21 Rdn. 13.

Rechtsgebiete möglichst sinnvoll miteinander verzahnt werden können. Zur Beantwortung dieser Frage ist es hilfreich, Kapitalmarktrecht weit zu definieren<sup>18</sup>. In Rechtslehre<sup>19</sup> und einzelnen EU-Richtlinien<sup>20</sup> wird zwischen individuellem und institutionellem Anlegerschutz unterschieden. Individueller Anlegerschutz ist vor allem bei der Anlageentscheidung ex ante gefragt: Anlegerschutz hat damit die Voraussetzungen zu schaffen, daß der einzelne Anleger eine möglichst optimale Anlageentscheidung zu treffen vermag<sup>21</sup>. Zeitlich nachfolgende Regelungen sollen ermöglichen, das Risiko der getroffenen Anlageentscheidung zu korrigieren. Zu diesen Risiken gehört beispielsweise das eingesetzte Kapital zu verlieren oder keine angemessene Rendite bzw. Wertsteigerung zu erreichen<sup>22</sup>. Dieser ex post-Anlegerschutz besteht zum Teil aus Normen, die Transparenz bezeichnen<sup>23</sup>, zum Teil aber auch aus Verhaltensboten und Verboten. Institutioneller Anlegerschutz sichert nicht nur das Vertrauen in die Kapitalmärkte, sondern ermöglicht auch eine allokativ effiziente Verteilung der bereits emittierten Aktien<sup>24, 25</sup>. Funktionierender individueller Anlegerschutz wirkt auf den institutionellen Anlegerschutz zurück<sup>26</sup>. Schließlich ist zu prüfen, inwieweit dem Anlegerschutz sozialschützende Bedeutung zukommt, also der intellektuell oder wirtschaftlich unterlegene Anleger geschützt wird<sup>27</sup>. Für das Gesellschaftsrecht soll vorrangig die Aktiengesellschaft den Untersuchungsgegenstand bilden und nur am Rande andere Kapitalgesellschaften. Vorab sind Lücken und Überschneidungen von Regelungen festzustellen, die im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht den Schutz des Anlegers bezeichnen<sup>28</sup>. Erst dann können diese Normen harmonisiert und weiterentwickelt werden, um ein in

18 Nach engeren Definitionen bezeichnet Kapitalmarktrecht, das Vertrauen der privaten Anleger in die Ordnung der Kapitalmärkte zu schützen, HOPT, aaO (Fn. 14), S. 12 ff; SCHWARK, aaO (Fn. 5), S. 1 ff; DERS., FS Stimpel, S. 1087, 1093.

19 KÜBLER, aaO (Fn. 13), S. 371 f; ASSMANN, ZBB 1989, 48, 56 m. w. N.; DERS., aaO (Fn. 11), S. 251, 263 f; KOLLER, in: Assmann/Schneider, Komm. z. WpHG, 1995, vor § 31 Rdn. 8 ff.

20 Siehe beispielsweise Erwägungsgründe Nr. 1–6 der Emissionsprospekt-RiL, aaO (Fn. 8), Erwägungsgründe Nr. 4–6 der Insider-RiL, aaO (Fn. 10) sowie Erwägungsgründe Nr. 30, 38 der Wertpapierdienstleistungs-RiL, aaO (Fn. 10).

21 Unter III.1.

22 Weitere Risiken auffächernd HOPT, GutachtenG zum 51. DJT, 1976, S. 16; ASSMANN, aaO (Fn. 3), Einl., Rdn. 368 f; MÜLLER, aaO (Fn. 16), S. 117.

23 Unter III.2.

24 Zur allokativen und operationalen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts siehe ASSMANN, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 1990, § 1 Rdn. 24 f; KÜBLER, aaO (Fn. 13), S. 372.

25 Unter III.3.

26 HOPT, aaO (Fn. 14), S. 51 f; DERS., Gutachten G zum 51. DJT, 1976, S. 47 f; ASSMANN, ZBB 1989, 49, 58.

27 Unter III.4.

28 Unter III.

sich weniger lückenhaftes Schutzsystem aufzuzeigen<sup>29</sup>. Die Untersuchung berücksichtigt Gesetzesgeschichte und europäische Vorgaben und schließt mit einer Bilanz<sup>30</sup>.

### *III. Lücken und Überschneidung des Anlegerschutzes im Aktien- und Kapitalmarktrecht*

#### *1. Die ex ante-Anlageentscheidung des homo oeconomicus*

Anlegerschutz dient in erster Linie dem Abbau asymmetrischer, d. h. ungleicher Informationsverteilung zwischen den Marktgegenseiten. Im Zeitpunkt der Anlageentscheidung benötigt der Kapitalanleger alle Informationen, die ihm unter Berücksichtigung sämtlicher Risiken eine rationale Investitionsentscheidung ermöglichen<sup>31</sup>.

##### *a) Kapitalmarktrechtliche und gesellschaftliche Gründungspublizität*

Bei erstmaliger Zulassung des Wertpapiers besteht ein börsenrechtlicher Prospektzwang, damit das Publikum die wirtschaftliche Entwicklungsfähigkeit des Emittenten und mittelbar die Qualität des Wertpapiers beurteilen kann<sup>32</sup>. Bereits nach dem BörsG haftet das emittierende Unternehmen und die Emissionsbanken bei fahrlässig unrichtigen Angaben in diesem Prospekt<sup>33</sup>. Daneben verpflichtet die gesellschaftsrechtliche Gründungspublizität die Gesellschaft zur Veröffentlichung bestimmter Mindestdaten im Handelsregister, §§ 39, 40 AktG. Bei fahrlässiger Unkenntnis unrichtiger oder unvollständiger Angaben über die Aktiengesellschaft im Gründungsstadium haftet der Emittent gemäß § 47 Nr. 3 AktG<sup>34</sup>.

##### *b) Lücken und Rechtsfortbildung durch die Grundsätze der Prospekthaftung*

Börsen- und aktienrechtliche Haftungstatbestände schützen den Anleger jedoch nur beschränkt. Die Haftung nach § 45 BörsG greift nur selten ein, weil der

29 Unter IV.

30 Unter V.

31 ASSMANN, ZZB, 1989, 49, 57 ff; DERS., aaO (Fn. 11), S. 251, 278 f; DERS., Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1992, Einl. Rdn. 364 ff; DERS., aaO (Fn. 24), § 1 Rdn. 54 f; HOPT, Information für Märkte und Märkte für Information, 1983; zum theoretischen Konzept grundlegend AKERLOF, Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488 ff.

32 §§ 36 Abs. 3 Nr. 2, 37 Abs. 1 BörsG, 6 Abs. 2 VerkProspG, SCHWARK, Komm. z. BörsG, 2. Aufl., 1994, § 36 Rdn. 3.

33 Gemäß §§ 45, 46, 77 BörsG; 13 VerkProspG, KÜBLER, aaO (Fn. 13), S. 378 f.

34 HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 392 Fn. 7.

Anleger die Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit der Angaben beweisen muß. Die Haftungsanforderungen sind hoch<sup>35</sup>, die Haftung beschränkt sich auf diejenigen Aktien, welche aufgrund des Prospekts zugelassen wurden<sup>36</sup> und – entgegen allgemeiner zivilrechtlicher Grundsätze – auf den nachgewiesenen Erwerbspreis<sup>37</sup>. Die Haftung ist schließlich gemäß § 46 Abs. 3 BörsG ausgeschlossen, wenn der Erwerber die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit kannte bzw. die Unrichtigkeit kennen mußte<sup>38</sup>. Die Informationen, die von der Aktiengesellschaft im Gründungsstadium zu veröffentlichen sind, enthalten nur ein Minimum an Informationen<sup>39</sup> und das zuständige Registergericht prüft nicht die wirtschaftliche Lebensfähigkeit der Aktiengesellschaft<sup>40</sup>. Der Anspruch gegen Gründer und andere Personen nach §§ 46 f AktG steht schließlich nur der Gesellschaft, nicht Aktionären oder Gläubigern der Gesellschaft zu. Weitergehend hat der BGH eine *allgemeine Prospekthaftung* wegen der Inanspruchnahme typisierten Vertrauens aus culpa in contrahendo entwickelt<sup>41</sup>, die ursprünglich nur für die Publikums-KG galt und Ansprüche des Kapitalanlegers begründet. Danach haften die Initiatoren für die Richtigkeit und Vollständigkeit des gesamten Prospekts, die übrigen genannten Personen für die Richtigkeit und Vollständigkeit derjenigen Angaben, für die sie mit der Nennung ihres Namens eine Garantie übernommen haben<sup>42</sup>. Zur Richtigkeit des Prospekts gehört insbesondere, daß er die Chancen und Risiken der Anlage im richtigen Licht schilt-

35 Im Gegensatz zu dem allgemeinen zivilrechtlichen Grundsatz, wonach für Verschulden einfache Fahrlässigkeit genügt, verlangt § 45 Abs. 1 BörsG grobe Fahrlässigkeit, in Fällen der Unvollständigkeit des Prospekts böslches Verschweigen bzw. böslche Unterlassung der Angaben, kritisch deshalb HOPT, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, 1991, Rdn. 170. Das gilt auch für die Haftung aus VerkProspG, da § 13 vollumfänglich auf die §§ 45–48 BörsG verweist.

36 Kauft der Anleger nach Prospektveröffentlichung nicht neue, sondern zu einem früheren Zeitpunkt emittierte und zugelassene Aktien, ist die Prospekthaftung ausgeschlossen, BGH NJW 1982, 2827.

37 § 46 Abs. 1, 2 BörsG. Kritisch deshalb SCHWARK, aaO (Fn. 32), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 39; HOPT, aaO (Fn. 35) Rdn. 173.

38 Die börsenrechtliche Prospekthaftung ist auch deshalb unvollständig, weil sie sich nur auf das öffentliche Angebot von Wertpapieren bezieht und damit die nicht börsenfähigen Kapitalanlagen des grauen Markts ausklammert, ASSMANN, NJW 1991, 528, 529.

39 HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 391 f.

40 KRAFT, Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1986 § 38 Rdn. 8; HÜFFER, in: Großkomm. z. HGB, 4. Aufl., 1995, § 8 Rdn. 61. Weitergehend für den Fall der Unterkapitalisierung HACHENBURG/ULMER, Komm. z. GmbHG, 8. Aufl., 1992, § 9 c Rdn. 9, 31 m. w. N.; BAUMBACH/HUECK, Komm. z. GmbHG, 16. Aufl., 1996, § 9 c Rdn. 1.

41 BGHZ 71, 284, 286; BGHZ 72, 382, 383; BGHZ 79, 337, 339 = ZIP 1981, 517; BGHZ 83, 222, 223 f = ZIP 1982, 561; hierzu v. BAR, ZGR 1983, 476, 479 ff; ASSMANN, Prospekthaftung, 1985, S. 11, 226 ff; DERS., in: Assmann/Schütze, aaO (Fn. 24), § 7. Zur dogmatischen Begründung siehe CANARIS, Bankvertragsrecht, 2. Bearb., 1981, Rdn. 2277. HÜFFER, Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1995, § 47 Rdn. 13; ASSMANN, ZBB 1989, 49, 51.

42 Siehe SOERGEL/WIEDEMANN, Komm. z. BGB, 12. Aufl., 1990, vor § 275 Rdn. 339 f; EMERICH, Münchener Komm. z. BGB, 3. Aufl., 1994, vor § 275 Rdn. 149.

dert und keine übertriebenen Renditeerwartungen weckt<sup>43</sup>. An der dogmatischen Einordnung der Prospekthaftung wird das Begründungsdefizit des typischerweise gewährten Vertrauens kritisiert und zum Teil eine Erweiterung der Verkehrspflichten nach § 823 Abs. 2 BGB gefordert<sup>44</sup>.

## 2. Informationen über ex post-Risiken

Kapitalanlegerschutz möchte nicht nur die optimale *ex ante*-Anlegerentscheidung sicherstellen, sondern auch *ex post* eine allokativ effiziente Verteilung der bereits emittierten Titel zwischen den einzelnen Anlegern fördern<sup>45</sup>. An dieser Stelle soll wiederum der Abbau von Informationsasymmetrien beleuchtet werden.

### a) Ex post-Informationen im Gesellschaftsrecht

Zur Sicherstellung des Informationsflusses bestehen im Gesellschaftsrecht als vorrangige Informationsmittel neben der Rechnungslegungspflicht, die Pflicht zur Mitteilung bei Erwerb von Unternehmensbeteiligungen und das Auskunftsrecht des Aktionärs. Überwiegend steht zwar der institutionelle Anlegerschutz im Vordergrund, bei der Wahrnehmung des Auskunftsrechts handelt es sich aber unzweifelhaft um ein individuelles Recht des Anlegers<sup>46</sup>.

aa) Der Vorstand hat die Aktionäre und die Allgemeinheit aufgrund der Rechnungslegungsvorschriften, welche durch EG-Recht vereinheitlicht wurden<sup>47</sup>, zu informieren, §§ 242, 264 ff HGB. Im Rahmen des Jahresabschlusses wird durch die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung und den Lagebericht zumindest mittelbar der Schutz des Kapitalanlegers verwirklicht<sup>48</sup>. § 264 Abs. 2 Satz 1 HGB nor-

43 BGHZ 79, 337, 339 = NJW 1981, 1449; BGHZ 111, 314, 317 = NJW 1990, 2461; BGHZ 116, 7, 9 = NJW 1992, 228.

44 Zur Kritik und anderen dogmatischen Ansätzen siehe ASSMANN, aaO (Fn. 24), § 7 Rdn. 16 ff, 21 ff; SCHWARK, aaO (Fn. 32), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 3 ff.

45 Zum Begriff siehe oben Fn. 24.

46 A. A. HOMMELHOFF und MÜLBERT, die den gesellschaftsrechtlichen Normen nur institutionellen Anlegerschutz zusprechen, HOMMELHOFF, ZHR 153 (1989), 181, 194; MÜLBERT, aaO (Fn. 16), S. 116.

47 Die Umsetzung der 4. EG-RiL zum Gesellschaftsrecht vereinheitlichte die Vorgaben für Jahresabschluß, Anhang, Lagebericht, Abschlußprüfung, Bewertungsregeln und Offlegungsmodalitäten; 4. gesellschaftsrechtliche RiL, sog. Bilanz-RiL 78/660/EWG v. 25. 7. 1978, ABl. Nr. L 222, 11 sowie 7. gesellschaftsrechtliche RiL 83/349/EWG v. 16. 5. 1983, ABl. Nr. L 193, 1; umgesetzt durch das Bilanzrichtliniengesetz v. 19. 12. 1985, BGBI. I, S. 2355; hierzu ASSMANN/BUCK, EWS 1990, 110, 120 f.

