

Gesellschafts- und Finanzmarktrecht nach der Finanzkrise von 2008 –

Bausteine eines Wirtschaftsrechts für den Menschen

von

Harald Herrmann und Stefan Roth

Der Beitrag ist Teil des Forschungsprojektes „Kulturwandel im Finanzmarktrecht“, zu dem der Erstverfasser im vorangehenden Teil dieses Heftes einen Rahmenplan mit einführenden Angaben vorgestellt hat. Was hier folgt, beruht auf langjähriger Zusammenarbeit beider Autoren in der Betreuung der NWiR. Soweit eigene Lösungsansätze entwickelt werden, ist besonders ausgewiesen, ob die Ansichten in den Verantwortungsbereich des Erst- oder Zweitverfassers fallen.

Überblick

I. Einleitung	1
II. Risikomanagement nach dem AktG und der MaRisk	2
1. Rechtsgrundlagen (2); 2. Prinzipienabwägung und Stakeholder-Modell (5);	
3. Entsprechungen des bilanziellen Niederstwertprinzips (6)	
III. Reformen und Chancen der Beteiligung von Arbeitnehmern	8
1. Zum Kodex für die Aktiengesellschaft (8); 2. Mitbestimmung und neuere	
Untersuchungen zur Internal Governance (12)	
IV. Neue Regeln zum Quasi-Eigenkapital	16
1. Pflicht-Wandelanleihen (16); 2. Additional Tier Basel III (17)	
V. Kick-Backs und Zinswetten	18
1. Missbrauchsvorwürfe und Meinungsstand (18); 2. Zur Schutzgesetzzeigenschaft	
der WpHG-Novelle 2012 (20); 3. Verbote oder Offenlegung von Interessenkonflikten (21)	
VI. High Speed Economy und elektronische Steuererklärung	24
1. Ungedekte Leerverkäufe und E-Government Steuern (24); 2. Synthetische Indexfonds	
und Mittelstandsboni (25)	
VII. Folgerungen und Methodisches	28

I. Einleitung

Unter den verschiedenen Rechtsgebieten, auf denen die diversen Regulierungsinstanzen seit den Finanzkrisen vor und nach 2008 tätig geworden sind, ragen die Vorschriften heraus, die sich unmittelbar auf das Risikoverhalten der Unternehmen auf den Märkten richten. Wenn schon rücksichtslose Gewinnjäger nicht direkt bekämpft werden kann, indem man übermäßige Gewinnerzielung durch staatlich-preiskommissarische Kontrollen erschwert, so soll doch wenigstens der Weg versperrt werden, über verantwortungslose Risikonahme kurzfristige Gewinnchancen zu

erlangen, die im Falle des Fehlschlagens zu Lasten Dritter gehen. Das geschieht allem voran¹ im Wege gesellschaftsrechtlicher Vorgaben für die Eingehung kurz- und längerfristiger Kapitalmarktrisiken und die darauf aufsetzenden Regeln der MaRisk. Wegen grundsätzlicher Übereinstimmungen der Normzwecke wird dieser Teil zusammen mit dem Handelsbilanzrecht und mit einigen Neuerungen zur Unternehmensmitbestimmung behandelt.

Kernbereich der Risikokontrolle ist das Aktien-Gesellschaftsrecht mit den Organpflichten gem. §§ 91 Abs. 2, 111 AktG, ein System zur Früherkennung von Risiken einzurichten und dessen Geeignetheit zur Gefahrenabwehr zu überprüfen. Hierauf setzen die zusätzlichen Reglierungen des risk management nach der MaRisk 2005/13² auf. Das Recht des risk management ist nicht nur ein wichtiges Forschungsfeld des Lehrstuhls in der aktiven Zeit des Verf. als Hochschullehrer gewesen, sondern es handelt sich auch um ein Gebiet der Praxis mittelständischer Unternehmen von aller erstem Rang; geht es doch um die rechtliche Ausgestaltung von Frühwarnsystemen vor Risikoüberfrachtung, die das gesamte Gefüge der Unternehmensfinanzierung kritisch unter die Lupe nehmen. Es ist deshalb gewiss kein Zufall, dass zu den Fragen Risikomanagement im Gesellschafts- und Bilanzrecht besonders deutlich wird, wohin das Treiben neuen Wirtschaftsrechts im Strom der Finanzmarktregulierung führt.³

I. Risikokontrollen nach dem AktG und der MaRisk

1. Rechtsgrundlagen. Die §§ 64a VAG und § 25a KWG i.V. mit der MaRisk⁴ belegen den gekennzeichneten interdisziplinäre Zusammenhang mit einer auf Humanitätsprinzipien angelegten ökonomischen Rechtsanalyse zunächst ganz einfach dadurch, dass sie vom Normgeber damit begründet werden, mangelnde Risikoanalyse und übermäßige Risikonahme seien in der Finanzkrise als Grundfehler eines inhumanen und rücksichtslosen Gewinnstrebens internationaler Kapitalmarktteilnehmer anzusehen.⁵ Bekanntlich gehörten zu den Krisenfolgen v.a. unzählige Zwangsvollstreckungen in Eigenheime von Geringverdienern⁶ sowie ein Heer von Arbeitslosen von Unternehmen, die auf die dubiosen Vertriebspraktiken von Anlageberatungen für unangemessen riskante Derivate, überkomplexe Kreditversicherungen und dergl. hereingefallen waren. Ohne

¹ Auch das öffentlichen nationale und transnationale Recht gehören zur Finanzmarktregulierung und hatte in der Zeit vor der Deregulierung die weit überwiegende Bedeutung, doch ist ein Rückfall in diese Regulierungsepoche nicht erfolgt. Die Untersuchung kommt deshalb erst unten zu III auf das öffentliche Recht zurück.

² Rdschr. BaFin. 18/2005 v. 18.12.2005, zuletzt v. 14.12.2012, Rdschr. 10/2012 (BA), hier zit. als Konsultation 1/2012; die endg. Neufassung wird für 2013 erwartet; Entsprechungen für Versicherungen in § 64a VAG.

³ Wenn gleichwohl hier keine ausführlichere Untersuchung vorgestellt wird, so liegt das daran, dass eine Sonderveröffentlichung dazu geplant ist, die im Heft 1/2013 erscheinen wird. Aber der Einfluss als Trendsetter neuen Wirtschaftsrechts soll doch gekennzeichnet werden.

⁴ A.a.O., vorvorige Fn.

⁵ S. die Nachw. o. bei Herrmann, 10 Jahre..., in diesem Heft zu I.

⁶ Zum Regierungsprogramm „home for everybody“ in den USA als Auslöser der Finanzkrise s. H. Herrmann, NWiR 2010/1.

Wohnung und ohne Arbeit zu sein (homeless/jobless), gehört zu den Hauptfällen wirtschaftlich menschenunwürdigen Lebens durch Ausgrenzung und Mangel an Verwirklichungschancen.⁷ Ein Wirtschaftsrecht, das solchen Menschenschicksalen im System von Wettbewerb entgegenwirken soll, ist zum Kernbestand neuer sozialer Marktwirtschaft zu rechnen. Geschieht dies zudem mit Mitteln neuer prinzipiengesteuerter Regulierung, so handelt es sich um neues Wirtschaftsrecht i.S. der zu skizzierten ökonomischen Grundlegung.

Die genannten Vorschriften knüpfen u.a. an den schon erwähnten § 91 Abs. 2 AktG i.d.F. des KonTraG von 1998⁸ an, wonach dem Vorstand einer AG vorgeschrieben ist, für ein geeignetes Risikomanagement zu sorgen. Aufsichtsrat und – jedenfalls bei börsennotierten Gesellschaften – auch der Abschlussprüfer haben die Geeignetheit gem. § 111 Abs. 1 AktG bzw. § 317 Abs. 4 HGB zu überprüfen. Waren ursprünglich für diese Organisation keine festen ökonomischen Vorgaben geregelt⁹, so sollte sich dies für Banken und Versicherungen seit 2005 entscheiden ändern. Dennoch blieb man immer noch dabei, zahlreiche Einzelheiten der Entscheidung der Vorstände zu überlassen und nur Prinzipien vorzugeben.

Beispielsweise muss für alle AGs im Rahmen des § 91 Abs. 2 AktG die Risikotragfähigkeit beurteilt werden, ohne dass dafür aber festgelegt ist, anhand welcher Grenzkriterien zu weitgehende Bestandsgefährdungen anzunehmen sein sollen. Die Prüfung ist lediglich plausibel daran zu orientieren, ob wesentlich nachteilige Veränderungen auf die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage des Unternehmens zu befürchten sind.¹⁰ Dabei ist sogar bis heute str., ob dies erst bei Insolvenzgefahr infolge der Gesamtvorgänge anzunehmen ist, oder schon vorher gegeben sein kann.¹¹ Für die Finanzinstitute wird nun durch die MaRisk ein Limitsystem vorgeschrieben, das aber wiederum nur prinzipiell anordnet, dass quantifizierende Grenzwerte der Risikotragfähigkeit gelten, nicht aber sog. harte Limite festlegt, die mathematisch korrekt bis auf die unterste Ebene heruntergebrochene Kriterien enthält. Vielmehr sollen gerade bei schwer quantifizierbaren Risiken auch sog. Ampel- oder Warnsysteme genügen, wenn diese nur im Hinblick auf das Ganze des vorhandenen Risikodeckungspotential geeignet erscheinen, rechtzeitig Steuerungsimpulse auszulösen, um übermäßige Risikoonahmen verhindern zu können.¹² Welche Umstände für harte Limite gelten, und wann Ampel- oder Warnsysteme genügen, soll den im Unternehmen Verantwortlichen überlassen bleiben, da deren Vertrautheit mit den Risiken gerade bei schwerer Messbarkeit überlegen erscheint.

⁷ Vgl. nur A. Sen, a.a.O., S. 119 m.w. Nachw. in Fn. 22; zur sozialen Ausgrenzung siehe u.a. G. Rogers u.a. (Hrsg.), *Social Exclusion*, 1995.

⁸ BGBl. I, 786.

⁹ So nach wie vor zu § 91 Abs. 2 AktG für das allg. Aktienrecht; vgl. nur OLG Celle, WM 2008, 1745, 1746; U. Hüffer, AktG, § 92, 8 m.w.Nachw.

¹⁰ RegBegr. BT-Drs. 13/9712, S. 15.

¹¹ Hüffer, a.a.O. Rdn. 6, vorvorige Fn.; enger Götz, NJW-Sonderheft H. Weber 2001, 21, 22: Insolvenzrisiko.

¹² MaRisk-Konsultation 1/2012, a.a.O., zu AT 4.3.2.

Die BaFin legt hier also nach wie vor ein Näher-dran-Prinzip zugrunde, wie es für eine dezentrale Wirtschaftsverfassung grundlegend ist¹³ und zudem auf der Ebene der technischen EU-Sicherheitsnormung schon spätestens seit Einführung der sog. Neuen Konzeption des Weißbuches zur Vollendung des Binnenmarktes von 1985 für die Standardisierung vorbeugender Risikoerkennung anerkannt wird.¹⁴ Genau diese abwägende Prinzipienregulierung wurde eingangs hervorgehoben und gezeigt, dass es sich auch beim Konzept einer neuen sozialen Marktwirtschaft i.S. der Ökonomie für den Menschen um eine Wohlfahrtsökonomik handelt, die auf Prinzipienabwägungen beruht. Mit A. Sen soll die Abwägung zwischen ökonomischen Effizienzgrundsätzen einerseits und humanitären Schutzprinzipien andererseits entscheidungslogisch möglich sein. Die Wahrung menschenwürdiger Wettbewerbsergebnisse wird dadurch begründbar, dass es entscheidungstheoretisch nicht mehr um einen intersubjektiven Nutzenvergleich geht, dem, wie erörtert, der Arrow'sche Unmöglichkeitbeweis entgegensteht. Vielmehr ist der Rang der kollidierenden Prinzipien objektiv zu analysieren, so dass dabei neben den ökonomischen Grundsätzen, verfassungsrechtlichen und einfachgesetzlichen Normzwecken auch rechtsethische Prinzipien Berücksichtigung finden können. Dazu sollen insbes. die Unantastbarkeit der Menschenwürde und die Freiheit der Persönlichkeitsentfaltung i.S. Artt. 1 f. GG gehören, die in Abwägung mit der Eigentumsfreiheit i.S. Art. 14 GG verletzt seien, wenn maßlose Gewinn gier zu menschenunwürdigen Wohn- oder Beschäftigungsverhältnissen führen.¹⁵ Zur Menschenwürde wird konkret insbes. auch der Schutz vor Ausgrenzung durch Arbeitslosigkeit und Armut gerechnet.¹⁶ Noch genereller ist von „Mangel an Verwirklichungschancen“ die Rede, die durch „reale Armut“¹⁷ bedingt sein können, aber auch ganz allgemein durch Einschränkungen, ein „schätzenswertes Leben zu wählen“.¹⁸ Dazu dürften auch existenzvernichtende Eingriffe in Gewerbebetriebe gehören.¹⁹

Mit diesen Ansätzen eines neuen Wettbewerbskonzepts steht es nun in gerade zu auffälliger Übereinstimmung, dass für das neue Regelwerk der MaRisk besonders betont wird, es handele sich nicht um bindende Einzelvorschriften, sondern um prinzipienhaft normierte Vorgaben. Man wolle nicht mehr als notwendig in die Geschäftsführungsbefugnisse und die Satzungsautonomie eingreifen, um die Feinabstimmung auf die unternehmensinternen Interessen und etwaigen Interessengegensätze

¹³ Näher Herrmann, 10 Jahre..., a.a.O. in diesem Heft, zu II.1 und III.2.

