



---

# DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

---

## **Die Zukunft der Aktie**

Dokumentation des Jubiläumssymposiums und des  
Börsenforums 2003 des Deutschen Aktieninstituts e.V.



Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 25  
Herausgegeben von Prof. Dr. Rüdiger von Rosen  
Frankfurt am Main, Dezember 2003

Herausgeber:	Prof. Dr. Rüdiger von Rosen Deutsches Aktieninstitut e.V. Börsenplatz 5 60313 Frankfurt a. M.	Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12 <a href="http://www.dai.de">http://www.dai.de</a>
Redaktion:	Dr. Christine Helbig Deutsches Aktieninstitut e.V.	Tel. 0 69/9 29 15-33 <a href="mailto:helbig@dai.de">helbig@dai.de</a>

Dezember 2003

ISBN 3-934579-22-1

Alle Rechte vorbehalten

# **Die Zukunft der Aktie**

**Dokumentation des Jubiläumssymposiums  
und des Börsenforums 2003 des Deutschen Aktieninstituts e.V.**

Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 25



## Vorwort

Das Deutsche Aktieninstitut, gegründet als „Arbeitskreis zur Förderung der Aktie“, hat in seiner 50-jährigen Geschichte viel erreicht: Die Akzeptanz der Aktie als Anlage- und Finanzierungsform ist im Vergleich zum Gründungsjahr 1953 stark gestiegen – insbesondere während der letzten Jahre: Innerhalb von 15 Jahren hat sich der Anteil der deutschen Bevölkerung, der direkt oder indirekt Aktien hält, auf nunmehr 17,3 Prozent verdoppelt. Im Jahr 2003 überschritt die Zahl der Aktiengesellschaften in Deutschland erstmals 15.000, wovon knapp 1.000 börsennotiert sind.

Dennoch sind die wesentlichen Zielsetzungen und Aufgaben des Deutschen Aktieninstituts – Förderung der Aktienakzeptanz in Deutschland sowie die Stärkung der Position Deutschlands als Standort für Finanzdienstleistungen – aktueller denn je. Im internationalen Vergleich hat Deutschland noch erheblichen Nachholbedarf in



Bezug auf die Aktienverbreitung. In Anbetracht der Notwendigkeit einer ergänzenden privaten Altersvorsorge und der schwierigen Unternehmensfinanzierung über Eigenkapital muss der Kapitalmarkt stärker als bislang genutzt werden. Dies mag nicht ohne entsprechende Förderung gehen, zumindest bedarf es weiterhin nachhaltiger Aufklärung über Chancen und Risiken. Das derzeitige Umfeld, die seit Anfang 2000 anhaltende Verunsicherung der Anleger sowie die zunehmende Kapitalmarktintegration innerhalb der Europäischen Union stellen das Deutsche Aktieninstitut vor vielfältige aktuelle Aufgaben.

Unsere Jubiläumsveranstaltung haben wir daher nicht ohne Grund unter das Motto „Die Zukunft der Aktie“ gestellt. Ziel dieses in dieser Studie



dokumentierten wissenschaftlichen Symposiums war es, im Rahmen von vier Schwerpunktthemen den Blick auf künftige Herausforderungen in Verbindung mit der Aktie zu

richten und aus einem konstruktiven Dialog zwischen Wissenschaft und Praxis heraus Probleme zu identifizieren und erfolgversprechende Lösungsansätze zu entwickeln. Sowohl das Symposium als auch das am gleichen Abend stattfindende Börsenforum des Deutschen Aktieninstituts haben gezeigt, dass erheblicher Handlungsbedarf besteht, um der Aktie die Zukunft zu sichern, die ihr gebührt.

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen  
Geschäftsführendes Vorstandsmitglied  
Deutsches Aktieninstitut e.V.

## Inhalt

<b>I</b>	<b>Symposium „Die Zukunft der Aktie“ .....</b>	<b>9</b>
<b>1</b>	<b>Begrüßung</b>	
	<i>Dr. Dr. h.c. Rolf-E. Breuer</i> Vorsitzender des Aufsichtsrats Deutsche Bank AG, Frankfurt Mitglied des Präsidiums Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt .....	9
<b>2</b>	<b>Übernahmen .....</b>	<b>16</b>
2.1	<i>Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt</i> Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg.....	18
2.2	<i>Prof. Dr. Reinhart Schmidt</i> Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg .....	23
2.3	<i>Dr. Karl-Ludwig Kley</i> Mitglied des Vorstands Deutsche Lufthansa AG, Köln.....	31
2.4	Diskussion.....	34
2.5	Literaturhinweise .....	38
<b>3</b>	<b>Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Institutionalisierung der Anlage.....</b>	<b>45</b>
3.1	<i>Axel-Günter Benkner</i> Sprecher der Geschäftsführung DWS Investment GmbH, Frankfurt .....	46
3.2	<i>Prof. Dr. Wolfgang Gerke</i> Lehrstuhl für Bank- und Börsenwesen der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg .....	52
3.3	<i>Prof. Dr. Uwe H. Schneider</i> Institut für internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens der Johannes-Gutenberg-Universität Mainz .....	57
3.4	Diskussion.....	61
3.5	Literaturhinweise .....	67
<b>4</b>	<b>Lebenszyklen am Kapitalmarkt: Going Public, Being Public, Going Private .....</b>	<b>69</b>
4.1	<i>Prof. Dr. Bernd Rudolph</i> Seminar für Kapitalmarktforschung und Finanzierung der Ludwig-Maximilians-Universität München.....	71
4.2	<i>Prof. Dr. Eberhard Schwark</i> Institut für Bank- und Kapitalmarktrecht an der Humboldt-Universität zu Berlin .....	76
4.3	<i>Dr. Werner Brandt</i> Mitglied des Vorstands SAP AG, Walldorf.....	84
4.4	Diskussion.....	90
4.5	Literaturhinweise .....	97

<b>5</b>	<b>Unternehmensverfassung und Corporate Governance.....</b>	<b>98</b>
5.1	<i>Heinz-Joachim Neubürger</i> Mitglied des Vorstands Siemens AG, München.....	99
5.2	<i>Prof. Dr. Marcus Lutter</i> Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht der Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn .....	103
5.3	<i>Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking</i> Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt .....	107
5.4	Diskussion.....	112
5.5	Literaturhinweise .....	126
<b>6</b>	<b>Schlusswort</b>	
	<i>Prof. Dr. Rüdiger von Rosen</i> Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt .....	134
<b>II</b>	<b>Börsenforum 2003 .....</b>	<b>137</b>
<b>1</b>	<b>Begrüßung</b>	
	<i>Max Dietrich Kley</i> Präsident, Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt Mitglied des Aufsichtsrats, BASF AG, Ludwigshafen Vorsitzender der Börsensachverständigenkommission .....	137
<b>2</b>	<b>Gastvortrag</b>	
	<i>Brigitte Zypries</i> Bundesministerin für Justiz, Berlin.....	141
<b>3</b>	<b>Schlusswort</b>	
	<i>Prof. Dr. Rüdiger von Rosen</i> Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt .....	152



# I Symposium „Die Zukunft der Aktie“

## 1 Begrüßung

**Dr. Dr. h.c. Rolf-E. Breuer**  
**Vorsitzender des Aufsichtsrats**  
**Deutsche Bank AG, Frankfurt**  
**Mitglied des Präsidiums**  
**Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt**

Meine sehr verehrten Damen und Herren,  
es ist mir ein großes Vergnügen, Sie heute hier willkommen zu heißen, und dies gleich in zweifacher Funktion. Einmal als Hausherr, wenn das auch nicht ganz stimmt: Als Aufsichtsrat hat man eigentlich nichts mehr zu sagen. Ich spreche also für den Vorstand und heiße Sie in diesem Hause herzlich willkommen. Zum Zweiten begrüße ich Sie als Mitglied des Präsidiums des Deutschen Aktieninstituts, das heute einen runden Geburtstag feiert.



50 Jahre, das ist in der Tat ein Markstein und ein Anlass, ein wenig zurück, aber vor allem in die Zukunft zu blicken. Eine Jubiläumsveranstaltung hätte sich natürlich vor drei Jahren besser angelassen. Wir alle hätten, von der Welle des Bullenmarkts getragen, jubelnd die Aktie beklatscht und ihre Zukunft als gesichert angesehen. Drei Jahre danach ist es um die Zukunft der Aktie eher wieder etwas dunkler geworden. Aber das wird sich heute im Laufe des Tages vielleicht noch anders herausstellen. Zumindest sind die euphorischen Wellen, die uns einige Jahre getragen haben, inzwischen Geschichte, und wir haben drei leidvolle Jahre hinter uns.

Auch solche Jahre haben in einem Zeitraum von 50 Jahren ihr Gutes. Man muss einen langen Atem haben und die kurzfristigen Leiden ein wenig beiseite schieben. Das Abstandnehmen von maßlosen Übertreibungen und Euphorie wie auch die Erfahrung durchlebter Krisen gehören dazu, wenn man die Zukunft der Aktie professionell analysieren und diskutieren möchte. Insofern bietet sich dieser Tag heute vielleicht für eine

objektivere Retrospektive und eine realistischere Einschätzung der Zukunftsperspektiven der Aktie besser an.

Während dieses Symposiums und auch im Rahmen des Börsenforums heute Abend gilt es, für eine gute Zukunft der Aktie Herausforderungen zu formulieren und Lösungen zu diskutieren. Wenn ich auf die Referenten, Panelteilnehmer und Moderatoren blicke, dann ist mir um einen hochinteressanten Symposiums- und Forumstag nicht bange.

50 Jahre Deutsches Aktieninstitut erlauben einen Blick zurück von einer Basis, in der das Deutsche Aktieninstitut ein fester Bestandteil des Finanzplatzes und des Kapitalmarktumfeldes geworden ist. Das Deutsche Aktieninstitut ist heute aus Diskussionen um den Finanzstandort, um den Finanz- und Kapitalmarkt Deutschland, aber auch darüber hinaus nicht mehr wegzudenken. Durch seine neu eröffnete Dpendance in Brüssel unterstreicht das Deutsche Aktieninstitut, dass es nicht an den Ländergrenzen Halt macht, sondern sich inzwischen europäischer Dimensionen angenommen hat und annehmen musste.

Die Wurzeln des Deutschen Aktieninstituts waren sehr bescheiden. 1953 wurde der „Arbeitskreis zur Förderung der Aktie“ unter dem Präsidenten und Mitinhaber des Düsseldorfer Bankhauses Trinkaus, Kurt Forberg, gegründet. 50 Jahre danach stellt sich dieses Institut in ganz anderem Format und in ganz anderen Größenordnungen dar.

In puncto Aktie hat sich seitdem viel getan. Im Gründungsjahr des Instituts war von der Aktie kaum die Rede – ganz zu schweigen von einer Aktienkultur. Das erinnert mich an die Geschichte von Kaiser Wilhelm, dem man die ersten Autos vorführte. Er sagte damals: „Ich setze weiter auf das Pferd.“ So setzten die Deutschen weiter auf das Sporbuch und auf Kredit- und Fremdmittelfinanzierung. Die Aktie war etwas für Ferrarifahrer.

Das hat sich geändert. 50 Jahre danach kann man in der Tat auf eine Erfolgsstrecke zurückblicken, wenn diese auch nicht immer geradlinig war. Deutschland war – und ist zum Teil noch immer – ein Land der Fremd- und nicht der Eigenmittelfinanzierung, besonders nicht der Eigenmittelfinanzierung mit Hilfe der Aktie und des organisierten Kapitalmarkts.

Den eigentlichen Schub hat die Aktie erst in den letzten zehn dieser 50 Jahre erhalten. Dies waren die eigentlichen Erfolgsjahre auch des Deutschen Aktieninstituts. Die Aktie hat an öffentlicher Wahrnehmung gewonnen. Der deutsche Kapitalmarkt kann inzwischen, was die Leistungsfähigkeit angeht, den Vergleich mit internationalen Wettbewerbern aufnehmen. Der Markt ist liquider geworden und mittlerweile auch in das Interesse großer internationaler institutioneller Investoren gerückt.

Wir haben inzwischen einiges vorzuweisen und brauchen uns nicht länger zu verstecken. Dieser Finanzstandort – obwohl optimierungsbedürftig – ist potenzialstark. Wir sind ein führender, wenn nicht sogar der führende Platz in Bezug auf Entwicklung und Handel von Derivaten weltweit. Wir haben eines der modernsten Handelssysteme der Welt, und in der Abwicklung von Wertpapier- und Derivategeschäften kann uns auch so schnell keiner etwas vormachen. Viele gute Reformen sind angepackt und ins Werk gesetzt worden.

Dies ist dennoch kein Grund, sich zurückzulehnen und auszurufen: Es ist vollbracht! Es ist auch nach 50 Jahren noch sehr viel zu tun. Die Agenda ist noch nicht abgearbeitet. Somit haben auch die Aufgaben des Deutschen Aktieninstitutes keinesfalls an Aktualität verloren. Es wird eine Daueraufgabe des Instituts bleiben, sich für die Rechte der Aktionäre einzusetzen, diese weiterzuentwickeln und zu kultivieren. Genauso gilt es, sich der Interessen der Emittenten anzunehmen und für ein angemessenes Umfeld zu sorgen. In jüngerer Vergangenheit ist vor allem die Aufklärungsarbeit über wirtschaftliche Zusammenhänge in den Mittelpunkt gerückt. Die Aktivitäten des Deutschen Aktieninstituts hierbei sind bedeutend, zahlreich und haben ein hohes Niveau.

Darüber hinaus ist das Deutsche Aktieninstitut natürlich auch ein Lobbyinstitut. Lobbyarbeit in Berlin und Brüssel muss sein, um unsere Vertreter in den Parlamenten mit den erforderlichen Informationen und Kenntnissen zu versorgen, damit sie richtige Gesetzesvorhaben in Gang setzen können. Lobbyarbeit ist die Verbindung von Wissenschaft zur Realität, und in dieser Beziehung spielt das Deutsche Aktieninstitut eine außerordentlich wichtige und sehr hilfreiche Rolle. Unsere Volksvertreter, über alle politischen Ebenen hinweg, wissen die bei Bedarf zur Verfügung gestellten Informationen und Researcharbeiten des Deutschen Aktieninstituts in ihrem Wert sehr zu schätzen. Insofern ist das Institut aus dem Entwicklungs- und Reformprozess, dem der Finanz- und Kapitalmarkt in der Bundesrepublik unterliegt, nicht mehr wegzudenken.

Im Rückspiegel betrachtet ist das Deutsche Aktieninstitut in den vergangenen 50 Jahren von einem Freundeskreis zu einem Interessenverband mit internationaler Ausstrahlung im besten Sinne des Wortes geworden. Das ist Grund genug, Dank zu sagen. Der Dank der Kapitalmarktteilnehmer gilt dem Deutschen Aktieninstitut, dem Vorstand, der diesem Institut seit jeher und immer zahlreicher große Unterstützung zuteil werden lässt. Dank aber auch vor allem an Herrn Professor von Rosen und seine Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, die es mittels ihres hervorragenden Engagements geschafft haben, dass das Deutsche Aktieninstitut zu dem geworden ist, was es heute ist. Ich glaube, meine Damen und Herren, das ist einen Applaus wert.

Es ist nicht einfach, jeden Tag gute Argumente zu finden, zielführende Vorschläge zu machen und mit Argumenten zu überzeugen. Dies gilt besonders in einem sehr komplexen, nicht zuletzt auch politisch bestimmten Umfeld. Es bedarf hoher Überzeugungskraft und überragender diplomatischer Gaben. Denn, wie wir alle wissen, ist Politik kein Abfahrtslauf, sondern Slalom auf vielen kleinen Hügeln.

Das heutige Symposium soll dazu dienen, diesen Slalom ein wenig zu runden und die Kurvenlage zu verbessern. Wir haben vier wichtige und interessante Themen, die von Aktualität gezeichnet sind. Und dies ist richtig so, denn der Rückblick ist nur ein Teil des heutigen Tages. Wichtiger ist der Ausblick und das Arbeiten am Ist-Zustand im Sinne einer künftigen Besserung.

Über die Übernahmerichtlinie einmal mehr zu diskutieren, ist sicher nützlich. Seit über 30 Jahren versucht die EU, Unternehmensübernahmen eine gemeinsame rechtliche Grundlage zu geben. Im Prinzip ist man sich einig: Man braucht übernahmeneutrale Regelungen ohne substanzielle länderspezifische Unterschiede, die den Unternehmen Chancengleichheit im grenzüberschreitenden Übernahmegeschäft offerieren. Die Zukunftsprognose über das Ende der Diskussion ist düster und hat sich in den letzten Tagen bedauerlicherweise erneut verdüstert. Eine Übernahmerichtlinie, die keine Bestimmungen zu den Neutralitätspflichten der Leitungsorgane sowie zu Stimmrechts- und Veräußerungsbesonderheiten enthält, wäre nicht mehr als eine „Übernahme-Transparenz-Richtlinie“ und für die langjährigen Verhandlungen ein enttäuschendes Ergebnis. Noch besteht Hoffnung, dass sich die Parlamentarier zumindest thematisch in Richtung des portugiesischen Vorschlags entscheiden. Ein Grund mehr, nun alle kundigen Thebaner zusammenzuführen und ihre Ideen in einen Vorschlag einmünden zu lassen, wie man diese inzwischen 30 Jahre alte Kuh vom immer brüchiger werdenden Eis bringt.

Die Rente, das zweite Thema, wird heute auch nicht zum ersten Mal diskutiert. Dass die Rente sicher ist, haben wir immer noch im Ohr. Dadurch wird es jedoch nicht richtiger. Im Gegenteil, inzwischen mehren sich die Überzeugungen nicht nur im Kreise der Experten, sondern auch bei den Betroffenen, dass dringender Handlungsbedarf besteht. Mit der Rentenreform 2001 hat die Bundesregierung erfreulicherweise die Chancen für die individuelle Vorsorge und betriebliche Altersvorsorge deutlich verbessert. Wegweisend und richtig ist der Paradigmenwechsel weg von einer allumfassenden staatlichen Zuständigkeit hin zur mehr Eigenverantwortung über das Modell der Kapitaldeckung. Die bisherigen Erfahrungen mit dem Umbau des Altersvorsorgesystems sind freilich nicht ermutigend. Das liegt zum Teil an gewissen Konstruktionsmängeln, zum Teil daran, dass die Architekten Baulücken gelassen haben. Für einen nachhaltigen Erfolg müssen daher weitere Verbesserungen auf den Weg gebracht werden.

Das dritte Panel beschäftigt sich mit dem Thema Going Public. Im Moment leiden wir nicht gerade an einer Übervölkerung des Kapitalmarktes mit neuen Emittenten. Das ist Grund genug, sich zu überlegen, wie man dort für mehr Leben sorgen könnte. Es gibt aber auch Anlass für die Erkenntnis, dass ein Going Public nicht das Ziel der Unternehmen ist, die sich aus guten Gründen für den Kapitalmarkt interessieren. Einige Unternehmen, die bereits ein Listing haben, verspüren inzwischen sogar Lust, dessen wieder ledig zu werden. Auch dafür mag es gute Gründe geben. Ein Abschied von der Börse ist keine Schande, sondern kann in vielen Fällen angesichts der individuellen Börsen- und Unternehmenssituation eine gute strategische Entscheidung sein. In jedem Fall haben wir ein komplexes, interessantes Thema, das sich bestens für die heutige Diskussion eignet.

Zum Abschluss des Symposiums wird der jüngste Dauerbrenner diskutiert: die Corporate Governance. Hierzu gibt es in der Tat immer wieder Neues und Aktuelles zu berichten. Auffällig ist, dass sich bei zunehmendem Implementierungsgrad von Corporate Governance-Richtlinien auch immer mehr Schwachstellen und Probleme in der Praxis zeigen. Für einen kontinuierlichen Optimierungsprozess erscheint es daher immer wichtiger, regelmäßig den Finger an den Puls der Realität zu legen und sich zu fragen: Wird auch umgesetzt, was hier besten Willens ausgedacht wurde, oder erliegt man am Ende einer Über-Regulierung?

Das alles sollte uns aber nicht vom Generalthema dieses Symposiums ablenken, nämlich „Die Zukunft der Aktie“. Wir müssen feststellen, dass die Aktie nicht nur als Instrument, sondern auch als Symbol, als Icon eines Systems, schweren Schaden erlitten hat, der bei weitem noch nicht behoben ist. Das Vertrauen in die Aktie hat schwer gelitten. Die Glaubwürdigkeit des Systems scheint in Frage gestellt und mit ihm alle beteiligten Protagonisten und Förderer. Als Auslöser lassen sich sicherlich die bekannten Skandale, auf die ich nicht weiter einzugehen brauche, identifizieren. Diese spielten sich jedoch bei kritischer Analyse sicherlich nicht nur in den USA ab. Wenn man offenen Auges die europäische, aber auch die deutsche Szene betrachtet, bieten sich auch hier Beispiele für Missstände, die geeignet sind, das Vertrauen in die Aktie zu erschüttern oder jedenfalls nicht wieder herzustellen.

Ich bewundere die Amerikaner, die in einer solchen Lage einmal mehr gezeigt haben, dass sie zu sofortiger Reaktion fähig sind. Der Sarbanes-Oxley Act mag hier und da zu kritisieren sein, aber als Faktum, als die richtige Reaktion auf skandalöse Zustände und Machenschaften, sucht er seinesgleichen. Dass er dabei manchmal über das Ziel hinausgeschossen ist, mag angehen. Ich wage in diesem Zusammenhang die Prognose, dass allein aufgrund der Tatsache, dass die Amerikaner in der Lage sind, sich in einer Notlage am eigenen Schopfe aus dem Sumpf zu ziehen, ihr Kapitalmarkt als der führende der Welt gestärkt aus diesen Krisen herausge-

hen wird. Das ist eine ihrer wesentlichen Stärken, und dafür steht unter anderem auch Sarbanes-Oxley.

Als Europäer leiden wir eher ein wenig unter Sarbanes-Oxley. Ich erinnere mich gerne an den Code Napoléon, 1804 von Napoleon in die Welt gesetzt und gepriesen als ein literarisches Meisterwerk. Der berühmte Schriftsteller Stendhal berichtete von sich, dass er jeden Morgen ein Stückchen Code Napoléon lese – „pour prendre le ton“, um sich einzustimmen. Niemand wird berichten, dass er jeden Morgen ein Stückchen Sarbanes-Oxley lese, um sein Literaturverständnis zu erweitern. Das zeigt, wohin wir geraten sind. Ähnliches gilt, bei allem Respekt, für deutsche Finanzmarktförderungsgesetze und das andere regulatorische Beiwerk.

Abgesehen von einem Mangel an Sprachgefühl oder Literaturkenntnissen stört uns an Sarbanes-Oxley natürlich insbesondere die Grundentscheidung, die auch bei unserer Diskussion über die Zukunft der Aktie eine Rolle spielen sollte. Wer ist eigentlich der Regulator of Last Resort, ist es die Aufsichtsbehörde oder ist es der Markt? Diese Grundentscheidung ist zu treffen. Die Amerikaner haben mit Sarbanes-Oxley einmal mehr unterstrichen: Die SEC ist ihr Regulator of Last Resort.

Wir hingegen setzen in puncto Corporate Governance Kodex mit unserer Regel „Comply or Explain“ auf den Markt. Der Markt übernimmt somit die Aufgabe des Regulativs, das bei Verstößen gegen den Kodex in Form eines Damnums, eines Kursabschlages oder eines Discounts strafend auf Unternehmen einwirken soll. Der deutsche Systemansatz besitzt somit eine entgegengesetzte Grundeinstellung in Bezug auf die Regulierung des deutschen Finanzmarktes. Wir setzen nicht auf eine Behörde, sondern auf den Markt.

Dies hat zu einer interessanten Diskussion geführt, zumal wir in Deutschland, wie Sie sich erinnern mögen, keinen guten Track Record haben. Die beiden Versuche, in Deutschland mit Selbstregulierung wichtige Probleme auch mit Blick auf die Zukunft der Aktie zu lösen, sind fehlgeschlagen. Die Insiderrichtlinien und der Übernahmekodex mussten mangels umfassender Beteiligung der Betroffenen als gescheitert betrachtet werden. In beiden Fällen hat man daher den Gesetzgeber um Regelungen gebeten.