48 HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 400, Fn. 40 ff; HOMMELHOFF, ZHR 153 (1989), 181, 200.

miert als Generalklausel das *true and fair view*-Prinzip<sup>49</sup>. Danach muß der Jahresabschluß ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Kapitalgesellschaft zeichnen, sonst sind zusätzliche Angaben im Anhang erforderlich, § 264 Abs. 2 Satz 2 HGB. Nach herrschender Ansicht hat das *true and fair view*-Prinzip jedoch nur Subsidiaritätscharakter<sup>50</sup>, so weit die Gläubigerschutzfunktion der Rechnungslegungsvorschriften sichergestellt ist. Damit erlauben die in zahlreichen Einzelvorschriften niedergelegten Wahlrechte Bilanzansätze, die zwar nach den Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung (GoB) formal und materiell ordnungsmäßig sind<sup>51</sup>, jedoch nicht unbedingt die tatsächlichen Verhältnisse der Kapitalgesellschaft widerspiegeln. Das gilt insbesondere für „stille Reserven“, die sich aus gesetzlichen Ansatz- und Bewertungswahlrechten oder auf Grund der Bildung von Rückstellungen ergeben<sup>52</sup>. Sie müssen nach überwiegender Ansicht auch nicht nach § 264 Abs. 2 Satz 2 HGB ausgewiesen werden<sup>53</sup>. Täuschungen des Aktionärs entstehen also durch die Bildung stiller Reserven, deren Auflösung eine ungünstige Unternehmensentwicklung über Jahre verschleiern kann<sup>54</sup>. Diese Bilanzierungstechnik lacht damit den – bewußt an dieser Stelle nicht rechtstechnisch verstandenen – Begriffen der Bilanzklarheit und Bilanzwahrheit Hohn. Die gesetzlichen Möglichkeiten der Bilanzierungstechnik füh-

49 Auch Einblicksgebot genannt, siehe BAUMBACH/HOPT, Komm. z. HGB, 29. Aufl., 1995, § 264 Rdn. 9; MORCK, in: Koller/W.-H. Roth/Morck, Komm. z. HGB, 1996, § 264 Rdn. 6. Zur selben Verpflichtung in § 298 Abs. 1 HGB siehe unten III.4.a). Zur Entstehungsgeschichte dieses auf den englischen Sec. 149 Abs. 1 Companies Act 1948 zurückgehenden Prinzips ALSHEIMER, RIW 1992, 645, 646.

50 Zum Streitstand BUDDE/KARIG, Beck'scher Bilanzkomm., 3. Aufl., 1995, § 264 HGB Rdn. 24 ff.

51 BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 243 HGB Rdn. 5.

52 Durch das Zusammenspiel von Vorsichts-, Imparitäts-, Realisations- und Niederstwertprinzip fordert das Gesetz im Dienste einer Kapitalerhaltung und Gewinnminimierung die Unterbewertung von unternehmerischen Chancen sowie die Überbewertung von unternehmerischen Risiken und trägt so zur Bildung stiller Reserven bei. MOXTER, Bilanzlehre, Bd. I, 1984, S. 93 ff; BUDDE/GEISSLER, Beck'scher Bilanzkomm., 3. Aufl., 1995, § 252 HGB Rdn. 29; GROSSFELD, Bilanzrecht, 1990, S. 37 ff; WÖHE, Bilanzierung und Bilanzpolitik, 8. Aufl., 1994, S. 623, 628; BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 252 HGB Rdn. 13; KÜBLER, aaO (Fn. 13), S. 248.

53 Str. vgl. zum Ganzen BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 253 HGB Rdn. 25 ff, 32; § 264 HGB Rdn. 19.

54 Allgemeine Meinung, kritisch bereits HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 403; BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 253 HGB Rdn. 28; KRUSE, Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung, 3. Aufl., 1979, S. 204 ff; SCHULZE/OSTERLOH, ZHR 150 (1986), 403, 417 ff; HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 131 AktG Rdn. 29; MOXTER, Bilanzlehre, Bd. II, 1986, S. 75 f; BALLWIESER/KUHNER, Rechnungslegungsvorschriften und wirtschaftliche Stabilität, 1994, S. 110 ff; BUDDE, FS Moxter, 1994, S. 34, 48; BUSSE von COLBE, in: Ballwieser, US-amerikanische Rechnungslegung, 1995, S. 221, 237; deutlich jetzt KÜBLER, ZHR 159 (1995), 550, 560; instruktiv die Untersuchung von KÜTING bei CLASSEN/ENZWEILER/HILLEBRAND, Capital 10/96, S. 36 ff. Zur Auskunftspflicht siehe sogleich Fn. 63.

ren auch dazu, daß der Prüfungsbericht des Abschlußprüfers nach § 321 Abs. 1 HGB die Wahlmöglichkeiten bei der Bilanzierung nicht ausreichend aufdeckt<sup>55</sup>. Schließlich erfolgt die Rechnungslegung nur einmal jährlich; das AktG verpflichtet nicht zu Zwischenberichten; damit kommen die Informationen über die wirtschaftliche Situation des Unternehmens nicht selten zu spät<sup>56</sup>.

bb) *Ex post*-Kontrolle durch Information findet auch dadurch statt, daß ein Unternehmen den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung von mehr als 25 % gemäß §§ 20 Abs. 1 Satz 1 bzw. 21 Abs. 1 Satz 1 AktG mitzuteilen hat. Diese Beteiligungsgröße wird als zu hoch kritisiert<sup>57</sup>, diese Mitteilungspflichten verpflichten nur Unternehmen, nicht dagegen Privataktionäre.

cc) Macht der Aktionär sein Auskunftsrecht geltend, muß der Vorstand auf der Hauptversammlung alle die Gesellschaft und ihre Angelegenheiten betreffenden Fragen beantworten<sup>58</sup>. Derartige Informationen betreffen nicht selten unternehmensinterne Vorgänge und können damit unmittelbar den Kurs der Aktie beeinflussen<sup>59</sup>. Es scheint jedoch zahlreiche Möglichkeiten zu geben, die gewünschte Auskunft zu vermeiden. Weil das Auskunftsrecht nur besteht, soweit es zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstands der Tagesordnung erforderlich ist (§ 131 Abs. 1 Satz 1 AktG), ist beispielsweise umstritten, in welchen Grenzen über Existenz und Umfang von Minderheitsbeteiligungen Auskunft zu geben ist<sup>60</sup>. Das Fragerrecht soll nicht verletzt sein, soweit der Vorstand trotz angemessener Vorbereitung eine spezielle Frage nicht beantworten kann; er müsse die Antwort dann auch später nicht nachholen<sup>61</sup>. Um die Auskunft nach § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG zu verweigern, reicht nach Ansicht der Rechtsprechung für die Eignung eines nicht unerheblichen Nachteils zu Lasten der Gesellschaft bereits einige Plausibilität aus<sup>62</sup>. Der Vorstand darf nach dem eindeutigen Wortlaut der Nr. 4 die Auskunft über unterschiedliche Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden verweigern und braucht somit keine Angaben über stille Reserven zu machen<sup>63</sup>. Die Auskunftsklage wird als

55 Siehe zudem sogleich III.3.a).

56 HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 403; DERS., ZHR 159 (1995), 135, 147.

57 BURGARD, AG 1992, 41, 44.

58 Weitere Auskunftsansprüche ergeben sich aus den §§ 293 g Abs. 3, 295 Abs. 1 Satz 2; Abs. 2 Satz 3, 326, 337 Abs. 4 AktG. § 293 g Abs. 3 AktG wurde anstelle des § 93 Abs. 4 AktG 1965 eingeführt.

59 HIRTE, Bankrechtstag 1995, S. 47, 56; HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 404.

60 KG ZIP 1993, 1618, 1619 = NJW-RR 1994, 162 – Siemens; und LG Berlin ZIP 1993, 1632, 1633 als Vorinstanz; KG ZPI 1995, 1585, 1586 – Allianz. GROSSFELD/MÖHLENKAMP, ZIP 1994, 1425 ff; HIRTE, NJW 1996, 2827, 2839. Kritisch dagegen WITTKOWSKI, EWiR § 131 2/93, 1043; WEITBRECHT/WILKEN, EWS 1994, 418, 422; HÜFFER, ZIP 1996, 401 ff; DERS., aaO (Fn. 41), § 121 AktG Rdn. 19 a.

61 HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 131 AktG Rdn. 10; BayObLG WM 1996, 119 – Allianz mit kritischer Anmerkung HIRTE/LEIBE, EWiR § 131 2/96, 673; a. A. MEILICKE/HEIDEL, DStR 1992, 72, 74.

62 OLG Düsseldorf WM 1991, 2148, 2152; HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 131 AktG Rdn. 25.

63 HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 131 AktG Rdn. 29.

wenig durchschlagkräftig bezeichnet<sup>64</sup>, die bezoachte Verfahrensbeschleunigung nicht erreicht<sup>65</sup>. Schließlich wurde das Auskunftsrecht im Verschmelzungsrecht und beim Bezugsrechtsausschluß in der Vergangenheit nicht selten missbraucht: Ziel war nicht die Information, sondern die Verwicklung der Gesellschaft in lange Prozesse, die sich dann der klagende Kleinaktionär für hohe Geldsummen abkaufen ließ<sup>66</sup>.

#### b) *Ex post*-Informationen im Kapitalmarktrecht

Im Kapitalmarktrecht wird die Pflicht zur Mitteilung der Unternehmenssituation zeitlich noch intensiviert; strengere Grundsätze scheinen auch bei der Beteiligung an börsennotierten Gesellschaften zu gelten. Dem Gesellschaftsrecht gänzlich fremd ist eine dem WpHG vergleichbare *Ad hoc*-Mitteilungspflicht.

aa) Neben Jahresabschluß und Lagebericht bildet der auf Gemeinschaftsrecht zurückgehende halbjährige Zwischenbericht gemäß § 44 b BörsG die Säule der Rechtpublizität nach Zulassung des Wertpapiers.

bb) Wer durch Erwerb, Veräußerung oder in sonstiger Weise bereits 5 oder 10 % der Stimmrechte einer börsennotierten Gesellschaft erreicht, hat dies nach § 21 Abs. 1 WpHG der Gesellschaft und dem Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel (BAWe) unverzüglich mitzuteilen. Damit ist nicht nur das Unternehmen, wie bei §§ 20 f AktG, sondern jede natürliche und juristische Person als Stimmrechtsinhaber mitteilungspflichtig<sup>67</sup>. Das Unterlassen der Mitteilung stellt eine Ordnungswidrigkeit dar, die mit einer Geldbuße von bis zu 500 000,- DM geahndet werden kann, § 39 Abs. 1 Nr. 1 c WpHG. Trotz dieser im Vergleich zu den §§ 20 f AktG niedrigeren Beteiligungsschwelle fallen auch bei § 21 WpHG einige Ungereimtheiten auf: Für die Beteiligung wird nur auf das Stimmrecht, nicht aber auf den Kapitalanteil abgestellt; damit werden beispielsweise stimmrechtslose Vorzugsaktien nicht erfaßt<sup>68</sup>. Ein Verstoß gegen die Mitteilungspflicht hat nach § 28 WpHG nur den Stimmrechtsausschluß, nicht dagegen den Ausschluß oder das

64 Götz, ZIP 1995, 1310, 1311. Aufschlußreich ist es, wenn der BGH die Kausalität einer nicht beantworteten Frage für die Beschlüßfassung im Jahr 1989 verneint, weil die Gesellschaft dem Aktionär vier Jahre nach der Hauptversammlung während des Rechtsstreits eine Antwort gegeben hat, BGH ZIP 1995; 1256 – Rieter/SSI II.

65 SCHOLZ/K. SCHMIDT, Komm. z. GmbHG, 8. Aufl., 1995, § 51 b Rdn. 3. Zum Regelungszweck BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 189.

66 DIEKGRÄF, Sonderzahlungen an opponierende Kleinaktionäre im Rahmen von Anfechtungs- und Spruchstellenverfahren, 1990; TIMM, Mißbräuchliches Aktionärsverhalten, 1990; sowie unten Fn. 168.

67 GESSLER, Komm. z. AktG, 1995, § 22 Rdn. 17 a; SCHNEIDER, aaO (Fn. 17), § 21 WpHG Rdn. 5 ff. Die Nationalität des Meldepflichtigen ist dagegen irrelevant, FALKENHAGEN, WM 1995, 1005.

68 SCHNEIDER, aaO (Fn. 17), § 21 WpHG Rdn. 16 ff.

Ruhen von Dividende, Bezugsrecht und Auskunftsrecht wie nach § 20 Abs. 7 AktG zur Folge<sup>69</sup>. Der Gesetzgeber hat es versäumt, den jeweiligen Tatbestand (bezogen auf Normadressaten, Mitteilungsempfänger, mitteilungspflichtigen Sachverhalt<sup>70</sup>) sowie die Sanktionen als Rechtsfolge der §§ 20 f AktG und §§ 21 f WpHG anzugeleichen<sup>71</sup>. Diese unterlassene Harmonisierung führt seitens der Unternehmen einerseits zu unerfreulichen Doppelbelastungen<sup>72</sup>, andererseits aber auch zu Offenlegungslücken<sup>73</sup>.

cc) Die Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG, dem vormaligen § 44 a BörsG, steht nicht nur in engem Zusammenhang mit dem Insiderrecht<sup>74</sup>, sondern ergänzt vor allem Zwischenberichts- und aktienrechtliche Jahresabschlußpublizität<sup>75</sup>. Danach hat der Emittent von Wertpapieren eine neue, nicht öffentliche Tatsache unverzüglich zu veröffentlichen, wenn sie geeignet ist, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen. Mit dieser *Eignung* zur erheblichen Kursveränderung unterscheidet sich die Ad hoc-Publizität von der Regelpublizität<sup>76</sup>. Die Ad hoc-Publizität geht insofern auch über die Regelpublizität hinaus, als sie eine unverzügliche Veröffentlichung von Einzeltatsachen verlangt<sup>77</sup>. Jedoch wurde schon im Gesetzgebungsverfahren zu § 44 a BörsG, dem Vorgänger des § 15 WpHG, die große Rechtsuns-

cherheit wegen der Fülle von unbestimmten Rechtsbegriffen kritisiert<sup>78</sup>. Umstritten ist beispielsweise, ob auch nicht buchungspflichtige Vorgänge, wie die Ablösung des Vorstandsvorsitzenden, eine kursrelevante Tatsache darstellen<sup>79</sup>. Die Kursrelevanz kann möglicherweise fehlen, wenn sich ein Geschäftsergebnis kontinuierlich verschlechtert<sup>80</sup>. Schließlich ist die Ad hoc-Publizität enger als die Regelpublizität, weil sie auf die Einzelinformation („die neue Tatsache“) abstellt und nicht das Geschäftsergebnis als solches erfaßt<sup>81</sup>. Damit besteht die Gefahr, die Ad hoc-Mitteilung überzubewerten<sup>82</sup>.