¹⁴ EG Weißbuch zur Vollendung des Binnenmarktes ((Kom) (85) 310 endg. 14.6.1985, Rdn. 57, 67 ff.) und Modellrichtl. V. 7.5.1985, ABl. C 136 v.4.6.1985; dazu Jörges u.a., Die Sicherheit von Konsumgütern und die Entwicklung der EG, 1988, insbes. S. 307 ff. mit Angaben zum Übermaßverbot nach der Cassis-Doktrin; dazu H.Herrmann, ZHR 153 (1989), S. 596 ff.; ders. EWS 2009, 10 ff.

¹⁵ Vgl. Sen, a.a.O., S. 110 ff.; phil. vertiefend W. Huber, Von der Freiheit, Von der Freiheit, 2012, S.100 ff.

¹⁶ Vgl. nur R. Solow, in K. Basu u.a. (Hrsg.), Choice, Welfare and Development, 1995; w.Nachw. bei A. Sen a.a.O., S. 376, Fn. 22.

¹⁷ Sen, a.a.O., S. 110 ff., 111.

¹⁸ Ebd. S. 94 im Anschluss an J. Rawls, Theory of Justice, 1971, S. 60 ff.

¹⁹ Nochmals Sen, a.a.O., S. 95: „...Umwandlung von Grundgütern in die Fähigkeit des Menschen..., seine Zwecke zu verfolgen.“

möglichst sachnah von den zuständigen Organen der AG vornehmen zu lassen. Welche Interessengruppen dafür in die Abwägung einzubeziehen sind, wird nicht festgelegt.²⁰

2. Prinzipienabwägung und Stakeholder-Modell. Damit ist ein schon lange geführter Meinungsstreit zum Gesellschaftsrecht berührt und mit Blick auf das Risikomanagement der Finanzindustrie entschieden. Teils wird angenommen, dass zu den unternehmensintern relevanten Interessengruppen zwar die Gesellschafter und die Mitglieder der Gesellschaftsorgane, nicht aber die Gläubiger und die Öffentlichkeit gehören. Teils wird gefordert, dass auch Arbeitnehmerinteressen, Belange sonstiger Gläubiger aktienähnlicher Rechte und, was die Rechnungslegungsvorschriften angeht, auch die der Öffentlichkeit einzubeziehen sind. Da zumindest die Vorschrift zur Risikomanagementprüfung in § 317 HGB zum Rechnungslegungsrecht gehört, sprach schon bisher viel dafür Gläubiger- und Öffentlichkeitsinteressen in den Schutzbereich einzubeziehen.

Im Hinblick auf den Schutzzweck der neuen Risikokontrollvorschriften scheint dieser Meinungsstreit nunmehr recht deutlich zu Gunsten des Arbeitnehmer- und Öffentlichkeitsschutzes entschieden. Das ergibt sich, wie eigentlich auch schon bisher aus dem Bestandserhaltungszweck des Bilanzrechts und der Publizitätsnormen. Aber es kommt nun noch hinzu, dass es zumindest bei den Grundsätzen zur Risikotragfähigkeit um den Schutz vor übermäßiger Risikonahme geht. Da zudem auch noch erklärtermaßen die Abwehr von Gefährdungen durch systemrelevante Institute bezweckt ist, bleibt eigentlich gar kein anderer Schluss, als Öffentlichkeits- und Allgemeinwohlintressen mit geschützt zu sehen. Dies jedoch nicht als Verhaltensnorm, sondern als Prinzipienvorgabe.

Fragt man aus dieser Sicht, worin das Neue i.S. einer Ökonomie für den Menschen liegen soll, so drängt sich in erster Linie auf, die Rücksicht auf den langfristigen Erhalt von Arbeitsplätzen mit in die Optimierung von Gewinnerwartungen einzubeziehen. Der Schutz vor Arbeitslosigkeit gehört zu den dringendsten Anliegen menschenwürdigen Wirtschaftens, weil die Grenzen der Humanität nicht erst bei Hungersnot, sondern schon bei Armut und Ausgrenzung durch Job-Verlust erreicht sind.²¹ Man geht deshalb wohl nicht fehl in der Annahme, dass die neuen Vorschriften zum risk management auch eine Stellungnahme des Gesetzgebers zum Meinungsstreit unternehmensinterner Gruppenzugehörigkeit von Arbeitnehmern enthält. Allerdings muss dabei bedacht werden, dass es sich insofern selbstverständlich nicht um eine generelle Stellungnahme zur bwl. Diskussion um Unternehmensziele und deren Ausrichtung auf shareholders und stakeholders handelt. Dafür bleibt es schon aus Gründen interdisziplinärer Zurückhaltung und mangelnder Operationalität bei den Bedenken

²⁰ BAFin., Konsultation 1 /2012 v. 26.4.2012, wie geändert 22.6.2012, S. 1, download v. 7.11.2012 unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Lonsultation/2012/kon_01...: es sei „grundsätzlich erforderlich, am prinzipienorientierten Charakter der MaRisk festzuhalten und dem Proportionalitätsprinzip ausreichend Geltung zu verschaffen...“

²¹ Vgl. Sen, R. Solow, a.a.O.

der bisher wohl überwiegenden Ansicht prinzipieller Eigentümer-Orientierung.²² Hier haben wir es im Gegenteil mit einer speziellen Sonderentwicklung der MaRisk zu tun, die an den Stand der bilanzrechtlichen Prinzipienbildung anknüpft.

Die sog. Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung (GoB) i.S. von § 238 ff. HGB werden nach Informations- und Gewinnausschüttungsinteressen unterschieden. Zu den Informationsadressaten sollen neben den Gesellschaftern und den Kreditgläubigern auch die Unternehmensverwaltung und die nicht leitenden Arbeitnehmer gehören. Zu Gunsten Letzterer ist etwa der Grundsatz kaufmännischer Vorsicht entwickelt worden (§ 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB), der dem sog. Wahrheitsgrundsatz partiell entgegensteht. Vorsicht dient der Unternehmenserhaltung, bilanzielle Wahrheit hingegen der Einsicht in die Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft. Als hauptsächliche Bilanzinteressenten des Vorsichtsgrundsatzes werden die Unternehmensverwaltung und die Arbeitnehmer angesehen, da vorsichtige Wertansätze den Ausschüttungsinteressen der Aktionäre entgegenstehen. Beide Grundsätze sind in den geltenden Bewertungsvorschriften zur Abwägung gebracht, um eine einseitige Bevorzugung einer der Zielgruppen gegenüber der anderen zu vermeiden.

3. Entsprechungen des bilanziellen Niederstwertprinzips. Ein Beispiel dafür ist das sog. Niederstwertprinzip, das heute allerdings nur noch in der heute stark abgemilderten Form des § 253 Abs. 3 und 4 HGB gilt. Danach können die Wertansätze nach Anschaffungs- oder Herstellungskosten u.U. auf niedrigere Marktwerte abgesenkt werden, um zu starke Abweichungen vom Zeitwert anzusetzen. Bei Finanzanlagen darf das sogar bei nicht dauernder Wertminderung geschehen. Da hierdurch stille Reserven gebildet werden können, kommt dem Vorsichtsgrundsatz insofern Vorrang vor dem Wahrheitsgrundsatz zu. Bis zum MoMiG von 2008²³ durfte der Niedrigstwert sogar beibehalten werden, wenn die dafür maßgebenden Umstände entfallen waren (§ 353 Abs. 5 a.F.), doch ist dieser sog. Beibehaltungsgrundsatz in der seit 2008 geltenden Fassung abgeschafft und, wie gezeigt, nur noch für Finanzanlagen in gewissem Umfang weitergeführt worden. Zwischenzeitlich sorgte auch schon das „Wertaufholungsgebot“ für eine gewisse Abmilderung des Niederstwertprinzips.

Einzelheiten interessieren hier nicht. Denn schon aus dem Gesagten ergeben sich sorgsame Güterabwägungen, die dem Modell neuer sozialer Marktwirtschaft schon seit geraumer Zeit durchaus Ehre machen, auch wenn die GoB ihrerseits Entwicklungsschübe zu überstehen hatten, die immer

²² Vgl. nur H. Hungenberg/Wulf, Grundlagen einer Unternehmensführung, 2011, S. 47 ff.; zum Corporate Governance Kodex mit seiner primären Ausrichtung auf Shareholders-Interessen vgl. G. Cromme, Grundsatzreferat zum Entw. der Regierungskommission Dt. CG-Kodex, 2001, www.corporate-governance-code.de (download v. 3.2.13); für Mithberücksichtigung der stakeholders s. aber Schmidt/Weiß, in: Hommelhoff u.a., Hdb. Corporate Governance, 2. Aufl. 2009, S. 181.

²³ BGI. I, 2026.

wieder als Reaktionen auf Kritik allzu großzügiger Wahrung von Unternehmer- und Anteilseignerinteressen erfolgt sind. Waren sie noch bis in die 70er Jahre als überkommene Gewohnheiten ehrbarer Kaufleute verstanden, so wurden sie nach der 8. EU-Bilanzrichtlinie mit dem Richtlinienengesetz von 1985²⁴ zu gesetzlich fixierten und auf hoheitliche Normzwecke bezogenen Prinzipien und Einzelvorschriften der §§ 238 ff., 264 ff. HGB umgeformt. Nach langen Reformbemühungen in Auseinandersetzung mit den U.S-amerikanischen Standards und den IFRS wurden schließlich durch das BilMoG²⁵ wesentliche Prinzipien des Gläubigerschutzes zugunsten verstärkt marktorientierter Bewertung modifiziert. Damit war zwar die Ablösung von bloß historisch-tatsächlichen Handelsgewohnheiten vollzogen, nicht aber bezweckt, den Ausgleich von Bilanzierungszielen der Interessengruppen des Unternehmens und von den daraus folgenden Bilanzprinzipien aufzugeben.²⁶ Auch das BilMoG basiert auf sorgfältiger Abwägung der in der Bilanzwissenschaft entwickelten Güterabwägungen über Rechnungslegungszwecke²⁷, so dass für die Auslegung der neuen Vorschriften durchweg hierauf im Wege von Normzweckerwägungen zurück zu greifen ist.

Allerdings war das Bilanzrecht noch bis zur Einführung der angeführten Vorschriften zum risk management durch das KonTraG v. 1998²⁸ überwiegend vergangenheitsorientiert, so dass es allgemein als ungeeignet angesehen wurde, Entscheidungen der Unternehmensführung zu steuern. Schon § 91 Abs. 2 AktG i.d.F. von 1998 hat im Hinblick auf das Risikomanagementsystem eine gewisse Zukunftsorientierung gebracht, auch wenn der Gesetzgeber sich damals noch nicht dazu entschließen konnte, konkrete Prinzipien und dafür normierte Abwägungsnormen des risk management vorzuschreiben. Dies ist dann erst durch die MaRisk und die entsprechenden Vorschriften des Versicherungsrechts in § 64a VAG geschehen, soweit es um Finanzinstitute geht. Insofern kann man von weiterführenden Ansätzen eines neuen Wirtschaftsrechts für den Menschen sprechen.²⁹

Die Abwägung ist zudem in der MaRisk ganz besonders auch mit Bezug auf die Eigentümerinteressen bei mittelständischen Instituten geboten. Das ergibt sich schon aus der erläuterten Prinzipienkonzeption, wird aber auch in den Motiven der MaRisk immer wieder betont. Den Instituten solle es überlassen bleiben, die Risikomanagementprinzipien nach den Gegebenheiten

²⁴ Gesetz zur Durchführung der...8. RL...zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts v. 19.12.1985, BGBl. I, 2355.

²⁵ Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz v. 25.5.2009, BGBl. I, 1102.

²⁶ Zu Ansätzen der Selbstregulierung s. H.W. Kruse, GoB, 1978; P. Buck-Heeb/ A. Diekmann, Selbstregulierung im Privatrecht, 2010, S. 123 ff.

²⁷ Insbes. RegE BT-Drs. 16/10067, Beschlussempfehlung und Bericht des BT-Rechtsausschusses BT-Drs. 16/12407.

²⁸ BGBl. I, 786.

²⁹ Zu einer ähnlichen Methode bilanzrechtlichen Interessenausgleichs vgl. schon H.Herrmann, ZGR 1976, S. 203, 208 ff.

der Einzelunternehmen und nach den größenabhängigen Erfordernissen auszugestalten.³⁰ Auch dies entspricht der bereits seit der 4. EU-Richtlinie (Art. 53 II) und deren Umsetzung in §§ 267 ff., 276, 288 etc. HGB durch das BilRiLiG von 1985³¹ überkommener Tradition. Die größenabhängigen Erleichterungen des Bilanzrechts stellen einen Abwägungskompromiss dar, der die Güterabwägungen der für Großunternehmen geltenden Grundsätze nochmals modifiziert, um den Erfordernissen kleiner und mittlerer Unternehmen gerecht zu werden. Da NWiR auf mittelständische Leser besonders ausgerichtet ist, interessiert natürlich auch diese Ausprägung des Bilanzrechts und des risk management im Rahmen einer neuen Freiheitskultur humaner Marktwirtschaft.³²

III. Reformen und Chancen der Beteiligung von Arbeitnehmern.

Neben der Wettbewerbsthematik und deren Neuerungen verfolgt NWiR Themen zur Corporate und Private Governance. Die Aktualität der hierher gehörenden Fragestellungen hat seit der Gründung des Online-Forums nicht nur nicht an Bedeutung verloren, sondern sie scheint enorm angestiegen.