Corporate Governance ist vielleicht das letzte Mal, wo wir noch einmal geprüft werden und es wagen sollten, in Form der Selbstregulierung dafür Sorge zu tragen, dass der Markt in Ordnung ist, in Ordnung kommt und in Ordnung bleibt. Ich wünsche mir, dass diese vielleicht letzte Chance für unser System nicht scheitert.

Manchmal kommen mir in der Diskussion über Corporate Governance leichte Zweifel, ob wir auf dem richtigen Wege sind. Die Akzeptanzquote ist eigentlich ermutigend. Professor von Werder hat in diesen Tagen auch publizistisch dargelegt, dass der Corporate Governance Code inzwischen eine höhere Akzeptanz genießt, als man selbst optimistischer Weise hätte annehmen können. Das ist ein gutes Zeichen. Aber in der Weiterentwicklung der Corporate Governance und des Kodex zeigen sich inzwischen Unterschiede in der Bereitschaft, sich diesem Reformschub anzuschließen. Dies stimmt mich ein wenig skeptisch. Ich beobachte die Entwicklung, gestützt durch die schlechten Erfahrungen der Vergangenheit, mit einem gewissen gesicherten Misstrauen.

Wir müssen etwas tun, um das Vertrauen in die Zukunft der Aktie wieder herzustellen. Ein Vertrauen, das durch drei Dinge, wie ich denke, erschüttert worden ist:

Das erste ist der Missbrauch der Chiffre „Shareholder Value“. Was unter Shareholder Value verkauft worden ist, ist ein Missbrauch, eine Camouflage einer Abschöpfungsmentalität, die in den bekannten Skandalen fröhliche Urständ' gefeiert hat.

Das zweite ist die Illusion des ewigen Bullenmarkts, der wir lange Jahre anheim gefallen sind, weil sie in den Zeitgeist passte. Alle Analysten, Journalisten und andere, die zu diesem Markt etwas zu sagen hatten, haben diese Illusion genährt, weil es völlig unpopulär gewesen wäre zu sagen: Es gibt keinen ewigen Bullenmarkt, es kann ihn gar nicht geben, und es ist besser, vorsichtig zu handeln.

Drittens haben wir alle unter einer Überbewertung von Assets gelitten – und leiden vielleicht immer noch. Alle bilanziellen Korrekturen, die mehr oder weniger schmerzhaft durchgeführt werden mussten, hatten mehrheitlich mit überbewerteten Assets zu tun. Ich frage mich, ob wir nach Jahren starken Wachstums nicht inzwischen in eine Phase mit niedrigeren Zinsen und Inflationsraten, aber auch deutlich niedrigeren Wachstumsraten hineingehen. Wenn das stimmt, dann ist die Neubewertung von Assets vielleicht immer noch nicht richtig vollzogen, und dann sollten wir uns auch in diesem Kontext Gedanken über die Zukunft der Aktie machen.

Hiermit, meine Damen und Herren, möchte ich es bewenden lassen. Mehr steht einem, der begrüßen soll, wirklich nicht zu. Ich hoffe, ich habe Sie entsprechend auf einen Tag voller anspruchsvoller Diskussionen und hoffentlich auch Lösungsvorschläge eingestimmt. Ich schließe mit einem Wunsch, den ich einer deutschen Moderatorin abgelauscht habe: „Ich wünsche Ihnen viel Freude beim Vermehren der gewonnenen Einsichten.“ Vielen Dank!

## 2 Übernahmen

### Claus Döring

Vielen Dank, Herr Dr. Breuer, für diese glänzende Einführung zum Thema unseres heutigen Tages. Sie haben nicht nur die Historie des Deutschen Aktieninstituts und der Aktie in Erinnerung gerufen, sondern vor allem den Blick nach vorn gelenkt. „Die Zukunft der Aktie“, so heißt das Thema dieses Tages. Auch von meiner Seite ein herzliches Willkommen!



Ich freue mich, dass ich die Ehre habe, mit Ihnen heute dieses Thema diskutieren zu dürfen und Sie moderierend durch das Programm zu führen, das Ihnen Herr Dr. Breuer in seinen vier thematischen Hauptbestandteilen gerade schon skiz-

ziert hat. Am Rande: Man muss morgens nicht im Sarbanes-Oxley Act lesen, wenn man einen so hervorragenden Einführungsredner wie Herrn Dr. Breuer hat. Er hat bereits unser erstes Thema, nämlich das Thema „Übernahmen“, angesprochen.

Es ist noch gar nicht so lange her, da titelte eine allseits bekannte englische Finanzzeitung: „No takeovers please, we are Germans!“ Diese Schlagzeile spiegelte damals nicht nur ein Vorurteil, das allgemein über Deutsche und deutsche Unternehmen herrschte, sondern reflektierte auch eine Diskussion, die Deutschland damals bewegte: die Debatte im Nachgang der Mannesmann-Übernahme, inwieweit sich deutsche Unternehmen durch ein Übernahmegesetz oder gar eine EU-einheitliche Übernahmeregulation öffnen sollen und inwieweit damit einem Ausverkauf Deutschlands Vorschub geleistet würde.

Die Folgen der Debatte sind Ihnen allen bekannt. Wir haben ein nationales Übernahmerecht bekommen, und auf EU-Ebene warten wir immer noch auf eine einheitliche Regelung. Beinahe 30 Jahre beschäftigen wir uns nun schon mit diesem Thema. Vor 18 Jahren wurde im Binnenmarkt-Weißbuch ein europäischer Übernahmekodex angekündigt, und 14 Jahre sind inzwischen vergangen, seit die EU-Kommission einen ersten Richtlinienvorschlag hierzu veröffentlicht hat.

Während der portugiesischen Präsidentschaft war es nicht mehr möglich, hier zu einem wirklichen Ergebnis zu kommen. Es gibt, Herr Dr. Breuer hat kurz daran erinnert, einen Kompromissvorschlag, der allerdings noch



in der Diskussion ist. Ich freue mich daher, dass wir heute einige Experten aus der Wissenschaft und der Praxis auf dem Podium haben, die aus ihrer Sicht die aktuelle Diskussion zum Thema „Übernahmerecht“ mit uns begleiten. Den Anfang wird Professor Klaus Hopt, Direktor des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht, machen. Er hat sich, gerade was das Thema Übernahmerecht anbelangt, in den vergangenen Jahren in den verschiedensten Gremien und Kommissionen engagiert. Er war zwischen 1995 und 2001 Mitglied der Übernahmekommission. Er gehörte zur so genannten Winter-Gruppe, der Expertengruppe, die die EU-Kommission beraten hat und auf Basis deren Vorschlägen die EU-Kommission im Oktober vergangenen Jahres die entsprechenden Richtlinienvorschläge formulierte. Herr Professor Hopt, wir freuen uns auf Ihren einleitenden Vortrag!

**2.1 Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt  
Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales  
Privatrecht, Hamburg**



Meine sehr verehrten Damen und Herren,  
der erste Themenkreis, der heute ansteht, sind Übernahmen. Das ist für ein Symposium zum 50-jährigen Bestehen des Deutschen Aktieninstituts eine glänzende Wahl. Denn Übernahmen berühren die börsennotierten Aktiengesellschaften und den Kapitalmarkt im Kern. Mit Übernahmen sind hier öffentliche Übernahmeangebote am Markt gemeint und nicht auch Mergers and Acquisitions. Übernahmeangebote, und zumal feindliche Übernahmeangebote, werden hierzulande noch immer scheel angesehen. Schon gar

nichts wissen wollen viele von einer europäischen Regelung der Übernahmeangebote, jedenfalls in der Form des Richtlinienvorschlags der Europäischen Kommission vom letzten Oktober. Was ist von alledem zu halten? Ich habe dazu – pointiert, wie sich das für die Einleitung dieses Übernahmepanels gehört – fünf Thesen aufgestellt, von denen ich die letzte aus Zeitgründen – ich habe nur zehn Minuten – der Diskussion überlassen muss.

*Erste These:* Übernahmen erfüllen eine wichtige wettbewerbliche und Corporate Governance-Funktion am Markt.

Übernahmen sind aus zwei Gründen wichtig: Sie sind ein Mittel im Wettbewerb und zur Nutzung von Synergien, und sie helfen dabei, die Leitung von börsennotierten Gesellschaften mit breiter Eigentumsstreuung zur Disziplin zu zwingen – also externe Corporate Governance. Beides ist langfristig für alle Beteiligten und die Gesellschaft insgesamt von Vorteil. Das heißt selbstverständlich nicht, dass Übernahmeangebote für alle oder auch nur eine der beteiligten Parteien immer vorteilhaft sind. Auch ist es wohl bekannt, dass Übernahmeangebote – ebenso wie M&A – in vielen Fällen die in sie gesetzten Synergieerwartungen nicht einlösen. Aber das ist nicht der Punkt: Alle voll entwickelten internationalen Kapitalmärkte – ich nenne nur die USA und Großbritannien – verfügen über einen funktionierenden, breiten Markt für Unternehmenskontrolle. An diesem Markt besteht für die Bieter die Möglichkeit zum Erwerb von Unternehmen, die sie besser zu führen können glauben, und für die Ak-

tionäre der Zielgesellschaft zu entscheiden, wem sie dies eher zutrauen, dem alten oder dem neuen Management. Diese Wahl führt tendenziell zu einer besseren Allokation des Kapitals und zu einer zusätzlichen – wenngleich auch nicht zu überschätzenden – Kontrolle des Managements.

*Zweite These:* Der Markt für Unternehmenskontrolle bedarf wie jeder Markt einer rechtlichen Rahmenregelung. Im europäischen Binnenmarkt muss diese Rahmenregelung eine europäische sein.

Märkte dürfen nicht staatlich gegängelt werden, auch nicht der Markt für Unternehmenskontrolle. Das ist eine Binsenwahrheit. Aber wie jeder Markt bedarf auch der Markt für Unternehmenskontrolle einer rechtlichen Rahmenregelung, damit die Spielregeln klar sind und der Wettbewerb der Beteiligten sich unverzerrt abspielen kann. In Deutschland hat der Gesetzgeber das leider erst sehr viel später als in anderen führenden Industriestaaten erkannt. Immerhin haben wir seit 2002 das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, das bei Streitfragen im Einzelnen insgesamt ein gutes Gesetz ist. Nur reichen 15 oder demnächst 25 und mehr solche nationalen Gesetze nicht aus. Zum europäischen Binnenmarkt gehört ein europäischer Markt für Unternehmenskontrolle, und für diesen benötigen wir eine europäische Rahmenregelung.

Man wende nicht ein, auch die USA hätten – vom Williams Act abgesehen – keine bundesgesetzliche Regelung. Der Markt für Unternehmenskontrolle ist in den USA anders als bei uns in Europa über die Einzelstaatsgrenzen hinaus voll entwickelt, und die bundesstaatliche Securities Regulation, die bundesstaatlich überwacht und durchgesetzt wird, setzt einen rechtlichen Rahmen. Gewiss gibt es Stimmen in der Theorie, etwa von Roberta Romano in Yale, der Wettbewerb der Gesetzgeber würde sich noch besser entfalten, wenn die US-Securities Regulation auf die Einzelstaaten zurückverlagert würde. Aber das ist weit ab von der amerikanischen Praxis. Für Europa kommt hinzu, dass die geschichtlichen, sprachlichen und kulturellen Unterschiede einen europäischen Wettbewerb der nationalen Gesetzgeber nur sehr begrenzt wirksam sein lassen. Zu groß ist die Versuchung, die nationalen Grenzen abzuschotten.

*Dritte These:* Der Vorschlag einer 13. Richtlinie vom 2. Oktober 2002 enthält – bei manchen Einzelfragen zur Ausgestaltung, über die zu Recht gestritten wird, – vernünftige Rahmenregeln. Zu diesen gehören einheitliche Verfahrens- und Aufsichtsregeln, ein Pflichtangebot, Squeeze-out und Andienungsrecht sowie ein grundsätzliches Vereitelungsverbot für Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft.

Am offenkundigsten ist das Bedürfnis nach einheitlichen Verfahrens- und Aufsichtsregeln. Wenn wir einen europäischen Markt für Unternehmenskontrolle wollen – und wir brauchen ihn –, ist es für Bieter abwe-

gig, ein Angebot an die Aktionäre in den verschiedenen Mitgliedsstaaten vorlegen zu müssen, das den unterschiedlichen Vorschriften von 15 bis 25 nationalen Übernahmerechten entspricht. In manchen Punkten ist das wegen widersprechender Regelungen gar nicht möglich. Erst recht ist es für Unternehmen unzumutbar, sich mit den Aufsichtsbehörden all dieser Mitgliedsstaaten auseinander zu setzen, ohne dass europäisch geregelt ist, welche Aufsichtsbehörde wann zuständig ist und wie sich die Aufsichtsbehörden der verschiedenen Mitgliedsstaaten ihre Aufgaben teilen. Wohlgermerkt, ich glaube nicht, dass die Regelungen in Art. 4 des Richtlinienvorschlages praktikabel sind: Die Trennung nach gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Regeln bleibt rechtsunsicher, und die Regelung ist insgesamt viel zu kompliziert. Aber eine europäische Regelung erscheint mir unabweisbar.

Auch das Pflichtangebot, der Squeeze-out und das Andienungsrecht sollten in Eckpunkten europäisch geregelt werden. Die Minderheitsaktionäre sollten einen im Grundsatz vergleichbaren Anlegerschutz erhalten. Das Pflichtangebot ist inzwischen ja auch in nahezu allen Mitgliedstaaten der EU anerkannt. Es stellt funktional gesehen einen vernünftigen, präventiven Konzerneingangsschutz dar. Eine einheitliche Kontrollschwelle bei 30 Prozent bietet sich an. Auf der anderen Seite sollte der Großaktionär die Gesellschaft wirtschaftlich so steuern können, wie er sich das vorstellt oder – heutzutage richtiger – wie er am Markt dazu gezwungen wird, ohne sich mit einer ganz kleinen Gruppe von Minderheitsaktionären herumschlagen zu müssen. Dem dient der Squeeze-out. Spiegelbildlich zum Squeeze-out des Großaktionärs sollte den Minderheitsaktionären bei gleicher Schwelle, z.B. fünf Prozent, ein Andienungsrecht eingeräumt werden. Technisch könnte das dann in einen Squeeze-out einmünden.

Auch das so genannte Vereitelungsverbot für Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft (Antifrustration Rule) sollte meines Erachtens nach englischem Vorbild europäisch geregelt werden. Die deutschen Standardargumente dagegen sind überwiegend Schutzbehauptungen. Erstens: Warum sollte eine solche Regel bei uns so gefährlich sein, wenn sie seit Jahrzehnten in England gut funktioniert und selbst die City und die Unternehmen dort keine Einwände dagegen haben? Zweitens: Die Entscheidung darüber, ob ein Übernahmeangebot erfolgreich sein sollte oder nicht, ist Sache der Aktionäre am Markt. Bei hinreichender Transparenz und Annahmezeit – ich nenne nur Zaunkönigregelung oder Auktionsverfahren – sind die Aktionäre mündig genug, selbst zu entscheiden. Die Verwaltung hingegen, auch die tüchtige, steht in einem wesentlichen Interessenkonflikt. Drittens ist die verbreitete Behauptung, der Vorstand wäre damit zur völligen Untätigkeit verurteilt, schlicht falsch: Der Vorstand kann und muss sogar gegebenenfalls in seiner Stellungnahme das Übernahmeangebot kritisch beurteilen, er kann einen White Knight rufen, vor allem aber kann er im Vorfeld vieles tun, dass ein künftiges Ü-

bernahmeangebot erst gar nicht kommt oder nicht erfolgreich ist – z.B. durch präventive Verteidigungsmaßnahmen und mehr noch durch geeignete Maßnahmen zur Stärkung des Shareholder Value. Zur Klarstellung: Gegen Vorratsbeschlüsse innerhalb der letzten 18 Monate hätte ich persönlich – anders als die High Level Group, der ich angehörte, und die Kommission in ihrem letzten Vorschlag – nichts einzuwenden. Viertens schließlich gibt es zu denken, wenn der deutsche Verhandlungsführer aus dem Justizministerium in Brüssel bekundet, dass die deutsche Sorge, eine Hauptversammlung könne nicht rechtzeitig einberufen werden, im Ausland auf Unverständnis stößt.

*Vierte These:* Die Forderung nach einem Level Playing Field innerhalb der Europäischen Union ist politisch aus der Sicht der Mitgliedsstaaten und der nationalen Unternehmen verständlich. Ökonomisch ist sie umstritten. Rechtlich ist sie jedenfalls nicht völlig herzustellen. Das darf aber rechtspolitisch nicht als Vorwand dienen, eine europäische Rahmenregelung überhaupt zu hintertreiben. Ein Level Playing Field mit den USA lässt sich formalrechtlich keinesfalls herstellen. Das ist aber auch nicht notwendig, denn die tatsächlichen Verhältnisse am amerikanischen Markt für Unternehmenskontrolle liegen anders. Wenn trotzdem politische Bedenken bestehen, kommen – second best und nicht unproblematisch – Reziprozitätsregeln und Opting-in- bzw. Opting-out-Lösungen in Betracht.

Hier nur noch kurz zum Verhältnis Europa-USA: Wie die High Level Group in ihrem Bericht vom 10. Januar 2002 ausgeführt hat, sollte Europa dem amerikanischen Beispiel eines weitgehenden Verteidigungsermessens des Boards nicht folgen. Diese Delaware-Regelung auf Deutschland zu übertragen, ist schlechte, weil nicht funktionale Rechtsvergleichung. Der Ermessensspielraum des US-amerikanischen Boards entfaltet sich in einem ganz anderen Rechts- und Kapitalmarktumfeld. Der Druck auf das Board, den Wert der Aktien am Markt zu steigern (Shareholder Value), ist meist viel stärker als der auf europäische Leitungsorgane. Das Board wird nach seiner Leistung auf den Kapitalmärkten beurteilt. Das Board kann zwar theoretisch einem potentiellen Bieter „einfach absagen“ (Just-say-no Rule), aber die Independent Directors, die Investitionsbanken, die Berater, die Analysten, die Rating Agencies, die Finanzpresse und vor allem institutionelle Anleger üben einen ganz anderen Druck auf das Board aus als in der Regel hierzulande. Das Board muss überdies damit rechnen, in einem erfolgreichen Proxy Fight abgesetzt zu werden. Schließlich ist es für die Aktionäre ein Leichtes, Aktionärsklagen gegen das Board anzustrengen.

Solche Haftungsklagen sind in den USA gang und gäbe, und trotz der Business Judgement Rule ist das Haftungsrisiko für Board Members in den USA eindeutig höher als bei uns. Das gilt nach der Duty of Loyalty insbesondere bei der Bevorzugung eigener finanzieller oder Amtserhal-

tungsinteressen. Die Business Judgement Rule greift insoweit nicht, und die Maßstäbe dazu sind weit strenger als hierzulande. Überhaupt wissen wir ja alle, wie „litigious“ die amerikanische Gesellschaft ist und welche ungeahnten Möglichkeiten prozessualer Art jenseits des Ozeans bestehen. Um nicht missverstanden zu werden: Ich plädiere hier nicht für die Übernahme dieser amerikanischen Besonderheiten nach Europa oder gar nach Deutschland. Aber sie müssen bei einem Vergleich der Märkte zwecks eines Level Playing Field in Rechnung gestellt werden. Im Übrigen darf nicht vergessen werden, dass der Übernahmemarkt in den USA trotz der Delaware Rule aktiv ist und europäische Gesellschaften daraus ihre Vorteile ziehen.

*Fünfte These:* Die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes zu den Golden Shares ist zu begrüßen. Ob das Volkswagengesetz danach haltbar ist, erscheint ausgesprochen zweifelhaft.

Ich überlasse das, wie gesagt, der Diskussion. Vielen Dank.

#### **Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Professor Hopt, für diesen Überblick über das EU-Recht bzw. die Unterschiede im europäischen Übernahmerecht sowie über das deutsche Übernahmerecht und die relevanten US-amerikanischen Regeln. Nach diesem Blick von der rechtlichen Seite auf das Thema wollen wir nun die Kapitalmarktseite beleuchten. Hierzu begrüße ich sehr herzlich Herrn Professor Reinhart Schmidt. Er ist Professor für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre an der Martin Luther-Universität Halle-Wittenberg und Vorsitzender des Wissenschaftlichen Beirats des Deutschen Aktieninstituts. Herr Professor Schmidt, Sie haben das Wort.

## 2.2 Prof. Dr. Reinhart Schmidt Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Bankbetriebslehre der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Guten Tag, meine Damen und Herren. Ich freue mich, dass ich heute einen Überblick über Probleme geben kann, die ich als Betriebswirt im Zusammenhang mit Übernahmen sehe. Mir geht es darum, Alternativen von Übernahmebarrieren und deren Wirkung zu diskutieren. Zunächst möchte ich jedoch kurz auf das Verhältnis zwischen Übernahmen und Management eingehen.



Historisch gesehen hat die grundsätzliche Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht in Kapitalgesellschaften erst das Wachstum der modernen Wirtschaft ermöglicht. Ohne die Institutionalisierung des Primärmarktes „Aktiengesellschaft“, also die Schaffung der Aktie, und ohne den Sekundärmarkt „Wertpapierbörse“ wäre diese Entwicklung nicht denkbar gewesen. Die durch die Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht verselbständigte Unternehmerfunktion wird von Managern wahrgenommen. Deren Qualitäten werden anhand der Fähigkeit gemessen, Ressourcen effizient zu kombinieren.

Die Entwicklung von Managementpotenzial in personeller und sachlicher Hinsicht stellt daher ein gesamtwirtschaftlich und gesellschaftlich wichtiges Anliegen dar. Das in Managern gebundene Humankapital ist ein wertvoller Wettbewerbsfaktor. Wirtschaft und Gesellschaft eines Landes müssen also ein Interesse daran haben, dass sich Humankapital hoher Qualität im Lande bilden kann und grundsätzlich auch dort verbleibt.

Welcher Zusammenhang besteht zwischen dem Management von Unternehmen und Übernahmen? Das Management versucht, Übernahmen abzuwehren, es wird – nach erfolgreichen Übernahmen – unter Umständen abgesetzt bzw. ausgetauscht und verliert seine Selbständigkeit. Ein landesweiter Verlust der Unabhängigkeit des Managements stellt zwar einen Extremfall dar, wir können einen solchen Fall und die daraus entstehenden Probleme tendenziell jedoch in den neuen Bundesländern durchaus beobachten. Dort haben wir praktisch nur einen größeren Konzern, der frei schalten und walten kann, nämlich Jenoptik.

Übernahmen sind aus Sicht der Aktionäre ein wichtiges, in Deutschland zu lange vernachlässigtes Instrument, um die Lenkung des Kapitals in die Dispositionsgewalt derjenigen Manager zu geben, die das Vermögen nach Meinung der Aktionäre am besten verwalten. Wie aus der Agency-Theorie bekannt ist, können Eigeninteressen des Managements zu Konflikten mit den Aktionären führen. Solche Konflikte lassen sich durch Überwachung oder durch Schaffung entsprechender Anreize, aktionärsorientiert zu handeln, vermeiden. Eine weitere Möglichkeit der Entschärfung des Konflikts, die in den USA eine größere Rolle spielt und in Deutschland am Neuen Markt von Bedeutung gewesen ist, besteht darin, dass – kontrolliert durch Aufsicht – neben der Managementfunktion auch die Eigentümerfunktion wahrgenommen wird. Dies führt allerdings zu dem Problem der so genannten Insider-Aktionäre.

Inzwischen gibt es eine Fülle von vor allem juristischer, aber auch wirtschaftswissenschaftlicher Literatur zur Neutralitätspflicht des Vorstands einer Aktiengesellschaft und der Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen gegen *feindliche* Übernahmeangebote. Wenn es um Fragen eines gemeinsamen Marktes und die langfristige Ausrichtung der Wirtschaft geht – auch dieser Aspekt muss bei einer Übernahmerichtlinie natürlich berücksichtigt werden –, dann muss die Diskussion jedoch auch grundsätzlich breit angelegt sein und die weiteren rechtlichen und faktischen Rahmenbedingungen einbeziehen.