### 3. Vertrauen in die börsennotierte Aktiengesellschaft

#### a) Schutzmechanismen im Aktienrecht

Den Kapitalanleger durch das Verringern asymmetrisch verteilter Informationen zu schützen, reicht oft nicht aus. Informationen sind nicht nur unzureichend, wenn Sekundärmarkte fehlen, die eine Korrektur der Anlageentscheidung erlauben<sup>83</sup>. Informationspflichten laufen auch dann ins Leere, wenn sie zu spät kommen<sup>84</sup> oder die zur Information verpflichtete Gesellschaft selbst nicht über die Information verfügt, die sie weitergeben könnte, wie beispielsweise der Gesellschaft noch unbekannte Übernahmeversuche eines anderen Unternehmens. Umgekehrt wird der Anleger bei vollständigen Informationen über sämtliche Risiken nicht selten überfordert sein. Zu einem gewissen Teil können deshalb gesellschaftsrechtliche Verhaltensgebote und -verbote den Anleger weit besser schützen als es dadurch erreicht werden kann, Anlegern alle Informationen mitzuteilen<sup>85</sup>. Mit solchen Normen wird dem institutionellen Anlegerschutz in Form des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit der börsennotierten Aktiengesellschaft sowie dem individuellen An-

- 69 Die Einzelheiten zu Voraussetzungen und Rechtsfolgen der Ausübungssperre sind sehr umstritten, siehe die Nachweise bei HÜFFER, aaO (Fn. 41) § 20 AktG Rdn. 8 f.; und BURGARD, AG 1992, 41, 44 Fn. 50; M. WEBER, NJW 1994, 2849, 2856.
- 70 Nämlich der Schwellenzahlen und der Zurechnung von Rechten Dritter siehe HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 139; HAPP, JZ 1994, 240, 245.
- 71 Finanzausschuß, Bericht und Beschußempfehlung, BT-Drucks. 12/7918, Bericht FELL, EBERT und RIND, I 6 a, S. 96 f.; AUSTMANN, WiB 1994, 143, 147; DIEKMANN, DZWiR 1994, 13; HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 139; FALKENHAGEN, WM 1995, 1005, 1009; HÜFFER, aaO (Fn. 41), Anhang § 22 AktG, § 21 WpHG Rdn. 13.
- 72 Wie beispielsweise die Doppelmeldung, HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 139.
- 73 Zur Kritik vgl. Finanzausschuß, Bericht und Beschußempfehlung, BT-Drucks. 12/7918, Bericht FELL, EBERT und RIND, I 6 a, S. 96; HAPP, JZ 1994, 240, 245; HOPT, WM-Festgabe Hellner, 1994, S. 29, 34; DERS., ZHR 159 (1995), 135, 139; SCHNEIDER, aaO (Fn. 17), vor § 21 WpHG Rdn. 40.
- 74 BegrRegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 35; HOPT/WILL, Europäisches Insiderrecht, 1973; HOPT, WM-Festgabe Hellner, S. 29, 31; DERS., Bankrechsttag 1995, S. 3, 21 f.
- 75 HOPT, WM-Festgabe Hellner, S. 29, 31; KÜMPPEL, in: ASSMANN/SCHNEIDER, Komm. z. WpHG, 1995, § 15 Rdn. 1; ASSMANN, AG 1994, 196, 206; HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 147; DERS., ZGR 1991, 17, 22 ff.; KIEM/KOTTHOFF, DB 1995, 1999. Es wird deshalb von einem kapitalmarktrechtlichen Informationssystem gesprochen, BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 44 a BörsG Rdn. 1; KÜMPPEL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 1. Zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad hoc-Publizität siehe BAWE, Bekanntmachung v. 9. 7. 1996, BAnz. Nr. 133.
- 76 So bereits für den § 44 a BörsG HEIDMEIER, AG 1991, 110, 113.
- 77 Schließlich erfolgt an der Börse eine laufende, zeitnahe Veröffentlichung der Kurse sowie der Umsätze.

- 78 Siehe bereits die Kritik im Bundesrat zum § 44 a BörsG, die Vorschrift sei „nicht in dem Maße konkretisiert, daß der Normadressat seine Handlungspflicht in jedem Falle erkennen kann“, BT-Drucks. 10/4296, S. 26.
- 79 Verneinend: BT-Drucks. 12/7918, S. 96; KÜMPPEL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 23; zu § 44 a BörsG PELLENS, AG 1991, 62, 66, 68; HEIDMEIER, AG 1992, 110, 112; bejahend: BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 44 a BörsG Rdn. 1; ARBEITSKREIS DEUTSCHE BÖRSE AG, WM 1994, 2038, 2048; für ein weiteres Verständnis auch WÖLK, AG 1997, 73, 78; FÜRHOFF/WÖLK, WM 1997, 449, 453.
- 80 HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 153; KÜMPPEL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 23. Wegen dieser Unsicherheiten blieb der vormalige § 44 a BörsG weitgehend „totes“ Recht, KÜMPPEL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 11.
- 81 BegrRegE Börsenzulassungs-Gesetz, BT-Drucks. 10/4296, S. 16; BegrRegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 16, 48; KÜMPPEL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 21 ff.
- 82 So für § 44 a BörsG HEIDMEIER, AG 1992, 110, 113.
- 83 So bereits WIEDEMANN, aaO (Fn. 13), S. 488; ihm folgend ASSMANN, ZBB, 1989, 49, 59.
- 84 Dazu gerade Fn. 56 und 64.
- 85 Deutlich einige dieser Argumente herausarbeitend MÜLBERT, aaO (Fn. 16), S. 122.

legerschutz gedient. Neben der Verpflichtung, Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse zu wahren<sup>86</sup>, kann beispielsweise der Vorstand durch die Bekanntgabe von kursensensitiven Tatsachen das Verbot von Insidergeschäften verletzen<sup>87</sup>. Daneben verpflichtet die Treuepflicht des Aktionärs zumindest den Großaktionär, Insiderwissen nicht an Dritte weiterzugeben<sup>88</sup>. Weitere Kernelemente institutionellen Anlegerschutzes im Gesellschaftsrecht hatte schon *Hommelhoff* erörtert: Neben der gerade erwähnten Rechnungslegung und dem Auskunftsrecht sind die Grundsätze der Kapitalaufbringung und -erhaltung, wie sie in den §§ 29 ff, 38, 57 ff AktG normiert sind, die Überwachung der Geschäftsleitung durch Aufsichtsrat und Hauptversammlung, aber auch Mitentscheidungsrechte zu nennen<sup>89</sup>. Über den Anwendungsbereich des § 119 AktG hinaus stehen der Gesellschafterversammlung bei unternehmerischen Grundentscheidungen von elementarer Bedeutung auch ungeschriebene Mitentscheidungsrechte zu<sup>90</sup>. Im Gesellschaftsrecht ist der Schutz der Kapitalaufbringung insoweit unvollkommen, weil das Gericht nicht Lebensfähigkeit und wirtschaftliche Grundlage des Unternehmens prüft<sup>91</sup>. Daß zudem die Überwachung durch den Aufsichtsrat wenig effektiv ist, ist inzwischen hinreichend erörtert<sup>92</sup>. Auch die Bereitschaft des Wirtschaftsprüfers zur Kritik scheint

- 86 Diese Pflicht trifft Vorstand, Aufsichtsrat, aber auch Abschlußprüfer und ist strafbewehrt, §§ 93 Abs. 1 Satz 2, 116, 404 AktG bzw. §§ 323 Abs. 1 Satz 1, 333 HGB, MERTENS, Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1988, § 93 Rdn. 42; BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 323 HGB Rdn. 5; HOPT, ZGR 1991, 17, 67.
- 87 Ein solches Verbot wird auf die Treuepflicht gestützt, LUTTER, ZHR 153 (1989), 446, 459; KÜMPFL, Bank- und Kapitalmarktrecht, 1995, Rdn. 14.77; WIEDEMANN, Organverantwortung und Gesellschafterklagen in der Aktiengesellschaft, 1989, S. 16 ff, 39; jüngst DECKERT, DZWir 1996, 406 ff.
- 88 LUTTER, ZHR 153 (1989), 446, 458 f; HOPT, ZGR 1991, 17, 68. Zur Treuepflicht des Aktionärs grundsätzlich BGHZ 103, 184 = NJW 1988, 1579 mit Anm. TIMM = JZ 1989, 443 mit Anm. WIEDEMANN – Linotype.
- 89 HOMMELHOFF, ZHR 153 (1989), 181, 194 ff; weniger ausführlich auch schon die in Fn. 14 genannten Autoren.
- 90 BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703 – Holzmüller; LUTTER, FS Stimpel, 1985, S. 825, 843 ff; SCHLECHTRIEM, in: Kreuzer, Die Haftung der Leitungsgremien von Kapitalgesellschaften, 1991, S. 9, 33. MÜLBERT, aaO (Fn. 16) hat darüber hinaus zahlreichen aktienrechtlichen Regelungen kapitalmarktrechtliche Funktionen zugesprochen und damit einen „innergesellschaftlichen“ Anlegerschutz entwickelt. Einen Untersuchungsschwerpunkt bildeten dabei Zuständigkeiten der Aktionäre für unternehmerische Grundentscheidungen, welche die Änderung des Gesellschaftszweckes, die Identitätsänderung in der Mitgliedschaft, die Gefährdung des gesamten Gesellschaftsvermögens und die Beeinträchtigung des Beteiligungswertes zugunsten neuer Aktionäre betrafen. Eine Erörterung dieser Fragen muß an dieser Stelle unterbleiben.
- 91 HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 38 AktG Rdn. 10.
- 92 KROPFF, in: Semmler, Reformbedarf im Aktienrecht, 1994, S. 2 ff; ADAMS, AG 1994, 148 ff; BAUMS, ZIP 1995, 11; BERNHARDT, ZHR 159 (1995) 310; FORSTER, AG 1995, 1 ff; FRERK, AG 1995, 211 ff; LUTTER, ZHR 159 (1995), 287 ff; MÖLLERS, ZIP 1995, 1725 ff; DECKERT, ZIP 1996, 985 ff.

begrenzt<sup>93</sup>, erhält er seinen konkreten Prüfungsauftrag schließlich unmittelbar von dem Vorstand, den er prüft, § 318 Abs. 4 HGB. Der Bestätigungsvermerk ist die Regel, die Warnpflicht nach § 321 Abs. 2 HGB an zu hohe Voraussetzungen geknüpft. Die klassischen Anlegerrechte, wie das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung und das Stimmrecht, werden nur von einem verschwindend kleinen Teil der Kleinaktionäre regelmäßig wahrgenommen; der Aktionär ist mehr an seiner Rendite bzw. der Wertsteigerung der Aktie interessiert als an der Sicherstellung der Aktionärsdemokratie<sup>94</sup>.

#### b) Verbot von Insidergeschäften nach WpHG

Das Vertrauen in den Kapitalmarkt wird auch durch das Verbot von Insidergeschäften erzeugt, wie nun erstmals § 14 WpHG dem Primär- und Sekundärinsider verbietet, unter Ausnutzung der Kenntnis einer Insidertatsache Aktien zu erwerben oder zu veräußern<sup>95</sup>. Anders als im Gesellschaftsrecht wird das Verbot von Insidergeschäften durch das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel überwacht, § 16 WpHG. Unnötigerweise weicht § 13 WpHG jedoch vom Wortlaut des Art. 1 Nr. 1 der Insider-Richtlinie ab, der von einer nicht öffentlich bekannten „präzisen Information“ und nicht von einer „Tatsache“ spricht. Dieses Abweichen des bundesdeutschen Gesetzgebers von der gemeinschaftsrechtlichen Vorgabe scheint wenig überzeugend, weil mit dem engeren Begriff „Tatsache“ die aus dem Deliktsrecht bekannte, oft nur schwer oder nicht mehr durchzuführende Abgrenzung zwischen Tatsachenbehauptung und Meinungsäußerung<sup>96</sup> eingeführt wird<sup>97</sup>.

#### 4. Sozialschützende Funktion des Anlegerschutzes

##### a) Der intellektuell und wirtschaftlich unterlegene Anleger im Gesellschaftsrecht

Zu prüfen ist schließlich, ob dem Kapitalanlegerschutz eine sozialschützende Funktion zukommt. Dann wäre zum einen der intellektuell unterlegene Anleger zu schützen, der seine Anlageentscheidung nicht rational trifft<sup>98</sup> und weder willens

93 FORSTER, AG 1995, 1, 3.

94 Bereits SCHWARK, ZRP 1973, 7, 8. Deutlich die unterschiedlichen Interessen der Aktionäre unterscheidend MÜLBERT, aaO (Fn. 16); S. 136 ff.

95 Zu den vormals als freiwillige Verhaltensregeln geltenden Insider-Richtlinien siehe BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), (16).

96 Siehe nur BVerfGE 85, 1 = NJW 1992, 1439 – Bayer AG.

97 MÖLLERS, JZ 1996, 787 f; mit anderer Begründung im Ergebnis ebenso GRUNDMANN, JZ 1996, 274, 285.

98 KOLLER, aaO (Fn. 19) vor § 31 WpHG Rdn. 12.

noch in der Lage ist, sich um die Geschicke des Unternehmens zu kümmern<sup>99</sup>. Zum anderen ist nach dem Schutz des wirtschaftlich unterlegenen Anlegers zu fragen, der seine wirtschaftlichen Interessen nach angemessener Rendite und Wertsteigerung der Aktie durchgesetzt wissen möchte<sup>100</sup>.

Die Aktiengesellschaft wird zwar durch den Lagebericht gemäß § 289 HGB verpflichtet, die Lage so darzustellen, daß ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt wird. Der Lagebericht steht unter dem Gebot der Wahrheit, Klarheit und Vollständigkeit<sup>101</sup>. Dem intellektuell unterlegenen Anleger hilft jedoch die Rechnungslegung der Aktiengesellschaft selten weiter, kann er aus diesem umfassenden Zahlenwerk ohne besondere Kenntnis der Bilanzanalyse doch nur wenig Kenntnisse gewinnen<sup>102</sup>. Das gilt bis zu einem bestimmten Maß selbst für das Aufsichtsratsmitglied<sup>103</sup>. Dessen ungeachtet geht die Rechtsprechung vom mündigen Aktionär aus<sup>104</sup>. Folglich wird ein Recht des Aktionärs auf Auskunft verneint, wenn sich die gewünschte Auskunft aus dem Jahresabschluß nebst Anhang ergibt<sup>105</sup>. Ist für Abstimmungen ein vorbereitender Bericht als Grundlage für die Aktionärsentscheidung vorgeschrieben (z. B. §§ 186 Abs. 4 Satz 2, 293 a AktG), ist der Vorstand nicht verpflichtet, beim Inhalt seiner Erklärungen auf eine etwaige intellektuelle Unterlegenheit des typischen Aktionärs Rücksicht zu nehmen<sup>106</sup>. Die Interessen des wirtschaftlich unterlegenen Kleinaktionärs an einer sachgerechten Rendite lassen sich nur bedingt verwirklichen, weil die Hauptversammlung nur in den engen Grenzen des § 58 AktG über die Verwendung des Jahresüberschusses bestimmen kann.