1. Zum Kodex für die Aktiengesellschaft. Einerseits wurde die Governance-Kultur in der ersten Zeit nach der Finanzkrise 2008 stark in Frage gestellt, weil sie zu wenig strenge Kontrollen bewirke und zu einseitig shareholder-orientiert sei.³³ Schon diese Kritik macht das Problemfeld nicht etwa überflüssig, sondern im Gegenteil höchst attraktiv. Andererseits aber hat man diese Regulierungsform auch nicht etwa aufgegeben, sondern in bemerkenswerter Weise fortentwickelt und sowohl zur private governance ergänzt als auch unter dem Begriff der internal governance weitgehend Neues entwickelt.³⁴

Zur Governance-Kritik interessiert v.a., ob sich eine generellere Abgrenzungskriterien zwischen notwendig harter und bevorzugt weicher Regulierung erkennen lassen. Dazu lässt sich derzeit noch nicht viel mehr sagen, als dass sich wohl keine Rückkehr zu alten Regulierungsherrlichkeiten abzeichnet, auch wenn gerade derartiges in politischen Stellungnahmen immer wieder gefordert

³⁰ BAFin., Konsultation 1/2012, . 26.4.2012, wie geändert 22.6.2012, download v. 7.11.2012 unter www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Consultation/2012/kon_01..., S. 1: "...neue Öffnungsklauseln..., die insbes. kleineren Instituten zugute kommen“, m.Hinw. auf die Compliance-Funktion unter Nr. AT 4.4.3.

³¹ Gesetz v. 19.12.1985, BGBl. I 2355.

³² Ob es hierzu passt, für Pflichtverletzungen beim Risikomanagement Freiheitsstrafen per Gesetz vorzusehen, wie von einem jüngsten Vorschlag aus dem Bundesfinanzministeriums zu hören ist (s. M. Drost/J.Hildebrand, HBl. v. 4.2.2013, S.1), scheint zweifelhaft und hängt jedenfalls davon ab, ob hinreichende Abstimmung mit den Governance-Bestimmungen der MaRisk geleistet werden kann.

³³ Bes. plakativ L. Förberg, HBl. v. 5.2.13, S. 27: der Kodex sei „für die Katz“ gewesen, und man habe wohl „die (sc. gesetzlichen) Paragraphen“ vergessen.

³⁴ Vgl. nochmals K. Hopt, in ders. u.a. (Hrsg.), Hdb. CG Banken, 2012, S. 1, 9; ders., A.J.C.L. 1 (2011), 1, 15; P. Buck-Heeb/ A. Diekmann, Selbstregulierung im Privatrecht, 2010; G. Bachmann, Private Ordnung, 2006. und hier u. zu b.

wird.³⁵ Ein beredtes Beispiel für den gemäßigten Umgang mit Deregulierungsfehlern ist das soeben kommentierte Recht des risk management. Auch ist der Auftrag an die CG-Kommission, den Kodex laufend fortzuentwickeln, nicht etwa zurückgezogen worden, sondern es liegt seit Mai 2012 eine neue Version vor, die erhebliche Änderungen und Ergänzungen enthält, aber die Grundstruktur beibehält.

Hier ist nicht der Ort, den neuen Kodex im Einzelnen zu betrachten. Statt dessen genügt es, sich die anreiz- und prinzipienorientierte Normgebung noch einmal in Erinnerung zu rufen. Grundlage ist nach wie vor das principal-agent Modell der US-amerikanischen Aktienrechtsökonomie, wonach der Aktionär als shareholder und principal auf bestimmte Vertrauensregeln angewiesen ist, um die Tätigkeit des Vorstands hinreichend überwachen zu können. Dafür wird auf Lehren zur Kompensation von Informationsasymmetrien aufgebaut, deren Überwindung im Wesentlichen durch imaging-Effekte auf den Kapitalmärkten möglich sein soll.³⁶ Das bestehende Informationsungleichgewicht von Aktionär und Vorstand sei dadurch mehr oder weniger zu egalisieren, dass in der Marktöffentlichkeit die Beachtung von Wohlverhaltensregeln signalisiert wird. Für Deutschland wurde demgemäß 2001 durch eine von der Regierung eingesetzte Expertenkommission der CG-Kodex entwickelt, aber den börsennotierten AGs, für die die Regeln gelten sollen, nicht etwa zwingend vorgeschrieben, sondern lediglich zur Befolgung empfohlen. Zwingend wurde nur geregelt, dass eine sog. Entsprechenserklärung abzugeben ist, in der der Vorstand öffentlich verlautbart, ob der Kodex ganz, teilweise oder gar nicht befolgt wird, und aus welchen Gründen dies geschieht (§ 161 AktG).³⁷

Folgende Leitprinzipien³⁸ sind zu unterscheiden:

- Gewaltenteilung,
- Transparenz,
- Reduktion von Interessenkonflikten,
- Motivation zu wertorientiertem Handeln.

Mit der *Gewaltenteilung* will man die Entscheidungskompetenzen im Unternehmen auf die Gesellschaftsorgane so verteilen, dass ein System von checks and balances entsteht und die Gefahren opportunistischen Verhaltens vermindert werden. Die des Vorstands soll etwa durch einen stärker

³⁵ Dafür – besonders prominent – H. Schmidt, Der Markt ist keine sichere Bank, Die Zeit 4.5.2009; ders., ebd. 25.9.2008: Eine „...profitbesoffene Euphorie... von der Wall Street ... (hat sich) über die ganze Welt bis in den Fernen Osten...“ ausgebreitet; „...Ideologie...Das regelt alles der Markt. ;...was richtig gewesen wäre: ...schärfere Kontrollen einführen“; moderater jetzt ders., Die Zeit v. 27.12.2012, S. 1: keine „wirksame Regulierung der globalen Finanzmärkte“.

³⁶ Vgl. nur Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 33 ff., 133 ff.

³⁷ Außerhalb des Aktienrechts gibt es bislang keinen derartigen Veröffentlichungszwang, doch lassen sich ähnliche zu freiwilliger Befolgung gestellten Experten-Regularien auch auf anderen Gebieten des neueren Wirtschaftsrechts ausmachen (näher s. Herrmann, in Ehlermann u.a. (Hrsg.) European Competition Law, 2006, S.101 ff.; van den Bergh, ebd., S. 155 ff.); zur weitergehenden privatrechtlichen Governance s. J. Köndgen, AcP 206 (2006), S. 477; darauf aufbauend H. Herrmann/ S. Roth, Gesellschafts- und Konzernrecht, 2008, S. 41 ff.

³⁸ Abdruck und Erläuterung b. Herrmann/Roth, a.a.O., vorige Fn., S. 38 f. m.w.Nachw.

professionell besetzten Aufsichtsrat überwacht werden. – Zur *Transparenz* geht es um den Ausgleich von Informationsasymmetrien, die zwischen den verschiedenen Interessengruppen des Unternehmens bestehen. Da die Aktionäre kaum Kenntnis von den Umsätzen und Erträgen des Unternehmens haben, müssen jährlich Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen erstellt und publiziert werden. Zugleich wird opportunistisches Verhalten leichter entdeckbar, wodurch präventive Abschreckungseffekte bewirkt werden. – *Interessenkonflikte* bestehen etwa zwischen Aktionären und dem top management, wie von Berle und Means grundlegend aufgezeigt und im Principle-agent-Konzept theoretisch ausgearbeitet. CG-Regeln können dem Management verbieten, persönliche Vorteile aus Geschäftschancen der AG zu ziehen. Aktienoptionsprogramme können dem Management Anreize geben, im Einklang mit Aktionärsinteressen zu handeln.³⁹ – Unter dem Prinzip der *Wertorientierung* versteht man schließlich, dass Anreize gesetzt werden, Interessenkonflikte nicht im Wege wertvernichtender Streitigkeiten, sondern dadurch zu lösen, dass nach Win-Win-Positionen gesucht wird, die für alle Beteiligten Vorteile bieten und den Gesamtwert der Unternehmung steigern. Beispiele sind nicht nur im Bereich der Kapitalmarktorientierung zu suchen, sondern bestehen etwa auch darin, dass Anreize zur Schadensverhütung anstatt zur Schadensvergütung gesetzt werden, indem das Risiko persönlicher Haftung gesteigert wird.

Ein kurzer Blick auf die neuste Anpassung des CG-Kodex zeigt, dass auch hier Verbesserungen zum risk management vorgeschlagen werden, die Ausdruck neuen humanen Wettbewerbs sind.⁴⁰

- Der Aufsichtsratsvorsitzende soll nicht Vorsitzender des Bilanz-Prüfungsausschusses (audit committee) sein und zwischen den Sitzungen mit dem Vorstand und sogar mit dem Management unterhalb der Leitungsebene „regelmäßig Kontakt halten und mit ihm Fragen der Strategie, der Planung, ...der Risikolage, des Risikomanagements und der Compliance...beraten“ (Nr. 5.2 Abs. 3);
- Ein audit committee soll, wie schon bisher vorgeschlagen, eingerichtet werden. Aber ihm wird nunmehr konkreter nahe gelegt, dass er sich „insbesondere mit der Überwachung des Rechnungslegungsprozesses, der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems und des internen Revisionssystems,...der vom Abschlussprüfer zusätzlich erbrachten Leistungen...sowie – falls kein anderer Ausschuss damit betraut ist – der Compliance, befasst“ (Nr. 5.3.2).
- Interessenkonflikte der Aufsichtsratsmitglieder werden nicht mehr nur als Ausdruck des Unabhängigkeitsprinzips behandelt und unter Transparenzvorbehalt gestellt, sondern sie sollen künftig prinzipiell unterbunden werden, soweit sie „...einen wesentlichen und nicht nur vorübergehenden Interessenkonflikt begründen (können)“ (Nr. 5.4.2)

³⁹ Überblick über die Diskussion der Vor- und Nachteile b. *Leuzinger*, Aktienoptionen im Arbeitsverhältnis, 2005, S. 55 ff., 67; zu Neuerungen mit längerfristigen Incentives s. *Reppesgaard*, Genug vom Lotteriespiel, Handelsblatt v. 17.2.2006 S. K.1.

⁴⁰ Zum Folgenden s. Kodex 2012, a.a.O., zu Nr. 5.2.

- Aufsichtsräte sind zur Aus- und Fortbildung angehalten, sollen dabei aber im Rahmen der aus den Freiberufsethiken besonders bekannten Eigenverantwortlichkeit tätig sein.

Die übrigen o.a. Grundsätze bleiben unangetastet. Man erkennt deshalb, dass die Kodexkritik durchaus beachtet wird und zu stärkerer Einbindung in konkrete Verhaltensempfehlungen geführt hat. Dennoch bleiben die prinzipielle Empfehlungsstruktur und die differenzierenden Güterabwägungen aufrecht erhalten und werden vorsichtig fortentwickelt.⁴¹ Die Prüfungsaufgaben zum Risikomanagementsystem sind erweitert und mit der empfohlenen Ausgliederung auf das audit committee bzw. das speziell einzurichtende risk management committee ebenso intensiviert wie mit der Fragemöglichkeit gegenüber dem mittleren management. Unangetastet bleibt auch die von § 76 AktG vorgegebene Unabhängigkeit des Vorstands. Doch wird auch diese Vorschrift nur als Prinzip interpretiert und in eine Güterabwägung mit den Regeln zum Risikomanagement überführt.

Damit stellt sich die Kommission im bisherigen Meinungsstreit zum Informationsdurchgriff auf die Leitungsebene unterhalb des Vorstands auf die Seite derer, die darin keinen unzulässigen Eingriff in die Unabhängigkeit dieses Organs sehen. Gilt dies nach der Gesetzesauslegung i.S. der Befürworter eines solchen Fragerechts nur zu Zwecken ergänzender Information, so öffnet der Kodex die Kompetenz des Aufsichtsrats auch für etwaige Zweifel an der Recht- und Ordnungsmäßigkeit des Vorstandshandelns.⁴² Da derartige Bedenken praktisch bei der Risikokontrolle naheliegen, ist der Fragedurchgriff im Zusammenhang dieses Problembereichs untergebracht.

Unschwer lässt sich erkennen, dass der Kodex 2012 in die gleiche Richtung geht wie die MaRisk. Dem Aufsichtsrat soll nicht mehr nur die Bilanzkontrolle obliegen, die wesentlich vergangenheitsorientiert ist, sondern auch und v.a. wird ihm die Aufsicht über das Risikomanagementsystem nahe gelegt, um damit den Vorstand zu gemäßiger Risikoübernahme und damit zu rücksichtsvollerem Gewinnstreben anzuhalten. Dass dies zum Schutze der Bestandserhaltung des Unternehmens und der längerfristig orientierten Arbeitsplatzinteressen geschieht, braucht nicht weiter betont zu werden. Allerdings fehlt es hier vorläufig noch dem für die MaRisk konstatierten Öffentlichkeits- und Mittelstandsschutz. Dennoch gibt es immerhin Anhaltspunkte für Beides, ist der Kodex doch für an den öffentlichen Wertpapierbörsen notierte AGs gedacht, und sind doch auch mittelständische Unternehmen heute schon in größerem Umfang gelistet als früher. Zudem muss bedacht werden, dass der Kodex schon gegenwärtig auch auf die nicht börsennotierte AG und sogar auf die Organisation von GmbHs ausstrahlt; und schließlich wird man in Zukunft erwarten dürfen,

⁴¹ S. auch BGHZ 180, 9,19 ff. betr. Anfechtbarkeit des Entlastungsbeschlusses der Hauptversammlung bei fehlerhafter Entsprechenserklärung; zum bislang fehlenden Mindestinhalt der Begründungspflicht s. v. Werder, AG 2010, 62.

⁴² Näher C.-O. Thorwart/A. Frey, NWiR 2013/1 i.Ersch.

dass auch die Teilnahme an anderen Wertpapiermärkten und grauen Kapitalmärkten⁴³ besondere Kodexbefolgung nahe legt bzw. rechtspolitisch zu einer dem § 161 AktG entsprechenden Entsprechenserklärung Anlass gibt.