Die Einteilung der Motive für und der Maßnahmen gegen Übernahmen wird zunächst immer nur unter dem Gesichtspunkt feindlicher Übernahmen gesehen. Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote stellen aber nur einen Teil der Alternativen dar, um Übernahmen zu erschweren oder zu verhindern. Deshalb ist es umfassender, von „Übernahmebarrieren“ zu sprechen. Solche Barrieren können nämlich auch durch gesetzliche Regelungen entstehen, ohne dass das Management aktiv mitwirken müsste. Deshalb wird in der Literatur auch eine Unterscheidung von passiven und aktiven Übernahmebarrieren vorgenommen.

Aktive Abwehrmaßnahmen können vor oder nach der Ankündigung eines Übernahmeangebots ergriffen werden. Es wird dann von Maßnahmen „ex ante“ oder „ex post“ gesprochen oder auch von „präventiven Maßnahmen“ einerseits und „reaktiven Maßnahmen“ andererseits. In den beiden Unterfällen kann es weiter Maßnahmen geben, die der Zustimmung der Aktionäre bedürfen oder die vom Management ohne Zustimmung der Hauptversammlung ergriffen werden können.

Eine häufig vernachlässigte Maßnahme, die vorhin schon erwähnt wurde, besteht darin, dass man sich in der Unternehmensstrategie konsequent am Shareholder Value ausrichtet. Man sollte zwar eine Übertrei-



bung oder Verherrlichung dieses Grundsatzes vermeiden, aber vom Prinzip her ist das a priori erst einmal die beste Maßnahme.

Zur Umsetzungsmöglichkeit präventiver und reaktiver Maßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote gibt es in der Literatur lange Kataloge, wie sie auch kürzlich wieder von Wirtschaftswissenschaftlern und Juristen gemeinsam veröffentlicht wurden, auf die ich hier aus Zeitgründen nicht eingehen kann.

Die Motive für eine Übernahme liegen in der Schaffung von Wert. Diese Wertschaffung kann durch Nutzung von Synergien erreicht werden oder – was für das Management einer so genannten Zielgesellschaft unangenehm ist – durch die Ablösung eines möglicherweise ineffizienten Managements.

Es kann aber modelltheoretisch auch „nur“ eine Umverteilung von Wert angestrebt werden, ein Werttransfer von Aktionären des Bieters zu Aktionären der Zielgesellschaft oder von Aktionären der Zielgesellschaft zu Aktionären des Bieters oder schließlich auch von anderen Stakeholdern, vor allem von Gläubigern, zu Aktionären der Zielgesellschaft.

Die Wirkung von Übernahmebarrieren kann sehr unterschiedlich sein. Zunächst kann eine Disziplinierung des Managements erreicht werden, insbesondere – und das ist das Argument für ein liberales Übernahmerecht – durch das Fehlen von Übernahmebarrieren, also dadurch, dass das Management zwecks Erhaltung seiner Stellung gezwungen wird, im Interesse der Aktionäre zu handeln. Umgekehrt kann die Existenz von Übernahmebarrieren die Eigenständigkeit des Managements festigen und damit dem Disziplinierungseffekt entgegen wirken, was nicht im Interesse der Aktionäre ist. Diese Überlegungen sind Gegenstand des Themas „Neutralitätspflicht“, das sich durch die Literatur und die Praxisdiskussionen zieht.

Übernahmebarrieren können aber auch dazu dienen, die Übernahmepremie zu erhöhen, die der Aktionär der Zielgesellschaft letztlich realisiert. In diesem Fall sind Barrieren sogar im Interesse der Anteilseigner der Zielgesellschaft, da sie deren Verhandlungsmacht stärken.

Übernahmebarrieren und ihre Effekte können also nicht von vorneherein generell als negativ abgestempelt werden. Und genau darin liegt das Problem: Es muss eine Abwägung der verschiedenen Argumente vorgenommen werden.

Es kommt hinzu, dass bestimmte Abwehrmaßnahmen auch durch Umgehungsmöglichkeiten konterkariert werden können, was zu spieltheoreti-

schen Denkmodellen führt. Dies geht so weit, dass man US-Bundesstaaten auf spieltheoretischer Basis gegeneinander antreten lässt und sich überlegt, wie man etwa Redomizilierungen erreichen kann, das heißt, wie Firmensitze von einem Staat, zum Beispiel Delaware, abgezogen werden können, um sie in einem anderen Staat wieder zu errichten.

Die Wirkung von Übernahmebarrieren kann unterschiedlich untersucht werden. Hierfür gibt es zunächst einmal rein theoretische, meist mathematische Modelle. Sie sind sehr schlüssig, basieren aber immer auf bestimmten Annahmen. Wird der Kreis der Annahmen sehr eng abgesteckt, lassen sich Effekte nachweisen, die in der Realität in dieser Form wahrscheinlich nicht auftreten werden. Daneben gibt es die empirische Kapitalmarktforschung, die es erlaubt, großzahlige statistische Tests durchzuführen. Das setzt natürlich entsprechende Beobachtungsmengen voraus, die wir in Deutschland selten haben. Es sind zwar Untersuchungen gemacht worden – so hat Gerke vor Jahren eine solche Untersuchung durchgeführt –, die empirische Basis dieser Untersuchungen ist jedoch deutlich geringer als in den USA, zumal sich unsere Gesetze im Zeitablauf nicht so häufig geändert haben.

Gegenstand der Untersuchungen sind die Auswirkungen von Übernahmebarrieren auf den Aktienwert, also die Wirkung auf den Shareholder Value in Form der Rendite oder der Performance. Eine weitere Frage lautet: Was geschieht mit der Übernahmewahrscheinlichkeit? Wie wahrscheinlich ist es, dass die Übernahme trotz einer bestimmten Barriere stattfindet oder nicht? Schließlich wird auch die bezahlte Prämie untersucht. Dabei bedient man sich statistischer Methoden.

Aus Zeitgründen kann ich nicht im Einzelnen auf die vielen Ergebnisse eingehen, ich möchte sie nur ordnen und den Tenor der Studien herausstellen.

Der erste Ergebnisüberblick betrifft die empirische Evidenz passiver Übernahmebarrieren, also der Fälle, in denen ohne Zutun des Managements oder auch der Aktionäre Barrieren geschaffen werden. Diese bestehen in erster Linie in dem Einfluss gesetzlicher Regelungen. Hier kann man zeigen, dass der schon erwähnte Williams Act, der mehr Informationen für die Aktionäre der Zielgesellschaft brachte und den Zeitraum für die Annahme des Angebots verlängerte, zu einer Erhöhung der Übernahmeprämie führte. Der Act wirkte also aus Sicht der Aktionäre der Zielgesellschaft günstig, wie durch viele Studien belegt werden konnte. Hingegen wurden anhand der so genannten Abnormal Performance negative Ankündigungseffekte festgestellt: Wenn bestimmte Bundesstaaten in den USA Regelungen einführten, bewirkten diese Erhöhung von Ab-

wehrbarrieren einen negativen Effekt. Es ergibt sich insofern ein zwiespältiges Ergebnis.

Des Weiteren sind Einflüsse der Aktionärsstruktur der Zielgesellschaft empirisch belegt. Es wurde nachgewiesen, dass es auf die Art der Zusammensetzung des Aktionärskreises ankommt – ob institutionelle Aktionäre oder eher kleine Privataktionäre dominieren. Wie empirisch festgestellt wurde, steigt durch Kleinaktionäre die Verwundbarkeit gegenüber Übernahmeangeboten. Die schädlichsten Satzungsänderungen werden immer dann vorgenommen, wenn nur wenige institutionelle Anleger vertreten sind. Grund hierfür ist, dass Kleinaktionäre defensiver sind und eine höhere Übernahmeprämie erwarten.

Als aktive Barrieren vor dem Übernahmeangebot sind vor allem Änderungen von Satzungsbestimmungen empirisch untersucht worden. Solche Satzungsänderungen sind aus Sicht der Aktionäre generell negativ zu einzustufen. Die Ankündigungs- und auch Abstimmungseffekte – wenn die Aktionäre über Maßnahmen entscheiden – führen zu einer Unterrendite von mehr als einem Prozent. Ein Prozent ist nicht viel im Vergleich zu Übernahmeprämien von 30 bis 50 Prozent, die man erreichen kann. Betrachtet man aber die Gesamtwirkung auf den Kapitalmarkt, die sich aus derartigen Untersuchungen ergibt, dann ist der Nachweis eines solch signifikanten Unterschieds schon ein wichtiges Argument.

Die Umverteilung von Stimmrechten hat ebenfalls einen negativen Einfluss. Werden solche Maßnahmen angekündigt und damit unterschiedliche Kategorien von Aktionären geschaffen, können negative abnormale Renditen festgestellt werden. In Deutschland sind wir in dieser Beziehung schon weiter, da der Trend hierzulande weg von der stimmrechtslosen Aktie und hin zu „One Share – One Vote“ gegangen ist bzw. geht.

Veränderungen der Vermögens- und Kapitalstruktur bewirken unter Umständen einen Ersatz von Eigen- durch Fremdkapital, um die Firma rentabler, allerdings auch risikoreicher zu machen und sie auf diese Weise vor einer Übernahme zu schützen.

Giftpillen in unterschiedlichster Form, die ohne Zustimmung der Hauptversammlung vorgenommen werden können, wirken sich empirisch grundsätzlich negativ aus. Es sind mehrere hundert Abwehrkämpfe mit Poison Pills von verschiedenen Autoren untersucht worden, wobei sich immer negative Überrenditen ergeben haben.

Aus weiteren Untersuchungen folgt, dass abnormal hohe Vergütungen des Managements, also überhöhte Gehälter, Übernahmeversuche begünstigen.

tigen. Darüber hinaus wurde festgestellt, dass die Managergehälter durch Austausch des Managements nach einer Übernahme tendenziell sinken.

Nachdem ich Ihnen die empirische Evidenz aktiver Barrieren *vor* dem Übernahmeangebot vorgestellt habe, komme ich nun zur empirischen Evidenz aktiver Barrieren *nach* dem Übernahmeangebot. Da zeigt sich, dass sich die Eröffnung von Rechtsstreitigkeiten durch die Zielgesellschaft zu Gunsten der Aktionäre auswirkt. Rechtsstreitigkeiten, die häufig vorkommen, bewirken insofern einen positiven Effekt für die Aktionäre, als die Übernahmeprämie steigt. Veränderungen der Vermögens- und Kapitalstruktur wirken hingegen – wie im Fall vor dem Übernahmeangebot – negativ. Auch Aktienrückkäufe wirken aus Sicht der Aktionäre nicht immer wertsteigernd, sondern hier kommt es auf die Aktionärszusammensetzung an.

Die Empirie lässt folgende Schlussfolgerungen zu: Die Befunde deuten mehrheitlich darauf hin, dass sich Übernahmebarrieren für die Aktionäre der Zielgesellschaft negativ auswirken – unabhängig davon, ob es sich um vom Staat gesetzte, bewusst geschaffene oder von den Gesellschaften über Hauptversammlung oder Aktionäre errichtete Übernahmebarrieren handelt. Dies spricht vom Trend her erst einmal für eine Neutralitätspflicht des Vorstands.

Weiter müssen wir sehen, dass in Europa ein funktionierender Markt für Unternehmenskontrolle zwecks Restrukturierung auch gesamtwirtschaftlich wünschenswert ist. Daniel Gros, der Direktor des European Policy Studies Institutes in Brüssel, meint dazu: „The cost for Europe of not having common rules for hostile take-overs will be considerable. Europe will thus not have a fully integrated financial market“. Die Märkte werden weiter segmentiert bleiben. Dies wird auch in Anbetracht des rapiden technischen Fortschritts als Nachteil für den gesamten europäischen Markt gesehen, so dass eine Restrukturierung über die europäischen Grenzen hinweg gewünscht wird.

Damit sind wir bei der Frage nach dem Level Playing Field. Es muss durch wirkliche Chancengleichheit gekennzeichnet sein. Auch die großen deutschen Aktiengesellschaften sind, wie eine Umfrage des Deutschen Aktieninstituts zeigt, nicht grundsätzlich für Verteidigungsmöglichkeiten, sondern nur so lange, wie in Europa eine Chancengleichheit nicht gesichert ist. Ich meine aber, dass man das Level Playing Field in einem größeren Zusammenhang sehen muss: Es muss über Europa hinaus auch um weltweite Chancengleichheit gehen. Es ist offensichtlich, dass diese nicht so schnell hergestellt werden kann.

Effekte einer europäischen Harmonisierung können nämlich darin bestehen – und damit komme ich zum Thema Management vom Beginn meines Kurzreferates zurück –, dass die Konzentration von Corporate Headquarters in bestimmten Ländern oder Regionen zunimmt und bestimmte andere Länder oder Regionen solche Schaltzentralen verlieren. Diese Entwicklung wäre dann das positive Ergebnis eines Wettbewerbs.

Ein solcher Standortwettbewerb kann aber durch ungleiche Bedingungen auch verzerrt werden und langfristig schwer umkehrbare Veränderungen bewirken. Vielleicht sind wir ja schon Europäer genug, um mit Blick auf Mannesmann zu festzustellen: „Vodafone hat es geschafft, ganz Europa einheitlich in ein Mobilfunknetz zu kleiden“. Dies ist auch unternehmerisch sicher interessant, aber die Schaltzentrale sitzt jetzt eben in London.

Der Herstellung gleicher Ausgangsbedingungen kommt eine Schlüsselrolle zu. Ob sich Europa mit einem liberalen Markt für Unternehmenskontrolle einen Gefallen tut, ist deshalb auch vor dem Hintergrund von Übernahmeharrieren zu sehen, wie es sie insbesondere in den USA auch künftig geben wird.

Am Schluss steht daher der Vorschlag, der auch von Juristen schon vor vielen Jahren gemacht wurde, nämlich den Wettbewerb der Systeme zuzulassen. Das ist das flexiblere Konzept. Derzeit zumindest sind aus langfristiger Sicht Regulierungen für Europa vorzuziehen, die dem nationalen Gesetzgeber und den Gesellschaften vor allem Optionsmöglichkeiten geben. Die Anwendung der Optionsvariante erfordert aber für die Akteure am Kapitalmarkt eine entsprechend erhöhte Transparenz, um diese gesetzliche und satzungsmäßige Vielfalt dann noch durchschauen zu können. Angesichts der Problematik eines internationalen Level Playing Field scheint die Optionsvariante im Augenblick die beste Lösung zu sein. Ich danke Ihnen.

### **Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Professor Schmidt, für Ihre Sichtweise und die Analyse des Themas aus dem Blickwinkel des Kapitalmarktes. Das Auditorium war Ihnen für Ihre Feststellung sehr dankbar, dass auch Manager wertvolles Humankapital darstellen. Sie haben noch einige andere nette Aperçus gegeben: So werden vor allem die empirischen Untersuchungen, denen zufolge hohe Gehälter Übernahmen begünstigen, jetzt eine Analyse provozieren, welche Unternehmen in Deutschland am übernahmefährdetsten sind. Dies sprengt zwar den Rahmen dieser Veranstaltung, leitet aber gewissermaßen schon zu unserem nächsten Referenten über, Herrn Dr. Karl-Ludwig Kley. Er hat bereits festgestellt, dass sein Unternehmen unter diesem Aspekt nicht sehr übernahmefährdet sei.

Herr Dr. Kley ist von Hause aus Jurist, war viele Jahre im Bayer-Konzern tätig, zuletzt für die Bereiche Konzernfinanzen und Investor Relations. Seit fünf Jahren ist er Finanzvorstand bei der Deutschen Lufthansa AG.

Ich hatte vor einigen Tagen noch gehofft, dass Herr Dr. Kley hier vielleicht ein ganz aktuelles Anschauungsbeispiel zum Thema Übernahmen präsentieren könnte. Sie wissen alle, was in den letzten Tagen mit Blick auf eine Fluggesellschaft im benachbarten Ausland durch die Medien begeistert ist. Leider ist es, jedenfalls wie es derzeit aussieht, nicht so gekommen. Aber ich glaube, Herr Dr. Kley hat aufgrund seiner praktischen Erfahrung als Vorstandsmitglied und Manager eines Unternehmens auch so sehr viel zum Thema Übernahmen zu bieten. Herr Dr. Kley, ich darf um Ihre Ausführungen bitten.

### **2.3 Dr. Karl-Ludwig Kley Mitglied des Vorstands Deutsche Lufthansa AG, Köln**

Guten Tag, meine Damen und Herren.

Vor Ihnen steht nun ein von Professor Schmidt so beschriebenes übernahmesicheres Humankapital!

Herr Döring hat mich gebeten, zur Förderung der Diskussion die eine oder andere Gegenthese aufzustellen. Ich werde mich daher bemühen, flexibel auf die professorale Wucht der Argumente zu reagieren. Im Gegensatz zu Herrn Hopt habe ich z.B. nicht fünf, sondern sechs Thesen – das ist schon mal ein Ansatz!



Ich teile die Auffassung sowohl von Herrn Hopt als auch von Herrn Schmidt, dass Übernahmen als solche sinnvoll sind. Hier gibt es keinen Widerspruch.

Wir verfügen in Deutschland durch Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, durch das KonTraG und andere Gesetze über einen rechtlichen Rahmen, der inzwischen stimmig ist. Natürlich fehlt es noch ein bisschen an praktischen Erfahrungen. Deshalb kommt es auch noch zu kuriosen Vorgängen – wenn der Aktienrückkauf z.B. als Übernahme behandelt wird, ist das natürlich schon bizarr. Ich subsumiere so etwas aber unter dem Begriff „Anfangsschwierigkeiten“, die sich im Lauf der Zeit erledigen werden.

Insgesamt aber funktioniert aus meiner Sicht das Regelungssystem, das wir in Deutschland haben. Ich gehe noch einen Schritt weiter und sage, dass die Offenheit, die wir in Deutschland haben, zur Zeit in Europa beispielhaft ist. Wir haben praktisch nur noch zwei Sonderfälle: Der eine ist das VW-Gesetz – es wurde bereits angesprochen –, der andere sind die vinkulierten Namensaktien. Alle anderen Übernahmehindernisse und Mehrheitsstimmrechte sind abgeschafft worden. Dagegen stehen nun Übernahmehindernisse in anderen Ländern, wie sie im Bericht der Winter-Kommission aufgeführt werden.

Wenn wir uns dann die Möglichkeiten eines deutschen Vorstands anschauen, bleiben praktisch nur die Vorratsbeschlüsse als so genannte Abwehrmittel. Vergleicht man dies mit dem Arsenal in anderen Ländern, sind unsere Möglichkeiten stark begrenzt.

Nimmt man dies alles zusammen, denke ich, dass das heutige deutsche System das übernahmefreundlichste und anlegerfreundlichste in der EU ist, wobei ich mich bei dieser Aussage auf das Thema der aktiven Übernahmen beschränke und nicht auf die weite Definition der Übernahmehindernisse von Herrn Schmidt eingehe.

Der Richtlinienentwurf soll an sich einen Markt für Unternehmenskontrolle schaffen. Das heißt für mich, er soll ein Level Playing Field erzeugen. Herr Hopt sagt, dies sei nicht herstellbar, Herr Schmidt sagt, es sei doch herstellbar. Es wird Sie nicht wundern, dass ich den Standpunkt von Herrn Schmidt vertrete. Was mich an der Kommission ärgert, wird am besten durch einen alten Satz wiedergegeben: Sie ist als Tiger losgesprungen und als Bettvorleger gelandet. Sie sollte gleiche Ausgangsbedingungen für Angebote schaffen. Dies ist nicht gelungen, wie ich gerade erläutert habe. Die Kommission schafft in ihrem Vorschlag einige Übernahmehindernisse ab und lässt andere bestehen. Sie macht das relativ willkürlich. So sollen beispielsweise Doppelstimmrechte und Mehrfachstimmrechte nicht von der Durchbruchsregel erfasst werden. Das freut die Franzosen, das freut die Holländer, aber das hat nichts mit einem Level Playing Field zu tun.

Ein anderes Beispiel ist die Rechtsprechung zu den Golden Shares: KLM oder British Airways wird demnach als „Unternehmen der Daseinsvorsorge“ das Recht auf Golden Shares eingeräumt. Die Lufthansa ist – aus meiner Sicht zu Recht – kein „Unternehmen der Daseinsvorsorge“ und verfügt deshalb auch über nichts Ähnliches. Dass hier Widersprüche bestehen, hat die Kommission ignoriert.

Bei der Forderung nach einem Level Playing Field geht es nicht um Spielereien, um Besitzstandswahrung und Ähnliches. Sie ist vielmehr Ausdruck des Wunsches, im europäischen Markt für Übernahmen eine faire Ausgangsposition zu haben.

Für mich ist das keine rechtliche, sondern eine rechtspolitische Frage. In dem Zusammenhang möchte ich noch einmal den Begriff Reziprozität aufgreifen. Herr Hopt hat gesagt, es sei schlechte Rechtsvergleichung, dies ins Spiel zu bringen. Damit liegen Sie sicher richtig. Sie haben dabei aber sehr stark auf die Zielgesellschaft abgestellt. Es verbleibt die Frage, was die übernehmende Gesellschaft macht und da denke ich, müssen wir, wenn wir schon nicht die Rechtsvergleichung heranziehen wollen, zumindest die rechtspolitische Vergleichung bemühen, und dann müssen wir auch über so etwas wie Reziprozität im Verhältnis zu den USA nachdenken.

Herr Hopt sprach zudem das Vereitelungsverbot an und damit die Neutralität des Vorstandes. Die Prämisse dafür ist eigentlich, dass wir einen effizienten Kapitalmarkt haben. Das heißt, die aktuellen Preise müssten



alle Informationen enthalten und damit die langfristige Wertsteigerung des Unternehmens den Gegenwartswert erhöhen. Langfristig mag das der Fall sein; ich will jetzt auch keine Diskussion über die Effizienz des Kapitalmarkts anfangen. Allerdings sind Übernahmen im Regelfall ein kurzfristiger Vorgang. Daher ist die Neutralität für mich vom Gesichtspunkt der Effizienz des Kapitalmarkts aus sehr kritisch zu betrachten.

Der zweite Punkt ist, dass die Neutralität als solche wahrscheinlich eine Schimäre ist. Es gibt sie nicht. Der Gesetzgeber hat dem ja auch im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Rechnung getragen – denken Sie an die Darstellung der eigenen Position durch den Vorstand oder an die Zulässigkeit des White-Knight-Konzeptes. Auf der einen Seite sagen wir, gibt es Interessen der Aktionäre, denen der Vorstand natürlich zu dienen hat. Auf der anderen Seite gibt es aber offensichtlich auch Umstände, in denen der Vorstand nicht so neutral sein soll. Klingt paradox, ist es aber nicht. Der englische City Code z.B. sieht natürlich Neutralität vor. De facto existieren jedoch eine Vielzahl von Möglichkeiten für einen Vorstand, nicht neutral zu reagieren. Vor diesem Hintergrund dominiert in diesem Fall die Praxis gegenüber der Lehre. Eine Neutralität sollte im Grundsatz bestehen, aber nur unter der Voraussetzung eines Level Playing Field. Das heißt, das bestehende Instrumentarium muss auch weiter bestehen bleiben.

Trotz all dieser Mängel sollte die Richtlinie verabschiedet werden – hier besteht wieder Einigkeit –, um wenigstens hinsichtlich der Verfahrensvorschriften einen europäischen Standard zu schaffen. Nur dürfen dabei die Kommissionsvorstellungen bezüglich der Übernahmehindernisse keinesfalls umgesetzt werden. Dies betrifft die Artikel 9 und 11. Welchem Kompromissvorschlag letztlich der Vorzug zu geben ist, möchte ich hier und jetzt nicht entscheiden. Der dänische ist für mich durchaus eine gangbare Variante. Er hat sogar den großen Vorteil, dass er uns bezüglich anderer Themen nicht schon auf einen Weg festlegt in Europa, sondern Offenheit lässt, wie man weiter geht und vielleicht doch noch ein Level Playing Field erzeugt. Insofern habe ich persönlich mehr Sympathie für den dänischen Kompromissvorschlag. Der portugiesische scheint ebenfalls viel Anerkennung zu finden. Darüber hinaus gibt es noch den Vorschlag von Herrn Lehne. Alle drei Vorschläge sind gangbar – ich persönlich würde den dänischen bevorzugen.