#### *b) Beratungspflichten der Banken und Kursrelevanz der Ad hoc-Publizität*

aa) Inzwischen hat die Rechtsprechung umfangreiche Beratungspflichten der Bank gegenüber dem anlagesuchenden Kunden auf Grundlage der culpa in contrahendo begründet<sup>107</sup>. So schuldet die Bank dem Kunden eine anlage- und objektge-

99 WIEDEMANN, BB 1975, 1591, 1593; ähnlich GROSSFELD, Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär, 1968, S. 19 f. 199.

100 HOPT, aaO (Fn. 14), S. 9, 342, 351 f.

101 ELLROTT, Beck'scher Bilanzkomm., 3. Aufl., 1995, § 289 Rdn. 5; MORCK, aaO (Fn. 49), § 289 HGB Rdn. 2.

102 MÜLBERT, aaO (Fn. 16), S. 114.

103 MÖLLERS, ZIP 1995, 1725, 1733.

104 „Zumindest insoweit, als der durchschnittliche Anleger zwar eine Bilanz zu lesen versteht, aber nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache vertraut zu sein braucht“, BGH NJW 1982, 2823, 2824.

105 OLG Düsseldorf WM 1991, 2148, 2153; HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 131 AktG Rdn. 19.

106 MÜLBERT, aaO (Fn. 16), S. 115.

107 HOPT, aaO (Fn. 14), S. 421 ff; CANARIS, aaO (Fn. 41), Rdn. 1882 ff; G. H. ROTH, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 1990, § 12.

rechte Beratung<sup>108</sup>. Diesen Beratungspflichten kommt damit sozialschützende Anlegerfunktion zu. Die Informationspflichten nach § 31 f WpHG unterscheiden sich zum Teil inhaltlich von den vertraglich geschuldeten Beratungspflichten der Bank<sup>109</sup>, sie sollen dem Kunden die Wahl seiner Anlageentscheidung erleichtern. Dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist es beispielsweise nach § 32 Abs. 1 Nr. 1 WpHG verboten, Kunden den Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Derivaten zu empfehlen, wenn und soweit die Empfehlung nicht mit den Interessen der Kunden übereinstimmen<sup>110</sup>.

bb) Weitergehend als bei Rechnungslegung oder Zwischenbericht wird bei der Ad hoc-Publizität des § 15 WpHG die Information bewertet: Eine Verpflichtung zur Information besteht immer dann, wenn diese geeignet ist, den Kurs zu beeinflussen. Andererseits hat die Ad hoc-Publizität den gravierenden Nachteil, daß es nach dem Willen des bundesdeutschen Gesetzgebers für die Veröffentlichungspflicht gemäß § 15 Abs. 3 WpHG ausreichen soll, wenn nur die sogenannte Bereichsöffentlichkeit informiert wird. Dazu soll es genügen, wenn der professionelle Marktteilnehmer die kursrelevante Tatsache zur Kenntnis nimmt<sup>111</sup>, die breite Öffentlichkeit müßte nicht informiert werden. Mit einer solchen Einengung auf den Marktteilnehmer wird aber das Ziel des WpHG, den Anleger zu schützen, nicht erreicht, weil die Information nur dem institutionellen Anleger zugute kommt<sup>112</sup>.

### *IV. Abbau von Schutzlücken – Weiterentwicklung und Harmonisierung geltenden Rechts*

#### *1. Gründungspublizität*

Die Gründungspublizität, die auf die Novelle von 1884 zurückgeht<sup>113</sup>, sollte beibehalten werden. Daß die Ansprüche nach §§ 46 ff AktG nur der Gesellschaft

108 BGHZ 123, 126 = NJW 1993, 2433 = WM 1993, 1455 – Bond; BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 347 HGB Rdn. 23; DRYGALA, ZHR 159 (1995), 686, 714.

109 KÜMPFL, WM 1995, 689, 691 f.

110 Damit wurde die allgemeine anerkannte vertragsrechtliche Verhaltenspflicht der Priorität des Kundeninteresses kodifiziert, BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), (7) Bankgeschäfte Rdn. A/6; HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 160.

111 Ausdrücklich BegRegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 46, 48; Finanzausschuß, BT-Drucks. 12/7918, S. 101; BT-Drucks. 793/93, S. 142; zustimmend KÜMPFL, WM 1994, 2137, 2138; DERS., aaO (Fn. 87), Rdn. 14.117; DERS., aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 157; CASPARI, ZGR 1994, 530, 539; HAPP, JZ 1994, 240, 243; ARBEITSKREIS DEUTSCHE BÖRSE AG, WM 1994, 2038, 2046; F. IMMENGA, ZBB 1995, 197, 201 f; FÜRHOFF/WÖLK, WM 1997, 449, 457.

112 D. SCHNEIDER, DB 1993, 1429, 1430; ASSMANN, AG 1994, 237, 242; allgemeiner M. WEBER, NJW 1994, 2849, 2854; HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 154; HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 65 ff.

113 SCHWARK, aaO (Fn. 5), S. 175; HOMMELHOFF, in: Schubert/Hommelhoff, Hundert Jahre modernes Aktienrecht, 1985, S. 64.

zukommen, ist interessengerecht, wird damit doch das Haftungskapital dem Unternehmen erhalten<sup>114</sup>. Die Gründungspublizität dient weniger der *ex ante*-Information des Anlegers. Sie sichert jedoch die Kapitalaufbringung und schützt damit mittelbar das zur Kapitalanlage aufgeforderte Publikum<sup>115</sup>. Mit der Prospekthaftung hat die Rechtsprechung die Haftung deutlich verschärft, ist diese doch erheblich strenger als die börsenrechtliche Prospekthaftung. So ist der Kreis der verantwortlichen Personen nicht auf das Unternehmen und die emittierende Bank beschränkt<sup>116</sup>. Zudem wird der Schaden nicht, wie im BörsG, begrenzt, sondern umfaßt beispielsweise auch Befreiung von Aufwendungen<sup>117</sup> oder den entgangenen Zins<sup>118</sup>. Schließlich wird ein mitwirkendes Verschulden des Anlegers in aller Regel abgelehnt<sup>119</sup>. Dem Schutz des Anlegers wird schließlich noch durch die unten<sup>120</sup> zu erörternden Verhaltenspflichten der Banken Rechnung getragen.

## 2. Allokation durch *ex post*-Information der Gesellschaft

### a) Rechnungslegung

aa) Um den Interessen der Anleger nach Information Rechnung zu tragen, hat jüngst Kübler die Ansicht vertreten, daß bei stillen Reserven die Verpflichtung zur Ad hoc-Publizität bestehen kann: Stille Reserven könnten nach § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG eine neue, nicht öffentliche Tatsache darstellen, die wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder dem allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet sei, den Börsenpreis des Wertpapiers erheblich zu beeinflussen<sup>121</sup>. Jedoch ist schon fraglich, ob die Auflösung stiller Reserven mangels buchungspflichtigen Vorgangs eine neue Tatsache nach § 15 WpHG darstellt<sup>122</sup> und

114 HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 47 AktR Rdn. 4; HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 393.

115 HOMMELHOFF, ZHR 153 (1989), 181, 205. De lege ferenda wäre zu prüfen, inwieweit ein einheitliches bundesweites Registergericht errichtet werden kann, was die nach § 38 AktG ordnungsgemäße Errichtung und Anmeldung der Aktiengesellschaft weit besser wird prüfen können als der einzelne Richter vor Ort; ohne gesetzliche Grundlage ist eine zentrale Datenbank durch private Datenverbreiter unzulässig, siehe BGHZ 108, 32 = ZIP 1989, 1120; HIRTE, NJW 1996, 2827, 2830 m. w. N.

116 Es können Norare, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte haften, NJW 1984, 865; BGHZ 111, 314 = NJW 1990, 2461. Zur Haftung des Bankenkonsortiums und der Bank siehe SCHWARK, aaO (Fn. 32), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 6 ff.

117 BGH NJW 1992, 228, 230 = WM 1991, 2092; SCHWARK, aaO (Fn. 32), §§ 45, 46 BörsG Rdn. 1.

118 BGH NJW 1992, 1223, 1224 = ZIP 1992, 324.

119 COING, WM 1980, 206, 210; SOERGEL/WIEDEMANN, aaO (Fn. 42), vor § 275 BGB Rdn. 343. Zur Prospekthaftung im Aktienrecht SCHWARK, FS Raisch, 1995, S. 269, 279.

120 Unter IV.4.

121 KÜBLER, ZHR 159 (1995), 550, 564 ff.

122 Siehe oben Fn. 79.

ob diese Auflösung sich auf die Vermögens- und Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten auswirkt, so daß der Kursverlauf beeinflußt werden kann<sup>123</sup>. Vor allem widerspricht es dem Gedanken der Einheit der Rechtsordnung<sup>124</sup>, wenn die gesetzlich zulässige Bilanzierung durch hohe Bußgeldvorschriften des WpHG mittelbar pönalisiert würde<sup>125</sup>. Ebensowenig wie das Auskunftsrecht dazu dient, stille Reserven aufzudecken<sup>126</sup>, kann die Verpflichtung zur Ad hoc-Publizität die Lücken der als unzureichend empfundenen Bilanzierungsvorschriften füllen. Statt dessen ist unmittelbar bei den Rechnungslegungsvorschriften anzusetzen.

bb) Nicht wenige börsennotierte Aktiengesellschaften unterwerfen sich inzwischen freiwillig der transparenteren anglo-amerikanischen Rechnungslegung und erfüllen damit in stärkerem Maße das Informationsbedürfnis der international tätigen Anleger<sup>127</sup>. Diese freiwillige Verpflichtung zur Klarheit und „Ehrlichkeit“ des Jahresabschlusses wird durch höhere Börsenkurse belohnt<sup>128</sup>. Zum Teil wird die Übernahme der anglo-amerikanischen Rechnungslegung gefordert, weil nur so das true and fair view-Prinzip umgesetzt werden könnte<sup>129</sup>. Auch der Referentenentwurf zum Kapitalaufnahmeverleichterungsgesetz sieht vor, daß deutsche Unternehmen nach anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen anderer Staaten künftig bilanzieren dürfen<sup>130</sup>. Mit einer solchen Öffnung existiert jedoch die Gefahr eines

123 KÜBLER, ZHR 159 (1995), 550, 566 möchte dieses Tatbestandsmerkmal extensiv auslegen; unter Berufung auf KÜMPFL, aaO (Fn. 87), Rdn. 14.251.

124 ENGELSCH, Die Einheit der Rechtsordnung, 1935; DERS., Einführung in das juristische Denken, 8. Aufl., 1983, S. 160 ff.; LARENZ, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl., 1991, S. 167; RAISCH, Juristische Methoden, 1995, S. 148 f.; MÖLLERS, Rechtsgüterschutz im Umwelt- und Haftungsrecht, 1996, S. 15.

125 Wenn Kübler meint, die bilanzrechtlichen Bewertungsspielräume könnten – ungeachtet des § 15 WpHG – weiterhin genutzt werden, übersieht er die drohende Geldbuße nach § 39 WpHG, KÜBLER, ZHR 159 (1995), 550, 566.

126 Siehe oben Fn. 63.

127 Nach IAS (International Accounting Standards) oder den US-amerikanischen GAAP (Generally Accepted Accounting Principles). Ihren Konzernabschluß bilanzieren beispielsweise Daimler-Benz, Veba oder Telekom 1995 nach US-GAAP, Bayer, Heidelberger Zement oder Schering nach IAS, siehe CLASSEN/ENZWEILER/HILLEBRAND, Capital 10/96, 46; GRUND, DB 1996, 1293, 1294. Das erfolgt zum Teil auch deshalb, um an der New Yorker Börse Aktien zu emittieren, weil die SEC die bundesdeutsche Rechnungslegung nicht akzeptiert, siehe BUNGERT/PASCHOS, DZWir 1995, 133 ff.; CLAUSSEN, AG 1993, 278, 279. Zum US-amerikanischen Recht siehe HALLER, in: Ballwieser, US-amerikanische Rechnungslegung, 1995, S. 3 ff.; SIEBERT, Grundlagen der US-amerikanischen Rechnungslegung, 1996, S. 146 ff.

128 Siehe Capital 10/96, S. 52 ff. Diese Tendenz wird bestätigt durch US-amerikanische Erfahrungen, wonach die offene Rechnungslegung auf Grund des höheren Vertrauens der Anleger zur Kurswertmaximierung und damit zur Erlangung von Eigenkapital wesentlich beigetragen hat, KÜBLER, ZHR 159 (1995), 550, 558.

129 CLAUSSEN, AG 1993, 278, 280.

130 Zu den §§ 264 und 291 f HGBE siehe STROBEL, BB 1996, 1601.

zweigeteilten Bilanzrechts. Während auf der einen Seite die etwa 500 international tätigen Konzerne nach ausländischen Regeln ihre Bilanzen aufstellen, würden auf der anderen Seite die kleineren Unternehmen weiterhin nach deutschen Rechnungslegungsvorschriften bilanzieren. Könnten Konzernunternehmen nach Regeln bilanzieren, die nur in englischer Sprache vorliegen, keine Rechtsnormen darstellen, auch nicht auf solchen beruhen und auf deren Inhalt der Gesetzgeber keinen Einfluß hat, dann hätte dies „mit Bilanzrecht nichts mehr zu tun“<sup>131</sup>.

cc) Von einigen Autoren wird statt dessen eine konsequente Umsetzung des Europäischen Bilanzrechts gefordert<sup>132</sup>, weil die bisherige deutsche Bewertungspraxis gegen die Bilanz-Richtlinie verstößt<sup>133</sup>. Denn bereits die Bilanz-Richtlinie aus dem Jahre 1978 verlange die Nichtanwendung nationaler Vorschriften, wenn nur so der true and fair view-Grundsatz verwirklicht werden kann<sup>134</sup>. Weil der EuGH in einer jüngeren Entscheidung das true and fair view-Prinzip betonte<sup>135</sup>, wäre der Verstoß der deutschen Rechnungslegungspraxis offensichtlich<sup>136</sup>.

Diese Ansicht übersieht allerdings, daß das Einblicksgebot bereits in der Bilanz-Richtlinie deutlich abgeschwächt wurde, läßt die Bilanz-Richtlinie doch 76 unterschiedliche Bewertungsvorschriften zu<sup>137</sup>. Schließlich sollte man nicht vergessen, daß auch die Grundsätze des Gläubigerschutzes und der Kapitalerhaltung nicht zu unterschätzende Prinzipien der Bilanzierung darstellen<sup>138</sup>, die mittelbar

131 So wörtlich LUTTER, NJW 1996, 1345; ähnlich kritisch WEBER-GRELLET, DB 1996, 2089, 2091; „Es droht ein Scherbenhaufen“. Vor einer blinden Übernahme der US-amerikanischen Rechnungslegung warnend HOPT, in: Buxbaum u. a., European Business Law, Legal and Economic Analyses on Integration and Harmonization, 1991, S. 333 f., 337 f.; LOEHR, WM 1994, 148; GRUND, DB 1996, 1293, 1294; ausführlich WÜSTEMANN, WPg 1996, 421 ff.