2. Mitbestimmung und neuere Untersuchungen zur Internal Governance. Noch deutlich weitergehende Elemente neuer sozialer Marktwirtschaft sind im Bereich des Rechts der Unternehmensmitbestimmung festzustellen. Bekanntlich gibt es die Beteiligung von Arbeitnehmern zu 50% in den Aufsichtsräten deutscher AGs und GmbHs nach §§ 1,7 MitbestG v. 1976⁴⁴, wenn dort in der Regel mehr als 2000 Arbeitnehmer beschäftigt sind. Demnach wird in solchen Gesellschaften organisatorisch dafür gesorgt, dass die Aufsicht über Leitungsentscheidungen und die Zustimmungsbefugnisse zumindest auch im Interesse der Arbeitnehmer erfolgt. Wie schon zum Risikomanagement festgestellt, ist die Berücksichtigung von Arbeitnehmerinteressen tendenziell mit langfristigen Gewinnzielen verbunden, die dem Fortbestand des Unternehmens und nicht nur den Kapitalmarktchancen dienen. Für die Mitbestimmung ist diese Wirkung noch weit besser untersucht und bestätigt als für die Risikoaufsicht.⁴⁵ Deshalb ist die Konzeption neuer sozialer Marktwirtschaft auch für dieses Gebiet des Unternehmensrechts relevant. Es gibt sogar seit einigen Jahren rechtspolitische Bestrebungen, genau diese auf Relativierung der Kapitalmarktinteressen zielende Wirkung durch Korrekturen des MitbestG zu fördern.⁴⁶

Betrachtet man zunächst das geltende Recht, so ist eine Art Fast-Parität von Aktionärs- und Arbeitnehmersvertretern geregelt. Zwar gibt es die gleiche Anzahl von Sitzen und Stimmen, aber in der sog. Patt-Situation kommt es letztlich auf die Stimme des Aufsichtsratsvorsitzenden an Ausschlag gibt. § 29 Abs. 2 ordnet bei Stimmgleichheit im ersten Abstimmungsgang an, dass eine zweite Abstimmung durchgeführt wird, und dass hier der Aufsichtsratsvorsitzende mit doppeltem Stimmgewicht abstimmt. § 27 Abs. 1 MitbestG ergänzt diese Regelung, indem der Aufsichtsratsvorsitzende im ersten Wahlgang mit 2/3-Mehrheit gewählt werden muss. Kommt diese Mehrheit nicht zustande, so ist er im zweiten Wahlgang ausschließlich von den Anteilseignervertretern zu wählen, während die Arbeitnehmersvertreter den Stellvertreter zu wählen haben.

Das MitBestG war seinerzeit heftig umkämpft und wurde nach seinem Erlass durch Verfassungsbeschwerden beim Bundesverfassungsgericht angegriffen, weil eine Verletzung der Berufs- und Eigentumsfreiheit nach Art. 12, 14 GG gegeben sei. Das BVerfG hat dieser

⁴³ Zu Verbesserungen des Anlegerschutzes (insbes. Wohlverhaltenspflichten) sogar bei Vertrieb unverbriefter Anteile f. geschlossene Fonds, Genussrechten und Namensschuldverschreibungen s. das Gesetz zur Novellierung des Finanzvermittler- und Vermögensanlagerechts v. 6.12.2011, BGBl. I, 2481, das seit 1.6.2012 in Kraft getreten ist.

⁴⁴ BGBl. 1976 I, S. 1153

⁴⁵ Vgl. nur den arbeitsmarktökonomischen Literaturbericht von U. Jirjahn, 2011; für die USA s. A. Edmans

⁴⁶ So die Studie von K. Biedenkopf, W. Streek und H. Wissmann v. 2006, [www.mpifg.de/pu/ueber mpifg_07-08_06_Streek-Hoepner.pdf](http://www.mpifg.de/pu/ueber/mpifg_07-08_06_Streek-Hoepner.pdf) (download v. 28.2.13).

Verfassungsbeschwerde vor allem deshalb nicht stattgegeben, weil die erwähnte Patt-Regelung letztlich sicherstelle, dass die Anteilseignerseite sich bei schwierigen Meinungsverschiedenheiten mit den Arbeitnehmern durchsetzen können. Die Fast-Parität sei gerade noch mit den beiden Grundrechten vereinbar.

Sogar auf Vorstandsebene ist geregelt, dass die Leitungsentscheidungen in Personalangelegenheiten in die Hände eines Arbeitsdirektors gelegt werden (§ 33 MitbestG), der im Übrigen gleichberechtigt neben den übrigen Vorstandsmitgliedern tätig wird. Allerdings ist es nicht, wie nach § 13 Abs.1 S.2 Montan-MitbestG, dass der Arbeitsdirektor nicht gegen die Stimmen der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat gewählt werden kann. Außerdem untersteht er ebenso dem Vorstandsvorsitzenden, wie dies seine Kollegen satzungsgemäß tun.

Trotz zahlreicher Zweifel an der unternehmerischen Qualität mitbestimmter Entscheidungsorganisation und insbes. an der Wettbewerbsstellung gegenüber Unternehmen im europäischen Ausland und weltweit hat man die Grundstruktur des MitbestG – wengleich mit Abstrichen – auch in das Recht der Europa-AG⁴⁷ integriert. Für diese stellte sich das Problem, ob und welche Art von Mitbestimmung gelten soll, wenn die AG in einem Mitgliedstaat der EU errichtet wird, in der – wie meist - keine oder keine ebenso weitgehende gesetzliche Aufsichtsratsmitbestimmung gilt wie für eine der anderen gründungsbeteiligten Gesellschaften. Nach Art. 2 § 34 Abs. 1 Nr. 2b des Europa-AG-Gesetzes gilt für Deutschland, dass bei Scheitern von Verhandlungen über vertragliche Mitbestimmungsregeln das deutsche MitbestG anzuwenden ist, wenn es für einen erheblicher Teil der Arbeitnehmer bislang gegolten hat.

Die in beiden Modellen präferierte Verhandlungslösung sollte man zwar nach Ansicht unternehmernaher Autoren von der paritätischen Besetzung der Aufsichtsräte bzw. der externen boards abgehen und zur in anderen Ländern Europas z.T. anerkannten Drittelparität⁴⁸ übergehen, da jedenfalls bei boards des anglo-amerikanischen Systems auch unternehmensleitende Beschlüsse zu fassen seien.⁴⁹ Entsprechendes wird man nach Einführung des zukunftsorientierten risk management im Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat auch für das Trennsystem nicht ganz von der Hand weisen können. Doch zeigt sich gerade an der modernen Diskussion der corporate risk governance, dass der Arbeitnehmereinfluss wünschenswerte Langfristeffekte haben kann, die tendenziell für mehr Humanität im Wettbewerb sorgen könnten.

⁴⁷ Gesetz zur Ausführung der VO Nr. 2157/2001 – betr. Europa AG – v. 22.12.2004, BGBl. I, 3675.

⁴⁸ Vgl. nur Dazu T. Baums/P. Ulmer (Hrsg.), Unternehmens-Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Recht der EU-Mitgliedstaaten, 2004.

⁴⁹ Vgl. Rogowski, Für ein neues Wirtschaftswunder, 2004, S. 96.

Hinzu kommen neuste Expertenvorschläge⁵⁰, die ein Wahlsystem bevorzugen, das nicht, wie bisher, auf Direktstimmen der Arbeitnehmer beruht, sondern Stimmrechte der Betriebsräte vorsieht. Damit könne die Unternehmensmitbestimmung mit der betrieblichen des Betriebsverfassungsgesetzes verbunden und dadurch der Einfluss der Arbeitnehmer noch gesteigert werden. Auch dies zielt auf die Langfristeffekte zur Relativierung des shareholder value ab.

Die Diskussion muss hier dahin gestellt werden. Doch zeigt sich, dass die Regelungen auf differenzierter Abwägung zwischen Grundsätzen gewinnmaximierender Risikonahme und Geschäftspolitik und solchen der Bestandssicherung beruhen. Allein dies macht die Perspektiven des Mitbestimmungsrechts für die Bemühungen um Stärkung sozialer Komponenten des neuen Wirtschaftsrechts interessant.

In die gleiche Richtung weist es, dass auch der CG-Kodex sich der Mitbestimmungsregeln annimmt. Das gilt zunächst schon für die Empfehlung der Textform der Pflichtberichte des Vorstandes gem. § 90 AktG i.V. Nr. 3.4 Abs. 3 des Kodex, die natürlich bei Informationsverarbeitung durch Arbeitnehmersvertreter nicht minderwichtig ist. Auch sollen entscheidungsnotwendige Unterlagen, wie der Jahresabschluss, der Konzernabschluss und der Prüfungsbericht, den Mitgliedern des Aufsichtsrats möglichst rechtzeitig vor der Sitzung zugeleitet werden (Nr. 3.4 CG-Kodex). Dadurch soll der Unsitte von Tischvorlagen mit viel zu umfänglichen Einzelinformationen und der dadurch gegebenen Gefahr der Überrumpelung von Aufsichtsratsmitgliedern durch den Vorstand entgegengewirkt werden.

Die Bildung von Ausschüssen ist zulässig (Nr. 5.3.1/3 CG-Kodex) und kann sogar dahingehen, dass Entscheidungsbefugnisse an die Stelle von Aufsichtsratsentscheidungen treten (Nr. 5.3.4). Da die Ausschüsse primär nach fachlicher Qualifikation gebildet werden und im Bereich der lediglich entscheidungsvorbereitenden Kompetenzen nicht der paritätischen Besetzung entsprechen müssen, wie sie für das Hauptgremium vorgesehen ist, besteht natürlich die Gefahr, dass die Mitbestimmungsbefugnisse der Arbeitnehmer auf diese Weise unterlaufen werden. Deshalb sieht Nr. 3.6 CG-Kodex vor, dass in mitbestimmten Aufsichtsräten getrennte vorbereitende Sitzungen organisiert werden, bei denen jeweils nur Anteilseigner – bzw. nur Arbeitnehmersvertreter mitwirken. Ggf. sollen die vorbereitenden Sitzungen von Mitgliedern des Vorstands unterstützt werden.

Die wissenschaftliche Diskussion hat sich v.a. auf die Fragen konzentriert, die mit der Wahrung von arbeitnehmerischen Besitzständen zusammenhängen. Standen anfangs noch Überlegungen zum Sieg über die Trennung von Kapital und Arbeit und über dessen positive Folgen für den Sozialfrieden im Vordergrund, so stellt sich aus der Sicht der CG und der internal governance primär das Problem, ob die Institutionalisierung kooperativen Verhaltens, wie sie dem MitbestG⁵¹ zugrunde liegt,

⁵⁰ Vgl. nochmals K. Biedenkopf, W. Streek und H. Wissmann v. 2006, www.mpifg.de/pu/ueber_mpifg_07-08_06_Streek-Hoepner.pdf (download v. 28.2.13).

⁵¹ Für Entsprechungen des Betriebsverfassungsrechts s. schon H.Herrmann, BB 1974, 934 ff.

hinreichend flexibel und innovationsfähig ist, um auf die modernen Herausforderungen der Wirtschaft und ihre Innovations- und Anpassungsbedarfe angemessen zu reagieren⁵². Neuere empirische Untersuchungen zu diesem Thema zeigen aber, dass sowohl die schon erwähnten Langfristeffekte vorteilhaft sein können, als auch via Mitbestimmung positiv auf die Arbeitszufriedenheit eingewirkt wird und damit zugleich auch günstige Entwicklungen für die Aktienkurse erwartet werden können.⁵³

Kaum erfasst ist allerdings das Verhältnis zwingender mitbestimmungsgesetzlicher Vorschriften und der Mitbestimmungs-Governance, sei es in der Form des CG-Kodex, sei es als internal governance. Denn das MitbestG ist als government i.S. der amerikanischen Terminologie der governance gegenüberzustellen, aber dennoch teilweise funktional äquivalent. Anordnungsbefehle und Steuerungsempfehlungen ergänzen sich gegenseitig, wie in der Folge schärfer Regulierungen und gleichzeitiger Fortentwicklungen zur governance nach den Finanzkrisen immer deutlicher wird. Es kann zu Überregulierung führen, wenn governance und government parallel verstärkt wird, ohne dass die bezweckten Effekte abwägend zueinander und in Bezug auf die Freiheitsbeschränkungen der Normadressaten ins Verhältnis gesetzt werden. Besonders aus der hier verfolgten mittelständischen Sicht ist ein Anliegen, auf das zu achten, der NWiR gut zu Gesicht stünde.

Vorstellbar ist etwa, dass man die erwähnten Auflockerung der gesetzlichen Mitbestimmung durch die europarechtliche Verhandlungslösung auf die Ergänzungen durch den CG-Kodex abstimmt. Sollte man im Rahmen der Mitbestimmungsverhandlungen den Vorschlägen zur „Drittelparität“, wie im Betriebsverfassungsrecht, folgen und dabei zugleich auch mit den Vorschlägen der neuen Biedenkopfkommission die Machtzuwächse durch Wahlrecht von Betriebsräten nutzen, so könnte daneben eine Entsprechendserklärung zur internal governance treten, wenn diese denn im deutschen Recht analog § 161 AktG fortentwickelt würde.

International rechtsvergleichend steht derzeit allerdings die bekannte Reserviertheit des Auslandes⁵⁴ zur Unternehmensmitbestimmung entgegen. Doch gibt es neuerdings, wie gesagt, eine verstärkte Aufmerksamkeit der U.S.-amerikanischen Governance-Forschung für die Arbeitnehmerbeteiligung in corporations amerikanischen Rechts. Die dadurch ausgelöste Regelbildung zur „internal governance“ scheint bisher auf Empfehlungen und Steuerung durch Öffentlichkeitseffekte zu setzen. Künftig könnten aber auch Rechtsfortbildungen ähnlich dem monistischen EU-Modell erfolgen, so dass insofern wiederum die Probleme abgestimmter governance und government ergeben würden. Vorerst bleibt aber abzuwarten, ob sich auch der Trend der internal governance in den USA durchsetzen kann und dadurch ein weiterer Impuls zur Stärkung der Ökonomie und des Wirtschaftsrechts für den Menschen dort und bei uns bewirkt wird.