Damit komme ich zur sechsten und letzten These: Diese Richtlinie wird leider nur ein Trippelschritt sein auf dem Weg zu einem europäischen Kapitalmarkt. Das ist bedauerlich, aber nicht zu ändern. Die Auswirkungen auf den Aktienkurs deutscher Unternehmen werden vernachlässigbar sein. Andere Themen überlagern den dadurch sicherlich erzielten Fortschritt. Ich werde jedenfalls nach meiner Rückkehr umgehend eine Gehaltserhöhung beantragen und damit die Übernahmefreundlichkeit der Deutschen Lufthansa AG erhöhen. Ich danke Ihnen.

## 2.4 Diskussion

### **Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Dr. Kley für diesen Vortrag.

Mit Blick auf die Uhr würde ich die Diskussion gerne gleich in der großen Runde eröffnen. Zuvor möchte ich aber Herrn Professor Hopt noch die Chance geben, zum Thema Level Playing Field Stellung zu nehmen, denn wie wir gerade gehört haben, gibt es hierzu sehr unterschiedliche Positionen: Zum einen wurde die These geäußert, dass es rein rechtlich kaum möglich sein wird, ein Level Playing Field in Europa herzustellen. Vor allem wurde auch behauptet, ein Level Playing Field mit den USA sei eher in das Reich der Wünsche zu verweisen und eine unrealistische Vorstellung. Zum anderen hat Herr Dr. Kley gesagt, dass er einer Neutralität zustimmen könne, dies allerdings eben nur unter Voraussetzung eines Level Playing Field. Zunächst aber hat Herr Professor Hopt das Wort.

### **Prof. Dr. Klaus J. Hopt:**

Erlauben Sie mir vorweg einen Satz zu den anderen Thesen. Ich glaube nicht, dass der deutsche Markt der offenste ist. Die Verteidigungsmöglichkeiten, die der Vorstand insbesondere im Zusammenhang mit dem Aufsichtsrat hat, sind international nicht mit einer großen Offenheit zu vereinbaren. Dies gilt vor allem für die präventiven Verteidigungsmöglichkeiten: So ist die Mitbestimmung ein ganz deutliches Hindernis. Vergleichen wir das alles, gehören wir nicht zu den Vordersten. Worin ich Ihnen zustimme, ist, dass der Kommissionsentwurf geändert werden muss, da er die Mehrheitsstimmrechte ausspart. Das ist ganz eindeutig. Das war ein rein politisches Manöver, das vermutlich auch fallen wird.

Aber jetzt zum Level Playing Field: Die Äußerungen unserer Kommission basierten auf der Vorstellung, dass wir mehr auf den europäischen Markt schauen sollten als auf die einzelnen nationalen Märkte. Ich glaube, für Europa ist es insgesamt besser, wenn wir einen liberalen Markt haben, als wenn die einzelnen Staaten sich abschotten. Dass man dies aus der Sicht des einzelnen deutschen Unternehmens anders sehen kann, verstehe ich. Ich würde vermutlich genauso agieren, wenn ich ein Vorstand wäre. Aber aus europäischer Sicht ist das juristisch, ökonomisch und rechtspolitisch meines Erachtens anders. Ein Level Playing Field mit den Vereinigten Staaten lässt sich nicht herstellen, das werden wir nie erreichen. Wenn dies die Marge ist, kommen wir nie zu einer Übernahmeregelung. Das wäre aus meiner Sicht ökonomisch bedauerlich.

**Claus Döring:**

Stimmen Sie dem zu, Herr Dr. Kley?

**Dr. Karl-Ludwig Kley:**

Herr Hopt, in einigen Punkten sind und bleiben wir unterschiedlicher Meinung. In Bezug auf die präventiven Hindernisse bin ich jedoch Ihrer Meinung. Ich habe mich in meinem Beitrag auf die – im Sinne von Herrn Schmidt – aktiven Übernahmehindernisse bezogen. Dass die Mitbestimmung ein Übernahmehindernis darstellt, darin sind wir uns einig.

**Claus Döring:**

Meine sehr verehrten Damen und Herren, ich möchte jetzt Ihnen gerne die Chance geben, Fragen an die Referenten zu stellen oder auch vielleicht Statements zu diesen sehr unterschiedlichen Thesen abzugeben. Gibt es Wortmeldungen von Ihrer Seite? Frau Hieke, bitte.

**Anneliese Hieke:**

Mein Name ist Hieke. Ich bin Kleinaktionärin und war ebenfalls Mitglied der Übernahmekommission. Was Kleinaktionäre in erster Linie bewegt, ist eine sehr oft gegebene mangelnde Gleichbehandlung. Was dringend notwendig ist, ist mehr Transparenz, so wie es in Amerika der Fall ist. Wir sind einmal dergestalt fündig geworden, dass bei einer Übernahme der Großaktionär mittels Nebenvertrag über ein Wettbewerbsverbot wesentlich mehr für seine Aktien bekommen hat. Nach amerikanischen Vorschriften muss so etwas veröffentlicht werden. Mittlerweile gibt es auch für deutsche Aktionäre Möglichkeiten, derlei Informationen zu erhalten. Der angesprochene Fall fand jedoch zu einer Zeit statt, als die Kommission noch bestand. Der Vorfall blieb ohne Konsequenzen. Wir brauchen also mehr Transparenz, wir brauchen eine Gleichbehandlung der Aktionäre. Wir sind auch mehrheitlich der Auffassung, dass es eine Neutralität gar nicht gibt, darin stimme ich Herrn Dr. Kley vollkommen zu. Vielen Dank.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Frau Hieke. Gibt es weitere Wortmeldungen? Das ist im Moment nicht der Fall. Herr Dr. Kley hat im Zusammenhang mit der Initiative auf europäischer Ebene den Spruch gebraucht „als Tiger gesprungen, als Bettvorleger gelandet“. Warum brauchen wir so dringend eine europäische Regelung, nachdem wir jetzt 30 Jahre daran herumdoktern, nicht vorangekommen sind und nun in Deutschland schließlich entsprechende Regelungen haben, Herr Professor Hopt?

**Prof. Dr. Klaus J. Hopt:**

Ich habe hierzu bereits einige Punkte ausgeführt. Wir brauchen sie sicher, was das Verfahren angeht. Es ist für ein Unternehmen wirklich eine Katastrophe, sich mit all diesen Aufsichtsbehörden auseinandersetzen zu müssen, die individuell durchaus vernünftig agieren können. Das geht in einem solch großen Markt nicht und ist wirklich ein ganz schlimmes Handicap für einen Markt für Unternehmenskontrolle. Ich glaube auch, dass das Pflichtangebot eine sinnvolle Sache ist, auch wenn man natürlich ökonomisch darüber diskutieren kann, wie man es im Einzelnen ausgestaltet.

Wenn ich jetzt schon das Wort habe, lassen Sie mich noch einen weiteren Satz sagen: Auch wenn diese Richtlinie nicht kommt, was ich persönlich sehr bedauern würde, ist die Diskussion nicht zu Ende. Die Urteile zu den Golden Shares sind in ihrer Dimension nicht ausgelotet. Es ist keineswegs so, dass uns dieses Thema nur in Form des VW-Gesetzes betrifft und ansonsten uns und die anderen nicht. Es ist durchaus möglich, dass sich die Erfassung der öffentlichen Hand und der öffentlichen Shareholders auch auf Übernahmehindernisse auswirkt, die privatrechtlich geschaffen sind. In der Literatur gibt es erste entsprechende Stellungnahmen, und wenn man sich die Urteile genauer ansieht, wird dort nicht ausdrücklich zwischen dem Staat als Aktionär und anderen Aktionären differenziert. Ich weiß nicht, wie der Gerichtshof entscheiden wird, aber wenn er in diese Richtung geht, dann ist es denkbar, dass er zu einer Art Motor der Integration wird und dann genauso unser Aktienrecht mitgestaltet, wie es der Bundesgerichtshof im Zweiten Senat tut.

**Claus Döring:**

Vielleicht können wir noch beim Thema Golden Shares bleiben. Herr Professor Hopt, Sie haben schon angesprochen, dass das Ende des VW-Gesetzes in dieser Form eingeläutet sein müsste. Nun gibt es auch anders lautende Argumentationen. Worin besteht denn Ihre Argumentationslinie beim VW-Gesetz mit Blick auf dieses EuGH-Urteil zu Golden Shares?

**Prof. Dr. Klaus J. Hopt:**

Der deutsche Staat hat nachweislich – ohne weiteres und ganz offen in den Motiven des VW-Gesetzes nachzulesen – in Richtung auf Abwehr von Übernahmen eine bestimmte staatliche Regelung erlassen. Wenn Sie sich die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs genau ansehen, wird dort zwischen zwei Ebenen unterschieden: Behinderung und Rechtfertigung. Es ist eigentlich kaum möglich zu bestreiten, dass das VW-Gesetz keine Behinderung darstellt. Als solche war es auch gedacht, und so steht es ausdrücklich drin. Abgesehen von der Wirkung, wie will man

darüber hinwegsehen, wenn dass die Intention des Gesetzgebers war? Natürlich stellt das VW-Gesetz eine Behinderung dar – das wissen wir alle –, sonst würde es auch nicht so verteidigt. Mehr verlangt der Europäische Gerichtshof auf der ersten Stufe nicht.

Wenn man über diese erste Schwelle wekommt, hat man es auf der zweiten Schwelle ungemein schwer, denn dort geht es um eine Rechtfertigung. Eine solche Rechtfertigung ist grundsätzlich mit einem öffentlichen Interesse möglich, jedoch wird das öffentliche Interesse vom Europäischen Gerichtshof ausgesprochen eng ausgelegt. Es wird nur auf ganz bestimmte Branchen bezogen. Bei der Luftfahrt würde ich übrigens nicht einmal von vornherein sagen, dass sie nicht dazugehört – darüber könnte man diskutieren. Übrigens ist auch in dem neuesten Lehne-Entwurf eine Sonderregelung für die Luftfahrt-Branche vorgesehen. Das öffentliche Interesse bezieht sich aber mit Sicherheit nicht auf Automobile. Man könnte zwar theoretisch vorbringen, es sei ein Gut, bei dem es besonders viele Volksaktionäre gibt, aber ich glaube nicht, dass diese Argumentation standhält. Das heißt, selbst wenn Sie durch die erste Stufe, die Behinderung, durch sind, ist das Spiel praktisch verloren.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Professor Hopt. Gibt es im Auditorium Fragen? Das ist im Moment nicht der Fall. Dann haben Sie sich eine Kaffeepause verdient, meine Damen und Herren, allerdings nur eine Viertelstunde. Anschließend wollen wir uns dem nächsten Themenkomplex zuwenden, „Kapitalgedeckten Altersvorsorge und Institutionalisierung der Anlage“.

## 2.5 Literaturhinweise

### Quellen:

- GERKE, W. / GARZ, H. / OERKE, M.: Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1995, S. 805 ff.
- KRAFT, G. / JÄGER, M. / DREILING, A.: Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Arbeitspapiere aus dem Institut für Wirtschaftsrecht, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Heft 11, 2003.
- OOSTERHOUT, H.: Takeover Barriers: the good, the bad, and the ugly, Tilburg 1996.
- SCHMIDT, R.: Cross-Border Mergers and Corporate Governance. An Empirical Analysis from 1988 to 1999, in: Knyphausen-Aufseß, D. zu (Hrsg.), Globalisierung als Herausforderung der Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 2000, S. 137 ff.

### Weiterführende Literatur:

- AGRAWAL, A. / KNOEBER, C.R.: Managerial compensation and the treat of takeover, in: Journal of Financial Economics 1998, S. 219 ff.
- AGRAWAL, A. / WALKING, R.A.: Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids, in: Journal of Finance 1994, S. 985 ff.
- AMBROSE, B.W. / MEGGINSON, W.L.: The role of asset structure, ownership structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis 1992, S. 575 ff.
- ASSMANN, H.-D.: Erwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft, in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 114 ff.
- BARCLAY, M.J. / HOLDERNESS, C.G.: Negotiated Block Trades and Corporate Control, in: Journal of Finance 1991, S. 861 ff.
- BARGIL, O. / BARZUZA, M. / BEBCHUK, L.: The Market for Corporate Law, Working Paper, Harvard Law School 2001.
- BAUM, H.: Rükckerwerbsangebote für eigene Aktien: übernahmerechtlicher Handlungsbedarf?, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2003, S. 580 ff.
- BAUM, H.: „Öffentlichkeit“ eines Erwerbsangebots als Anwendungsvoraussetzung des Übernahmerechts? – eine rechtsvergleichende Analyse, in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 144 ff.

- BAUM, H.: Funktionale Elemente und Komplementaritäten des britischen Übernahmerechts, in: *Recht der internationalen Wirtschaft* 2003, S. 421 ff.
- BAYER, W.: Vorsorge- und präventive Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2002, S. 588 ff.
- BERGSTRÖM, C. / HÖGFELDT, P. / MACEY, J.R. / SAMUELSSON, P.: The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform, in: *Columbia Business Law Review* 1995, S. 495 ff.
- BHAGAT, S. / BRICKLEY, J.A.: Cumulative voting: the value of minority shareholder voting rights, in: *Journal of Law and Economics* 1984, S. 339 ff.
- BIZJAK, J.M. / MARQUETTE, C.J.: Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1998, S. 499 ff.
- BORNER, H.: Überlegungen zum Markt für Unternehmenskontrolle, in: Duwendag, D. / Sauernheimer, K. / Wille, E. (Hrsg.), *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften*, Bd. 50, Göttingen 1999, S. 195 ff.
- BOROKHOVICH, K.A. / BRUNARSKI, K.R. / PARRINO, R.: CEO Contracting and Antitakeover Amendments, in: *Journal of Finance* 1997, S. 1495 ff.
- BOYLE, G.W. / CARTER, R.B. / STOVER, R.D.: Extraordinary Antitakeover Provisions and Insider Ownership Structure: The Case of Converting Savings and Loans, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1998, S. 291 ff.
- BRADLEY, M. / WAKEMAN, L.M.: The Wealth effects of targeted share repurchases, in: *Journal of Financial Economics* 1983, S. 301 ff.
- BRICKLEY, J.A. / LEASE, R.C. / SMITH, C.W.: Ownership structure and voting on antitakeover amendments, in: *Journal of Financial Economics* 1988, S. 267 ff.
- BROOK, Y. / HENDERSHOTT, R. / LEE, D.: The Gains from Takeover Deregulation: Evidence from the End of Interstate Banking Restrictions, in: *Journal of Finance* 1998, S. 2185 ff.
- COMMENT, R. / SCHWERT, G.W.: Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures, in: *Journal of Financial Economics* 1995, S. 3 ff.
- COOPERS & LYBRAND: *Barriers to takeover in the European Community*, 1989.

- DANN, L.Y. / DEANGELO, H.: Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control, in: *Journal of Financial Economics* 1983, S. 275 ff.
- DANN, L.Y. / DEANGELO, H.: Corporate financial policy and corporate control: a study of defensive adjustments in asset and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics* 1988, S. 87 ff.
- DEANGELO, H. / RICE, E.M.: Antitakeover charter amendments and stockholder wealth, in: *Journal of Financial Economics* 1983, S. 329 ff.
- DENIS, D.J.: Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends, in: *Journal of Finance* 1990, S. 1435 ff.
- DODD, P. / LEFTWICH, R.: The market for corporate charters: 'unhealthy competition' versus federal regulation, in: *Journal of Business* 1980, S. 259 ff.
- FLASSAK, H.: *Der Markt für Unternehmenskontrolle: eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts*, Bergisch Gladbach 1995.
- GARVEY, G.T. / HANKA, G.: Capital Structure and Corporate Control; The Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage, in: *Journal of Finance* 1999, S. 519 ff.
- GEIBEL, S. / SÜßMANN, R. (Hrsg.): *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar*, 2002.
- GOMPERS, P. / ISHII, L. / METRICK, A.: Corporate Governance and Equity Prices, in: *Quarterly Journal of Economics* 2003, S. 107 ff.
- GORDON, J.N.: Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive, in: *Die Aktiengesellschaft* 2002, S. 670 ff.
- GRUNDMANN, S. / MÖSLEIN, F.: Goldene Aktie – Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2003, S. 317 ff.
- HAARMANN, W. / RIEHMER, K. / SCHÜPPEN, M. (Hrsg.): *Öffentliche Übernahmeangebote*, Heidelberg 2002.
- HAHN, D.: *Die feindliche Übernahme von Aktiengesellschaften – Eine juristisch-ökonomische Analyse*, München 1992.
- HARFORD, J.: Takeover bids and target directors' incentives: the impact of a bid on directors' wealth and board seats, in: *Journal of Financial Economics* 2003, S. 51 ff.



- HAUSCHKA, C.E. / ROTH, T.: Übernahmeangebote und deren Abwehr im deutschen Recht – zugleich ein Beitrag zur internationalen Standortbestimmung des deutschen Aktienrechts, in: Die Aktiengesellschaft 1988, S. 181 ff.
- HERRMANN, M.: Zivilrechtliche Abwehrmaßnahmen gegen unfreundliche Übernahmeversuche in Deutschland und Großbritannien, Heidelberg 1993.
- HIRTE, H.: Verteidigung gegen Übernahmeangebote und Rechtsschutz des Aktionärs gegen die Verteidigung, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, S. 623 ff.
- HIRTE, H. / VON BÜLOW, CH. (Hrsg.): Kölner Kommentar zum WpÜG, Köln 2003.
- HOLDERNESS, C.G. / SHEEHAN, D.P.: Raiders of saviors? The evidence on six controversial investors, in: Journal of Financial Economics 1985, S. 555 ff.
- HOPT, K.J.: Aktionärskreis und Vorstandsneutralität, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1993, S. 534 ff.
- HOPT, K.J.: Europäisches und deutsches Übernahmerecht, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1997, S. 368 ff.
- HOPT, K.J.: Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen – Zur aktien- und übernahmerechtlichen Rechtslage in Europa –, in: Festschrift für Marcus Lutter, Köln 2000, S. 1361 ff.
- HOPT, K.J.: Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, S. 333 ff.
- HOPT, K.J.: Grundsatz und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2002, S. 375 ff.
- IHRIG, H.-C.: Rechtsschutz Drittbetroffener im Übernahmerecht, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2003, S. 315 ff.
- JARRELL, G.A.: The wealth effects of litigation by targets: do interests diverge in a merge?, in: Journal of Law and Economics 1985, S. 151 ff.
- JARRELL, G.A. / BRICKLEY, J.A. / NETTER, J.M.: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, in: Journal of Economic Perspectives 1988, S. 49 ff.
- JARRELL, G.A. / POULSEN, A.B.: Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeover amendments since 1980, in: Journal of Financial Economics 1987, S. 127 ff.

- JARRELL, G.A. / POULSEN, A.B.: Dual-class recapitalizations as anti-takeover mechanisms: the recent evidence, in: *Journal of Financial Economics* 1988, S. 129 ff.
- JENSEN, M.C. / RUBACK, R.S.: The market for corporate control: The scientific evidence, in: *Journal of Financial Economics* 1983, S. 5 ff.
- KARPOFF, J.M. / MALATESTA, P.H.: The wealth effects of second generation state takeover legislation, in: *Journal of Financial Economics* 1989, S. 291 ff.
- KOCH, B.: *Hindernisse für öffentliche Übernahmeangebote im deutschen und britischen Recht*, Frankfurt am Main 1996.
- KOCH, B.: *Die Neutralitätspflicht des Vorstandes einer börsennotierten Aktiengesellschaft bei Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote*, Diss. Kiel 2001.
- KRAUSE, H.: Prophylaxe gegen feindliche Übernahmeangebote, in: *Die Aktiengesellschaft* 2002, S. 133 ff.
- KUHNER, C. / SCHILLING, D.: Maßnahmen der Unternehmensleitung zur Abwehr von Unternehmensübernahmen in der rechts- und wirtschaftspolitischen Diskussion, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 2002, S. 445 ff.
- LAMMERS, B.: *Verhaltenspflichten von Verwaltungsorganen in Übernahmeauseinandersetzungen: eine rechtsvergleichende Untersuchung des US-amerikanischen, deutschen und europäischen Rechts*, Frankfurt am Main 1994.
- LINN, S.C. / MCCONNELL, J.J.: An empirical investigation of the impact of antitakeover amendments on common stock prices, in: *Journal of Financial Economics* 1983, S. 361.
- MAEIJER, J.M.M. (Hrsg.): *Defense measures against hostile takeovers in the Common Market: with an introduction in French*, Dordrecht 1990.
- MAIER-REIMER, G.: Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 2001, S. 258 ff.
- MALATESTA, P.H. / WALKING, R.A.: Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics* 1988, S. 347 ff.
- MALATESTA, P.H. / THOMSON, R.: Government Regulation and Structural Change of the Corporate Acquisitions Market: The Impact of the Williams Act, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1993, S. 363 ff.

- MCWILLIAMS, V.B.: Managerial Share Ownership and the Stock Price Effect of Antitakeover Amendment Proposals, in: *Journal of Finance* 1990, S. 1627 ff.
- MCWILLIAMS, V.B. / SEN, N.: Board Monitoring and Antitakeover Amendments, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1997, S. 491 ff.
- MERKT, H.: Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 2001, S. 224 ff.
- MEULBROEK, L.K. / MITCHELL, M.L. / MULHERIN, J.H. U.A.: Shark repellents and managerial myopia: an empirical test, in: *Journal of Political Economy* 1990, S. 1108 ff.
- MICHALSKI, L.: Abwehrmechanismen gegen unfreundliche Übernahmeangebote („unfriendly takeovers“) nach deutschem Aktienrecht, in: *Die Aktiengesellschaft* 1997, S. 152 ff.
- MIKKELSON, W.H. / PARTCH, M.M.: Managers' voting rights and corporate control, in: *Journal of Financial Economics* 1989, S. 263 ff.
- MIKKELSON, W.H. / PARTCH, M.M.: The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover, in: *Journal of Financial Economics* 1997, S. 205 ff.
- MIKKELSON, W.H. / RUBACK, K.: An empirical analysis of the interfirm equity investment process, in: *Journal of Financial Economics* 1985, S. 523 ff.
- MOLIN, J.: The Mandatory Bid Rule, in: J. Molin (Hrsg.), *Essays on Corporate Finance and Governance*, Stockholm 1996, S. 117 ff.
- MÜHLE, S.: *Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Baden-Baden 2002.
- MÜLBERT, P.O. / BIRKE, M.: Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot, in: *WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2000, S. 705 ff.
- NATHAN, K.S. / O'KEEFE, T.B.: The rise in takeover premiums: an exploratory study, in: *Journal of Financial Economics* 1989, S. 101 ff.
- NENOVA, T.: The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, in: *Journal of Financial Economics* 2003, S. 325.