132 Ohne weitere Ausführungen so GRUND, DB 1996, 1293, 1296; DELECKER, IStR 1996, 307, 312; WEBER-GRELLET, DB 1996, 2089, 2091.

133 CLAUSSEN, FS Goerdeler, 1987, S. 81, 84 ff., 87; DERS., ZHR 158 (1994), 336, 337.

134 Art. 2 Abs. 5 Bilanz-RiL, aaO (Fn. 47). Die Vorschrift wurde vom bundesdeutschen Gesetzgeber nicht umgesetzt, „weil nach allgemeinen Vorschriften des deutschen Rechts die Anwendung gesetzlicher Vorschriften jeweils so zu erfolgen hat, daß der den gesetzlichen Vorschriften vom Gesetzgeber beigelegte Sinn erfüllt wird“, BT-Drucks. 10/317, S. 77.

135 EuGH NJW 1996, 2363 = EuZW 1996, 467 – Tomberger/Gebrüder von der Wettern GmbH; dazu auch HOFFMANN, BB 1996, 1051 ff.; GELHAUSEN/GELHAUSEN, WPg 1996, 573 ff.

136 WEBER-GRELLET, DB 1996, 2089 ff.

137 JONAS, DB 1978, 1361, 1365; GRUND, DB 1996, 1293. Das Vorsichtsprinzip findet sich beispielsweise in Art. 31 Abs. 1 lit. c Bilanz-RiL, aaO (Fn. 47). Auch erreichte die Bundesregierung in einer Protokollerklärung, daß es normalerweise ausreicht, die Richtlinie anzuwenden, damit das gewünschte, den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Bild entsteht, SCHRUFF, Entwicklung der 4. EG-Richtlinie, 1986, S. 11; ALSHEIMER, RIW 1992, 645, 647. Zur Protokollerklärung siehe ADLER/DÜRING/SCHMALTZ, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 5. Aufl., 1987, Gesetzestexte, S. 357.

138 BUDDE/KARIG, aaO (Fn. 50), § 264 HGB Rdn. 35; MOXTER, aaO (Fn. 54), S. 67; KÜBLER, ZHR 159 (1995), 550, 553. Auch dem Gesetzgeber von 1965 war bewußt, daß mit den Be-

den Anleger vor einer kurzfristig angelegten Unternehmenspolitik schützen. Die lege lata sind damit die jetzigen bilanzrechtlichen Bewertungsmöglichkeiten gemeinschaftskonform<sup>139</sup>. An den unterschiedlichen Bewertungsvorschriften zum Jahresabschluß wird sich auch wenig ändern, solange die Handelsbilanz gemäß § 5 Abs. 1 Satz 1 EStG für die Steuerbilanz maßgeblich ist, so daß beispielsweise stille Reserven den Gewinn mindern.

dd) Wenn allerdings vertreten wird, „Gesichtspunkte des Gesellschafterschutzes und der Kapitalmarktinteressen [hätten] grundsätzlich keinen Platz im allgemeinen Bilanzrecht“<sup>140</sup>, ist diese Ansicht als zu einseitig abzulehnen, da diese Position dem Sinn der Bilanz-Richtlinie widerspricht<sup>141</sup>. Nach jetzigem Gesetzesstand kann man der berechtigten Kritik an der Verschleierung der Bilanzen dadurch Rechnung tragen, daß bestimmte Mißbrauchsmöglichkeiten untersagt sind<sup>142</sup>. Zudem hat das Unternehmen, der Abkoppelungsthese von Moxter folgend, zusätzliche Informationen im Anhang und im Lagebericht zu geben<sup>143</sup>. Damit würde auch der Verpflichtung des Art. 2 Abs. 5 Satz 2 Bilanz-Richtlinie Rechnung getragen, wonach nationale Regelungen, die vom true and fair view-Prinzip abweichen, im Anhang zu begründen sind. Für den Anhang sollten die bisher nur freiwilligen Angaben zu Kapitalflußrechnung und stillen Reserven<sup>144</sup> der lege ferenda zu Pflichtangaben gemäß § 284 Abs. 2 HGB gemacht werden. Mit diesen Angaben würde die irreführende heimliche Auflösung stiller Reserven im Jahresabschluß<sup>145</sup> oder die irreführende Ausübung von Bewertungswahlrechten<sup>146</sup> durch den Anhang aufgedeckt. Die zusätzlichen Angaben in dem Lagebericht nach § 289 Abs. 2 HGB soll-

wertungsvorschriften der Einblick in den Jahresabschluß beschränkt würde, BT-Drucks. 4/3296, S. 27.

139 Folglich hatte der EuGH in der Entscheidung Tomberger, NJW 1996, 2363, auch keinen Verstoß gegen die Bilanz-RiL festgestellt.

140 So BEISSE, FS Beusch, 1993, S. 77, 90.

141 „Der Koordinierung der Vorschriften ... kommt im Hinblick auf den Schutz der Gesellschafter sowie Dritter besondere Bedeutung zu“. Erwägungsgrund Nr. 1 der Bilanz-RiL, aaO (Fn. 47); ebenso jetzt HENNRICH, ZGR 1997, 66, 71 ff.

142 Wie beispielsweise das willkürliche Wechseln von Bilanzierungsmethoden, zum Gebot der willkürfreien Bewertung BUDDE/GEISSLER, Beck'scher Bilanzkomm., 3. Aufl., 1995, §§ 252 HGB Rdn. 68, 264 HGB Rdn. 30; ADLER/DÜRING/SCHMALTZ, aaO (Fn. 137), § 252 HGB Anm. 17; CLAUSSEN/KORTH, Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1989, § 264 HGB Rdn. 33 ff.; BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 264 HGB Rdn. 16.

143 Zur Abkoppelungsthese siehe MOXTER, FS Helmrich, 1993, 709 ff.; DERS., FS Budde, 1995, S. 419, 427 m. w. N.; DERS., aaO (Fn. 54), S. 67; BEISSE, FS Beusch, 1993, S. 77, 90; DERS., FS Budde, 1995, S. 3, 6; SCHILDBACH, FS Moxter, 1994, S. 699, 718; a. A. WEBER-GRELLET, DB 1996, 2089, 2090.

144 Zur Freiwilligkeit BT-Drucks. 10/4268, S. 110; MORCK, aaO (Fn. 49), § 284 HGB Rdn. 3.

145 BAUMBACH/HOPT, aaO (Fn. 49), § 253 HGB Rdn. 33; § 264 HGB Rdn. 20; a. A. SCHULZE-OSTERLOH, ZHR 150 (1986), 532, 563 f. m. w. N.; grundsätzlich ablehnend BUDDE/KARIG, aaO (Fn. 50), § 264 HGB Rdn. 46; ADLER/DÜRING/SCHMALTZ, aaO (Fn. 137), § 264 HGB Anm. 93.

146 CLAUSSEN/KORTH, aaO (Fn. 142), § 264 HGB Rdn. 38.

ten de lege ferenda zwingend aufgenommen werden<sup>147</sup> sowie auf die voraussichtliche (auch negative) Geschäftsentwicklung deutlich hinzuweisen sein<sup>148</sup>. Hilfreich wäre zudem eine Angleichung der vagen gesetzlichen Erfordernisse des Lageberichts mit den Informationspflichten, die bei der erstmaligen Zulassung eines Wertpapiers aufgrund der börsenrechtlichen Publizitätspflicht bzw. der Regeln über die Prospekthaftung bestehen. Die Einzelangaben in dem gemäß § 36 Abs. 2 BörsG beizufügenden Prospekt sind detaillierter als die Angaben in Jahresabschluß, Anhang und Lagebericht. Während der Jahresabschluß beispielsweise nur über das abgelaufene Geschäftsjahr berichtet, muß der Prospekt über die letzten drei Geschäftsjahre informieren<sup>149</sup>. Einer Harmonisierung mit den kapitalmarktrechtlichen Vorschriften wäre es schließlich dienlich, in den Lagebericht die Ad hoc-Mitteilungen des letzten Jahres aufzunehmen. Eine solche Forderung läßt sich damit begründen, daß § 289 HGB im Gegensatz zu § 264 Abs. 2 Satz 1 HGB eine Ausnahme zum true and fair view-Prinzip nicht zuläßt<sup>150</sup>. Ein möglicher Doppelaufwand von Bilanz, Anhang und Lagebericht reduziert sich in dem Maße, in welchem die Bilanz die Angaben in Anhang und Lagebericht unmittelbar widerspiegelt. Bei Nichtbeachtung würden das Versagen des Bestätigungsvermerkes durch den Abschlußprüfer<sup>151</sup> sowie Geld- bzw. Freiheitsstrafen gemäß § 331 Nr. 1 bzw. § 334 Abs. 3 HGB drohen.

ee) Im Sinne eines modernen europäischen Bilanzrechtes wäre es schließlich noch erfreulicher, wenn man sich auf europäischer Ebene einigte, die Bilanzwahlrechte deutlich einzuschränken<sup>152</sup>. Dann würde man sich dem § 153 AktG 1965 annähern, der nur noch eine Bewertung ohne Freiräume nach unten oder oben erlaubt hatte<sup>153</sup>.

147 Statt „soll ... eingehen“ „der Lagebericht hat auch einzugehen auf ...“.

148 Siehe § 289 Abs. 1 und § 315 Abs. 1 HGB des Referentenentwurfs v. 22. 11. 1996 eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz (KonTraG), abgedruckt in: ZIP 1996, 2129 ff, 2193 ff; „dabei ist auch auf die Risiken der künftigen Entwicklung einzugehen“. Präzisierend die Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins (DAV), ZIP 1997, 163, 170: Beschränkung auf „besondere“ Risiken der künftigen Entwicklung. Dies ist möglich, da Art. 2 Abs. 6 Bilanz-RiL, aaO (Fn. 47) strengeres Recht zuläßt. Die Verpflichtung nach jetzigem Recht ist umstritten, behauptend: ADLER/DÜRING/SCHMALTZ, aaO (Fn. 137), § 289 HGB Anm. 104; MORCK, aaO (Fn. 49) § 289 HGB Rdn. 3; verneinend: MAUL, WPg 1984, 189 ff.

149 §§ 20, 21 BörsZulVO, aaO (Fn. 9).

150 § 289 HGB setzt Art. 64 Bilanz-RiL, aaO (Fn. 47) um, der im Gegensatz zu Art. 2 Abs. 4 keine Ausnahme zuläßt und zu dem keine Protokollerklärung (siehe Fn. 137) existiert.

151 Siehe dazu sogleich unter IV.3.

152 Zum Versuch des International Accounting Standards Committee (IASC), die 4. und 7. EG-RiL zu ergänzen, siehe CLAUSSEN, AG 1993, 278, 279; HAVERMANN, FS Moxter, 1994, S. 656, 668 ff. Zur Einschränkung der Bilanzrechte BUSSE von COLBE, Managementkontrolle durch Rechnungslegungspflichten, Vortrag zur Verleihung der Ehrendoktorwürde der Universität Augsburg, 1994, S. 17, 28 f.

153 BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 239; CLAUSSEN, AG 1993, 276, 279.

### b) Mitteilungspflichten bei Unternehmensbeteiligungen nach AktG und WpHG

Nach dem Willen des Gesetzgebers von 1965 bezweckten §§ 20 f AktG einen besseren Überblick über die Aktionärsstruktur, sollte die Anonymität der Inhaberaktie doch nicht den Aufbau von Machtstellungen verschleiern<sup>154</sup>. Auch die Mitteilungspflichten bei Unternehmensbeteiligungen nach §§ 21 f WpHG wollen nicht nur dem künftigen Anleger, sondern vor allem dem Gesellschafter einen besseren Überblick über die Herrschaftsverhältnisse einer Aktiengesellschaft ermöglichen<sup>155</sup>. Das Ruhen des Stimmrechts nach § 28 WpHG hat unmittelbar Auswirkung auf die Mitgliedschaft des Aktionärs und die Willensbildung sowie die Entscheidungsfindung in der Hauptversammlung<sup>156</sup>. Der Regelungszweck der Mitteilungspflichten ist deshalb grundsätzlich dem Gesellschaftsrecht zuzuordnen<sup>157</sup>. Zur Harmonisierung mit den §§ 21 f WpHG sollte einerseits de lege ferenda der Schwellenwert von 25 % nach §§ 20 f AktG deutlich reduziert werden<sup>158</sup>. Damit würden auch potentielle Übernahmeversuche<sup>159</sup> früher transparent. Andererseits sollten §§ 21 f WpHG künftig um die Sanktionen des § 21 Abs. 7 AktG ergänzt werden<sup>160</sup>, weil zivilrechtliche Sanktionen effektiver wirken als die oftmals nur auf dem Papier vorhandenen Bußgeldvorschriften<sup>161</sup>. Dies wäre zulässig, da die Transparenz-Richtlinie den Mitgliedstaaten die Wahl konkreter Sanktionen überläßt<sup>162</sup>. Mit diesen Vorschlägen ließen sich im Ergebnis eine Reihe der genannten Widersprüche beheben<sup>163</sup>.

154 BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 38 f; KROPFF, in: Lutter, 25 Jahre Aktiengesetz, 1991, S. 36; BGHZ 114, 203, 215 = NJW 1991, 2765.

155 BegrRegE, BT-Drucks. 12/6679, S. 52; SCHNEIDER, in: Assmann/Schneider, aaO (Fn. 17), vor § 21 WpHG Rdn. 19, 41.

156 Allgemeine Meinung, vgl. z. B. HÜFFER, aaO (Fn. 41), Anh. § 22 AktG, § 21 WpHG Rdn. 3; SCHNEIDER, aaO (Fn. 17), vor § 21 WpHG Rdn. 9, § 28 WpHG Rdn. 16.

157 So bereits BURGARD, Die Offenlegung von Beteiligungen, Abhängigkeits- und Konzernlagen bei der Aktiengesellschaft, 1991, S. 185; DERS., AG 1991, 41, 51. A. A. HÄPP, JZ 1994, 240, 245 f, der die § 20 f AktG streichen möchte. HÄPP übersieht dabei die gesellschaftsrechtlichen Sanktionsfolgen.

158 Siehe oben Fn. 57. Ob dies wirklich 5 % sein müssen, soll hier offenbleiben. Art. 4 der Transparenz-RiL, aaO (Fn. 10) fordert nur einen Schwellenwert von 10 %. Auch HÜFFER, aaO (Fn. 41), Anh. § 22 AktG Rdn. 5, wendet sich explizit nur gegen den seines Erachtens nach zu geringen Schwellenwert von 5 %.