⁵² Näher *Pistor*, in Handbuch Corporate Governance, Hommelhoff/Hopt/von Werder (Hrsg.), 2003, 157, 173.

⁵³ Vgl. nochmals die empirische Studie von A. Edmans zur internal governance.

⁵⁴ Dazu T. Baums/P. Ulmer (Hrsg.), Unternehmens-Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Recht der EU-Mitgliedstaaten, 2004.

IV. Neue Regeln zum Quasi-Eigenkapital

1. Pflicht-Wandelanleihen. Ebenfalls zum Gesellschaftsrecht gehören die aktuellen Vorschläge, die systemrelevanten Institute zu veranlassen, Wandelanleihen (sog. CoCo-Bonds, contingent convertible bonds) auszugeben, die im Insolvenzfall von Anleihen zu nachrangigem Haftkapital mutieren. Die Vorschläge schließen an Erfahrungen an, die man mit unterschiedlichen Formen des Quasi-Eigenkapitals und der U.S.-amerikanischen subordinated loans schon seit vielen Jahren gemacht hat. Auf die umfangreichen Forschungen dazu darf hier verwiesen werden.⁵⁵ Neu ist nur, dass man solche Anlageformen jetzt für systemrelevante Institute zur Pflicht machen will.⁵⁶

In der Schweiz und in Großbritannien ist Derartiges bereits weitgehend durchgeführt.⁵⁷ Eine Schweizer Expertenkommission schlug im September 2010 vor, zur Begrenzung gesamtwirtschaftlicher Systemgefahren Risiken durch Großinstitute für 9% der risikogewichteten Aktivposten i.S. Basel III bedingte CoCos begeben zu müssen. Daraufhin haben die Credit Swiss und die UBS erste Anleihen dieser Art emittiert, die zur Anerkennung durch die Aufsichtsbehörde geeignet sein sollen. Ähnliches hat die englische Barclays Bank für Herbst 2013 angekündigt und eine entsprechende Vereinbarung mit der Aufsicht getroffen.⁵⁸

Die CoCos-Lösung hat Vorteile der weichen Regulierung, sofern die Anleihen von vornherein mit der Umwandlungsautomatik versehen werden. Denn dann erwerben die Anleger sie freiwillig mit sämtlichen vor- und nachteiligen wirtschaftlichen und rechtlichen Eigenheiten, und d.h. auch, dass die Papiere von den Märkten, auf denen sie gehandelt werden, von Beginn an so eingepreist werden. Unbefriedigend mag sein, dass im Falle der Schieflage die Altaktionäre keinen Vollverlust erleiden, sondern lediglich eine Verwässerung ihrer Aktienwerte eintritt, indem neues Aktienkapital in Höhe der CoCos hinzukommt, ohne dass dem Unternehmen reale Werte zufließen.

Das ist jetzt von der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bemängelt und durch einen Vorschlag ersetzt worden, der folgendes vorsieht:

- Übernahme der Aktien durch eine Abwicklungsbehörde bei Schieflage;

⁵⁵ Zu Basel II s. die Nachw. b. P. Buck-Heeb/ A. Diekmann, Selbstregulierung im Privatrecht, 2010, S. 118 f.; zum deutschen Recht s. M. Lutter, in: Kölner Komm. AktG, 3. Aufl. 2011, § 221, Rdn. 395 ff. m.w.Nachw.; rechtsvergl. H.Herrmann, Quasi-Eigenkapital im Kapitalmarkt- und Unternehmensrecht, 1996 m.w.Nachw. auf S. 1 Fn. 1 und S. 6 Fn. 21.

⁵⁶ Vgl. L. de la Motte, HBl. v. 12.2.2013, S. 32 f.

⁵⁷ Dort sog. contingent-Capital-Bonds, vgl. Acemaxx, <http://accemaxx-analytics-dispinar.blogspot.de/2011/01/contingent-capital-good-bye-coco-bonds.html>.

⁵⁸ de la Motte a.a.O.

- Einbringung in eine neue Holding;
- „Streichung“ der Bankschulden in großem Umfang (mit Unterschieden nach vor- und nachrangigen Bankgläubigern);
- Verkauf von Aktien an Investoren.

Einzelheiten des Vorschlags sind bisher, soweit ersichtlich, noch nicht veröffentlicht. Aber fest steht schon Eines. Es handelt sich um einen hoheitlichen Kraftakt, wo eine marktkonformere Lösung vielleicht hinreichend wäre; denn mit dem Dazwischentreten der Abwicklungsbehörde werden autoritäre Vorgänge ausgelöst, die ex ante völlig unabsehbar sind und deshalb auch nicht durch Wertbewegungen auf den Kapitalmärkten antizipiert werden können.

2. Additional Tier Basel III. Ein – auch im Verhältnis zu den CoCos – bedeutend schonenderes Mittel ist im Regelwerk Basel III vorgesehen, das die Arbeit des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht fortsetzt und kein zwingendes überstaatliches Recht setzt, sondern Empfehlungen herausgibt.⁵⁹ Bei den Eigenkapitalregeln soll, wie schon nach geltendem Standard von Basel II nicht mehr auf starre Quoten, sondern darauf gesetzt werden, dass die Institute eigene Risikomodelle entwickeln, bei den Aufsichtsbehörden einreichen und mit der gebotenen Transparenz dann auch befolgen.⁶⁰ In Manchem ähnlich wie beim Governance-Kodex werden Risikomodellempfehlungen von Expertengremien ausgearbeitet, die entweder übernommen oder institutspezifisch modifiziert werden müssen. Ein wichtiger Unterschied zur CG besteht allerdings darin, dass keine Pflicht zu öffentlicher Abgabe von Entsprechenserklärungen vorgesehen werden wird.

Neben den Abstufungen der risikoadäquaten Eigenkapitalunterlegung soll nun in Basel III ein sog. Additional Tier 1 vorgeschlagen werden, in dem verlustbeteiligende Instrumente untergebracht werden können. Es soll also kein Zwang, sondern nur ein Anreiz bestehen, der mit niedrigeren Kosten derartigen Kapitalersatzes gegeben wäre. Doch ist hierzu noch heftig umstritten, ob in dieser Position nur Bonds mit krisenbedingter Abschreibung auf Null erfasst werden können, oder ob auch Papiere zugelassen sein sollen, die wie die CoCos eine Umwandlung in Aktien vorsehen. Offen ist auch, ob die CoCos wirklich kostengünstiger zu platzieren sind, und ob man ähnliche Verbriefungen wie die deutschen Genussscheine und die englischen subordinated loans und dergl. zulassen soll.

Hier ist nicht der Ort, zur Lösung der offenen Probleme beizutragen. Es genügt der Hinweis, dass es sich bei den Pflicht-Wandelanleihen nicht um einen bloßen Vorgriff auch Basel III, sondern darum handelt, an die Stelle der dortigen Anreiz-Regulierung eine Gebotsstruktur durch zwingende

⁵⁹ Näher Buck-Heeb/Diekmann, a.a.O., S. 118 f.

⁶⁰ Näher s. die Beiträge in: Wambach/Herrmann, Solvency II, 2005, S. 9 ff.; Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems - revised version June 2011, www.bis.org/publ/bcbs189.htm (download v. 11.2.2013).

gesetzliche Regelung zu setzen. Dass man Basel III zuvorkommen möchte, mag angesichts der drängenden Systemgefahren sinnvoll sein. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht ist ein weltweit repräsentiertes Expertengremium, das mit leitenden Bankaufsehern aus den Ländern der OECD besetzt ist. Es handelt sich folglich um eine Art Selbstregulierungsorganisation. Auch wenn Private gar nicht beteiligt sind und weder die Banken selbst, noch Repräsentanten der Anleger offiziell mitwirken, so handelt es sich doch auch um keine hoheitliche Einrichtung wie eine staatliche Behörde. Zudem mögen Zweifel an hinreichender Legitimation durch den unabhängigen Experten-Sachverstand der Kommissionsmitglieder bestehen⁶¹, aber es handelt sich doch um hochrangig berufene Fachleute, die nicht nur aus inzwischen 13 verschiedenen Ländern kommen und teils den Aufsichtsbehörden, teils den Zentralbanken angehören.⁶² Auch besteht nicht nur ein hoher Öffentlichkeitsstatus mit gewöhnlich sehr intensiver Medienaufmerksamkeit, sondern es werden auch laufend Interessenverbände aus der Banken- und Versicherungswirtschaft sowie von Seiten der Anleger angehört. Sicherlich bleiben Zweifel, ob die gegenwärtige Organisation des Baseler Ausschusses angesichts der angewachsenen Bedeutung seiner Arbeit hinreichend ausgewogen und kontrollierbar ist. Verbesserungsmöglichkeiten werden in der Wissenschaft schon seit einiger Zeit zunehmend diskutiert, so dass zu fragen ist, ob dieses Potential vorzugswürdig genutzt werden kann und muss, anstatt zu hoheitlichem Zwang in der Form von Pflicht-Wandelanleihen überzugehen.

V. Kickbacks und Zinswetten

1. Missbrauchsvorwürfe und Meinungsstand. Ein weiteres Feld heftigen Meinungsstreits zum Umfang gebotener (Re-) Regulierung sind die zahlreichen krass missbräuchlichen Vertriebspraktiken für komplexe derivative Anlageprodukte, Restschuldversicherungen, Minibonds und Swapgeschäfte. Sie werden in der Literatur v.a. mit dem berechtigten Hinweis auf mittelstandsschädigende Auswirkungen bekämpft.⁶³ Im jüngst vom BGH entschiedenen Fall Zinswetten soll der Schadensumfang für die bekl. Dt. Bank einen mittleren zweistelligen Mio.-Betrag ausmachen.⁶⁴ Weitere Verfahren gegen vergleichbar unlautere Zinswetten sind noch anhängig, so dass angenommen wird, die Fälle könnten ebenso zugunsten der Kläger entschieden werden. Auch dürften weitere Geschädigte, die bisher noch nicht geklagt hatten, durch die BGH-Entscheidung zu Klagen ermutigt

⁶¹ Krit. J. Köndgen, AcP 206 (2006), 477, 493 f.

⁶² Vgl. Jungmichel, WM 2003, 1201; Buck-Heeb/Diekmann, a.a.O., S. 118.

⁶³ Vgl. nur den Fall BGH XI ZR 33/10-Zinswette v. 22.3.2011 mit Schaden der mittelständischen Klägerin v. knapp 570 TE aus einem sog. Spread Ladder Swap.

⁶⁴ Vgl. FT online v. 11.11.2011 (download v. 11.2.2013).

werden. Wie man hört, haben insbes. die Commerzbank, die HypoVereinsbank, die WestLB oder die Landesbank Baden-Württemberg ähnliche Wettgeschäfte wie die Deutsche Bank vereinbart.⁶⁵

Die Zinswetten werden auf die voraussichtliche Entwicklung des Zinses für einen Bezugsbetrag abgeschlossen. Im BGH-Fall Zinswette hatte der Kläger der beklagten Bank – ein mittelständischer Hygieneartikelhersteller - einen festen Zins (z.B. 3%) zu zahlen. Die Bank musste nach einer Anlaufzeit von 1 Jahr mit 1,5% einen variablen Zins zurück gewähren, der sich nach einem 10- und 2-Jahres-Swap-Mittelsatz auf EURIBOR-Basis errechnen sollte. Dem Kläger war zwar bekannt, dass er gegen die Bank wettete; er war aber nicht darüber aufgeklärt worden, dass im Zeitpunkt des Vertragsschlusses bereits ein von der Beklagten „bewusst strukturierter negativer Marktwert“ des Vertrages in Höhe von 4% des Bezugsbetrages (ca. 80.000,- €) bestand. Darin sah der BGH einen „schwerwiegenden Interessenkonflikt“, über den hätte aufgeklärt werden müssen. Zwar brauche die Bank nicht zu erläutern, dass sie im Allgemeinen mit derartigen Geschäften selbst Gewinnerzielungsinteressen verfolgt, doch hätte es der Mitteilung bedurft, dass „...die beratende Bank die Risikostruktur des Anlagegeschäfts bewusst zu Lasten des Anlegers gestaltet hat“.⁶⁶

Der BGH knüpft damit an eine langjährige Rspr. zu Aufklärungs- und Beratungspflichten gem. § 311 BGB (culpa in contrahendo) und §§ 31 ff. WpHG an, die schließlich in der berühmten Kickback-Entscheidung⁶⁷ präzisiert und gefestigt worden ist. Hier nahm der BGH eine Mitteilungspflicht über bestimmte Rückvergütungen (kickbacks) an, die dem Anlagevermittler (Bank, Makler, Agent) vom Anbieter des Produkts (z.B. einer Fondsgesellschaft) als eine Art Provision versprochen worden sind. Hat der Kunde beispielsweise einen Anteil an einem Investmentfonds in der Rechtsform einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) erworben, und schuldet der daraus jährliche Gebühren in Höhe von 1% de angelegten Betrages, so gibt die KAG davon z.B. 0,2% als sog. Bestandsprovision an den Anlagevermittler weiter. Das darf geschehen, es muss aber dem Kunden vor Abschluss des Geschäfts aufgedeckt werden, andernfalls sog. Wohlverhaltenspflicht i.S. § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG und eine vorvertragliche Vertrauenspflicht i.S. § 311 Abs. 2 Nr. 3 BGB verletzt und der entstandene Schaden zu ersetzen ist. Auch zu dieser Fallgruppe wird auf den Interessenkonflikt des Anlagevermittlers abgestellt. Ein solcher Widerstreit sei zwar nicht notwendig zu vermeiden, er müsse aber für den Kunden durchschaubar gemacht werden.