- PARTCH, M.: The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth, in: *Journal of Financial Economics* 1987, S. 313 ff.
- POUND, J.: The effects of antitakeover amendments on takeover activity: some direct evidence, in: *Journal of Law and Economics* 1987, S. 353 ff.
- ROSE, C.: Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defenses, in: *European Journal of Law and Economics* 2002, S. 91 ff.
- RYNGAERT, M.: The effect of poison pill securities on shareholder wealth, in: *Journal of Financial Economics* 1988, S. 377 ff.
- SCHMIDT, H. / PRIGGE, S.: Übernahmekonzeption und Übernahmegesetz, in: *Die Betriebswirtschaft* 2002, S. 225 ff.
- SCHNORBUS, Y.: Rechtsschutz im Übernahmeverfahren, in: *WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2003, S. 616 ff. sowie S. 657 ff.
- SCHUSTER, M.: Feindliche Übernahmen deutscher Aktiengesellschaften – Abwehrstrategien des Vorstands der Zielgesellschaft, Berlin 2003.
- SEIBT, C.H.: Rechtsschutz im Übernahmerecht, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2003, S. 1865 ff.
- STULZ, R.M. / WALKLING, R.A. / SONG, M.H.: The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers, in: *Journal of Finance* 1990, S. 817 ff.
- WALKLING, R.A. / LONG, M.S.: Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance, in: *Rand Journal of Economics* 1984, S. 54 ff.
- WEIMAR, R. / BREUER, J.H.: International verwendete Strategien der Abwehr feindlicher Übernahmeveruche im Spiegel des deutschen Aktienrechts, in: *Betriebs-Berater* 1991, S. 2309 ff.
- WEISSER, R.D.: Feindliche Übernahmeangebote und Verhaltenspflichten der Leitungsorgane, Konstanz 1994.
- WINTER, M. / HARBARTH, S.: Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 2002, S. 1 ff.
- ZEIßIG, M.: Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht in der Aktiengesellschaft: eine Untersuchung zu Höchststimmrechten und Mehrstimmrechten, Diss. FU Berlin 1998.

### 3 Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Institutionalisierung der Anlage

**Claus Döring**

Meine sehr verehrten Damen und Herren, ich freue mich, dass Sie wieder so zahlreich in den Saal zurückgefunden haben. Wir möchten unser Programm mit dem zweiten Thema unseres Symposiums zur Zukunft Aktie fortsetzen, nämlich dem Thema „Kapitalgedeckte Altersvorsorge und Institutionalisierung der Anlage“.



Die aktuelle Debatte über die Zukunft der Rente bzw. über die nachhaltige Finanzierbarkeit unseres Rentensystems in Deutschland

spricht für sich. Die Mängel des Umlageverfahrens, die in den letzten Jahren infolge des demographischen Wandels und auch wegen eines veränderten Bildungs- und Erwerbsverhaltens immer deutlicher wurden, werden uns in den kommenden Jahrzehnten unausweichlich vor große Herausforderungen stellen und letztlich wahrscheinlich zu massiven Einschnitten in der gesetzlichen Altersrente führen. Deshalb muss zusätzliche, private Vorsorge getroffen werden – eine Erkenntnis, die an sich nicht neu ist, aber von der Politik lange ignoriert wurde. Im Jahr 2001 kam es dann endlich mit der so genannten Riester-Rente erstmalig zur Einführung einer staatlich geförderten kapitalgedeckten privaten Altersvorsorge.

Wir haben heute morgen in den einleitenden Bemerkungen von Herrn Dr. Breuer gehört, dass die Riester-Rente eher ein Flop ist. Um dieses Thema, aber nicht nur um dieses, wird es in dem nächsten Panel gehen. Ich begrüße zu dieser Diskussion als ersten Referenten Herrn Axel-Günter Benkner. Herr Benkner ist Sprecher der Geschäftsführung der DWS Investment GmbH und Vorsitzender des Bundesverbandes Investment und Asset Management e.V. Herr Benkner, wir fangen in dieser Runde mit dem Praktiker an, während wir in der ersten Runde den Praktiker zum Schluss gehört haben. Ich denke, Sie haben uns zum Thema kapitalgedeckte Altersvorsorge und zu den Charakteristika dieses Marktes und seiner Produkte einiges zu sagen. Sie haben das Wort.

**3.1 Axel-Günter Benkner**  
**Sprecher der Geschäftsführung**  
**DWS Investment GmbH, Frankfurt**



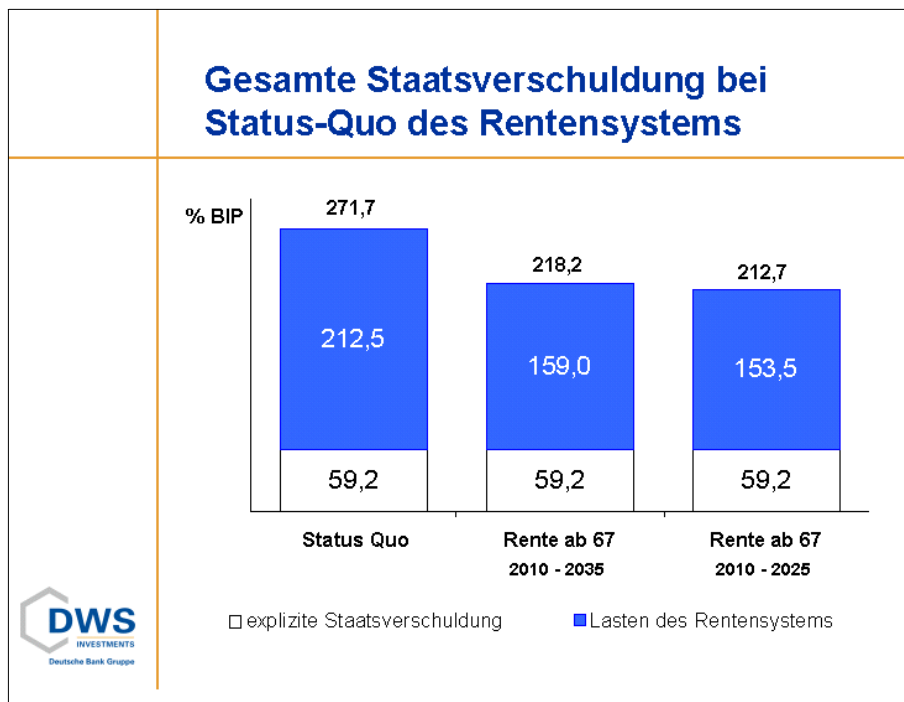
Herzlichen Dank für diese Einleitung. Ich freue mich, zum 50. Geburtstag dieses wichtigen Institutes zur Förderung der Aktie und der Aktienkultur in Deutschland meinen Beitrag leisten zu können.

Zum Thema kapitalgedeckte Altersvorsorge und Institutionalisierung der Anlage ist es zunächst einmal wichtig, sich zu verdeutlichen, wie groß die Versorgungslücke ist und welche Lösungsmöglichkeiten sich anbieten. Es wurden viele Lösungsmöglichkeiten vorgeschlagen, denn die Lücke ist gewaltig. Anschließend sollte man einmal die im Moment in

der Politik diskutierten Systeme betrachten, die Vorschläge der Parteien. Allerdings wird auch das beste Modell für eine kapitalgedeckte Altersvorsorge nur dann Erfolg haben, wenn es auf Akzeptanz stößt. Bei der Riester-Rente sehen wir, dass diese Akzeptanz fehlt: Lediglich zehn Prozent der Berechtigten haben von ihr Gebrauch gemacht, das heißt, die Riester-Rente zielt ins Leere. Rendite und Risiko einer Anlage sind für ihren Erfolg entscheidend. Dies wird dazu führen, dass umfangreicheres Research durchgeführt wird, größere Ausarbeitungen, Beschäftigung auch der Wissenschaft mit den Produkten, damit sich wirklich die effizientesten Produkte für die kapitalgedeckte Altersvorsorge durchsetzen werden.

Wie groß das Problem ist, machen jüngste Arbeiten deutlich. Die Freiburger Universität hat unter Leitung des Herrn Professor Raffelhüschen ausgerechnet, wie hoch die implizite Staatsverschuldung durch das jetzige System der Gesetzlichen Rentenversicherung ist. Darüber hinaus hat sie sowohl die implizite als auch die explizite Staatsverschuldung ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt gesetzt. Die explizite Staatsverschuldung ist die momentan bestehende, also bekannte Verschuldung. Sie war ein Maastricht-Kriterium für die Einführung des Euros, das die Bundesrepublik Deutschland derzeit mit 59,2 Prozent eben gerade noch erfüllt. Dem gegenüber steht die implizite Staatsverschuldung: Würde man mit der Rente weiter verfahren wie bisher, das heißt mit den jetzigen Beitragssätzen und der jetzigen Rentenformel, und noch ein optimistisches Modell mit nur zwei Prozent Inflation und immerhin 2,5 Prozent realem Wirtschaftswachstum im Jahr zu Grunde legen, hätten wir durch

die demographische Entwicklung bereits jetzt Lasten des Staates in Höhe von 212,5 Prozent des Bruttoinlandsproduktes.



Es sind also Maßnahmen notwendig, um diese Belastung zu reduzieren. Die erste Maßnahme, bei der sich die politischen Parteien auch alle einig sind, ist die Einführung des Nachhaltigkeitsfaktors, der die bruttolohnbezogene Rentendynamik korrigiert. Die zweite Maßnahme – auch hier sind sich eigentlich alle einig – ist die allmähliche Anhebung des Rentenzugangsalters auf 67 ab einem bestimmten Jahr. Dabei wird diskutiert, ob das Jahr – mit der Einphasung ab 2010 – 2035 oder 2025 sein wird. Wie die Zahlen zeigen, wird diese Entscheidung nicht so wichtig sein. Ab 2035 kommen die so genannten Kohorten an den Markt. Unterstellt man, das Renteneingangsalter von 65 würde beibehalten, kämen dann auf je einen Beschäftigten ein Rentner. Das wird natürlich nicht möglich sein.

Die Anhebung des Rentenzugangsalters auf 67 würde die Belastung etwas reduzieren, wie man an den Zahlen sieht. Sie wird aber nicht ausreichen, sondern es sind mit Blick auf spätestens 2035, wenn das Problem der Kohorten virulent wird, weitere drastische Einschnitte gefordert. Für jemanden wie mich ist die Frage nicht so spannend, was mit denen passiert, die 2035 in die Rente gehen. Wenn man über die kapitalgedeckte Altersvorsorge und die Notwendigkeit dazu spricht, dann muss man jetzt diejenigen ansprechen, die zu diesem Zeitpunkt in Rente gehen und andere Verhältnisse vorfinden werden. Es ist einfach zu spät, Leuten zehn Jahre vor dem Renteneintritt darauf hinzuweisen, dass sie etwas für ihre Altersvorsorge tun müssen. Das muss quasi schon mit dem Berufseintritt

beginnen. Alle finanzmathematischen Berechnungen über die Höhe der Rente, die man einmal bekommen wird, hängen im Wesentlichen davon ab, wann man anfängt zu sparen. Da dies so entscheidend ist, muss die Aufklärung jetzt beginnen und nicht erst dann, wenn es eigentlich schon zu spät dazu ist.

Welche Modelle werden nun von den politischen Parteien in Deutschland diskutiert? Die Meinung, die Rente ab 65 beizubehalten, also so weiter zu machen wie bisher, vertritt nur eine kleine Minderheit, die das Problem einfach negiert. Würde dieses Ausharrungsvermögen sich jedoch durchsetzen, hätten wir eine Rente, die nahe am Sozialhilfeniveau ist.

Die Rente ab 67 bedeutet für denjenigen, der trotzdem früher aufhören möchte, große Abschlüge.

Das dritte Modell, das wir als BVI eingebracht haben, sieht vor, die Rente zu flexibilisieren. Zwischen 60 und 69 soll derjenige, der früh angefangen hat mit dem Sparen und auch hohe Beträge gespart hat, früher in der Lage sein, in Rente zu gehen. Diejenigen hingegen, die alles konsumieren wollen, müssen dann etwas länger arbeiten. Wenn das früh genug kommuniziert wird, ist das auch ein faires Modell. Aber was alle drei gemeinsam haben, ist die Notwendigkeit der kapitalgedeckten zusätzlichen Altersvorsorge.

Wie ich schon sagte, sind die Akzeptanz und das Problembewusstsein bei diesem Thema ungeheuer wichtig. Die Riester-Rente wird insgesamt nur von zehn bis 15 Prozent der Berechtigten genutzt, je nach Berechnungsweise. Dies ist ein Zeichen dafür, dass sowohl Akzeptanz kreiert als auch ein Problembewusstsein geschaffen werden müssen. Hier hilft, dass immer mehr auch wissenschaftliche Institute und die Presse sich dieses Themas annehmen. Darüber hinaus müssen das Sparziel attraktiv, die Förder- und Anlagekonzepte für jeden überzeugend und der technische Aufwand gering sein. Gerade hier setzen wir zur Zeit verstärkt an, denn in den Ministerien wird dieses Thema wenig diskutiert, obwohl es entscheidend ist. Wenn weder derjenige, der vorsorgen soll, noch der Berater die Formulare ausfüllen kann, wenn Dokumente wie Steuerbescheinigungen jedes Jahr wieder eingereicht werden müssen, dann scheitert eben das gesamte System, weil die Leute es nicht verstehen und auch nicht akzeptieren.

Ganz wichtig ist bei der Anlage, bei der Wahl des richtigen Instrumentes, das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko. Ist die Rendite zu niedrig, besteht keine Akzeptanz, dann wird man nicht einsehen, dass man für nur ein paar Euro zusätzliche Rente jetzt Konsumverzicht leisten soll. Das Risiko ist ebenfalls sehr wichtig: Wird staatlich gefördert, dann muss



natürlich auch sichergestellt werden, dass nicht etwas gefördert wird, was der Spekulation zum Opfer fällt.

Worin bestehen die Risiken? Wertverlust durch Kursrückgänge bei Wertpapieren und Objektrisiken bei Immobilien sind uns natürlich bekannt. Was ist aber mit dem Risiko der Inflation? Das ist nämlich das Risiko der festverzinslichen oder aller monetären Sparformen. Das wird in der jetzigen Diskussion einfach negiert. Es ist völlig klar, dass man sich bei einem Sparziel von 30 oder 40 Jahren nicht darauf verlassen kann, dass die Geldwertstabilität über einen so langen Zeitraum hinweg wie gottgegeben bestehen bleibt. Aber alle Regeln der Riester-Rente wirken zum Beispiel darauf hin, dass man systematisch in monetäre Anlagen und damit gerade in dieses Risiko hineingetrieben wird. Die Kapitalgarantie schadet den Fondssparplänen: Wenn jede Einzahlung über zehn Jahre garantiert werden muss, wie viele Aktien und wie viele Immobilien können Sie denn dann kaufen? Ob es sich nun um eine Versicherung oder um einen Fonds handelt, die Quote kann dann nur ganz niedrig sein, sonst übernimmt die Kapitalanlagegesellschaft das Risiko. Hier wird man systematisch in eine Übergewichtung der monetären Anlagen und damit in das Inflationsrisiko getrieben.

Bei einem zweiten Punkt ist noch überhaupt nicht erkannt worden, wie hart es die Versicherungen treffen wird: Der Mindestzins wird den Versicherungen große Probleme bereiten. Es wird auch mit kreativer Buchführung irgendwann nicht mehr möglich sein, die Lücke, die zwischen Mindestverzinsung und den Ansprüchen des Vertriebs besteht, aufrecht zu erhalten. Das System ist hoch gefährdet, denn es basiert noch auf der Fiktion, dass der natürliche Zinssatz bei sechs bis acht Prozent liegen wird und dass die Phase niedriger Zinsen nur vorübergehend ist. Wir haben es indessen in anderen Ländern gesehen und sind uns relativ sicher, dass es eine hohe Wahrscheinlichkeit für ein wesentlich geringeres Zinsniveau gibt. Bleibt jedoch das Zinsniveau langfristig niedrig, dann haben die Versicherungen große Probleme. Die Fondsgesellschaften würden etwas geringere Probleme haben, weil sie eben nur der Kapitalgarantie unterliegen und nicht der Mindestverzinsungsgarantie.

Wir hoffen, dass sich bei der Altersvorsorge die effizientesten Produkte durchsetzen werden. Natürlich spielen dabei auch die Verwaltungs- und Vertriebskosten eine Rolle. Muss eine Mindestverzinsung garantiert werden und fallen Verwaltungs- und Vertriebskosten an, muss eine Rendite erwirtschaftet werden, die wesentlich über der jetzigen Kapitalmarktrendite liegt. Das ist langfristig mehr als schwierig zu erreichen.

Was zeichnet effiziente Produkte für die kapitalgedeckte Altersvorsorge aus? Zunächst einmal müssen Rendite und Risiko wegen der Akzeptanz in einer Balance sein. Die Verwaltungskosten müssen niedrig sein, die Beratung muss realisierbar sein. Wenn ich realisierbar sage, dann betrifft

das zwei Aspekte: erstens die Transparenz – die Berater müssen das Produkt verstehen – und zweitens müssen die Berater natürlich auch etwas davon haben, dass sie beraten. Das heißt, für die Beratung muss ein angemessenes Honorar erzielt werden können, sonst ist sie nicht zu leisten. Ohne Beratung wird aber kein kapitalgedecktes Altersvorsorgeprodukt verkaufbar sein, denn es ist zu komplex, um es für jeden Einzelnen handhabbar zu machen.

Die Beratung muss also realisierbar sein. Sie muss natürlich für Kunden und Berater technisch einfach sein, und die Produktqualität muss messbar sein. Andernfalls beschäftigen sich Institute und Ratingagenturen nicht damit, und die Medien berichten nicht darüber. Dann gäbe es auch keine Akzeptanz, kein Problembewusstsein. Wir brauchen ein Trommelfeuer von Medien, Wissenschaft und Werbung, um der Lethargie in der Bevölkerung entgegenzuwirken, damit die Leute aufgeschreckt werden und sich mit diesem Thema beschäftigen. Dazu ist alles hoch willkommen. Nach diesen Kriterien werden die kapitalgedeckten Altersvorsorgeprodukte zwangsläufig gemessen.

Ich habe mir lange überlegt, ob ich das nächste Chart auflegen soll, da bei der Aktie so viele Minuszeichen auftauchen. Aber ich will das gerne erklären: Bei einer direkten Anlage in Aktien oder Anleihen ist es schwierig, über 30, 40 Jahre lang monatlich Beiträge für eine kapitalgedeckte Altersvorsorge zu sparen.

<b>Effiziente Produkte für die kapitalgedeckte Altersversorgung</b>					
Kriterien	Sparkonto	Aktien	Anleihen	Fonds	Versicherungen
Rendite / Risiko in der Balance	- -	+	o	++	++
Verwaltungskosten niedrig	++	o	+	+	-
Beratung realisierbar	++	-	o	+	++
Technisch einfach für den Kunden	++	--	--	+	++
Produktqualität messbar	+	--	--	o	o



Das Sparkonto ist natürlich niedrig in den Verwaltungskosten und leicht zu verstehen, aber es hat eine sehr niedrige Rendite und scheidet daher

für die meisten aus. Bei der Direktanlage in Aktien erreicht man bei monatlichen Beitragsleistungen zunächst natürlich wenig Diversifikation, bei den Verwaltungskosten fallen Depotgebühren und Gebühren für die monatlichen Orders an, die belastend wirken. Zudem ist der Bedarf an Beratung groß, welche Aktie oder welchen Aktienkorb man kaufen soll. Wahrscheinlich gibt es bei 50 Euro im Monat allerdings nicht so viele Möglichkeiten, verschiedene Aktien zusammenzustellen. Die Produktqualität ist bei der Aktienanlage natürlich überhaupt nicht messbar, weil der eine diese Aktie kauft, der andere jene –, man kann es also extern schlecht messen. Es spricht also vieles dafür, dass die Zusatzversorgung über Fonds, Versicherungen oder – bei der betrieblichen Altersvorsorge – über Pensionskassen läuft, denn hier sind die Kriterien eben noch am besten erfüllt: die Balance zwischen Rendite und Risiko sowie die Einfachheit und Übersichtlichkeit der Anlage. Auch der Verkauf, der Vertrieb der Produkte kann so am besten konzipiert werden.

Das war der Überblick über die Sichtweise der Investmentbranche. Vielen Dank!

### **Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Benkner. Sie haben zu einem Trommelfeuer für die kapitalgedeckte Altersvorsorge aufgerufen.

Wir wollen nun den Blick etwas weiten und insbesondere die betriebliche Altersvorsorge einbeziehen. Hierzu begrüße ich ganz herzlich Herrn Professor Wolfgang Gerke als Referenten. Professor Gerke hat den Lehrstuhl für Bank- und Börsenwesen der Universität Erlangen-Nürnberg inne. Er gehört, das wissen hier in Frankfurt natürlich viele, darüber hinaus dem Börsenrat der Frankfurter Börse an und ist Mitglied der Börsensachverständigenkommission. Seit vergangenem Jahr ist er zudem wissenschaftlicher Leiter der Bankakademie hier in Frankfurt. Was ihn mit Sicherheit für unser Thema heute prädestiniert, ist, dass er die Kommission „Betriebliche Altersvorsorge“ des Bundestages geleitet hat, die zumindest den Insidern auch als Gerke-Kommission bekannt ist. Herr Professor Gerke, Sie haben das Wort!

### 3.2 Prof. Dr. Wolfgang Gerke Lehrstuhl für Bank- und Börsenwesen der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg



Guten Tag, meine Damen und Herren, herzlichen Dank, Herr Döring. Herr Döring hat angesprochen, dass ich das „Vergnügen“ hatte, für den Bundestag die Kommission „Betriebliche Altersvorsorge“ zu leiten. Wenn ich an den Kollegen Rürup denke, ist es mir noch ganz gut gegangen, denn so eine Kommission zu leiten, ist ein Himmelfahrtskommando.

Wir haben damals eine einstimmige Schlussnote zur Reform der betrieblichen Altersvorsorge erstellt, aber nach einer Woche hat sich keiner der Beteiligten mehr daran erinnern wollen.

Die betriebliche Altersvorsorge ist – in meinen Augen – unter den kapitalgedeckten Formen der Altersvorsorge die attraktivste. Insbesondere bei so komplexen Systemen wie der Riester-Rente hat diese Form den Vorteil, dass ein Kollektiv besteht, bei dem nicht für jeden einzelnen Vertrag eine umfassende Beratung stattfinden muss. Dies macht die betriebliche Altersvorsorge mit Blick auf die Transaktionskosten gegenüber anderen Formen der Alterssicherung überlegen. Berücksichtigt man Beratungs- und Stornokosten, die beim Anbieter auftreten können, beginnt sich die private Altersvorsorge erst nach mehreren Jahren für ihn zu rechnen. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass weder Anbieter noch Anleger die Riester-Rente mit Begeisterung angenommen haben. Dennoch ist die Riester-Rente nicht so schlecht, wie sie zur Zeit gesehen wird.

In 50 Jahren Deutsches Aktieninstitut stieg die kapitalgedeckte Altersvorsorge relativ spät zu einem zentralen Thema auf. Vor 50 Jahren hielten die Deutschen die Aktie für viel zu unsicher, um sie mit dem Thema Rente in Verbindung zu bringen. Insofern ist es ein großes Verdienst des Deutschen Aktieninstitutes, dass es das wichtige Thema Altersvorsorge und das Thema Aktie miteinander in Beziehung setzte und die beiden Themenkreise miteinander versöhnte. Wie den öffentlichen Stellungnahmen des Deutschen Aktieninstituts zu entnehmen ist, wurde dabei mit der gebotenen Vorsicht vorgegangen.

Die kapitalgedeckte Altersvorsorge ist ein sehr effizienter Weg, aber dem Bürger muss verdeutlicht werden, dass auch dieser Weg ihm Opfer abverlangt. Es ist unverantwortlich, dass die Politiker uns so lange mit Illusionen versorgt haben. In den letzten 20 Jahren wurde uns vorgegaukelt, die Rente sei sicher, wenn man nur an der richtigen Stellschraube drehen würde. Wir sehen heute bedrohliche Entwicklungen in der Demographie und in der strukturellen Arbeitslosigkeit, die die Rente in der jetzigen Form extrem unsicher machen. Will man die Rente sichern, dann gibt es aber tatsächlich ein paar Stellschrauben. Die Rürup-Kommission hat diese nochmals aufgezeigt. Das ist ihr einziger Verdienst. Was in ihren Empfehlungen steht, haben wir nämlich bereits vor 15 Jahren gewusst, es hat sich nur keiner getraut, dem Bürger die Wahrheit zu sagen. Deshalb sind wir mit der Rürup-Kommission auch keinen Schritt weiter gekommen. Im Gegenteil, die Politiker mussten nicht handeln, solange die Rürup-Kommission tagte. Das Problem der Rente ist langfristiger Natur. Wir haben noch die Chance, die Weichen richtig zu stellen, nur muss das sofort geschehen.