159 HÄPP, JZ 1994, 240, 245; SCHNEIDER, aaO (Fn. 17), vor § 21 WpHG Rdn. 4.

160 SCHNEIDER, aaO (Fn. 17), § 28 WpHG Rdn. 19. Das erscheint auch sinnvoller, als einen Verstoß gegen die Mitteilungspflicht in den Ordnungswidrigkeitenkatalog des § 405 AktG aufzunehmen.

161 Siehe auch HÄPP, JZ 1994, 240, 245.

162 Art. 15 Transparenz-RiL, aaO (Fn. 10) verlangt nur angemessene Sanktionen und Art. 3 läßt ausdrücklich strengeres nationales Recht zu.

163 Darüber hinaus möchte HÄPP, JZ 1994, 240, 245, das AktG auf jede Privatperson anwenden; dazu schon BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 39; WÜRDINGER, in: Großkomm. z. AktG, 3. Aufl., 1973, Vorbemerkung §§ 20–22 Anm. 1.

c) *Gesellschaftsrechtliches Auskunftsrecht und WpHG*

aa) Das 1937 in das AktG als Individualrecht ausgestaltete Auskunftsrecht<sup>164</sup>, das 1965 um weitere Auskunftsrechte erweitert wurde<sup>165</sup>, will dem Aktionär die Informationen vermitteln, die er benötigt, um seine Mitgliedschaftsrechte sachgerecht auszuüben<sup>166</sup>. Das Auskunftsrecht dient damit mittelbar dem Vertrauen in die Kapitalgesellschaft. Es hat sich bewährt, waren doch nicht wenige Klagen in der Sache begründet und haben zur Klärung umstrittener Rechtsfragen beigetragen. Auf mißbräuchliche Aktionärsklagen haben Rechtsprechung und Gesetzgeber inzwischen reagiert. So kann sowohl das Auskunftsbegehren<sup>167</sup> als auch die Anfechtung mißbräuchlich sein<sup>168</sup>. Aufgrund des neu erlassenen § 16 Abs. 3 UmwG<sup>169</sup> führt eine Anfechtungsklage nicht mehr automatisch zur Registersperre, und auch der neu eingeführte § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG, der den Bezugsrechtsausschluß der Aktionäre erleichtert<sup>170</sup>, wird die Anzahl der unbegründeten Anfechtungsklagen reduzieren.

bb) Noch wenig geklärt ist das Verhältnis des Auskunftsrechts zum WpHG. Jüngst wurde Art. 4 Transparenz-Richtlinie als Maßstab dafür herangezogen, um den Inhalt der gesellschaftsrechtlichen Auskunftsklage zu präzisieren. Die Relevanz dieser umstrittenen Rechtsprechung zum Auskunftsrecht<sup>171</sup> wird deutlich abnehmen, soweit das Unternehmen künftig von sich aus zur Auskunft bei der Übernahme von einer Minderheitsbeteiligung verpflichtet würde<sup>172</sup>.

Zu fragen ist außerdem, in welchem Verhältnis das Auskunftsrecht zur Ad hoc-Publizität steht. Eine Kollision dieser zwei Rechtsnormen könnte man mit der Überlegung verneinen, das Auskunftsrecht gem. § 131 AktG beziehe sich regelmäßig auf zurückliegende Sachverhalte, während § 15 WpHG eine Publizität nur für neue Tatsachen verlange. Jedoch gibt es einen Konkurrenzbereich, kann der Aktio-

164 Zu §§ 112 Abs. 1 AktG 1937 siehe MATTHES, Aktienrecht 1937, S. 194; HOMMELHOFF, in: Schubert/Hommelhoff, Die Aktienrechtsreform am Ende der Weimarer Republik, 1987, S. 92 f.

165 BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 184 f. und oben Fn. 57.

166 Wie sein Stimmrecht, die Anfechtungsbefugnis nach § 245 AktG und andere Minderheitenrechte, GROSSFELD/MÖHLENKAMP, ZPI 1994, 1425, 1426; GÖTZ, ZIP 1995, 1310; HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 131 AktG Rdn. 1; ZÖLLNER, Kölner Komm. z. AktG, 1985, § 131 Rdn. 2.

167 ZÖLLNER, aaO (Fn. 166) § 131 AktG Rdn. 44; zum Streitstand HÜFFER, aaO (Fn. 41), § 131 AktG Rdn. 33 ff.

168 BGHZ 107, 296 = NJW 1989, 2689 – Kochs Adler; BGH NJW 1992, 569 = ZIP 1991, 1577; HECKSCHEN, ZIP 1989, 1168; HEUER, WM 1989, 1401; WERNER, FS Heinsius, 1991, S. 911 f.

169 Umwandlungsgesetz v. 28. 10. 1994, BGBl. I, S. 3210.

170 Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts v. 2. 8. 1994, BGBl. I, S. 1961.

171 Siehe oben Fn. 60.

172 Zu dieser Forderung siehe gerade IV.2.b).

när mit dem Auskunftsrecht doch auch zurückliegende Informationen verlangen, die für die künftige Kursentwicklung von Bedeutung sein können<sup>173</sup>. Hirte möchte zur Wahrung einer einheitlichen Rechtsordnung gesellschaftsrechtliches Auskunftsrecht und Ad hoc-Publizität inhaltlich identisch auslegen: Gleichzusetzen seien die Begriffe „Erforderlichkeit der Auskunft“ und „Erheblichkeit der Kursbeeinflussung“<sup>174</sup> sowie das Auskunftsverweigerungsrecht nach § 131 Abs. 3 AktG und die Befreiung von der Ad hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG<sup>175</sup>. Eine solche einheitliche Auslegung hätte dann zum weiteren die Folge, daß bereits jetzt das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel inhaltlich auch über das gesellschaftsrechtliche Auskunftsverweigerungsrecht entscheiden würde. Ein durch das Bundesaufsichtsamt positiv entschiedener Antrag auf Befreiung darf aber den Anspruch auf rechtliches Gehör des Aktionärs gemäß Art. 103 Abs. 1 GG nicht einschränken<sup>176</sup>. Dieser Verwaltungsakt bliebe für den Aktionär ohne präjudizelle Wirkung, weil er immer noch die gesellschaftsrechtliche Auskunfts- oder Anfechtungsklage erheben kann. Würde dann aber das Gericht dem Auskunftsbegehren des Aktionärs stattgeben, wäre die Befreiung des Unternehmens durch das Bundesaufsichtsamt hinfällig und gegebenenfalls noch nach § 15 WpHG zu informieren<sup>177</sup>. Um eine solche Aufhebung durch das Zivilgericht zu vermeiden, möchte Hirte dem Recht des Aktionärs auf rechtliches Gehör de lege ferenda Rechnung tragen: Die Befreiung von der Informationspflicht durch das Bundesaufsichtsamt müßte in geeigneter Weise, wie beispielsweise dem Bundesanzeiger, offengelegt werden, um dem Aktionär ein Drittwiderrufsrecht einzuräumen<sup>178</sup>.

Ein solcher Vorschlag ist jedoch abzulehnen, würde mit einer solchen Offenlegung doch das Ziel der Befreiung von der Ad hoc-Publizität torpediert: Statt beispielsweise im Sanierungsfalle den Kurssturz der Aktie zu vermeiden, würde dieser durch die Veröffentlichung im Bundesanzeiger geradezu provoziert. Das Nebeneinander von gesellschaftsrechtlicher Auskunftsklage und dem Tätigwerden des Bundesaufsichtsamtes ist de lege lata hinzunehmen, weil jeweils unterschiedliche Regelungsziele verfolgt werden: Während das Auskunftsverfahren nach § 132 AktG dem individuellen Auskunftsbegehren des Aktionärs Rechnung trägt, ist im Rahmen von § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG das berechtigte Interesse des Anlegerpubli-

173 HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 55.

174 HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 56; siehe auch bereits JOUSSEN, DB 1994, 2485, 2487.

175 HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 61 f; siehe auch FRANKEN/HEINSIUS, FS Budde, 1995, S. 213, 214 f.

176 Unproblematisch ist dies, soweit das Bundesaufsichtsamt den Antrag auf Auskunftsverweigerung ablehnt, weil damit die Rechte der Aktionäre nicht betroffen sind.

177 Deutlich wurde dieser Problemstand von HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 62 f herausgearbeitet.

178 HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 63. Richtig muß es dort heißen: „Stattgabe“ statt „Ablehnung“.

kums und des Berufshandels<sup>179</sup> zu prüfen. Nicht zu unterschätzen ist auch der unterschiedliche zeitliche Ablauf: Während § 15 WpHG die Information unverzüglich verlangt, dauert das gerichtliche Auskunftsverfahren gegebenenfalls mehrere Jahre<sup>180</sup>, eine nachträgliche Auskunftspflicht schadet dem sanierungsbedürftigen Unternehmen dann nicht mehr. Im Sinne einer einheitlichen Rechtsordnung scheint es deshalb ausreichend, wenn die Gerichte die Tatbestandsmerkmale inhaltlich identisch auslegen. Sollte das Bundesaufsichtsamt die Befreiung von der Ad hoc-Publizität allerdings bejahen, bestünden hohe Anforderungen für den Aktiöär, im Klageverfahren das Gericht von der Erforderlichkeit der Auskunft zu überzeugen.

#### *d) Ad hoc-Publizität und Zwischenberichte*

Bei der Ad hoc-Publizität des § 15 WpHG wird kritisiert, daß sich die Mitteilungspflicht nach dem Willen des deutschen Gesetzgebers und eines Teils der Literatur nur auf die Bereichsöffentlichkeit bezieht<sup>181</sup>. Nach HIRTE sind die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben nicht ordnungsgemäß umgesetzt worden, weil gemäß Art. 7 der Insider-Richtlinie der sich auf Art. 4 Abs. 2 i. V. m. Schema C Ziff. 5 lit. a der Börsenzulassungs-Richtlinie bezieht, die Information „einer breiten Öffentlichkeit“ zugänglich gemacht werden muß<sup>182</sup>. Ob diese Auffassung zutrifft, kann nur durch einen Vergleich der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben mit den umgesetzten Rechtsnorm des WpHG festgestellt werden. In Art. 17 Abs. 1 der Börsenzulassungs-Richtlinie wird die Pflicht, die Information einer breiten Öffentlichkeit zugänglich zu machen (Schema C Ziff. 5 lit. a), dahingehend konkretisiert, daß die Ad hoc-Mitteilung in einer oder mehreren Zeitungen zu veröffentlichen ist. Auch ist eine Veröffentlichung „durch andere von den zuständigen Stellen anerkannte gleichwertige Mittel“ zulässig. Nach § 15 Abs. 3 WpHG ist die Veröffentlichung entweder in einem überregionalen Börsenpflichtblatt (Nr. 1) oder über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem vorzunehmen, das bei Kreditinstituten, Versicherungsunternehmen etc. weit verbreitet ist (Nr. 2). Durch die Veröffentlichung in einem Börsenpflichtblatt<sup>183</sup> wird die breite Öffentlichkeit informiert, so daß § 15 Abs. 3 Nr. 1 WpHG isoliert betrachtet die Vorgaben der Richtlinie erfüllt. Bei § 15 Abs. 3 Nr. 2 WpHG trifft dagegen der Vorwurf, die publizitätspflichtige Tatsache nur einer Bereichsöffentlichkeit zugänglich zu machen,

<sup>179</sup> BT-Drucks. 12/7918, S. 96, 102; KÜMPEL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 79; HOFT, ZHR 159 (1995), 135, 157; FÜRHOFF/WÖLK, WM 1997, 449, 458.

<sup>180</sup> Siehe oben Fn. 64 f.

<sup>181</sup> Siehe die Nachweise in Fn. 111 f.

<sup>182</sup> HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 67, insbesondere Fn. 70; allerdings ohne weitere Vertiefung.

<sup>183</sup> Wie beispielsweise dem Handelsblatt oder der Frankfurter Allgemeinen Zeitung.

zu, weil das elektronisch betriebene Informationssystem nicht der breiten Öffentlichkeit, sondern nur den aufgezählten Unternehmen offensteht. Die beiden Nummern des § 15 Abs. 3 WpHG richtlinienkonform in der Weise auszulegen, daß nicht alternativ, sondern kumulativ, die Ad hoc-Mitteilung in Zeitungen und dem elektronisch betriebenen Informationssystem, veröffentlicht werden müßte, würde die Problematik jedoch nicht beheben. Zwar würde die breite Öffentlichkeit durch die Zeitung über die Ad hoc-Mitteilung informiert, jedoch regelmäßig erst einen Tag später und damit zu spät<sup>184</sup>. Über die bisherigen gesetzlichen Vorgaben hinaus, werden seit November 1996 zwar über 95 % aller Ad hoc-Mitteilungen auch in das Internet eingegeben, so daß diese Mitteilungen mit einer Verzögerung von etwa einer Stunde dem Internetbenutzer und nicht nur der Bereichsöffentlichkeit offenstehen<sup>185</sup>. Trotz dieser stärkeren Publizität besteht neben der zeitlichen Verzögerung aber weiterhin der Einwand, daß der potentielle Anleger heutzutage regelmäßig noch nicht über einen Internet-Zugang verfügt<sup>186</sup>. Ein geeigneteres Verbreitungsmedium wäre beispielsweise der Videotext der (öffentlich-rechtlichen) Fernsehanstalten; dieses Medium wäre dann auch ein gleichwertiges Mittel im Sinne von Art. 17 Abs. 1 der Börsenzulassungs-Richtlinie. Die jetzige Beschränkung auf die Bereichsöffentlichkeit widerspricht dem Gedanken der Gleichstellung aller Anleger, welcher der Insider-Richtlinie zugrunde liegt<sup>187</sup>. Deshalb ist § 15 Abs. 3 Nr. 2 WpHG de lege ferenda so zu ändern<sup>188</sup>, daß ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem gewählt wird, das einer breiten Öffentlichkeit offensteht.

Trotz dieser unzureichenden Umsetzung ist die Ad hoc-Publizität des § 15 WpHG vom Ansatz her ein geeignetes Instrument zur Sicherstellung der Transparenz. Die inländischen börsennotierten Unternehmen waren im Jahre 1996 mit immerhin 1060 Ad hoc-Mitteilungen deutlich weitergehend als bisher bereit, kursrelevante Informationen zu veröffentlichen<sup>189</sup>. Die deutliche Heraufsetzung der

<sup>184</sup> Der Anleger wüßte also dann nur, warum sich die Börsenkurse verändert hätten, ohne rechtzeitig in das Marktgeschehen eingreifen zu können.

<sup>185</sup> Internet-Adresse: „<http://www.newsaktuell.de>“; hierzu und zur Arbeit der Deutschen Gesellschaft für Ad hoc-Publizität mbH (DGAP) WÖLK, AG 1997, 73, 75; FÜRHOFF/WÖLK, WM 1997, 449, 457, 459.

<sup>186</sup> A. A. ausdrücklich WÖLK, AG 1997, 73, 76, der die Kritik an der Beschränkung auf die Bereichsöffentlichkeit jetzt für gegenstandslos erachtet.