In der Literatur ist die Entscheidung zumeist auf Zustimmung gestoßen und als Klärung zur Reichweite der Warn- und Beratungspflichten aufgefasst worden. Obgleich die erste Entscheidung des

⁶⁵ N. Luttmer, FT-online v. 22.3.2011 (download v. 11.2.2013).

⁶⁶ BGH, a.a.O., vorvorige Fn.

⁶⁷ BGH XI Z BGH XI ZR 56/05.R 56/05.

BGH zur Haftung eines Anlageberaters bereits mehr als 30 Jahre zurückliegt⁶⁸, sind zahlreiche Einzelheiten bis heute ungeklärt. Immerhin wurde damals die ältere Vertreterhaftung des sog. *procurator in rem suam* auch auf Nicht-Vertreter ausgedehnt, die als bloße Vertragsmittler auftreten. Allmählich setzte sich dann die Ansicht durch, dass Makler und andere Vermittlungspersonen, die besonderes Vertrauen in Anspruch nehmen, also insbes. selbständige Anlageberater und Bankangestellte, nach der bekannten Formel eine „anleger- und objektgerechte“ Beratung schulden.⁶⁹ Nach weiteren gut 20 Jahre vorsichtiger Weiterentwicklung fasste man dann 1994 die deutsche Rspr. nach den Vorgaben einer inzwischen erlassenen EG-Richtlinie⁷⁰ zur gesetzlichen Bestimmung der Wohlverhaltenspflichten von § 31 Abs. 2 Nr.1/2 WpHG⁷¹ zusammen. Auch aus den Folgejahren liegt eine reichhaltige Beratungs- und Rechtsprechungspraxis⁷² vor, die sich, wie folgt, zusammenfassen lässt.

- Da das WpHG als genuines Aufsichtsrecht dem öffentlichen Recht angehört und § 37b WpHG privatrechtliche Schadensersatzpflichten lediglich für bestimmte fehlerhafte oder fehlerhaft unterlassene Insiderinformationen geregelt hat, war lange umstritten, ob § 31 als Schutzgesetz i.S. § 823 Abs. 2 BGB zu privatrechtlichen Schadensersatzansprüchen führt.⁷³ Mit der überwiegenden Literaturmeinung hat der BGH nun in Kickback die über einen bloßen Normreflex hinausgehende Wirkung für das BGB bejaht und dabei darauf begrenzt, dass es sich um Ansprüche aus Pflichtverletzungen handelt, die auch nach § 311 BGB zu beachten gewesen wären.⁷⁴
- Rückvergütungen waren schon nach früherer Rspr. aufklärungspflichtig, soweit ein Vermögensverwalter eingeschaltet war, und dieser bei Empfehlung bestimmter Produkte Provisionen und Depotgebühren rückvergütet erhielt. Denn es war anzunehmen, dass der Anlagerat v.a. aufgrund dieser eigenen Vergütungsvorteile und nicht primär wegen der Vorzüge für den Anleger im Hinblick auf die gebotene anlage- und objektgerechte Beratung erfolge.⁷⁵
- Das soll nach Kickback nun auch dann gelten, wenn kein Vermögensverwalter zwischengeschaltet wird. Denn es bestehe der gleiche grobe Interessenwiderstreit.
- Soweit keine Rückvergütung vereinbart worden ist, kommt ein Schadensersatz wegen anderer Aufklärungsfehler nur in Betracht, wenn besondere Umstände dazu nachgewiesen sind, dass der Anleger die angeratene Investition nicht vorgenommen hätte, wäre er objektiv und subjektiv angemessen informiert worden⁷⁶; und auch dies nur mit den o.a. generellen Einschränkungen zur Schutzgesetzeigenschaft i.S. § 823 BGB.

⁶⁸ BGHZ 56, 81 ff. (1971); näher *H.Herrmann*, JZ 1983, 422, 424.

⁶⁹ Vgl. nur die berühmten Bond-Fälle, BGHZ 123, 126=NJW 1993, 2433; dazu *N.Horn*, ZBB 1997, 139, 143; jeweils mit Nachw. zur älteren Rspr.

⁷⁰ Richtl. 93/22/EWG über Wertpapierdienstleistungen v. 10.5.1993, ABl. L 141/27; mittlerweile aufgehoben durch die bis zum 30.4.2006 umzusetzende Richtl. 2004/39/EG, ABl. L 145 v. 30.4.2004.

⁷¹ V. 26.7.1994, BGBl. I, 1994, S. 1749.

⁷² Überblick b. *Schwark*, in ders. (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskomm., 3. Aufl., 2004, § 31 WpHG, Rdn. 39 ff.; Assmann u.a., WpHG, 6. Aufl. 2012 § 31 Rdn. 74 ff.

⁷³ Offen gelassen noch in BGHZ 142, 345, 356 und 163, 311, 321 (v. 28.6.2005).

⁷⁴ BGH, a.a.O., Rdn. 18.

⁷⁵ BGHZ 146, 235, 239; zust. Assmann, u.a., a.a.O., § 31, Rdn. 74; a.A. noch Schwark, a.a.O., § 31, Rdn. 27.

⁷⁶ BGH-Kickback, Rdn.27.

2. Zur Schutzgesetzeigenschaft der WpHG-Novelle 2012. Durch die erst im Juni vergangenen Jahres in Kraft getretene Novelle des Finanzvermittler- und Vermögensanlagegesetzes sind die Wohlverhaltenspflichten jetzt sogar bei Vertrieb unverbriefter Anteile an geschlossenen Fonds, Genussrechten und Namensschuldverschreibungen vorgeschrieben.⁷⁷ Zudem besteht zum letzten Spiegelstrich weiterhin erhebliche Rechtsunsicherheit. Eine volle Ausweitung der Rspr. auf Fälle ohne Kickbacks und auf den Vertrieb auf grauen Kapitalmärkten dürfte v.a. deswegen nicht in Betracht kommen, weil die Entscheidungen, wie gezeigt, bemüht sind, den Vertrauensschutz in anleger- und objektgerechte Information für Kapitalanleger in vorsichtiger Abwägungen mit Markt- und Wettbewerbsinteressen zu fassen. Gegen zu weite Ausdehnungen spricht, dass es um Anlagen geht, die bewusst und gewollt auf Renditen volatiler Märkte abzielen. Wer das tut, der ist typischer Weise als risikobewusst anzusehen. Verbraucher mit derart gesteigertem Risikobewusstsein werden nach europäischem und inzwischen auch nach nationalem deutschem Wettbewerbsrecht als „mündig“ oder „verständlich“ bezeichnet und nur begrenzt vor Fehlvorstellungen im Wettbewerb geschützt.⁷⁸ Da der EuGH dieses Leitbild mündiger Verbraucher von Anfang an sehr allgemein formuliert hat⁷⁹, wurde es bald auf die verschiedensten Gebiete des Privatrechts und auf den privatrechtlichen Verbraucherschutz übertragen.⁸⁰ Nicht mehr der unaufmerksame und ohne Risikobewusstsein Handelnde, sondern nur noch derjenige Verbraucher soll vor den Folgen typischer Informationsunterlegenheit geschützt werden, der die ihm zumutbaren Möglichkeiten der Selbstinformation ausschöpft. Es versteht sich beinahe von selbst, dass ein derartiges Verbraucherschutzkonzept zuerst im Anlegerschutz des Wertpapierhandelsrechts praktiziert worden ist und hier seine Bewährungsprobe zu bestehen hatte.

3. Verbote oder Offenlegung von Interessenkonflikten. Sieht man diese Offenlegungspflichten im Zusammenhang neuen Wirtschaftsrechts, so zeigen sich auffällige Übereinstimmungen mit den Regeln des CG-Kodex zum Umgang mit Interessenkonflikten. Zu deren Bewältigung im Aufsichtsrat börsennotierter AGs sieht der Kodex zwar vor, dass bei der Wahl von Aufsichtsräten auf deren hinreichende Unabhängigkeit zu achten ist (Nr. 5.41). Ergeben sich aber während der Amtszeit Interessenkonflikte, die aufgrund einer Beratung oder Organfunktion bei Kunden, Lieferanten, Kreditgebern oder sonstigen Geschäftspartnern entstehen, so soll das betreffende Aufsichtsratsmitglied seine Tätigkeit nicht etwa grundsätzlich einstellen, sondern die Inkompatibilitätsgründe selbst offen legen (Nr. 5.5.2). Dazu passt, dass Aufsichtsräte zwar keine Organfunktionen oder Beratungsaufgaben

⁷⁷ Gesetz v. 6.12.2011, BGBl. I, 2481, das seit 1.6.2012 in Kraft getreten ist.

⁷⁸ S. dazu den Beispielsfall Trockenei BGH GRUR 1961, 544 „Eigold“; näher unten zu IV.3.

⁷⁹ Grundlegend EuGH, Rs. C-470/93, Verein gegen Unwesen in Handel und Gewerbe gegen Mars GmbH, Slg. 1995, I-1923, 1944.

⁸⁰ Näher schon Herrmann, in ders./Wambach (Hrsg.), Reform des Versicherungsvertragsrechts, 2003 S. 101 ff, 118; ders., DZWIR 2004, 45, 49 ff.

bei wesentlichen Wettbewerbern ausüben sollen, dies aber erlaubt ist, wenn es im Rahmen der Entsprechenserklärung mit Begründung offengelegt wird. Im Bericht an die Hauptversammlung ist über aufgetretene Interessenkonflikte zu informieren; und nur „wesentliche und nicht nur vorübergehende“ Kollisionen sollen zur Beendigung des Mandats führen (5.5.3). Aber auch dies gilt gemäß der Rechtsnatur des Kodex nur empfehlungsweise und kann bei Offenlegung gem. § 161 AktG anders gehandhabt werden.

Wird nicht offengelegt, weil eine Entsprechenserklärung entweder gar nicht oder unrichtig abgegeben wird, so ist nach Ansicht des BGH der Entlastungsbeschluss der Hauptversammlung anfechtbar.⁸¹ Unsicher ist noch, wie weit die Begründungspflicht bei Abweichungserklärungen i.S. § 161 AktG reichen. Das dürfte aber nicht die schwerwiegenden Interessenkonflikte betreffen. Diese müssen jedenfalls im Kern kenntlich gemacht werden.⁸² Die Folgen bei wirksam angefochtenem Entlastungsbeschluss ergeben sich aus dem Haftungsrecht für Vorstand und Aufsichtsrat nach §§ 93, 116 AktG.⁸³

Der Befund spricht zunächst dafür, die Schutzgesetzeigenschaft des § 31 WpHG nicht auf Fälle schwerwiegender Interessenkonflikte zu begrenzen, wie sie von der Rspr. bisher vorausgesetzt wurden. Denn die Haftung für Verletzungen kapitalmarktrechtlicher Wohlverhaltenspflichten beruht nicht auf traditioneller verbotsrechtlicher Regulierungstechnik⁸⁴, sondern ist informationsrechtlicher Natur und dogmatisch auf die Anstandsregeln in börsennotierten AGs abgestimmt. Dabei handelt es sich sogar nicht einmal nur um den Wechsel von der Verbots- zur Anreizregulierung, sondern viel weiter gehend um eine neue Regulierungskultur zum Wettbewerb im Umfeld einer neuen sozialen Marktwirtschaft.⁸⁵ Zahlreiche Belege dafür sind bereits im Bisherigen mitgeteilt und werden im Weiteren noch hinzukommen. Hier bleibt nur noch der Hinweis darauf, dass auch der CG-Kodex auf das Wohlverhalten nicht gelisteter AGs und anderer Kapitalgesellschaften ausgedehnt werden soll. Es wäre systemwidrig, wenn die Haftung für Aufklärungsfehler in prinzipiell anderen Grenzen gefasst wäre.

Andererseits wird man bei der Ausdehnung des öffentlich-rechtlichen Funktionsschutzes auf das Privatrecht Sorge dafür tragen müssen, dass der Individualschutz nicht zuwiderläuft. Wie auch sonst im Schutzrecht können die Abwägungsgebote neuen Wirtschaftsrechts zu viel des Guten sein und allein deshalb bereits kontraproduktiv wirken. Verf. hat anderwärts⁸⁶ versucht, die private Haftung von Anlegermittlern auf das inzwischen neu geregelte Recht der Versicherungsmittler gem. §§ 61 ff. VVG

⁸¹ BGHZ 180, 9,19 ff.

⁸² Vgl. Werder, AG 2010, 62.

⁸³ Dazu schon o. II.1 und näher Thorwart/Frey, NWiR 2013/1 i.Ersch.

⁸⁴ Vgl. etwa den Vorschlag aus der Verbraucherzentrale Bundesverband, den Vertrieb geschlossener Fonds und dergl. an private Anleger schlicht zu verbieten, s. Ebner/Bender, a.a.O.; w. Nachw. o. vor I und zu II.1a.

⁸⁵ Näher Herrmann, 10 Jahre..., a.a.O., in diesem Heft zu II.1.

⁸⁶ Vgl. schon Verf., in Wambach/ders., Solvency II, 2005, S. 9 ff.

abzustimmen. Denn war es bisher das Versicherungsrecht, das dem Bankrecht folgte, so ist es seit den Reformen des VVG in 2007/8 anders herum. Das Bankrecht ist dem Versicherungsrecht in vielerlei Hinsicht gefolgt; und hat unlängst in § 34 Abs. 2a des Finanzvermittler- und Vermögensanlagegesetzes von 2011/2⁸⁷ sogar die Dokumentationspflichten übernommen, die bislang nur gem. § 61 Abs. 1 S. 2 VVG bestanden. Was liegt da näher, als dass man auch für Auslegungszweifel die Parallelen des neuen Versicherungsrechts mit heranzieht.