Was sind die Stellschrauben? Eine Möglichkeit besteht darin, die Renten nachhaltig zu senken. Bei unserer Demographie kann damit keine Partei lange überleben, denn ihr laufen die älteren Wähler weg. Die zweite Stellschraube besteht in einer weiteren Erhöhung der Beiträge. Damit kann die Wirtschaft nicht leben, und es bestünde die Gefahr, dass die Unternehmen ins Ausland abwandern.

Mit der dritten Stellschraube können wir die Arbeitszeit verlängern. Der Vorschlag, ein bisschen länger zu arbeiten und das Rentenalter – beginnend ab 2010 bis zum Jahr 2035 – nach und nach auf 67 anzuheben, hat große Aufregung verursacht, die in diesem Ausmaß nicht gerechtfertigt ist. Aber auch mit dieser Stellschraube lässt sich das Problem der Rentensicherung nicht lösen. Überlegen Sie nur einmal, wie viele Investmentbanker es in der Deutschen Bank noch gibt, die über 50 Jahre sind? Wir müssen, wenn wir bis zu unserem 67. Lebensjahr arbeiten sollen, viele Tätigkeitsmerkmale vom Straßenbau bis zum Investment Banking altersgerecht ändern und leistungsgerecht honorieren.

Ich selber habe noch ein Emeritierungsrecht und muss mich kritisch prüfen, ob ich mit 68 noch geeignet bin, Investmentbanker auszubilden, die mit 50 ihre Arbeit verlieren. Ich sollte meinen Job früher abgeben, um Fehlallokationen zu vermeiden. Hoffentlich verfüge ich über genügend Flexibilität und attraktive Möglichkeiten, einen zweiten Lebenslauf zu beginnen. Wir müssen unser Arbeitsmarktsystem ändern. Mit der geringen Flexibilität, die unsere Arbeitsmärkte aufweisen, schaffen wir hohe Arbeitslosigkeit und gefährden die Sicherheit der Rente. Die Flexibilität muss so gestaltet werden, dass sie menschenwürdig bleibt.

Darüber hinaus gibt es viele andere kleine Stellschrauben. So könnten wir als fünfte Maßnahme früher in das Arbeitsleben eintreten. Hier sind die Universitäten gefordert, da Akademiker in Deutschland viel zu spät ihr Berufsleben beginnen. Man sollte Akademikern, die im Studium erst einmal von der Gesellschaft subventioniert werden, diese Ausbildungszeit nicht bei der Rente anrechnen.

Warum schildere ich die Wirkung der verschiedenen Stellschrauben zur Sicherung der Rente? Bei allen Maßnahmen zur Rentensicherung wird der jeweils betroffene Bevölkerungsteil gegen die Reformpolitiker votieren. Dies ist der Grund, warum wir kein vernünftiges Rentensystem hinkommen. So geht es allerdings nicht weiter!

Der nächste Aspekt, den ich aufgreifen möchte, ist die Frage, wie sicher die zukünftigen Renten sein müssen. Eine sichere Rente gibt es nicht kostenlos. Dies gilt auch für die kapitalgedeckte Altersvorsorge. Sie bedeutet Konsum- und Lohnverzicht. Die einzige Hoffnung, die ich habe, ist, dass der Übergang zur kapitalgedeckten Altersvorsorge hilft, einen Generationenkonflikt zu vermeiden. Ich erhoffe mir von kapitalgedeckten Rentensystemen mehr Sicherheit und Effizienz. Hierauf basiert übrigens auch meine Sympathie für die betriebliche Altersvorsorge.

Ein Großteil der zukünftigen kapitalgedeckten Altersvorsorge soll den Generationenkontrakt, also die Gesetzliche Rentenversicherung ablösen. Deshalb sollten wir diese Rente nicht voll den Risiken des Aktienmarktes aussetzen, sondern zumindest mit einer Nominalwertgarantie für die eingezahlten Beiträge versehen. Eine Nominalwertgarantie für so lange Ansparprozesse von 20, 30 und 40 Jahren bereitet kein Problem. Rentenbeiträge werden nicht einmalig eingezahlt. Durch die Diversifikation über die Zeit ist das Risiko, nicht einmal die Nominalwertgarantie zu erwirtschaften, minimal. Dies unterstreicht das Renditedreieck des Deutschen Aktieninstitutes.

Zur Sicherung der Rente und zur Vermeidung der Altersarmut hätte man ein Minimum an kapitalgedeckter Altersvorsorge sogar zur Pflicht erklären können. Wenn in Kapitalmarktfragen unerfahrene Bürger aus dem Generationenkontrakt in die betriebliche oder private Altersvorsorge wechseln, brauchen sie als Schutz gegen unseriöse Angebote wenigstens eine Mindestgarantie. Auch in diesem System der Rentensicherung bleibt die Aktie langfristig attraktiv für die betriebliche und private Altersvorsorge. Dies gilt insbesondere in Zeiten niedriger Zinsen.

Mein nächster Aspekt zur Rentensicherung mag Ihnen im ersten Moment extrem technisch vorkommen. Im Jahre 1974 haben wir die wichtigsten rechtlichen Rahmenbedingungen für die betriebliche Altersvorsorge geschaffen. Leider haben wir damals die Weichen falsch gestellt. Die Absicht der Rentensicherung war gut, um die Popularität der betrieblichen

Altersvorsorge zu heilen. Diese war eine freiwillige Veranstaltung und wurde nur in wenigen großen Unternehmen eingesetzt. Wir haben damals in bester Absicht den Solidaritätsgedanken falsch implementiert, und das hat heute fatale Konsequenzen. Milliardenbeträge werden deshalb marktfremd bewirtschaftet: Wir haben die hervorragende Institution des Pensionsversicherungsvereins auf Gegenseitigkeit geschaffen. Der Pensionsversicherungsverein arbeitet effizient, ziemlich geräuschlos und mit wenig Personal. Die Pflichtbeiträge an den Pensionsversicherungsverein werden aber völlig marktfremd definiert. Jeder, mit Ausnahme der Pensionsfonds, zahlt dort entsprechend der Teilwerte. Es ist jedoch nicht vertretbar, dass eine Firma wie Siemens in punkto Insolvenzversicherung den gleichen Betrag pro Sicherungssumme aufbringen muss wie Comroad. Dennoch geschieht dies, obwohl wir alle wissen, dass die beiden Unternehmen ein unterschiedliches Insolvenzrisiko aufweisen. Dass in der betrieblichen Altersvorsorge nahezu alle den gleichen Beitrag an den Pensionsversicherungsverein zahlen, ist marktfremd und zerstört langfristig das Sicherungssystem.

Wir gewöhnen uns infolge von Basel II an ein internes und externes Rating und entwickeln somit eine neue Ratingkultur. Rating ist auch beim Pensionsversicherungsverein anwendbar. Ich propagiere ein System mit drei Ratingklassen. Auf diese Weise schaffen wir den Einstieg in die risikoklassenorientierte Sicherung der betrieblichen Altersvorsorge beim Pensionsversicherungsverein.

Ich komme zu meinem letzten Punkt, zur Sicherung der kapitalgedeckten Rente. Ein weiterer Fehler besteht darin, dass wir beim Pensionsversicherungsverein nicht ausreichend zwischen den verschiedenen Durchführungswegen differenzieren. Das von Herrn Kollegen Heubeck und mir verfasste Gutachten zur Funktionsfähigkeit der Insolvenzversicherung hat wenigstens in Bezug auf die Pensionsfonds ein Umdenken bewirkt. Man hätte noch darüber hinaus gehen können. Pensionsfonds bewirken eine nachhaltige Senkung des Risikos der betrieblichen Altersvorsorge: Ein Pensionsfondsmanager wird durch Stop-Loss-Order und risikoadjustierte Anlagestrategien alles daran setzen, zumindest die versprochenen Rentenleistungen zu erfüllen. Dies rechtfertigt auf jeden Fall die Begrenzung der Beitragsbemessungsgrundlage auf 20 Prozent des Teilwerts der Pensionsverpflichtung mit Wirkung zum 01.01.2002. Der zuvor herrschende Wettbewerbsnachteil gegenüber Pensionskassen wird so wenigstens teilweise ausgeglichen.

Völlig uneinsichtig bleibt aber, dass eine nicht rückgedeckte Pensionskasse keine Beiträge an den Pensionsversicherungsverein zahlt, weil sie laut Gesetz als risikolos gilt. Schauen Sie sich die Mannheimer Versicherung an. War diese risikolos? Sind alle Pensionskassen risikolos? Nicht rückgedeckte Pensionskassen gehören meines Erachtens in die gleiche Risikoklasse wie Pensionsfonds. Nur so erreichen wir faire Wettbewerbs-

chancen. Auch für die unterschiedlichen Risiken alternativer Durchführungswege fordere ich wieder drei Risikoklassen: Die erste Risikoklasse für Direktzusagen, die zweite für Pensionsfonds, Pensionskassen und Asset-backed-Modelle. Dabei würde ich letztere nur dann der zweiten Risikoklasse zuordnen, wenn sie wirklich aus dem Unternehmen ausgegliedert sind und kein Rückgriff möglich ist. Die Direktversicherung und die voll rückgedeckte Unterstützungskasse sollten schließlich eine dritte Risikoklasse bilden. Auf dieser Risikoebene mag der Pflichtbeitrag bei Null liegen. Für diesen Fall brauchen diese Institutionen ein eigenes Sicherungssystem wie Protektor.

Meine Damen und Herren, Sie merken, dass diese, auf den ersten Blick, technische Ausgestaltung der Sicherungssysteme bei falschen Weichenstellungen zu marktfremden Konditionen führt. Den Bürgern lässt sich diese komplexe Materie schwer vermitteln, weshalb ich an die Spezialisten appelliere, die Sicherung des Rentensystems endlich in Angriff zu nehmen.

### **Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Professor Gerke, für diese ganz neuen Aspekte, die Sie jetzt in die Diskussion dieses Themas eingeführt haben – gerade auch zum Schluss mit Ihren Bemerkungen zu den Risikoklassen.

Wir wollen nun das Thema noch einmal erweitern, und zwar um den zweiten Teil des Themas, nämlich die „Institutionalisierung der Anlage“. Hierzu begrüße ich Herrn Professor Uwe Schneider sehr herzlich. Er ist Direktor des Instituts für internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens an der Johannes Gutenberg-Universität in Mainz und hat sich unter anderem auch immer wieder mit Fragen der Corporate Governance beschäftigt. Das ist praktisch auch der Bogen, den wir jetzt schlagen können, zu den Auswirkungen, die die zunehmende kapitalgedeckte Altersvorsorge auf den Kapitalmarkt, auf Emittenten usw. haben wird. Herr Professor Schneider, ich darf um Ihre Ausführungen bitten.



### 3.3 Prof. Dr. Uwe H. Schneider Institut für internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens der Johannes-Gutenberg-Universität Mainz

Meine Damen und Herren, herzlichen Dank, Herr Döring!

Vorweg: Herzlichen Glückwunsch an das Deutsche Aktieninstitut. Ihm gilt meine Bewunderung. Respekt vor und für das Geschäftsführende Vorstandsmitglied Herrn von Rosen und seine überaus erfolgreiche Tätigkeit und herzlichen Dank an die fleißigen Mitarbeiter. Ohne hervorragende Mitarbeiter könnten entsprechende Leistungen nicht erbracht werden. Wer abends an dem Institut vorbeifährt, sieht: Lang brennt die Lampe!



Ich wende mich mit meinem einführenden Referat nun dem zweiten Teil des Themas zu, nämlich der Institutionalisierung der Anlage. Die kapitalgedeckte Altersvorsorge stellt nicht nur eine andere Form der Finanzierung der Altersversorgung dar. Sie hat zudem vielfältige Folgen für die Staats- und Unternehmensfinanzierung, für die Aktionärsstruktur und die Unternehmenspolitik. In Großbritannien sind heute 80 Prozent der Aktien der börsennotierten Unternehmen im Besitz von Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen und Kapitalanlagegesellschaften. Nach den jüngsten Erhebungen sind dies in Deutschland mehr als 50 Prozent. Auf weitere Beispiele, etwa aus den USA, Frankreich usw., verzichte ich.

Entscheidend ist: *Wir sind auf dem Weg in den Pensionskassen-Korporatismus.* Das hat zum einen vielfältige tatsächliche Auswirkungen auf die Unternehmenspolitik, auf das Informationsverhalten der Unternehmen und nicht zuletzt auch auf den Wettbewerb der Holdingstandorte. Die Übernahme und die Zerschlagung von Mannesmann und letztlich die Verlagerung der Entscheidungszentralen nach Großbritannien sind im Wesentlichen durch die ausländischen institutionellen Anleger entschieden worden. Es ist daher zum anderen nicht überraschend, dass in vielen Ländern über die Rechte und Pflichten der institutionellen Anleger und über die Auswirkungen der Institutionalisierung auf die Corporate Governance intensiver nachgedacht wird.

Exemplarisch sind die im Jahr 2001 vorgelegten Untersuchungen in Großbritannien, nämlich der Pickering-Report, der Sandler-Report und der Myners-Report. Im März 2003 wurde in Frankreich die entsprechen-

de Untersuchung mit dem Titel "Mieux gouverner l'entreprise" veröffentlicht. Die OECD hatte im Jahr 2002 die "Guidelines for Pension Fund Governance" vorgelegt, und die derzeit tätige OECD Steering Group on Corporate Governance, die die "Principles on Corporate Governance" aus dem Jahr 1999 überarbeitet, hat die Anpassung der Regeln an die Herausforderungen der Institutionalisierung zum wesentlichen Ziel. Hier deutet sich etwas an, was man "Sonderrecht für institutionelle Anleger" nennen könnte. Deutschland hat sich bislang auf einige wenige gesetzgeberische Maßnahmen beschränkt, insbesondere um den Standort Deutschland für institutionelle Anleger attraktiver zu machen. Im Übrigen scheint mir die Diskussion hierzulande noch nicht angekommen zu sein oder – vorsichtig formuliert – noch in den Kinderschuhen zu stecken.

Bei genauerer Betrachtung geht es bei dieser Diskussion *erstens* um das Verhältnis der Berechtigten zu den treuhänderisch tätigen Institutionellen und *zweitens* um das Verhältnis der institutionellen Anleger zu den Emittenten, also vor allem um die Rechtsbeziehungen zwischen Institutionellen und börsennotierten Unternehmen.

Für das Verhältnis zwischen Anlegern und Institutionellen wird beispielsweise – etwa im EU-Action Plan – verlangt, dass die treuhänderisch tätigen Institutionellen ihre Anlagestrategie und ihre Strategie für die Ausübung von Stimmrechten bei den Gesellschaften, in die sie investieren, offen legen und den Anlegern gegenüber auf Verlangen aufzeigen, wie die Stimmrechte ausgeübt werden. In § 32 des im Juli 2003 vorgelegten Diskussionsentwurfs eines Investmentgesetzes heißt es bislang nur, die Kapitalanlagegesellschaften "sollen das Stimmrecht ausüben". Weitgehend ungeklärt bleiben indessen deren Pflichten im Verhältnis zu den Investoren. Hier hängt ein Damoklesschwert über den Kapitalanlagegesellschaften in Form der Haftung gegenüber den Anlegern auf Grund fehlerhafter Kapitalanlage. Die "Aktionärsklage" hat bisher noch keine Entsprechung in der "Fondsanlegerklage" gefunden. Die beiden Entscheidungen des Landgerichts Frankfurt vom Ende des Jahres 2002 in der Sache "Creativ-Fonds" (BKR 2003, 69 und 78) haben den Anlegern zwar entsprechende Ansprüche zuerkannt, diese aber auf eine Prospekthaftung gestützt.

In Bezug auf das Verhältnis der institutionellen Anleger zu den Emittenten sollen das "Electronic Voting" und das "Cross-border Voting" erleichtert werden. Bisher sieht § 25 AktG in der Fassung vom 1. Januar 2003 lediglich die Bekanntmachung, die bislang durch die Gesellschaftsblätter erfolgen sollte, im elektronischen Bundesanzeiger vor.

In vielen Ländern ist darüber hinaus das Konzept des "Record Date" eingeführt. Nach deutschem Recht ist die Teilnahme an der Hauptversammlung und die Ausübung des Stimmrechts davon abhängig, dass die Akti-

en bis zu einem bestimmten Zeitpunkt vor der Hauptversammlung hinterlegt werden. Das führt in der Praxis zu einer für die institutionellen Anleger unerfreulichen faktischen Sperrwirkung in der Verfügungsgewalt bis zur Hauptversammlung. Doch sollte man dies nicht dramatisieren. Insbesondere im Ausland werden indessen Gerüchte über die Probleme dieser Sperrwirkung verbreitet, die mit der Wirklichkeit wenig zu tun haben. Es besteht, um dem die Grundlage zu entziehen, Handlungsbedarf. Das Konzept des Record Date sieht vor, dass in der Hauptversammlung stimmberechtigt ist, wer zu einem bestimmten Zeitpunkt vor der Hauptversammlung abstimmungsberechtigt ist. Damit entfällt das faktische Problem der Verfügungssperre, was den Institutionellen die Teilnahme an der Hauptversammlung und die Wahrnehmung ihrer Stimmrechte erleichtern soll. Es gibt schon einen ersten Diskussionsentwurf beim Bundesministerium der Justiz, der vorsieht, dass der 14. Tag vor der Hauptversammlung entscheidend ist und eine Hinterlegung wegfällt.<sup>1</sup>

Ein weiteres Beispiel ist die Forderung des Myners-Reports, die Institutionellen von den Risiken der Haftung als Shadow Director freizustellen. Dahinter verbirgt sich eine Problematik, die sich in Deutschland in etwas anderer Weise stellt: In Großbritannien wird berichtet, dass sich die Pensionsfonds vor den Hauptversammlungen bei Prudential treffen, um ein gemeinsames Vorgehen abzusprechen. Das kann zur Haftung der Beteiligten als Shadow Director führen. Das ist gewiss nicht unproblematisch. Auch in Deutschland soll es entsprechende Absprachen geben. Eine Haftung als faktischer Geschäftsführer ist aber in der Praxis wenig bedeutsam. Wohl aber ist ein solches "Acting in Concert" nach § 22 WpHG

---

1 Entwurf für eine Neufassung von § 123 AktG, Stand: 29. August 2002: § 123 Abs. 2 bis 4 wird wie folgt gefasst:

"(2) Die Satzung kann die Teilnahme an der Hauptversammlung oder die Ausübung des Stimmrechts davon abhängig machen, dass die Aktionäre sich vor der Versammlung anmelden. Sieht die Satzung eine Anmeldung vor, so tritt für die Berechnung der Einberufungsfrist an die Stelle des Tages der Versammlung der Tag, bis zu dessen Ablauf sich die Aktionäre vor der Versammlung anzumelden haben. Es genügt, wenn die Aktionäre sich nicht später als am siebten Tag vor der Versammlung (§ 193 des Bürgerlichen Gesetzbuchs) anmelden.

(3) Bei Inhaberaktien kann die Satzung bestimmen, dass die Berechtigung zur Teilnahme an der Hauptversammlung oder zur Ausübung des Stimmrechts nachgewiesen wird. Der Nachweis des depotführenden Kreditinstituts ist ausreichend. Sieht die Satzung einen Nachweis der Berechtigung vor, so hat sich der Nachweis auf den vierzehnten Tag (§ 193 des Bürgerlichen Gesetzbuchs) vor der Versammlung zu beziehen. Im Verhältnis zur Gesellschaft gilt bis zur Beendigung der Hauptversammlung als Aktionär nur, wer den Nachweis erbracht hat. Es genügt, wenn der Nachweis der Gesellschaft nicht später als am siebten Tag vor der Versammlung (§ 193 des Bürgerlichen Gesetzbuchs) zugeht."

(4) entfällt.

meldepflichtig, wenn die Voraussetzungen des § 21 WpHG vorliegen. Wird die Veröffentlichung unterlassen, unterliegen die Beteiligten einem Stimmverbot, und sie verlieren ihre Dividende. Das ist bislang weitgehend totes Recht, obwohl es kürzlich in der Hauptversammlung eines deutschen Elektrizitätsunternehmens zu überraschenden Erfahrungen kam.

Dennoch handelt es sich im Wesentlichen um totes Recht, weil der Nachweis eines Acting in Concert nur schwer zu führen ist. Deshalb ist zu überlegen, ob man die Institutionellen nicht zur vorherigen Abgabe einer Erklärung verpflichtet, dass kein Acting in Concert vorliegt.

Problematischer ist, dass die Beteiligten an einem Acting in Concert unter Umständen nach den Vorschriften des Wertpapier- und Übernahmegesetzes verpflichtet sind, ein Pflichtangebot abzugeben. Diese Regelung macht keinen Sinn. Man sollte vor diesem Hintergrund überlegen, ob Institutionelle, deren Stimmrechte auf Grund eines Acting in Concert zusammengerechnet werden, von der Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots freigestellt werden sollten.

Auf die Einzelheiten kommt es mir hier indessen nicht an. Entscheidend ist die Erkenntnis, dass *erstens* die Institutionalisierung erhebliche Auswirkungen auf die börsennotierten Unternehmen, die Unternehmenspolitik, die Bedeutung der Hauptversammlung und die tatsächliche Stellung und Bedeutung der Aktionäre hat, und dass sich *zweitens* ein Sonderrecht für institutionelle Anleger herausbildet. Die Folgen dieser Entwicklung gilt es zu untersuchen und zu diskutieren. Und Fehlentwicklungen sind einzufangen. Herzlichen Dank!

### 3.4 Diskussion

#### **Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Professor Schneider, für die Darstellung der Aspekte und Folgen, die sich aus der Verbreitung der kapitalgedeckten Altersvorsorge für den Einfluss institutioneller Anleger am Markt und auch für Unternehmen ergeben. Sie haben mit Ihren Ausführungen letztlich das Thema Corporate Governance bei institutionellen Anlegern und gerade auch bei Kapitalanlagegesellschaften und Fondsgesellschaften angesprochen. Deswegen würde ich die erste Frage gerne an Herrn Benkner richten: Sehen Sie ähnliche Tendenzen zu einer Art eigenem Recht bei institutionellen Anlegern oder wünschen Sie sich ein solches? Was sagen Sie zu dem Phänomen „Acting in Concert“ – haben Sie vielleicht schon ähnliche Erfahrungen am Markt feststellen können?

#### **Axel-Günter Benkner:**

Lassen Sie mich zunächst einmal sagen, dass die Ausübung der Stimmrechte eine Ehre ist, aber für eine Kapitalanlagegesellschaft manchmal auch lästig sein kann. In Deutschland kennt man sich ja gut aus. Geht man aber ins europäische oder weltweite Ausland und hat vielleicht etwa zwei- bis dreitausend verschiedene Aktienpositionen im Portefeuille, dann sieht es anders aus, insbesondere wenn manche Aktienpositionen nach Trading-Modellen gekauft wurden. Das ist nun vielleicht nicht der Stil der DWS, aber für andere Gesellschaften gehört das zum normalen Geschäft – sie befassen sich weniger mit den Fundamentals, sondern mit dem Trading von Aktien und sollen dann Stimmrechte ausüben. Dazu braucht man eine gewisse Research-Tiefe. Ohne die kann man sich überhaupt nicht qualifiziert zu Themen äußern wie einer Fusion oder ob ein 75-jähriger Aufsichtsratsvorsitzende, der vorgeschlagen wird, seiner Aufgabe noch gewachsen sein wird oder nicht. Eine Kapitalanlagegesellschaft sollte sich nicht so ohne weiteres einbilden, dass sie solche Fragen – etwa für ein chinesisches oder für ein japanisches Unternehmen – für alle ihre Holdings auch in der geforderten Tiefe behandeln kann. Deshalb gibt es eine Tendenz, sich im Bereich Research zusammenzuschließen, das heißt im Fakten-Aufbereiten, in dem Zur-Verfügung-Stellen von Hintergrundinformationen, um die Entscheidungsfindung erst einmal vorzubereiten – denn das ist der Hauptteil der Arbeit.