<sup>187</sup> Beispielsweise Erwägungsgrund Nr. 5 der Insider-RiL, aaO (Fn. 10).

<sup>188</sup> Eine richtlinienkonforme Auslegung scheint wegen des eindeutigen Wortlautes nicht möglich, zu den Grenzen s. beispielsweise BAG NJW 1990, 67 – Diskriminierung bei Werbung; BEYER/MÖLLERS, JZ 1991, 24, 26 m. w. N.; GRUNDMANN, ZEuP 1996, 399, 423. Einer Staatshaftung steht auch nicht § 4 Abs. 2 WpHG entgegen. Noch weniger vollständig wurde die Wertpapierhandels-RiL, aaO (Fn. 10) durch das WpHG umgesetzt, wie beispielsweise die fehlenden Sicherungen gegen Insolvenzen von anlegenden Firmen zeigen, Art. 1 Satz 2 Sp. 1, 10 Abs. 1 Satz 2 Sp. 2, siehe Wirtschaftswoche v. 24. 10. 1996, 221.

<sup>189</sup> FÜRHOFF/WÖLK, WM 1997, 449. 1995 lagen 991 Ad hoc-Mitteilungen vor; WÖLK, AG 1997, 93. Überdies versuchen einige Aktiengesellschaften mittels einer offensiven Infor-

Geldbuße<sup>190</sup> scheint eine entsprechende präventive Abschreckungsfunktion auszuüben<sup>191</sup>. Schließlich werden durch einige Unternehmen die gesetzliche Regel- und Ad hoc-Publizität durch vierteljährige Zwischenberichte freiwillig „übererfüllt“<sup>192</sup>. Zu denken wäre daran, eine solche Vierteljahrespublizität durch eine Änderung des § 44 b AktG für alle börsennotierten Aktiengesellschaften gesetzlich verpflichtend einzuführen. Eine solche Pflicht, die bereits bei der Novellierung des AktG 1931 diskutiert wurde<sup>193</sup>, in den USA existiert<sup>194</sup> und auch nach der Zwischenberichts-Richtlinie zulässig wäre<sup>195</sup>, hätte neben einer deutlich rascheren Vorlage des Jahresabschlusses den Vorteil<sup>196</sup>, die geschilderten Probleme der Ad hoc-Publizität zu entschärfen.

### 3. Vertrauen durch Kontrolle und Verbot von Insidergeschäften

#### a) Kontrolle im Gesellschaftsrecht

Die Kontrolle des Vorstandes durch Aufsichtsrat und Abschlußprüfer, letzterer durch die Novelle von 1931 eingeführt<sup>197</sup>, hat sich grundsätzlich bewährt, muß aber künftig noch stärker professionalisiert werden, beispielsweise dadurch, daß die lege ferenda bereits nach dem Gesetz Ausschüsse für den Aufsichtsrat gebildet werden<sup>198</sup>, die eigene Ermittlungen anstellen und Sachverständige beauftragen können<sup>199</sup>. Auch ist bereits im Unternehmen eine interne Revision als Risikomanagement einzurichten<sup>200</sup>, die Überwachung muß sich im Sinne einer ex ante-Kontrolle

mationspolitik erst kein Informationsdefizit entstehen zu lassen, welches dann durch den Ad hoc-Bericht beseitigt werden müßte, zu § 44 a BörsG HEIDMEIER, AG 1992, 110, 112.

190 Von 100 000,- DM auf 3 Mio. DM; vgl. § 90 Abs. 4 BörsG a. F. und § 39 Abs. 3 WpHG.

191 So auch KÜMPFL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 12; HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 86.

192 RAISER, Recht der Kapitalgesellschaft, 2. Aufl., 1992, S. 167; KÜMPFL, aaO (Fn. 75), § 15 WpHG Rdn. 4; z. B. von BASF.

193 SCHUBERT, in: Schubert/Hommelhoff, Die Aktienreform am Ende der Weimarer Republik, 1987, S. 31.

194 BRIDTS, Zwischenberichtspublizität, 1990, S. 19; GRUSON/WIEGMANN, AG 1995, 173, 175.

195 Art. 3 Zwischenberichts-RiL, aaO (Fn. 7), AbI. Nr. L 48, 6; siehe auch den Erwägungsgrund Nr. 4, der davon spricht, daß die Gesellschaften *mindestens* einmal einen weiteren Bericht abgeben.

196 HOPT, ZHR 159 (1995), 135–148, Fn. 51.

197 HOMMELHOFF, aaO (Fn. 164), S. 82 ff; HOPT, ZHR 141 (1977), 389, 401 Fn. 44 ff.

198 Nach § 107 Abs. 3 AktG „kagn“ der Aufsichtsrat Ausschüsse bestellen. Zu dieser Forderung bereits LUTTER, AG 1994, 176, 177; MÖLLERS, ZIP 1995, 1725, 173; a. A. KROPFF, aaO (Fn. 92), S. 3, 21; BAUMS, ZIP 1995, 11, 16 f; FORSTER, AG 1995, 1, 6; HOMMELHOFF, in: Picot, Corporate Governance – Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand, 1995, S. 1, 4 f, 18; HOERDEMANN, ZRP 1997, 44, 46; DAV, ZIP 1997, 163, 165.

199 MÖLLERS, ZIP 1995, 1725, 1731 m. w. N.; zustimmend DAV, ZIP 1997, 163, 165.

200 Die §§ 93 Abs. 1 Satz 2 und 3 AktGE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148) verlangen die Einführung eines „Überwachungssystems“; kritisch DAV, ZIP 1997, 163, 165 f.

auch stärker auf die Zukunft richten<sup>201</sup>. Eingehender als bisher hat der Aufsichtsrat der Hauptversammlung über seine innere Ordnung sowie die konkrete Überwachung zu berichten<sup>202</sup>. Schließlich sieht der Referentenentwurf vor, die Geltendmachung von Schadensersatzklagen bei grober Pflichtverletzung zu erweitern<sup>203</sup>.

Zum weiteren ist die Unabhängigkeit des Abschlußprüfers sicherzustellen und dessen Überwachungsaufgabe zu intensivieren. Der Aufsichtsrat hat den Abschlußprüfer der Hauptversammlung nicht nur vorzuschlagen<sup>204</sup>, sondern entgegen § 318 Abs. 1 Satz 4 HGB auch die lege ferenda den konkreten Prüfungsauftrag zu erteilen<sup>205</sup>. Der Abschlußprüfer hat künftig an der Bilanzsitzung des Aufsichtsrats nicht nur fakultativ, sondern gesetzlich zwingend teilzunehmen<sup>206</sup>, um so zu ermöglichen, daß er den Aufsichtsrat über die Warnpflicht des § 321 Abs. 2 HGB hinausgehend auch über nachteilige Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und

201 Der Referentenentwurf, aaO (Fn. 148) spricht in dem neu gefassten § 90 Abs. 1 Nr. 1 AktGE von „Unternehmensplanung“ statt wie bisher von „künftiger Geschäftsführung“; hierzu KROPFF, aaO (Fn. 92), S. 3, 18 f; BAUMS, ZIP 1995, 11, 16; HOMMELHOFF, (Fn. 198), S. 1, 8 f; ALBACH, ZGR 1997, 33 ff; kritisch zu der Formulierung dagegen DAV, ZIP 1997, 163, 164.

202 Zu dieser Forderung bereits BAUMBACH/HUECK, Komm. z. AktG, 13. Aufl., 1968, § 171 Rdn. 10; THEISEN, BB 1988, 705 ff; J. GESSLER, Komm. z. AktG, 1993, § 171 Rdn. 14; BAUMS, ZIP 1995, 11, 13; MÖLLERS, ZIP 1995, 1725, 1734; siehe jetzt § 171 Abs. 2 Satz 2 AktGE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148); zustimmend DAV, ZIP 1997, 163, 165. A. A. CLAUSSEN/KORTH, aaO (Fn. 142), § 171 AktG Rdn. 14; KROPFF, in: Gefler/Hefermehl/Ekkardt/Kropff, Komm. z. AktG, 1973, § 171 Rdn. 40 ff; ADLER/DÜRING/SCHMALTZ, aaO (Fn. 137), 1987 ff, § 171 Rdn. 43 f.

203 Dazu sollen 5 % des Grundkapitals oder 2 Mio. DM des Nennbetrages ausreichen, § 147 Abs. 3 AktGE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148); DAV, ZIP 1997, 163, 166 f; dazu bereits WIEDEMANN, aaO (Fn. 87), S. 42 ff; HOMMELHOFF, aaO (Fn. 198), S. 1, 13 f; LUTTER, ZHR 159 (1995), 287, 300; Beschluß des 61. DJT, Abteilung Wirtschaftsrecht Nr. 21 a, NJW 1996, 2999.

204 §§ 124 Abs. 3 Satz 1, 31 AktG.

205 RICHTER, DBW 1978, 21; THEISEN, WPg 1994, 809, 819; HOMMELHOFF, aaO (Fn. 198), S. 1, 17; LUTTER, ZHR 159 (1995), 287, 300; BERNHARDT, ZHR 159 (1995), 310, 319; HUSSMANN, Diskussionsbericht, ZHR 159 (1995), 322, 323; MÖLLERS, ZIP 1995, 1725, 1729; DECKERT, ZIP 1996, 985, 988; CLAUSSEN, AG 1996, 481, 488; jetzt auch Beschluß des 61. DJT, Abteilung Wirtschaftsrecht Nr. 18 a, NJW 1996, 2999; § 111 Abs. 2 AktGE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148); DAV, ZIP 1997, 163, 169. A. A. FORSTER, AG 1995, 1, 2 ff. Zusätzlich hat, der früheren Rechtslage von 1931 entsprechend, die lege ferenda der Abschlußprüfer den Prüfungsbericht direkt dem Aufsichtsrat vorzulegen, THEISEN, WPg 1994, 809, 819; HOMMELHOFF, aaO (Fn. 198), S. 1, 16.

206 THEISEN, WPg 1994, 809, 816; FORSTER, AG 1995, 1, 4; RÜRUP, AG 1995, 219, 221 f; HOMMELHOFF, aaO (Fn. 198), S. 1, 17; LUTTER, ZHR 159 (1995), 287, 299; MÖLLERS, ZIP 1995, 1725, 1729; jetzt auch Beschluß des 61. DJT, Abteilung Wirtschaftsrecht Nr. 18 c, NJW 2999; § 171 Abs. 1 Satz 2 AktGE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148), DAV, ZIP 1997, 163, 170.

Ertragslage des Unternehmens deutlich informiert<sup>207</sup>. Es ist zwar nicht Aufgabe des Abschlußprüfers, Zweckmäßigkeit oder die Vereinbarkeit mit unternehmenspolitischen Zielen zu prüfen<sup>208</sup>, gehört doch die Beurteilung der Zweckmäßigkeit der Maßnahmen und die Beurteilung der Fähigkeiten einzelner Vorstandsmitglieder nach dem Willen des Gesetzgebers zu dem originären Bereich des Aufsichtsrats<sup>209</sup>. Die Prüfung hat sich künftig aber auch auf den präziseren Lagebericht und das eingeführte Überwachungssystem zu beziehen<sup>210</sup>. Die Beurteilung hat allgemeinverständlich und problemorientiert zu erfolgen<sup>211</sup>, der Formelvermerk des § 322 HGB wird künftig eingeschränkt<sup>212</sup>.

#### *b) Kapitalmarktrechtliches Insiderrecht*

Im Hinblick auf den Begriff „Information“ in der Insider-Richtlinie wird man den Begriff „Insidertatsache“ richtlinienkonform weit auszulegen haben. Damit können beispielsweise auch Wertungen eines Aufsichtsratsmitgliedes bestimmte Tatsacheninformationen zugrunde liegen<sup>213</sup>.

#### *4. Schutz des intellektuell und wirtschaftlich unterlegenen Anlegers durch Beratung und Information*

##### *a) Aktienrecht*

Die Rechtsprechung, die den mündigen Aktionär propagiert, stimmt überein mit der Gesetzesgeschichte des Aktiengesetzes. Bereits der Gesetzgeber von 1884 davon aus, daß er dem Anleger nicht die Verantwortung für seine Anlageent-

207 Bereits jetzt ist eine solche Situation gem. § 321 Abs. 1 Satz 4 HGB in dem Abschlußbericht aufzuführen und zu erläutern, siehe CLAUSSEN/KORTH, aaO (Fn. 142), § 321 AktG Rdn. 19 f.

208 Weitergehend aber die Forderung von MOXTER, WPg 1981, 579; KROPFF, aaO (Fn. 92), S. 3, 16; RÜRUP, AG 1995, 219, 220; CLEMM, WPK-Mitt. 1995, 65, 67, 72.

209 Der Abschlußprüfer ist Hilfsorgan des Aufsichtsrates, weil er von der Hauptversammlung gem. § 119 Abs. 4 Nr. 4 AktG gewählt wird, THEISEN, WPg 1994, 809, 810; BERNHARDT, ZHR 1995, 310, 319; MöLLERS, ZIP 1725, 1727.

210 §§ 317 Abs. 2 Satz 2, Abs. 4, 321 Abs. 1 Satz 1, Abs. 4 Satz 3 HGBE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148); zustimmend DAV, ZIP 1997, 163, 165, 170. DECKERT fordert zudem einen zwingenden Informationsaustausch zwischen interner Revision und Bilanzausschuß, DECKERT, ZIP 1996, 985, 989.

211 Zu dieser Forderung FORSTER, WPG 1979, 650; DERS., AG 1995, 1, 3; MöLLERS, ZIP 1995, 1725, 1731; jetzt auch §§ 322 Abs. 2 HGBE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148).

212 §§ 322 Abs. 1, Abs. 4 HGBE Referentenentwurf, aaO (Fn. 148).

213 GRUNDMANN, JZ 1996, 274, 285; MöLLERS, JZ 1996, 787 f; weniger klar KÜMPPEL, aaO (Fn. 87), Rdn. 14.98; ASSMANN, in: Assmann/Schneider, Komm. z. WpHG, 1995, § 13 Rdn. 34.

scheidung abnehmen könne<sup>214</sup>. Deshalb wurden insbesondere Mindestnennbeträge von 1000,- bzw. 2000,- Mark eingeführt und Emissionsprospekte abgelehnt<sup>215</sup>. Auch die Aktienrechtsreform von 1937 zielte darauf, die Stellung des Vorstandes zu stärken und damit gleichzeitig den Einfluß der Hauptversammlung zu beschränken<sup>216</sup>. Schließlich geht auch das Aktiengesetz 1965 vom Aktionär als wirtschaftlichem Eigentümer aus<sup>217</sup>, der Bilanzen lesen kann und es versteht, sein Stimm- und Auskunftsrecht wahrzunehmen. Der historische Überblick verdeutlicht, daß das Aktiengesetz den intellektuell unterlegenen Anleger nicht schützen will<sup>218</sup>.