Das kann hier natürlich nicht in extenso ausgebreitet werden, doch ergibt sich in dieser Hinsicht eine stärkere Unterscheidung nach Risiken, die im Markt normal sind, und anderen, die als Marktstörungen anzusehen und vom Vermittler oder den Erfüllungsgehilfen des anbietenden Unternehmens selbst durch dessen (rücksichtsloses) Verhalten erst (mit) herbei geführt worden sind. Denn dann liegen einerseits besondere Umstände vor, die der BGH, wie gezeigt, auch schon zum Wertpapierhandelsrecht und dessen privatrechtliche mehr als reflexhafte Auswirkung vorausgesetzt hat; und die Haftung ist andererseits nicht derart ausgeweitet, dass dem Kunden Schadensersatzansprüche für die Verwirklichung von Gefahren zugesprochen würden, für die er nach der vertraglichen Risikoverteilung selbst verantwortlich ist.

Hauptanwendungsfall dieser Sonderhaftung ist der durch sog. Blasenbildung verursachte Schaden. Darauf ist sogleich zurück zu kommen. Aber es sind auch Fälle erfasst, in denen Schäden durch ähnlich ungerechtfertigtes Marktverhalten verursacht worden sind, wie dies bei schwerwiegenden Interessenkollisionen i.S. der Kickback- und Wetzins-Fälle der Fall ist. Man denke nur an das Verhalten von Drückerkolonnen im Strukturvertrieb, die in ähnlicher Weise offenbar immer noch auch in der Anlagevermittlung vorkommen, wie man den schon seit Längerem geplanten Testkaufaktivitäten entnehmen kann.⁸⁸ Dieses auch sog. mystery shopping mag insbes. aus Datenschutzgründen unzulässig sein⁸⁹, doch stehen dahinter offenkundig nach wie vor missliche Erfahrungen mit Vertriebsdiensten bis hin zu Bankangestellten, die ihren Kunden Anlageobjekte empfehlen, ohne deren objektive und subjektive Geeignetheit auch nur ansatzweise zu überdenken.⁹⁰

Kommt es in solchen Szenarien zu Verwerfungen auf den Märkten, so ist das Verhalten auf Anbieterseite schwerwiegend missbräuchlich, und die Mitverursachung von Blasenbildungen auf den relevanten Märkten zumindest indiziert.⁹¹ Es handelt sich um ein Verhalten, das unkontrollierbare

⁸⁷ Gesetz v. 6.12.2011, BGBl. I, 2481, das seit 1.6.2012 in Kraft getreten ist.

⁸⁸ Vgl. nur K. Seibel, Welt-online v. 9.6.2011; J.Jahn, FAZ-online v. 27.12.2012; zuletzt o.Verf., HBl.-online v. 11.2.2013 (download v. 16.2.2013).

⁸⁹ Dazu der Hinweis v. K. Seibel, Welt-online v. 9.6.2011.

⁹⁰ Zu aktuellen Plänen der Opposition, provisionsbasierte Beratung schlicht zu verbieten, und zu BAFin-Produktverboten bei schlechter Beratung, s. den Bericht v. D. Delhaes/F. Drost, HBl. v. 3.6.2013, S. 28. Die Verbotsphantasien sollen offenbar immer weiter unabhängig von den Erfahrungen mit der Anreiz-Regulierung vorangebracht werden; dort auch zu Zweifeln an der Beweislastverteilung geltenden Rechts, allerdings ohne Berücksichtigung der Beweislastumkehr bei Dokumentationsfehlern.

⁹¹ Zur marktspezifischen (normativen) Kausalität s. BGH, JuS 1985, 312 - Kupolofen.

Funktionsstörungen auf den relevanten Märkten zumindest billigend in Kauf nimmt. Der Schutzbereich der öffentlich-rechtlichen Wohlverhaltenspflichten des WpHG kann und muss insofern auch auf unmittelbar betroffene Individualpersonen erstreckt werden. Insofern ist problemlos auf die h.M. abzustellen, die eine solche über einen bloßen Normreflex öffentlich-rechtlichen Funktionsschutzes hinausgehende Wirkung des WpHG, wie auch sonst zu § 823 Abs. 2 BGB, nur bejaht werden, wenn eine Beschränkung auf einen abgrenzbaren Personenkreis möglich und vom Normzweck gewollt ist.⁹² Das wird man zu bejahen haben, da trotz der Breitenwirkung von Marktblasen nicht etwa Jedermann zum Schadensersatz berechtigt wird, der im Markt von den Fehlentwicklungen beeinträchtigt wird. Es geht vielmehr nur um diejenigen Personen, die ein gesteigertes individuelles Vertrauen in die Vertragsmittler bzw. in die unmittelbar tätig werdende Bank und deren Erfüllungsgehilfen gesetzt haben. Es erscheint deshalb durchaus angebracht, die Schutzgesetzzeigenschaft des § 31 WpHG auf die Fallgruppe der Zinswetten auszudehnen.

VI. High Speed Economy und elektronische Steuererklärung

1. Ungedekte Leerverkäufe und E-Government Steuern. Zum neuen Finanzmarktrecht des e-commerce sind die Fragen zur Zulässigkeit von Leerverkäufen besonders interessant, die zu vielen Tausenden innerhalb von Millisekunden via spezieller Software und Internetverbindungen zu den betr. Börsen ausgeführt werden. Dazu gab es eine ausgiebige Diskussion bis zum Machtwort des deutschen Gesetzgebers. Ab Juli 2010 waren ungedeckte Leerverkäufe in Aktien und bestimmten Schuldtiteln in Deutschland aufgrund von § 30h ff. Wertpapierhandelsgesetz verboten worden. Weiterhin ging es aber seither auch in dieser Hinsicht um die internationalen Auswirkungen. Denn das deutsche Verbot hinderte natürlich nicht, dass die Geschäfte in anderen Ländern ausgeführt werden.

Deshalb wurde ab 1.11.2012 die EU-Leerverkaufverordnung⁹³ in Kraft gesetzt, die ebenfalls das Verbot ungedeckter Leerverkäufe vorsieht. Durch ein Ausführungsgesetz dazu sollen die Leerverkaufsvorschriften der §§ 30 h ff. WpHG im Wesentlichen gestrichen und durch einen Verweis auf die EU-Verordnung ersetzt werden. Auch für ungedeckte Credit Default Swaps gibt es starke Beschränkungen europaweit. Für gedeckte Leerverkäufe bestehen relativ strenge Transparenzvorschriften; und die EU-Verordnung und demzufolge auch das geplante Beschränkungsgesetz die Befugnis vor, auf nationaler Ebene befristete Verbote auszusprechen, soweit noch keine Vollverbote bestehen.⁹⁴ Die Probleme dieses Wertpapierhandelssegments sind damit nur

⁹² Vgl. nur BGH NJW 2012, 1800, Tz. 21; Pal.-Sprau, § 823 BGB, Rdn. 57 m.w.Nachw.; nicht bei

⁹³ Verordnung der Kommission v. 5.7.2012 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012.

⁹⁴ Aktuell vgl. Beck-aktuell, <http://geswetzgebung.deck.de/news/leerverkaeufe>, download v. 18.12.2012.

teilweise vom Tisch, so dass das für neue Wirtschaftsrecht noch manche Klärung und Weiterentwicklung zu erwarten ist. Auf Beiträge dazu in NWiR darf man gespannt sein.

Zum E-Government öffentlicher Verwaltungen müssen wenige Stichworte genügen. Es scheint, als stünden wir hier noch erst ganz am Anfang einer rapiden Entwicklungen. Immerhin gibt es aber etwa bereits den elektronischen Personalausweis, die elektronische Abfrage des Punktestandes bei dem Flensburger Kraftfahrtbundesamt und – für das Wirtschaftsrecht wohl das Wichtigste – die steuerliche E-Bilanz, für die die Steuerapplikation ELSTER bereits 7-8 Mio. Nutzungen pro Jahr zu verzeichnen hat. Doch bleibt es vermutlich noch lange eine Vision, etwa die Anmeldung zur Sozialversicherung voll automatisch aus der elektronischen Personalakte von Arbeitgebern heraus vornehmen zu können.⁹⁵

Was das neue Wirtschaftsrecht angeht, so zeichnen sich ganz unterschiedliche Themenbereiche ab. Nicht nur zur Vorbereitung der E-Bilanz können Daten der Rechnungslegung elektronisch gespeichert und aufbewahrt werden, wenn ihre Lesbarkeit auf Dauer gewährleistet ist (§ 261 HGB). Die Publizität der Jahresabschlüsse und der Handelsregister wird durch ausgiebige Regelungen zum elektronischen Handelsregister⁹⁶ enorm verbessert.⁹⁷ Ob es sich dabei allerdings um einen „Big Bang im Recht der Unternehmenspublizität“ handelt⁹⁸, dürfte immer noch mehr von den Informationsinhalten als von der Publikationstechnik abhängen.

Wieder andere Fragen ergeben sich für das Steuerrecht selbst, etwa für die Reichweite der Betriebsprüfung im Rahmen von elektronischen Mandantenakten gegenüber dem Schutz der Verschwiegenheitspflicht von Steuerberatern.⁹⁹ Aufbauend auf den neuen Möglichkeiten elektronischer Prüfungsmöglichkeiten wird schon seit Längerem auf Methoden des risik management seitens der Steuerverwaltungen aufmerksam gemacht.¹⁰⁰ Doch stellen sich auch dazu eine ganze Reihe von Fragen, die wiederum auch die Stellung der Steuerberater als unabhängige Organe der Steuerrechtspflege betreffen.¹⁰¹

2. Synthetische Indexfonds und Mittelstandsbonds. Erhebliche praktische Bedeutung haben auch die Aktien-Investmentfonds (Exchange Traded Funds, ETF) gewonnen. Diese können durch ein

⁹⁵ Vgl. K. Suder, Das Schwierige im „E“-Government, HBl. v. 13.12.2012, S. 24.

⁹⁶ Gesetz über das elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) v.1.1.2007, das aufgrund der Publizitätsrichtlinie von 2003 erlassen wurde.

⁹⁷ Zu den Steuerungswirkungen s. Herrmann/Roth, Gesellschafts- und Konzernrecht, a.a.O. S. 45 ff.

⁹⁸ Seibert/Decker, DB 2006, 2446; zuvor „kommunikative Steinzeit“, Gernot, BB 2004, 837.

⁹⁹ Gutachten des DWS bei der BStBK, 2012 mit rechtl. Stellungnahmen Singer/Ring/Mann/Herrmann (Ms. Jan. 2012).

¹⁰⁰ OECD Tax Intermediaries Project (OECD-Studie), Jan. 2008, download v. 2.6.2008 unter www.oecd.org/document/0,3455,en_2649_33767_37930802_1_1_1_1,00.html, dort ch. 3 zu Fn. 4 m. Hinw. auf

Pricewaterhouse Coopers 2004 publication Tax Risk Management; vgl. auch *Friese/Link/Mayer*, in W. Schön (Hrsg.), Tax and CG, 2008, S. 357, 397 ff., 404; *Schön*, ebd. S.31, 50 mit Ausführungen zum Lagebericht und zur Transparenz.

¹⁰¹ Vgl. die Beiträge des Arbeitskreises Berufsrecht der BStBK und des Referenten J. Backhaus, in Risikomanagement der Finanzverwaltung, DWS-Schriftenreihe N.r 19, 2009.

aktiv tätiges Management verwaltet werden, oder man bindet die Kursentwicklung an bestimmte Indizes, wie den DAX, den Stoxx und den Euro-Stoxx. Synthetisch sind solche Indexfonds, wenn sie die Referenzaktien gar nicht selbst im Portefeuille haben, sondern andere Wertpapiere, sich aber die Indexrendite von einer Bank über einen Swap zusichern lassen. Diese Anlageform hat in letzter Zeit einen erstaunlichen Aufschwung genommen¹⁰², nachdem die andauernde Niedrigzinsphase die Unternehmen vermehrt in das Aktieninvestment zurückkehren lassen. Allerdings beträgt der Anteil der Deutschen Bank am europäischen Markt für ETF z.Zt. nur 14,4%, während die Blackrock als mit Abstand größter Marktführer 42,1% innehat. Da die Indexfonds erheblich kostengünstiger geführt werden können als die aktiv betreuten Fonds, bestand anfangs in Deutschland wenig Anlass für Anlagevermittler, die auf Provisionsbasis arbeiteten, ETFs zu empfehlen; und man sah diese Anlageform großenteils als unseriös an.¹⁰³ Doch hat sich das inzwischen geändert. In Deutschland begann die damalige Hypo-Vereinsbank-Tochter Indexchange mit der Markteinführung. Heute drängen sich die Fondsgesellschaften um diese kostengünstige Anlageform und scheuen auch nicht mehr die noch 2011 vom Finanzstabilitätsrat kritisch eingeschätzten synthetischen Indizes. Denn neben der Deutschen Bank gibt es inzwischen 37 Anbieter in Europa, darunter die Crédit Suisse mit 5,1 %, die Züricher Nationalbank mit 4,6 % und die Société Général-Tochter Lyxor.¹⁰⁴ Die Entwicklung wird in naher Zukunft sogar nochmals zunehmen, glaubt man Berichten der Tagespresse zur Einschätzung der beteiligten Unternehmens- und Fondsmanager.¹⁰⁵

Auch das rechtliche Umfeld hat sich verändert. Sahen die europäischen Finanzaufsichter und der Finanzstabilitätsrat die Entwicklung, wie gesagt, noch in 2011 als systemgefährdend an, so scheint sich neuerdings eine positivere Haltung durchzusetzen. Das liege zum einen daran, dass die Anbieter heute vermehrt offen legen, welche Bestände sie im Bestand halten; und zum Anderen hat die europäische Wertpapieraufsicht ESMA in 2012 eine neue Richtlinie erlassen, wonach die Sicherheiten, die die Banken auf die Renditeerwartungen der Fonds geben und im Wege von Swap-Geschäften finanzieren, liquide und transparent sein müssen. Davon versprach man sich Verbesserungen des Marktvertrauens, eine Erwartung, die offenbar recht gut in Erfüllung gegangen ist. Die Risiken der Swaps werden nach Angaben der Ratingagentur Morningstar günstiger eingeschätzt als zuvor. Ob man der Marktentwicklung trauen darf und es hier nicht doch zu den anderwärts geläufigen Blasenbildungen kommt, bleibt abzuwarten.