Dabei darf man jedoch den Bogen nicht überspannen. Verfügt man über ein globales Netzwerk – und die größten Investoren der Welt haben sich bereits zusammengeschlossen –, darf man nicht alle Stimmrechte quasi einem übertragen und ihn schalten und walten lassen. Das wäre enorm gefährlich, da dann jemand, der mit seiner eigenen Holding vielleicht nur mit fünf oder sechs Prozent an einer Gesellschaft beteiligt ist, über

so viele Stimmrechte verfügt, dass er in einer Machtposition ist, die ihm seinem Anteil nach gar nicht zukommt. Als noch schlimmer allerdings würde ich es erachten, wenn eine halbprofessionelle Organisation wie eine Schutzgemeinschaft oder etwas Vergleichbares diese ganzen Rechte bündeln würde, um sie dann auszuüben – in wessen Interesse auch immer.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Benkner – ich glaube, nach diesen Ausführungen sollte ich jetzt die Diskussion für das Publikum öffnen! Da aber auch eine ganze Reihe anderer Aspekte aus den Vorträgen angesprochen wurde, sollten wir jetzt nicht nur dieses eine Thema im Blick haben. Ich sehe eine erste Wortmeldung von Herrn Strenger.

**Christian Strenger:**

Herr Professor Schneider bedauert, dass es in Deutschland keine gesetzlichen Regelungen für die institutionellen Anleger gibt. Das ist einerseits wohl richtig, andererseits gibt es natürlich die Verpflichtung zur Abstimmung über § 10 KAGG. Dass das teilweise mühsam ist, darf nicht davon ablenken, dass alles getan werden muss, damit dieses elementare Recht der Aktionäre auch ausgeübt wird. Darüber hinaus gibt es die Wohlverhaltensregeln des BVI. Das ist eine sehr vernünftige Art des freiwilligen Regels, der Selbstverpflichtung, in der auch die Ausübung der Stimmrechte festgehalten ist. Dies ist auch der Weg, der in dem für Governance gelobten Land Großbritannien begangen wird. Es muss nicht immer ein Gesetz sein. Die BVI-Wohlverhaltensregeln werden zudem wohlwollend von der BaFin gesehen. Dennoch gibt es vieles, was aus meiner persönlichen Sicht noch besser gemacht werden kann. Wohlverhalten ist noch nicht Best Practice.

Aber immerhin, es gibt diese Regeln. Ich würde davor warnen, die institutionellen Anleger in Gesetze zu zwingen. Das bringt uns auch deswegen nicht weiter, weil die Entwicklung viel zu dynamisch ist. Aber wir müssen die institutionellen Anleger dazu bringen, dass sie ihre Rechte wirklich ernst nehmen und dies dem Anleger auch klar vermitteln.

**Claus Döring:**

Vielen Dank! Auf diese Frage bzw. Stellungnahme würde ich gerne Professor Schneider antworten lassen.

**Prof. Dr. Uwe H. Schneider:**

Herr Strenger, mir geht es ganz gewiss nicht darum, neue gesetzliche Regeln zu verlangen, und zwar weder im Verhältnis der Anleger zu den Kapitalanlagegesellschaften, Pensionsfonds usw. noch im Verhältnis der institutionellen Anleger zu den Emittenten. Das ist nicht das Ziel. Das Ziel ist zunächst einmal aufzufordern, eine Entwicklung ins Blickfeld zu nehmen und deren Folgen zu untersuchen. Was hat sich eigentlich geändert? Was können wir von den Entwicklungen im Ausland lernen? Wie lassen sich die Überlegungen im Myners-Report oder dem französischen „Mieux gouverner l'entreprise“ für uns fruchtbar machen? Ich würde allerdings in der Tat anregen, dass in Deutschland eine Kommission berufen wird, die die Aufgabe hat, die Folgen der Institutionalisierung zu untersuchen. Es fehlt eine Untersuchung darüber, welche ordnungspolitischen, finanzpolitischen, unternehmenspolitischen und rechtlichen Folgen die Institutionalisierung hat. Da besteht meiner Meinung nach Handlungsbedarf! Wir sollten erkennen, analysieren und dann handeln.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, ich darf jetzt zunächst Professor Gerke das Wort erteilen, und dann habe ich eine Wortmeldung von Frau Keitel gesehen.

**Prof. Dr. Wolfgang Gerke:**

Vielleicht komme ich jetzt Frau Keitel zuvor. Auf der einen Seite begrüße ich, wenn Kapitalanlagegesellschaften verpflichtet sind, die Stimmrechte im Interesse derjenigen, die ihnen das Geld anvertrauen, optimal wahrzunehmen. Das muss aber meines Erachtens damit verbunden sein - und dies ist ein kritischer Punkt -, dass ein Kreditinstitut nicht in gleicher Form die Interessen seiner Kunden vertritt. Das Depotstimmrecht der Kreditwirtschaft müsste bei dieser Gelegenheit fallen. Ich glaube, es wäre ein konsequenter Schritt, wenn der Aktionär entscheidet, ob er sein Stimmrecht ausübt oder z.B. an eine Schutzgemeinschaft delegiert.

**Claus Döring:**

Frau Keitel, hat sich Ihre Frage damit erledigt?

**Reinhild Keitel:**

Nein, nicht ganz. Mein Name ist Reinhild Keitel. Ich bin Vertreterin einer der hier eben apostrophierten „halbprofessionellen“ Schutzgemeinschaften und ich übe mein Amt in der Tat ehrenamtlich aus.

Wir wollen um Gottes willen nicht die Stimmrechte von allen Fondsgesellschaften vertreten, aber wir möchten, dass die Fondsgesellschaften die Wahrnehmung der Stimmrechte ernsthafter betreiben. Vielleicht machen wir uns damit wieder unbeliebt, aber wir denken, dass Wohlverhaltensregeln und freiwillige Verpflichtungen in Deutschland relativ ineffizient sind. Wir werden wahrscheinlich nicht darum herumkommen, Fondsgesellschaften auch gesetzlich dazu zu verpflichten, ihr Stimmrecht auf den Hauptversammlungen wahrzunehmen. Wir fühlen uns als Schutzgemeinschaften häufig recht alleine bei kritischen und durchaus diskussionswürdigen Fragen.

Herr Professor Schneider hat davon gesprochen, dass es möglicherweise zu der Entwicklung eines Sonderrechts für institutionelle Anleger kommen könnte. Dieses Sonderrecht will ich aber so verstanden wissen, dass es auch Sonderpflichten umfasst und nicht in dem populären Sinn verstanden wird: Rechte ja – Pflichten nein. Zu diesem Sonderrecht sollte dann natürlich auch die Verpflichtung zur Offenlegung des jeweiligen Stimmverhaltens gegenüber den Fondsanlegern gehören, denn bis jetzt ist das wohl noch nicht Praxis. Die USA sind im Moment ein problematisches Beispiel im Hinblick auf Verhaltensweisen am Kapitalmarkt, aber dort sind nach meiner Kenntnis die Fondsgesellschaften gesetzlich zur Wahrnehmung des Stimmrechts verpflichtet – mit all den Erleichterungen wie Record Date und Ähnlichem, die uns hier vielleicht noch fehlen. Aber da gibt es diese Verpflichtung zum Beispiel. Ich denke, wir müssen auf diesem Wege vorwärtskommen, um auch in Deutschland Corporate Governance effizienter zu machen. Wenn viele Hauptversammlungen nur mit Präsenzen von 30, 40 Prozent Entscheidungen fällen, dann ist das keine richtige Kontrolle der Unternehmensführung. Danke!

**Claus Döring:**

Vielen Dank! Darauf will Herr Benkner direkt antworten.

**Axel-Günter Benkner:**

Vielen Dank noch einmal für diesen Hinweis. Natürlich besteht eine gesetzliche Verpflichtung für die Kapitalanlagegesellschaften, ihre Stimmrechte für deutsche Gesellschaften wahrzunehmen. Das machen wir in 100 Prozent der Fälle natürlich auch. Worüber ich sprach, war die Frage, wie wir unsere moralische und auch aus dem eigenen Anspruch als Anlegervertretung hergeleitete Verpflichtung im Rest der Welt ausfüllen. In Deutschland ist es völlig klar, dass wir bei den Hauptversammlungen unsere Stimmen abgeben und – in unterschiedlichem Ausmaß, von Kapitalanlagegesellschaft zu Kapitalanlage verschieden – auch Redebeiträge bringen.



**Claus Döring:**

Vielen Dank, die nächste Wortmeldung habe ich von Herrn Professor Schmidt gesehen.

**Prof. Dr. Reinhart Schmidt:**

Ich möchte noch einmal kurz auf Kapitalanlagegrundsätze zurückkommen. Herr Benkner, Sie erwähnten die Inflation als wesentlichen Faktor, und Herr Gerke, Sie haben dann eine Nominalwertgarantie gefordert. Ist nicht eine Nominalwertgarantie geradezu eine Verschleierung des Inflationsproblems? Natürlich ist sie es dann nicht, wenn die Inflationsraten relativ konstant sind. Was ist aber, wenn sie schwanken wie in anderen Ländern – schließlich sind wir vielleicht auch in Brasilien tätig? Was nützt uns dann eine Nominalwertgarantie? Ähnlich viel, wie wir es bei Zertifikaten haben, wo einem nach zehn Jahren das Geld ohne Zinsen garantiert wird. Dabei wissen viele noch nicht einmal, dass Zinsen die entscheidenden Erträge darstellen.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Darauf sollten Sie vielleicht antworten, Herr Professor Gerke.

**Prof. Dr. Wolfgang Gerke:**

Vielen Dank, Herr Schmidt. Eine Nominalwertgarantie ist keine Inflationsgarantie, das ist völlig klar. Wir können natürlich weiter gehen, und höhere Verzinsungen garantieren. Dies wurde auch gefordert. Die Nominalwertgarantie stellt das absolute Minimum dar. Sie ist keine perfekte Größe, sondern eine reine Hilfskonstruktion, als solche selbst unsicher und letzten Endes eine rein pragmatische Größe. Wenn Sie eine echte Rentensicherung wollen, müssen Sie diese an einen Index koppeln. Das wird teuer. Außerdem stoßen wir dann auf das von Stützel skizzierte Onassis-Problem: Was ist für einen Weltbürger der sichere Index? Der ist natürlich für einen Ausländer ein völlig anderer als für einen Inländer usw. Derartig abgehobene Sicherungen, das müssen wir als Wissenschaftler leider akzeptieren, können wir nicht in ein Gesetz hineinpressen. Die einfachste, rein pragmatisch orientierte Form ist die Nominalwertgarantie oder eine Mindestzinsgarantie. Sie gibt dem Bürger zumindest ein Signal, dass er nicht das totale Risiko der Aktienanlage trägt.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Gibt es noch weitere Wortmeldungen? Das ist im Moment nicht der Fall. Meine sehr geehrten Damen und Herren, der Anleger, der

Investor fragt: „Where is the beef?“ Und was er damit meint, sind Informationen. Ich denke, wir haben Ihnen heute Morgen viele Informationen geboten. Sie sind gewissermaßen, um mit den Worten von Herrn Benkner zu sprechen, drei- bis vierfach überversorgt worden. Wir wollen Ihnen aber natürlich mehr bieten als nur reine Informationen – deswegen folgt jetzt die Mittagspause, in der Sie sich stärken können. Ich bedanke mich bei Ihnen für die rege Teilnahme und bei den Referenten für Ihre Vorträge. Wir sehen uns hier zur Fortsetzung des Programms um 14.00 Uhr wieder. Vielen Dank.

### 3.5 Literaturhinweise

#### Quellen:

EU-AKTIONSPLAN: Aktionsplan der Europäischen Kommission zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union, abrufbar unter: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/company/company/official/index.htm#companycorp](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/company/company/official/index.htm#companycorp).

GERKE, W. / HEUBECK, K.: Gutachten zur künftigen Funktionsfähigkeit der Insolvenzversicherung durch den Pensions-Sicherungs-Verein VvaG, in: Betriebliche Altersvorsorge 2002, S. 433 ff.

GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE (OECD), abrufbar unter: <http://www.oecd.org/dataoecd/22/2/2767694.pdf>.

INTERNETSEITE DER PENSION BENEFIT GUARANTY CORPORATION: <http://www.pbgc.gov>.

INTERNETSEITE DES PENSIONSSICHERUNGSVEREINS: <http://www.psvag.de>.

LANDGERICHT FRANKFURT A.M. („CREATIV-FONDS“): Urteil v. 22.11.2002-2-21 O 44/02, abgedruckt in: Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2003, S. 69 ff.

MIEUX GOUVERNER L'ENTREPRISE, abrufbar unter: <http://www.institutmontaigne.org> ⇒ „Travaux & Publications“ ⇒ „Gouvernement D'entreprise“ ⇒ „Rapports & Publications“.

MYNERS-REPORT: Institutional Investment in the United Kingdom, Paul Myners, März 2001, abrufbar unter: <http://www.hm-treasury.gov.uk/media/843F0/31.pdf>.

OECD GRUNDSÄTZE DER CORPORATE GOVERNANCE, abrufbar unter: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/23/4350617.pdf>.

PICKERING-REPORT: A simpler way to better pensions, Alan Pickering, Juli 2002, abrufbar unter: <http://www.dwp.gov.uk/publications/dwp/2002/pickering/report.pdf>.

SANDLER-REPORT: Medium and Long-Term Retail Savings in the UK, Ron Sandler, Juli 2002, abrufbar unter: [http://www.hm-treasury.gov.uk/Documents/Financial\\_Services/Savings/fin\\_sax\\_sand.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/Documents/Financial_Services/Savings/fin_sax_sand.cfm).

SCHNEIDER, U.H.: Auf dem Weg in den Pensionskassenkorporatismus? Zehn Thesen zu den Auswirkungen der zunehmenden Beteiligung institutioneller Anleger an den Publikumsaktiengesellschaften, in: Die Aktiengesellschaft 1990, S. 317 ff.

SCHNEIDER, U.H. / BURGARD, U.: Maßnahmen zur Verbesserung der Präsenz auf der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft - Überlegungen auf den Weg in den Pensionskassenkorporatismus -, in: Beisse, H. / Lutter, M. / Närger, H. (Hrsg.), Festschrift für Karl Beusch, 1993, S. 783 ff.

#### **Weiterführende Literatur:**

BASSEN, A.: Einflussnahme institutioneller Anleger auf Corporate Governance und Unternehmensführung – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 430 ff.

BAUMS, T. / FRAUNE, C.: Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaften – Eine empirische Untersuchung, in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.

GROUP OF GERMANS EXPERTS ON CORPORATE LAW: Zur Entwicklung des Europäischen Gesellschaftsrechts: Stellungnahme der Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht zum Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2003, S. 863 ff.

MAUL, S. / LANFERMANN, G. / EGGENHOFER, E.: Aktionsplan der Europäischen Kommission zur Reform des Europäischen Gesellschaftsrechts, in: Betriebs-Berater 2003, S. 1289 ff.

## 4 Lebenszyklen am Kapitalmarkt: Going Public, Being Public, Going Private

**Claus Döring**

Meine Damen und Herren, ich freue mich, dass wir unser Symposium zum Thema „Die Zukunft der Aktie“ fortsetzen können.

Eine kleine Information habe ich Ihnen vor der Mittagspause vorzuenthalten, um Ihnen den Appetit nicht zu verderben: Der DAX lag um die Mittagszeit um -0,7 Prozent schwächer bei 3433 Punkte. Noch etwas stärker gefallen ist der TecDAX mit -2,2 Prozent auf 499 Punkte. Der Euro ist dagegen relativ stark gewesen bei 1,1468, zeitweise sogar 1,15 US-Dollar. Nun zurück zum Thema.



Sehr geehrte Damen und Herren, was haben das Jahr 1968 und das Jahr 2003 gemeinsam? Nun, 2003 dürfte – wie zuletzt 1968 – ein Jahr ohne Börsengänge in Deutschland werden. So ist es jedenfalls zu befürchten. Zwar nutzen mehr Unternehmen als je zuvor die Rechtsform der Aktiengesellschaft, doch die Bereitschaft zum Going Public ist dramatisch zurückgegangen. Nachdem es in den Jahren 1999 und 2000 noch insgesamt 317 deutsche Unternehmen gab, die erstmals an die Börse kamen, waren es im Jahr 2001 nur noch 26 Gesellschaften und im vergangenen Jahr gerade einmal sieben Unternehmen.

Im laufenden Jahr ist der Markt für Neuemissionen völlig zum Erliegen gekommen. Hingegen sind beim Going Private steigende Zahlen zu vermelden. Es stellt sich daher die Frage: Sind Lebenszyklen am Kapitalmarkt, nämlich Going Public, Being Public und Going Private, ähnlich wie in der Natur vorgegeben? Welche Ursachen gibt es für die eine oder andere Form, und wie lässt sich vielleicht durch neue Going Publics eine Überalterung verhindern und frisches Blut an die Börse bringen? Das sind Fragen, die wir im Rahmen des Themas „Lebenszyklen am Kapitalmarkt: Going Public, Being Public und Going Private“ in den nächsten einviertel Stunden diskutieren wollen.

Ich darf als ersten Referenten Herrn Professor Bernd Rudolph begrüßen. Herr Professor Rudolph ist hier in Frankfurt wohl bekannt aus seiner

früheren Tätigkeit als Direktor des Instituts für Kapitalmarktforschung in den neunziger Jahren. Seit 1993 leitet er das Seminar für Kapitalmarktforschung und Finanzierung an der Universität in München. Er ist außerdem Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats des Deutschen Aktieninstituts. Herr Professor Rudolph, ich darf um Ihr Referat bitten.

#### 4.1 Prof. Dr. Bernd Rudolph Seminar für Kapitalmarktforschung und Finanzierung der Ludwig-Maximilians-Universität München

Vielen Dank, Herr Döring. Sie haben das Thema, über das ich referiere, bereits erläutert. Ich möchte es jedoch noch von einer andern Seite beleuchten.

Die Aktie hat nur Zukunft, wenn sie liquide ist. Die Liquidität ist aus Anlegersicht ein ganz wichtiger Werttreiber: Nur bei ausreichender Liquidität kann man umstrukturieren, eine vernünftige Asset Allocation erzielen, und nur auf dieser Basis kann man Derivate, Indizes usw. kreieren. Stellt man nicht die Anlegersicht in den Vordergrund, sondern die Emittentensicht, dann



müsste eigentlich auf der Emittentenseite so etwas Ähnliches gelten wie auf der Anlegerseite. Auch der Emittent müsste an sich dann in der Lage sein, jederzeit, wenn er Eigenmittel benötigt, Aktien zu emittieren, und immer dann, wenn er weniger Eigenkapital braucht, die Aktien wieder zurückzukaufen. Dies ist mit der These von dem Lebenszyklus der Finanzierungsstruktur gemeint, die ich im Folgenden etwas spezifizieren möchte und die ich ebenfalls für einen wesentlichen Werttreiber für den Marktwert eines Unternehmens halte.

Das Lebenszykluskonzept stammt ursprünglich aus dem Marketing. Heute spielt es auch bei der Unternehmensanalyse eine wesentliche Rolle. Wir haben das Konzept als Ansatzpunkt gewählt, um über Unternehmensfinanzierung, Aktie und Corporate Governance nachzudenken und zu diskutieren. Die These dabei ist, dass die optimale Finanzierungsstruktur, die optimale Corporate Governance und die optimale Eigentümerstruktur keine Konstanten sind, sondern sich im Zeitablauf – sicherlich durch realwirtschaftliche Dinge geprägt – ändern. Es gibt in diesem Zusammenhang unterschiedliche Stellgrößen. Zwei dieser Stellgrößen, die ich ansprechen möchte, haben etwas mit der Informationsverarbeitung zu tun: Ob einerseits unternehmensspezifische Investitionen und andererseits Vertraulichkeit und Kommunizierbarkeit von Informationen eine große Rolle spielen, das müssten die Stellgrößen dafür sein, ob sich ein Unternehmen gerne am Kapitalmarkt bewegt oder lieber im Private-Bereich bleibt.

Es gibt aber auch andere Stellgrößen, die ich jetzt nicht mitdiskutieren kann, weil ich nur ein grobes Konzept angeben will, beispielsweise die Größe eines Unternehmens oder das Wachstum eines Unternehmens. Dies sind sicherlich ebenfalls wichtige Punkte.

Die folgende Grafik kennt der eine oder andere, der sich mit dem Bereich Venture Capital befasst. Sie enthält auch genau die gleichen Informationen, ist jedoch ein bisschen nach rechts erweitert worden.

**Beispiel: Lebenszykluskonzept für ein junges Unternehmen**

	Early Stage			Expansion Stage	Divesting Stage	Growth Stage	Shrinking Stage
	Seed	Start up	First Stage				
Unternehmen	Erstellung eines Produktkonzeptes	Gründung eines Unternehmens, Produktionsreife	Aufnahme der Produktion	Aufbau und Ausbau der Vertriebskanäle	Aufnahme neuer Produkte	internes und externes Wachstum	gesättigte, schrumpfende Märkte
Markt	Marktanalyse	Marketingkonzept	Markteinführung	Intensivierung des Wettbewerbs	Erweiterung des Produktions- und Vertriebssystems		
Cash-flow	+	-					
Probleme	Einschätzung von Idee und Markt	Suche von Führungskräften	Suche des Personals	Restrukturierungsbedarf	aufkommende Konkurrenz, Organisationsprobleme		Restrukturierung
Finanzierung	Gründermittel	Fördermittel	Venture Capital	Bankkredite	Emission von Aktien	Kapitalerhöhung	Aktienrückkauf
Kontrolle	Private			Public			Private

Die Ergänzungen um „Growth Stage“ und „Shrinking Stage“ deuten an, dass das „Leben“ eines Unternehmens natürlich nicht nur ganz am Anfang ausdifferenziert werden kann, sondern auch in den folgenden Phasen. Die Grafik sagt zweierlei aus: Erstens besagt sie, dass sich in den Unternehmen etwas im realwirtschaftlichen Bereich bewegt. Dies ist in der oberen Zeile angegeben mit „Erstellung eines Produktkonzeptes“ bis hin zu dem Stichwort „gesättigte oder schrumpfende Märkte“. Zweitens sind im unteren Bereich ein paar Problemzonen aufgeschrieben, die typischerweise entstehen und mit denen man im Unternehmen fertig werden muss. Dafür gibt es sehr viele Konzepte. Ich betrachte nur die finanzwirtschaftlichen Probleme. Sie sind in den letzten beiden Zeilen dargestellt. Sie haben etwas mit der Unternehmensfinanzierung zu tun und mit dem, worüber ich zu reden habe, nämlich mit dem Going Private und dem Going Public.

Die Folie kann nur Archetypen aufzeigen. Sie soll einfach ein Gerüst sein, um eine Problemsituation zu schildern, enthält aber keine Problemlösung. Vielleicht kann ich aber zumindest aus ökonomischer Warte eine Zielfunktion angeben, was eigentlich passieren sollte. Ich denke, dass man an sich in der Lage sein sollte, in jedem Zeitpunkt des Unternehmensablaufs den Barwert der zukünftigen Transaktionskosten der Wahl



der Finanzierungsform oder der Corporate Governance zu minimieren. Bei den zu minimierenden Transaktionskosten handelt es sich um administrative Kosten, Wechselkosten, Informationskosten, aber auch um eine Fülle von Agency-Kosten, auf die ich jetzt nicht im Einzelnen eingehen kann, die aber in den Beispielen von Herrn Kollegen Schwark und Herrn Dr. Brandt sicherlich gleich eine Rolle spielen. Da sehr viele Beispiele angesprochen werden können, sehe ich meine Aufgabe darin, sozusagen einen Rahmen für die Diskussion zu schaffen. Die Transaktionskosten eines zukünftigen Being Public, des Wechsels in eine vielleicht dann relevantere oder vorteilhaftere Gesellschaftsform müssen minimiert werden. Zudem müssen Hindernisse einer solchen Änderung abgebaut werden. Nur dann, wenn die Hindernisse abgebaut und die Transaktionskosten sehr niedrig sind, lohnt es sich, am Anfang eines Lebenszyklus ein Going Public anzugehen und entsprechend zu investieren.