Mit der Geschäftsführung durch die Verwaltung sollte nach dem Willen des Gesetzgebers von 1884, 1937 und 1965 die Kapitalgesellschaft auch vor den wirtschaftlich unvernünftigen Aktionären geschützt werden, weil nur die Verwaltung genaue und sachkundige Einblicke in die Geschäfte und den Stand der Geschäfte habe<sup>219</sup>. Folglich läßt sich das Aktienrecht vornehmlich als Schutz der Vermögensinteressen interpretieren<sup>220</sup>. Der Hauptversammlung nicht das Recht auf die Dividendenpolitik nach § 58 AktG zuzusprechen, mag zwar die wirtschaftlichen Rechte des Aktionärs beschneiden. Im Ergebnis wird mit dieser Regelung aber wieder der Rücklagenbildung und damit der Kapitalerhaltung gedient<sup>221</sup>.

#### *b) Beratungspflichten*

Damit kommt den oben genannten Beratungspflichten<sup>222</sup> die Aufgabe zu, dem intellektuell oder wirtschaftlich unterlegenen Anleger zu helfen. Neben der Grün-

214 Gutachten des Reichs-Oberhandelsgerichts zum AktG 1884, in: SCHUBERT/HOMMELHOFF, aaO (Fn. 15), S. 183, 190; siehe ausführlich HOMMELHOFF, aaO (Fn. 113), S. 68 und SCHUBERT, aaO (Fn. 193), S. 33; MEYER-SCHATZ, Wirtschaftsrecht und Unternehmenspublizität, 1989, S. 190 f, 238.

215 BegrRegE zum AktG 1884, in: SCHUBERT/HOMMELHOFF, aaO (Fn. 15), S. 420, 438.

216 Vgl. § 70 AktG 1937: „Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft so zu leiten, wie das Wohl des Betriebes und seiner Gesellschaft und der gemeinsame Nutzen von Volk und Reich es fordert.“

217 BT-Drucks. IV/171, S. 92; BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 77.

218 Dies erscheint auch sinnvoll, weil die AG entgegen eigenen Interessen ansonsten gegebenenfalls dem Aktionär raten müßte, seine Aktien zu veräußern.

219 „Die Aktionäre stehen zu einander und zu dem Unternehmen in keiner persönlichen Beziehung, wollen eigene Tätigkeit nicht aufwenden, eine Verantwortung über den Umfang ihrer Einlage nicht tragen, möglichst hohe Dividenden beziehen und die Möglichkeit haben, sich in jedem Augenblick durch den Verkauf der Aktie von dem Unternehmen zurückzuziehen.“, BegrRegE zum AktG 1884, in: HOMMELHOFF/SCHUBERT, aaO (Fn. 15), S. 412; weitere Nachweise bei HOMMELHOFF, aaO (Fn. 113), S. 56; BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 76 f.

220 Siehe oben Fn. 90.

221 BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 77.

222 Siehe oben III.4.b).

dungspublizität und der Prospekthaftung wird der Anleger dadurch geschützt, daß die Bank wegen unzureichender Anlageberatung haftet, wenn sie ausländische Wertpapiere nicht selbst einer eigenen Prüfung unterzieht<sup>223</sup>. Die Informationspflichten des § 31 f WpHG werden im übrigen künftig durch das Bundesaufsichtsamt präzisiert und damit den toten Buchstaben des Gesetzgebers Leben eingehaucht<sup>224</sup>. Bei Sanktionen, wie der Rüge des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel gemäß § 36 WpHG und möglichen Schadensersatzrisiken<sup>225</sup>, werden diese gesetzlichen Informationspflichten die bisher durch Richterrecht entwickelten vertraglichen Beratungspflichten wirkungsvoll ergänzen. Zur Zeit ist der Umfang der gesetzlich geschuldeten Informationspflichten noch wenig geklärt: So wird die in der Richtlinie des Bundesaufsichtsamtes verlangte Übersicht über die Entwicklung des Depots mit Gewinn- und Verlustmitteilung als zu kostenintensiv abgelehnt<sup>226</sup>, ungewiß ist auch, in welchem Umfange der Kunde auf sein Beratungsrecht verzichten kann<sup>227</sup>. An dieser Stelle können nur zwei Grenzmarken aufgezeigt werden, um dem Schutzbedürfnis des homo oeconomicus und des unterlegenen Anlegers gerecht zu werden. Der Kunde wird sich entscheiden können, welche Beratungsform er wählt. Als homo oeconomicus hat er einerseits das Recht, auf eine Beratung zu verzichten. Denn nach Art. 11 Abs. 1 Satz 2 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie ist der Professionalität des Kunden Rechnung zu tragen; nach § 31 Abs. 2 letzter HS WpHG ist für den Umfang der Information darauf abzustellen, inwieweit sie „im Hinblick auf Art und Umfang des Geschäfts erforderlich ist“. Eine Beratung ist damit nicht geschuldet, wenn er deutlich zum Ausdruck bringt, daß er gerade nicht schutzbedürftig ist<sup>228</sup>. Andererseits führt die genannte Professionalität des Kunden dazu, daß auch der in ökonomischen Belangen nicht

223 Sie darf sich nicht auf die Börsenzulassung verlassen und darf sich nicht damit begnügen, das Zulassungsprospekt zur Kenntnis zu nehmen, BGHZ 123, 126 = NJW 1993, 2433 = WM 1993, 1455 – Bond.

224 Siehe dazu die 2. Fassung eines Richtlinienentwurfs für den Wertpapierverkauf nach § 35 Abs. 2 WpHG, ZBB 1996, 394 ff.

225 §§ 31 ff WpHG werden als Schutzgesetz i. S. v. § 823 Abs. 2 BGB betrachtet, HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 160; KÖLLER, aaO (Fn. 19), § 31 WpHG Rdn. 17.

226 4.7.4. der 1. Fassung eines Richtlinienentwurfs; nicht mehr aufgenommen in der 2. Fassung eines Richtlinienentwurfs. Zur Kritik s. Bundesverband deutscher Banken an dem 1. Richtlinienentwurf des Bundesaufsichtsamtes, FAZ v. 8. 10. 1996, S. 20.

227 Eher bejahend: KÜMPPEL, WM 1995, 691, 693; THAN, Bankrechtstag 1995, S. 135, 149; eher verneinend: HOPT, ZHR 159 (1995), 135, 140; KÖLLER, aaO (Fn. 19), § 31 WpHG Rdn. 126 f; MÖLLERS, JZ 1996, 787, 788; HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 69.

228 Zu den Discount-Broker, die als Execution-Only-Business bezeichnet werden, siehe Ziffer 3.2 und Ziffer 3.5 des 2. Richtlinienentwurfs, aaO (Fn. 224); ebenso BGHZ 123, 126 – Bond; a. A. wohl DRYGALA, ZHR 159 (1995), 686, 720 f.

versierte Kleinanleger von dem Schutzbereich der Richtlinie umfaßt wird<sup>229</sup>. Es fragt sich beispielsweise, ob die Bank im konkreten Fall nach einer Anlageentscheidung verpflichtet sein kann, den Kunden über eine Ad hoc-pflichtige Tatsache zu informieren. Nach HIRTE soll mittels europarechtskonformer Auslegung eine solche Pflicht bestehen, um damit die unzureichende Umsetzung der Ad hoc-Publizität durch den deutschen Gesetzgeber<sup>230</sup> zu kompensieren<sup>231</sup>. HIRTE ist im Ergebnis, nicht aber in der Begründung zuzustimmen: Eine Auslegung zu Lasten Dritter ist abzulehnen. Die Pflichten des Unternehmens zur Ad hoc-Publizität können nicht durch Pflichten eines dritten Kreditinstitutes ausgeglichen werden. Eine Pflichtenstellung der Bank ist vielmehr originär zu begründen. In ökonomischen Angelegenheiten bedürfen nicht geschulte Anleger, die sich für risikoreichere Anlageformen entscheiden, intensiver Betreuung, da Art. 11 Abs. 1 Sp. 7 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie davon spricht, alle Vorschriften im „bestmöglichen Interesse“ des Kunden wahrzunehmen<sup>232</sup>. Da unter dem Begriff „beabsichtigten Geschäfte“ gem. § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG auch der Verkauf von Wertpapieren subsumiert werden kann, kann die Bank auch nach dem Erwerb von Aktien verpflichtet sein, den Kunden durch Weitergabe der Ad hoc-Mitteilung zu informieren. Jedoch ist die Bank nicht verpflichtet, dem Anleger den Verkauf eines Wertpapiers zu empfehlen<sup>233</sup>. Schließlich werden solche intensiven Informationspflichten, auch um des technisch Machbaren willen, die Ausnahme bleiben<sup>234</sup>.

229 Ähnlich bringt der Erwägungsgrund Nr. 30 der Wertpapierdienstleistungs-RiL, aaO (Fn. 10) zum Ausdruck, daß dem unterschiedlichen Schutzbedürfnis der einzelnen Gruppen Rechnung zu tragen ist.

230 Siehe IV.2.d).

231 HIRTE, aaO (Fn. 59), S. 47, 68. Zur Beschränkung auf die Bereichsöffentlichkeit siehe oben III.2.b).

232 „In the best interests; au mieux des intérêts“. Zu einfach erscheint der Ratschlag, zur Vermeidung schwer abschätzbarer Haftungsrisiken ausschließlich risikoarme Wertpapiere anzubieten, so aber KÜMPPEL, WM 1995, 689, 694.

233 Denn nach Art. 11 Abs. 1 Sp. 5 Wertpapierdienstleistungs-RiL, aaO (Fn. 10) ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur zur „Information“ verpflichtet; ebenso für den Kauf von Wertpapieren gemäß § 31 Abs. 2 Nr. 2 WpHG KÖLLER, aaO (Fn. 19), § 31 WpHG Rdn. 114.

234 Zudem müssen die Banken den Kunden mit den Kosten der Beratung belasten können. Unter dieser Prämisse wird der Kritik des Bundesverbandes weitgehend der Boden entzogen.

### V. Zusammenfassung

Europäische Richtlinien zum Kapitalmarktrecht gehen von der Idee aus, durch möglichst viel Transparenz Kapitalmarktschutz zu erreichen<sup>235</sup>. Über das enge Kapitalmarktrecht hinweg wurde dieser Ansatz genutzt, um Informationspflichten im Gesellschafts- und Kapitalmarkt fortzuentwickeln und das Verhältnis dieser beiden Rechtsgebiete zu harmonisieren.

Dem Abbau von Informationsasymmetrien kommt entscheidende Bedeutung im Kapitalmarktrecht zu. Nach der hier vertretenen Auffassung ist die Transparenz künftig durch weitere *Informationspflichten* des Unternehmens zu steigern. Das gilt einmal gesellschaftsrechtlich für die Pflichten bei Minderheitsbeteiligungen sowie bei der Rechnungslegung durch gesteigerte Informationspflichten im Anhang und Lagebericht<sup>236</sup>. Das gilt zum zweiten kapitalmarktrechtlich durch eine vierteljährliche Zwischenberichtspflicht<sup>237</sup>. Mit solchen umfangreicherer Informationspflichten seitens der Gesellschaft würden die Brisanz individueller Auskunfts-klagen sowie die Verpflichtung zur Ad hoc-Publizität gemildert<sup>238</sup>. Mit einer umfangreicherer Information durch einen (leicht) verständlichen Anhang und Lagebericht sowie eingängige Abschlußprüfberichte<sup>239</sup> würde gesellschaftsrechtlich die Kontrolle im Unternehmen erleichtert und kapitalmarktrechtlich Vertrauen verstärkt<sup>240</sup>.

Damit ist auch die These von *Kübler* abzulehnen, künftig europa- oder weltweit nur noch reines Kapitalmarktrecht zu vereinheitlichen, während die einzelnen Rechtsordnungen um den jeweiligen gesellschaftsrechtlichen Mindeststandard konkurrieren könnten. Die kulturellen und rechtlichen Besonderheiten in Europa lassen bereits im Gesellschaftsrecht einen Wettlauf nationaler Rechtsordnungen eher unwahrscheinlich erscheinen<sup>241</sup>. Vor allem darf Kapitalmarktrecht wegen der aufgezeigten systemimmanen Mängel nicht auf die Effektivierung von Informationsbeschaffung und -weitergabe begrenzt werden. Das Vertrauen in ein Unternehmen als eine der Säulen des Kapitalanlegerschutzes wird vielmehr durch eine Reihe von gesellschaftsrechtlichen Instrumentarien ergänzt: Neben Gründungs-<sup>242</sup>

235 Das lässt sich sowohl für die Börsenprospekt- und Bilanz-RiL als auch für Insider-, Transparenz- und Wertpapierdienstleistungs-RiL feststellen. Zu den Richtlinien siehe oben Fn. 7-10 und Fn. 47. Mit einem möglichst hohen Maß an Informationen den Verbraucher zu mobilisieren ist auch die ~~Intention~~ der EU-Richtlinien im Bereich des Umweltschutzes, siehe genauer MÖLLERS, aaO (Fn. 124), S. 14, 253, 366 f.

236 Oben unter IV.3.a) und b).

237 Oben unter IV.3.c) und d) und Fn. 193 f.

238 Zu den vergleichbaren Fragen von Informationspflichten und Informationsansprüchen im Delikts- und Umweltrecht siehe MÖLLERS, aaO (Fn. 124), S. 368 ff.

239 Oben Fn. 211.

240 Folglich erscheint es auch wenig zeitgemäß, das Kapitalmarktrecht zur Marginale des Gesellschaftsrechts zu erklären.

241 Deutlich die Untersuchung von MERKT, RabelsZ 59 (1995), 545, 557 ff.

blizität, Bilanz und Auskunftsklage sichern gesellschaftsrechtlich vorrangig die Mitbestimmung der Aktionäre und die Kontrolle von Aufsichtsrat, Rechnungsprüfer und Hauptversammlung das Vertrauen in das Unternehmen<sup>242</sup>.

Weitergehend als bisher sollte der intellektuell oder wirtschaftlich unterlegene Anleger künftig durch gesteigerte Informationspflichten bei der Emittierung der Aktie mittels Prospekthaftung, aber auch durch verständliche Informationen bei der Rechnungslegung geschützt werden. Mit der letzten Pflicht würde auch der individuell-rechtliche Bezug der Bilanz-Richtlinie sichergestellt<sup>243</sup>. Wichtige Ergänzungsfunktion zum Schutz dieser Anlegergruppe übernehmen die vertraglichen und gesetzlichen Beratungspflichten, welche die Wertpapierdienstleistungsunternehmen dem Anleger schulden<sup>244</sup>.

242 Oben unter III.3.a).

243 WEITBRECHT/WILKEN, EWS 1994, 418, 420 m. w. N. zur Gesetzesgeschichte der Bilanz-RiL. Zu den §§ 148 ff AktG 1965 deutlich BegrRegE, in: KROPFF, aaO (Fn. 15), S. 216; HOPT, aaO (Fn. 14), S. 306.

244 Oben IV.4.b).