Noch weniger erprobt sind die sog. Mittelstandsbonds (structured covered bonds, SCB). Nachdem die Banken damit in der Türkei gute Erfahrungen gemacht haben, interessieren sich nun deutsche,

¹⁰² Anstieg um mehr als das dreifache von 87 Mrd. € in 2007 auf 253 Mrd. in 2012, s. Statistik der Dt. Bank v. Febr. 2013, zit. n. I. Narat/N. Bastian, HBl. v. 21.2.2013.

¹⁰³ „Absurde Veranstaltung“, I. Narat, HBl. v. 21.2.2013, S. 29 zur Einschätzung noch zu Anfang des Jahrhunderts.

¹⁰⁴ Narat, ebd., S. 30 und ders./Bastian, a.a.O., vorvorige Fn.

¹⁰⁵ S. die Nachw. vorige Fn.

italienische und österreichische Institute dafür. Während man im Ausland offenbar eine gesetzliche Regulierung abwartet, ist die Commerzbank auch ohnedem vorgeprescht und hat eine solche Bankanleihe von 500 Mio. € erstmals Ende Febr. in Frankfurt platziert. Mindestens zwei weitere deutsche Institute planen angeblich ähnliche Emissionen.¹⁰⁶ Es handelt sich um ein Schuldverschreibung der Bank, für die diese auf Zins und Tilgung selbst haftet, und zur Sicherheit ein Portfolio aus Mittelstandskrediten stellt. Durch die Besicherung ähnelt das Papier einem Pfandbrief, da der Anleihegläubiger auf die Sicherheit zugreifen kann, wenn die Bank insolvent wird. Die sichernden Kredite werden ebenfalls verbrieft und am Kapitalmarkt gehandelt. Dadurch ergibt sich zwar ein höheres Ausfallrisiko als beim Pfandbrief. Aber die Bank hat die zur Sicherung gegebenen Kredite zunächst in ihrem eigenen Vermögen und bündelt und verbrieft sie sodann als asset backed security (ABS). Die dadurch entstehenden Kostenvorteile der Bank machen den SCB für sie und zugleich für den Anleihegläubiger attraktiv.

Anders als der Pfandbrief ist der SCB als solcher derzeit in Deutschland nicht gesetzlich reguliert. Dennoch ist er wie die meisten anderen ABS zulässig, da das sichernde Wertpapier nichts Anderes ist als eine Beteiligung an einer Zweckgesellschaft, die die Mittelstandskredite in ihrem Gesellschaftsvermögen hat. Für die Gesellschaftsgründung gilt im Grundsatz das sog. Prinzip der Normativbedingungen, d.h. es besteht Eintragungszwang in das Handelsregister unter Einhaltung der aktienrechtlichen Vorschriften oder derjenigen des GmbHG. Werden Aktien gehandelt, sind zudem die börslichen Vorschriften zu erfüllen und insbes. ein Börsenprospekt zu erstellen. Handelt es sich um eine GmbH, so kommt ein Anteilshandel auf grauen Kapitalmärkten in Betracht. Doch sind auch dafür inzwischen die kapitalmarktrechtlichen Mindestanforderungen, insbes. zur Prospektpflicht und zu den oben (zu IV.2) erörterten Wohlverhaltenspflichten weitgehend angepasst worden. Mit dieser Registerpublizität¹⁰⁷ und den von den Anlageprospekten und der sog. Ad-hoc-Publizität ausgehenden Effekten¹⁰⁸ begnügt man sich derzeit. Auch dies mag man als unzureichend ansehen – und so geschieht es auch von Seiten der Befürworter des hier vertretenen Regulierungskonzepts¹⁰⁹ –; doch lassen sich nunmehr gewisse Verbesserungen im jüngsten Gesetz zur Novellierung des Finanzvermittler- und Vermögensanlagerechts¹¹⁰

Zusammenfassend kann konstatiert werden, dass auch im Hinblick auf jüngste Neuerungen zu den Indexfonds und Mittelstandsbonds offenbar keine rigiden Verbote erlassen wurden, wie sie unter dem

¹⁰⁶ So Y. Osmann, HBl. v. 22.-24-2013, S. 31.

¹⁰⁷ Zur Publizität des Handelsregisters als Instrument verantwortlicher Marktsteuerung s. – grdl. – H.Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 239, 244 ff.; H. Herrmann, Wirtschaftsprivatrecht BGB/HGB, Bd. 1, 2007, S. 51 f. m.w.Nachw.

¹⁰⁸ Näher Baumb./Hopt/ders., HGB-Komm., 34. Aufl. 2010, § 44 BörsG, Rdn. 2, § 47 Rdn. 4; H.Herrmann/S. Roth, Gesellschaftsrecht, 2008, S. 557 f. m.w.Nachw.

¹⁰⁹ Vgl. nur Hopt, a.a.O., vorige Fn. mit Kritik an der unzureichenden Abstimmung mit der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung.

¹¹⁰ Gesetz v. 6.12.2011, BGBl. I, 2481; seit 1.6.2012 in Kraft.

Eindruck anderer Krisenerfahrungen anfangs aufkamen, sondern dass man sich zu behutsameren Vorkehrungen durchgerungen hat. Dem kann aus der Sicht des hier analysierten Regulierungstrends und der dafür maßgebenden Übermaßverbote vorerst nur zugestimmt werden. Sollte sich die Entwicklung verschlechtern, besteht auch hier die Möglichkeit, mit strengeren Eingriffen, wie quantitativen Geschäftsbegrenzungen bis hin zu Verboten im Bereich der synthetischen ETFs oder entsprechend strukturierter SCB weiter zu kommen. Verbote der Ausgründung von Zweckgesellschaften scheinen jedenfalls gegenwärtig von den verantwortlichen Stellen nicht als der richtige Weg angesehen zu werden.

VII. Folgerungen und Methodisches

Zusammenfassend kann man sagen: Die Finanzmarktarchitektur und Regulationsstruktur der §§ 64a VAG und § 25a KWG und der MaRisk sind nicht als Rückkehr zu alten Verbotsregimen zu begreifen. Zwar gibt es reichlich dahin gehende politische Vorhaben und Lösungsvorschläge der Literatur, die im Strom der finanzmarktrechtlichen Entwicklungen nicht minder hin- und hergerissen sind, als dies auch in anderen Normbereichen zu beobachten ist. Aber der Trend geht zu einer Regulierung mit Prinzipienvorgaben und –empfehlungen. Allerdings beruht immer noch Manches auf gesetzlichen Ge- und Verboten – und dies sogar deutlich mehr als früher –, doch hält man im Detail an den Konzepten der governance und der Selbstregulierung fest und verschärft die Anforderungen auf dieser Regulierungsebene. Es handelt sich um eine Art Strategiemix der Regulierung mit abwägendem Versuch ausgewogenen Einsatzes von hoheitlichen und privatrechtlichen Steuerungselementen (II).

Entsprechendes gilt sowohl für die Risikokontrollregeln des Handelsbilanzrechts, die internal governance des deutschen MitbestG und der EuropaAG (III) und für die Basel III-Empfehlungen zum Quasi-Eigenkapital (IV). Auch im Recht der Anlageberatung mit Kick-back-Honorierung und zur Regulierung von Zinswetten lässt sich ein Trend zur Anreizregulierung und zu Offenlegungs- statt Verbotsregeln ausmachen (V). Sogar bei den hoch sensiblen Anlage- und Kreditformen der high speed economy versucht man es – richtiger Weise – keineswegs nur mit Verbotsbestimmungen, sondern probiert weniger intensive Eingriffe in den Kapitalmarkt Wettbewerb und kombiniert diese mit Ge- und Verboten herkömmlicher Art (VI).

Der Vorsitzende des europäischen Financial Stability Board (FSB) Draghi hat diese Alternativen zu einseitigen Konzepten der „Zerschlagung“ treffend als „Regulierungsmix“ bezeichnet und dafür als Begründung angeführt, dass weltweit sehr unterschiedliche Entwicklungen im Gange sind.¹¹¹ Versteht man dies mit neueren Forschungen zum Systemwettbewerb als internationale und nationale

¹¹¹ M. Draghi, zit. n. T. Dietrich, RMRG (Risikomanagement und Finanzmarktregulierung im Medienfokus, v. 10.3.2010, www.rmrgrg/?p=1516, download v. 19.2.2013)

Lernprozesse, so spricht auch dies gegen einseitiges Vorgehen i.S. einer Re-Regulierung. Doch kann dies hier natürlich nicht weiter ausgearbeitet werden. Es muss genügen festzustellen, dass die derzeit beobachtbaren Neuerungen des Wirtschaftsrechts der Banken und Versicherungen zum risk management in die Richtung eines solchen Strategiemixes weisen.

Vor allem aber ist auf die neuen wettbewerbswissenschaftlichen Konzepte einer stärkeren Humanisierung der Marktwirtschaft hinzuweisen.¹¹² Die ökonomische Grundannahme geht dahin, dass für die welfare economics auf Prinzipienbewertungen und deren Abwägung zueinander anstatt auf Präferenzen individueller Interessen abgestellt werden kann, und dass sich unter bestimmten Bedingungen regulatorischer Lernprozesse wettbewerbliche Gleichgewichte für derartige Güterabwägungen bilden werden.¹¹³ Zur rechtswissenschaftlichen Bedeutung dieses Gemeinwohlkonzepts wurde bereits auf das verfassungs- und europarechtliche Übermaßverbot mit den Elementen der Erforderlichkeit, Verhältnismäßigkeit und des Grundsatzes schonendsten Mitteleinsatzes (GsM) hingewiesen.¹¹⁴ Für die Abwägung von Regulierungskonzepten der Verbots- und Selbstbeschränkungsregime wurde auf die Cipolla-Entscheidung des EuGH von 2006 hingewiesen, die für die richterliche Kontrolle von Beschränkungen der europäischen Dienstleistungsfreiheit das Übermaßverbot heranzieht. Der GsM begründet nach Ansicht des Gerichtshofes einen Vorrang der Selbstregulierung in Freiberufsverbänden vor staatlichen Eingriffen, solange damit hinreichende Verwirklichung der Regulierungszwecke erreicht werden kann.¹¹⁵ Die bisher untersuchten Regulierungsansätze zum Finanzmarktrecht scheinen damit in bemerkenswerter Weise in Übereinstimmung zu stehen. Für eine Rückkehr zu regulierten europäischen Bank- und Versicherungsmärkten scheint deshalb nicht nur politisch wenig zu sprechen, sondern auch aus Gründen des deutschen Verfassungsrechts und europäischen Primärrechts wird man der Erprobung des erläuterten Regulierungsmix eindeutig Vorrang einzuräumen haben.

Methodische Einzelheiten herzuleiten, ist nicht Aufgabe dieses Trend-fokussierten Beitrags, wohl aber erwartbarer Gegenstand wissenschaftlicher Vertiefungen zum Neuen Wirtschaftsrecht. Hier kann nur darauf aufmerksam gemacht werden, dass schon der interdisziplinäre Ansatz und die Ausrichtung auf wohlfahrtsökonomische Prinzipienabwägung dafür spricht, die Regulierung nicht allein auf apodiktische Ge- oder Verbote zu konzentrieren, sondern so weit wie möglich und verhältnismäßig auf Anreizregeln und kooperative Steuerung zu setzen. Schon im Vorigen ist deutlich geworden, dass sich zumeist ein Regulierungsmix ergibt. Doch ist das Mischungsverhältnis keineswegs beliebig, sondern nach Maßgabe des Übermaßverbots genau zu justieren und im Zeitablauf daraufhin zu überprüfen, ob

¹¹² Näher schon Herrmann, Zehn Jahre NWiR, in diesem Heft.

¹¹³ Vgl. Sen, a.a.O., S. 146, 147 f. in Auseinandersetzung mit Arrows' Unmöglichkeitstheorems; näher s.o. zu II.1a.

¹¹⁴ Vgl. nur nochmals EuGH, 5. 12. 2006 – verb. Rs. C-94/04 und C-202/04, Cipolla, Slg.2006, I-11421, EurR 2007, 82 ff., EWS 2007, 25 und 169.

¹¹⁵ EuGH Cipolla, a.a.O.

die Annahmen zur Erforderlichkeit und Zweckeignung sowie zur Verhältnismäßigkeit der Mittel zutreffen und im Zeitablauf auf gültigen Erkenntnissen beruhen. Verf. hat an anderer Stelle versucht aufzuzeigen, dass hierfür an Methoden der Risikoanalyse und Risikosteuerung angeknüpft werden kann, die in der entscheidungstheoretischen Organisationswissenschaft entwickelt wurden. Darauf muss hier im Wesentlichen verwiesen werden. Nur an Einzelstellen des Folgenden wird auf methodische Teilaspekte eingegangen¹¹⁶, um weiterführende Orientierung zu geben und die künftige Analyse Neuen Wirtschaftsrechts auch der Meta-Ebene zu unterstützen.

¹¹⁶ Insbes. unten zu Nr. IV.1.