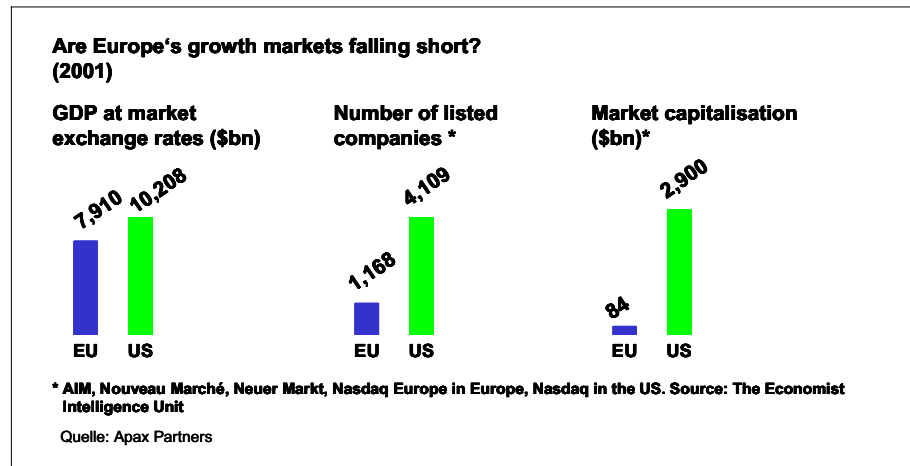
Die Probleme bei der Anwendung dieses Konzepts des Lebenszyklus sind natürlich vielfältig. Es besteht z.B. Unsicherheit über die zukünftigen Cash Flows – die Kurve der Cash Flows ist in der Graphik eingezeichnet. Am Anfang des Lebens eines Unternehmens kennt man die künftigen Cash Flows natürlich nicht. Sie unterliegen zudem strategischen Veränderungen durch das Management und die kontrollierenden Eigentümer. Es ist nicht nur die Unsicherheit von außen – der Märkte und der Konkurrenten –, sondern es ist auch das eigene Verhalten, das diese Kurve treibt. Wir haben darüber hinaus das Problem, dass das Lebenszykluskonzept doch eher produktbezogen ist. In einem größeren Unternehmen gibt es, wie wir alle wissen, mehrere Produktlebenszyklen mit unterschiedlichen Finanzierungserfordernissen, die parallel verlaufen oder zeitlich gestaffelt sind. Ein weiteres Problem, das in der Folie nicht dargestellt ist, ist die Größenordnung des Unternehmens, die Ausdehnung der Aktivitäten im Inland und ins Ausland sowie die Konzernstruktur. Ebenfalls nicht abgebildet ist der Entwicklungsstand der Kapitalmarktverfassung als Determinante. Überhaupt wird dieses Lebenszykluskonzept sehr stark überlagert durch allgemeine Trends, insbesondere durch den Börsenzyklus. Der Wechsel zwischen der Situation „Private“ in „Public“ und umgekehrt ist – auch aus ökonomischer Warte – nur dann sinnvoll zu optimieren, wenn wir von effizienten Märkten ausgehen können. Ist das nicht der Fall, müssen weitergehende Überlegungen angestellt werden.

Die Zielsetzung eines Going Public, eines Being Public und eines Going Private habe ich damit mehr oder weniger schon beschrieben. Ich bin auf die Transaktionskosten eingegangen, habe angedeutet, dass auch die residualen Wechselkosten minimiert werden müssen – dazu gehört z.B. auch ein geeigneter Anlegerschutz –, sonst ist der Barwert dieser zukünftigen Kosten zu hoch. Ich weise hier darauf hin – das können wir aber in der Diskussion vertiefen –, dass eigentlich das hierzulande herrschende

kontrollorientierte Finanzsystem dazu ganz vernünftige Vorgaben geben müsste.

Die folgende Grafik habe ich von Apax Partners übernommen. Sie wiederholt im Grunde genommen das, was Herr Döring gerade über die Marktkapitalisierung bei den jungen, aufstrebenden Märkten gesagt hat. Die Grafik zeigt für 2001 in dem Bereich Market Capitalisation der EU und der USA, dass wir, wie es Herr Dr. Breuer heute Morgen schon von Kaiser Wilhelm gesagt hat, noch lieber auf dem Pferd bleiben, statt auf das Auto umzusteigen. Es besteht offensichtlich ein erheblicher Nachholbedarf in diesem Bereich. Dieses Defizit ist aber nicht mit einer einzigen Größe aufzuholen.

### Going Public hat erheblichen Nachholbedarf



Auf meiner letzten Folie habe ich einige Argumente für und gegen ein Going Private zusammengestellt, die ich mit Ihnen nicht einzeln durchgehen will.

Argumente für Going Private	Argumente gegen Going Private
<ul style="list-style-type: none"><li>• Kapitalbeschaffungs- und Kapitalallokationsprobleme der Börse</li><li>• Bewertungs- und Kontrollprobleme der Börse</li><li>• Anreizprobleme der Börsennotierung</li><li>• Informationspflichten</li><li>• Kapitalstruktur und Steuervorteile</li><li>• Notierungskosten</li><li>• Schutz vor feindlicher Übernahme</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Kosten des Going Private</li><li>• Verlust des Zugangs zum öffentlichen Markt für Eigenkapital</li><li>• Geringere Fungibilität der Anteile</li><li>• Verteuerung der Kapitalaufnahme</li><li>• Verlust der börslichen Image- und Werbewirkung</li><li>• Einbußen bei der Attraktivität als Arbeitgeber</li><li>• Verlust der Transaktionswährung Aktie</li><li>• Suboptimale Portfoliostruktur bei Managern in MBO</li></ul>

Quelle: Kemper / Schiereck (2002)

Die Folie soll aber zeigen, dass es viele Felder gibt, in denen Kosten für die optimale Anpassung eines Unternehmens an eine vernünftige Eigentümerstruktur und damit auch Kosten der Anpassung an eine vernünftige Finanzierungsstruktur entstehen. Nur dann, wenn die Minimierung dieser Kosten gewährleistet sind, kann man auch davon ausgehen, dass das bestehende Defizit in der Zukunft behoben werden kann. Vielen Dank.

**Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Professor Rudolph, für diese Präsentation des Lebenszykluskonzeptes. Wir kommen nun zu dem Vortrag von Professor Eberhard Schwark, den ich herzlich begrüße. Herr Professor Schwark ist Professor für Bürgerliches Recht, Deutsches und Europäisches Handels- und Wirtschaftsrecht an der Humboldt-Universität in Berlin. Außerdem ist er Direktor des Instituts für Bank- und Kapitalmarktrecht an der Humboldt-Universität zu Berlin. Herr Professor Schwark, Sie werden jetzt, nachdem Herr Professor Rudolph vor allem mit seinem Lebenszykluskonzept die Sicht der Emittenten erläutert hat, mehr auf die Sicht des Anlegers und des Anlegerschutzes eingehen. Sie haben das Wort.

**4.2 Prof. Dr. Eberhard Schwark  
Institut für Bank- und Kapitalmarktrecht an der  
Humboldt-Universität zu Berlin**



Meine Damen und Herren,  
ich möchte zunächst drei Grundthesen vorstellen und dann, wenn die Zeit noch ausreicht, einige Einzelfragen ansprechen.

I.

Unternehmen entscheiden sich in erster Linie für einen Börsengang, um ihre Eigenkapitalbasis zu verbreitern oder eine Expansion des Unternehmens zu finanzieren. Aber es finden sich auch andere Motive: Die Gründer und Großaktionäre eines Start-up-Unternehmens wollen Kasse machen, der Alteigentümer seine Nachfolge oder den Erbfall im

Rahmen eines Going Public regeln, ohne die Kontinuität der Firma zu gefährden, ein Finanzkäufer will über ein IPO des Zielunternehmens Gewinne realisieren. Ähnlich vielfältig ist die Motivationslage beim Marktaustritt durch Delisting. Dieser wird z.B. angestrebt, wenn die Börsennotiz ihre Funktion verliert, weil die Aktie des Unternehmens an den Kursentwicklungen des Gesamtmarktes nicht teilnimmt und die Kapitalbeschaffungskosten über den Markt zu hoch werden. Ein weiteres Motiv rührt daher, dass sich wegen eines geringen Free Float Zufallskurse bilden, die den Wert des Unternehmens nicht angemessen widerspiegeln, oder die Kosten der Notierung einschließlich der kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Pflichten zu hoch erscheinen. Schließlich kann ein Marktaustritt erfolgen, um die Gefahr von Übernahmen abzuwehren, oder deshalb, weil institutionelle Anleger sich wegen fehlenden Interesses der Analysten zurückziehen und anderes mehr.

Ich komme nun zu meiner *ersten These*: Eine wesentliche Funktion des Rechts und der Rechtspolitik besteht darin, angemessene Lösungen bei unterschiedlichen und kollidierenden Interessen der Beteiligten zu entwickeln. Im Verlaufe unseres Zyklus sind Gruppen mit unterschiedlichen Interessen beteiligt, vor allem das Unternehmen als Emittent, die Altaktionäre – Groß-, Mehrheits- und Minderheitsaktionäre –, Unternehmenskäufer, die Anleger in der Gestalt von institutionellen Investoren und Publikumsanlegern, die die Emission übernehmenden Banken, die Börsen und andere Marktinstitutionen. Es bestehen auf unserem Feld also besonders vielfältige Motive und Interessen, die auch notorische Interes-

senkonflikte einschließen. Sachgerechte Konfliktlösungen haben diese Motive und Interessen tunlichst zu berücksichtigen und müssen entsprechend differenziert sein. Über die Individualinteressen, die ich bisher angesprochen habe, hinaus ist auch das öffentliche Interesse an einem funktions- und international wettbewerbsfähigen Kapitalmarkt zu beachten. Es ist regelungs- und entscheidungsrelevant. Erlassen Sie es mir an dieser Stelle, einige konkrete Beispiele für Interessenkonflikte und angemessene Lösungen zu nennen; dazu hoffe ich, noch zu kommen.

*Zweite These:* Die Schwierigkeiten einer rechtlichen Lösung werden dadurch verstärkt, dass das Verhältnis von kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Anforderungen vor allem in Deutschland nicht hinreichend geklärt ist. Jedenfalls scheint häufig eine gegenseitige Berücksichtigung und Abstimmung zu fehlen.

Im Grundsatz stehen und gelten beide Rechtskomplexe nebeneinander. Nur in Einzelfällen, wie den aktienrechtlichen Mitteilungspflichten, hat sich der Gesetzgeber für eine Trennung entschieden. Die börsennotierten Gesellschaften unterliegen bekanntlich nicht den aktienrechtlichen, sondern allein den kapitalmarktrechtlichen Melde- und Veröffentlichungspflichten.

Eine solche Klarheit bringende Trennung ist aber überwiegend nicht durchgeführt worden. Das hat zu fragwürdigen Urteilen wie der „Senator Entertainment“-Entscheidung des Kammergerichts zum mit der Gesellschaft vereinbarten Greenshoe und der „Macrotron“-Entscheidung des Bundesgerichtshofs zum regulären börsenrechtlichen Delisting auf Antrag des Emittenten geführt. Die Bedeutung beider Urteile geht weit über den Einzelfall hinaus. Lassen Sie mich meine zweite These anhand dieser beiden aktuellen und exemplarischen Urteile belegen.

Beim Kammergerichtsurteil ging es um Folgendes: Im Zusammenhang mit dem heute üblichen Platzierungsverfahren, dem Book Building, war mit dem Emittenten eine Mehrzuteilungsoption vereinbart und - zusammen mit einer Kapitalerhöhung - in Form des genehmigten Kapitals II unter zulässigem Ausschluss des Bezugsrechts von der Hauptversammlung beschlossen worden. Zur Durchführung der weiteren Kapitalerhöhung, die den Greenshoe abdecken sollte, und zur Ausgabe der Aktien ist nach Aktienrecht der Vorstand ermächtigt. Der Vorstand überließ der Konsortialbank die Aktien zum Emissionspreis von 38 Euro. Der Kurs an der Börse erreichte zu diesem Zeitpunkt weit über 100 Euro. Das Kammergericht hat den Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung für nichtig erklärt: Er verstoße gegen zwingendes Aktienrecht, das Kapitalerhöhungsbeschlüsse mit unangemessen niedrigem Ausgabebetrag der Aktien anfechtbar macht.

Das Kammergericht hat zunächst offenbar den Ablauf des Emissionsverfahrens unter Verwendung eines Greenshoes verkannt. Wenn, wie hier, eine Emission erheblich überzeichnet ist, teilt das Konsortium den Investoren mehr Aktien zu, als für die Emission vorgesehen sind. Es bezieht also den Greenshoe gleichsam mit ein. Diese zu liefernden Aktien besorgt sich das Konsortium im Wege der Wertpapierleihe, oder es vereinbart mit institutionellen Investoren eine spätere Lieferung der ihnen zugewiesenen Aktien. Nach Ausübung der Mehrzuteilungsoption werden die Aktien zur Abwicklung des Leihvertrages verwendet oder an den institutionellen Investor geliefert. Das Kammergericht insinuiert einen geradezu skandalösen Gewinn des Konsortiums zu Lasten der Aktionäre, der auch die Moral des Urteils bildet. Von einem solchen Gewinn kann aber nicht die Rede sein: Wenn das Konsortium die Aktien an den Entleiher zurückgibt, erzielt es den Differenzgewinn, von dem das Kammergericht ausgeht, nicht. Ebenso verhält es sich, wenn die Aktien an den institutionellen Investor später zugewiesen werden, selbstverständlich zum Emissionspreis von 38 Euro und nicht zum Börsenpreis.

Das Kammergericht hat nicht nur die Vorgänge am Kapitalmarkt verkannt, sondern ist auch zu einer äußerlich aktionärsfreundlichen, aber nicht haltbaren aktienrechtlichen Bewertung des Verfahrens gelangt. Selbstredend kommt es zu einer Verwässerung der Aktionärsrechte, wenn man auf den Zeitpunkt der Überlassung der Greenshoe-Aktien abstellt. Denn der Greenshoe konnte von den Investoren zu einem weit über dem aktuellen Kurs liegenden Preis genutzt werden. Der Überlassungszeitpunkt, das heißt der Zeitpunkt der Ausübung der Option, kann aber nicht entscheidend sein. Wie sich aus einem Vergleich mit den sonstigen optionsrechtlichen Geschäften des Aktienrechts, etwa der Wandelleihe, ergibt, muss es auf den Zeitpunkt des Eingehens der Stillhalterverpflichtung bzw. des entsprechenden Vorstandsbeschlusses ankommen. Beides dürfte bereits frühzeitig im Zusammenhang mit der Greenshoe-Vereinbarung unter Zugrundelegung des Emissionspreises geschehen sein, spätestens aber im Anschluss an den Hauptversammlungsbeschluss und vor dem Zeitpunkt des Börsenganges.

Eine Anfechtung des Beschlusses über die Schaffung genehmigten Kapitals, wie das Kammergericht meint, scheidet schon deshalb aus, weil in einem solchen Beschluss weder der Ausgabebetrag noch ein Mindestbetrag festgelegt werden, so dass man die Relation gar nicht überprüfen kann. Es ist zu hoffen, dass der Bundesgerichtshof zu einer den Bedürfnissen des Kapitalmarktes und den Interessen des Unternehmens entsprechenden Beurteilung der Greenshoe-Vereinbarung mit Emittenten gelangt. Sonst ist der Greenshoe nämlich, soweit er mit Emittenten vereinbart wird, in Zukunft tot.

Zur Würdigung der „Macrotron“-Entscheidung, einer Entscheidung des für das Gesellschaftsrecht zuständigen Senats des Bundesgerichtshofs, ist

es hilfreich, sich vor Augen zu halten, dass es nicht Aufgabe des Gesellschaftsrechts ist, dem Aktionär einer Gesellschaft mit breit gestreutem Aktienbesitz und liquidem Markt die erzielten Kurse zu sichern. Behält er seine Aktien, obwohl er aufgrund der Veröffentlichung von Schwellenwerten nach dem Wertpapierhandelsgesetz das Bestehen von Paket- oder Mehrheitsbeteiligungen kennt, und geht auf ein freiwilliges oder ein Pflichtangebot nach neuem Recht nicht ein, weshalb ein Squeeze-out oder niedrigere Kurse zu befürchten sind, erscheint es fragwürdig, ob seine Spekulation auf ein börsenrechtliches Delisting mit höherer Abfindung zu honorieren ist. Er hätte doch ohne weiteres durch Verkauf reagieren können, um dem zu befürchtenden Kursverfall seiner Aktien zuvorzukommen. Ich will nicht sagen, dass er dies in jedem Fall tun muss. Aber der Bundesgerichtshof berücksichtigt in seiner Entscheidung dieses Vorfeld des Delisting nicht, brauchte es in dem zu entscheidenden Fall vielleicht auch nicht zu tun. Der Bundesgerichtshof gibt vielmehr einen vollen Abfindungsanspruch nach den Grundsätzen der „DAT/Altana“-Entscheidung des Verfassungsgerichts. Auch der Fall des teilweisen Delistings wird von ihm nicht erwähnt. Die kapitalmarktrechtliche Vorgeschichte, die börsenrechtlichen Umstände des Falles müssen jedoch solche Entscheidungen beeinflussen. Deshalb kann aus dem Macrotron-Urteil auch nicht die generelle Regelung abgeleitet werden, bei Delisting habe es stets eine Abfindung zu geben.

Besonders misslich ist es, und das zeigt dieser Fall ebenfalls, dass beim börsenrechtlichen Delisting zwei Rechtswege möglich sind: die verwaltungsrechtliche Klage des Aktionärs gegen die Delisting-Entscheidung der Börse und der gesellschaftsrechtliche Weg gegen den Hauptversammlungsbeschluss, der keine Abfindung vorsieht.

*Dritte These:* Eine in der Rechtspolitik, aber auch in Literatur und Rechtsprechung verbreitete Tendenz geht dahin, den Anlegerschutz der Publikumsaktionäre – insbesondere der Minderheitsaktionäre – in den Vordergrund zu rücken und damit immer weiter gehende Informations-, Verhaltens- und Ersatzpflichten zu rechtfertigen. Es fehlt eine obligatorische Kosten-Nutzen-Analyse für Finanzmarktregulierungen unter Beachtung aller Beteiligten und berechtigten Interessen. Als Befürworter eines angemessenen Anlegerschutzes füge ich hinzu: Eine Verbesserung des Anlegerschutzes – vor allem in Fällen, in denen nicht die Bürokratie aufgebläht wird, sondern Einzelne aktiv werden, etwa durch Klagen vor Zivilgerichten – soll nicht ausgeschlossen werden.

Der scheidende Chairman der Londoner Finanzaufsichtsbehörde, Howard Davies, hat kürzlich zu Recht darauf hingewiesen, dass der so genannte Financial Services Action Plan der EG-Kommission nicht weniger als 42 Richtlinien enthalte, von denen bisher nur ganz wenige auf dem Finanzmarkt voll umgesetzt seien. Es stehen, wie wir alle wissen, an: Basel II, die Marktmissbrauchsrichtlinie, die auch das Insider-Recht ausdehnt,

eine neue Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, eine neue Prospektrichtlinie für öffentliche Wertpapierangebote und an Regulated Markets gehandelte Wertpapiere, eine neue Transparenzrichtlinie, die auch Zulassungsfolgepflichten wie Quartalsinformationen vorschreibt, und anderes mehr. Es ist eine Revolte der Kapitalmarktakteure zu befürchten, wenn diese das Ausmaß der Kosten erkennen.

Viele der Neuregelungen segeln unter dem Etikett Markttransparenz und Anlegerschutz, also grundsätzlich hehren und beifallswürdigen Zielen. Soweit sie für Anleger und Fachpresse essentielle Informationen enthalten, sind sie zu begrüßen. Doch ist das Anlegerbild der EG zu überprüfen. Ein Schutzniveau, das Anleger generell mit Verbrauchern gleichstellt, scheint mir überzogen. Auch die Witwe, die ihr letztes Kapital anlegt und dann falsch beraten wird, gibt es kaum. Selbst die Mitglieder der Aktionärsvereinigungen sind, so nehme ich an, keine Arbeitnehmer mit niedrigem Einkommen. Zu den für die Beteiligten wesentlichen Informationen sind danach beispielsweise Angaben im Prospekt über Hauptaktionäre und sonstige Personen, die das Unternehmen tatsächlich oder potenziell kontrollieren, und Angaben über die Bedingungen von Geschäften mit verbundenen Personen oder Unternehmen zu zählen. Auch die Konditionierung des Marktes vor einer Emission wird für den Investor oft entscheidungserheblich sein. Entsprechende Regelungen in der neuen Prospektrichtlinie sind deshalb zu befürworten. Doch wird durch die Richtlinie zugleich die Kontrolldichte in großem Umfang verstärkt, und es werden Befugnisse der BaFin ausgeweitet. Streichungen hingegen, die einer Overload Information entgegenwirken, habe ich nicht entdecken können.

## II.

Die folgenden Bemerkungen zu den drei Zyklen des Unternehmens kann ich nur gedrängt vortragen.

Erstens: Ich bin der Auffassung, dass die Entscheidung über ein Going Public der Zustimmung der Hauptversammlung unterliegen sollte und dass sie als satzungändernde Entscheidung mit qualifizierter Mehrheit erfolgen muss, da eine solche Kapitalerhöhung einer faktischen Satzungsänderung gleichkommt. Zwar verschlechtert sich durch das Going Public die mitgliedschaftliche Stellung der Aktionäre nicht. Im Gegenteil: Höchststimmrechte entfallen, die Publizität der Gesellschaft erhöht sich. Das führt zu besserem Anlegerschutz, auch der Minderheit. Der Übergang zur Public Corporation verändert unter Kapitalmarktgesichtspunkten die AG jedoch in einem einer faktischen Satzungsänderung entsprechenden Maße. Die Aktionäre sind nun der freien, aber auch rauerer Luft des Kapitalmarkts ausgesetzt, der Kreis der Aktionäre ist unbegrenzt, es drohen Übernahmegefahren, die Aktionäre unterfallen den Pflichten und Sankti-



onen des Wertpapierhandelsrechts. Das Aktienrecht hat diese Kapitalmarktaspekte zu berücksichtigen.

Gleiches sollte für das Delisting gelten. Es ist interessant, dass ein prominentes Mitglied des gesellschaftsrechtlichen Senats des Bundesgerichtshofs noch jüngst bemerkt hat, das Betreiben des Delisting könne nicht als Eingriff in das Eigentum der Aktionäre gewertet werden. Gerade darauf stützt die „Macrotron“-Entscheidung dieses Senats aber die Zustimmungspflicht der Hauptversammlung und die Abfindung, die sich daran anschließt. Im Ergebnis ist dem zuzustimmen. Doch sollte an die Stelle der verfassungsrechtlichen Begründung die kapitalmarktrechtliche treten. Der Gesellschaft wird durch das Delisting die Kapitalmarktfähigkeit genommen.

Zweitens: Bekanntlich waren im Regelwerk für den Neuen Markt Lock-up-Verpflichtungen vorgesehen. Das heißt, es mussten vom Emittenten Erklärungen der Altaktionäre eingeholt werden, ihren Bestand für ein halbes Jahr einzufrieren. Das ist im neuen Prime Standard des Geregelteten Marktes gestrichen worden. Dies liegt sicherlich im Interesse des Emittenten und erleichtert den Börsengang, ist aber trotzdem bedenklich. Die Lock-up-Verpflichtung sollte neben anderen Instrumenten dem „Kasse-Machen“ der Altaktionäre entgegenwirken. Sie sollte beibehalten werden und kann nun auch in der Börsenordnung geregelt werden.

Drittens: Auf die Bedeutung marktkonditionierender Ankündigungen vor Emission wurde bereits hingewiesen. Ein öffentliches Angebot wird aber nur dann angenommen werden können, wenn eine Ankündigung, eine Broschüre oder Ähnliches Mitteilungen enthalten, die entscheidungserhebliche Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthalten. Diese Umschreibung ist viel weiter als die der BaFin, die eine konkrete Möglichkeit zum Erwerb des Papiers verlangt. Doch liegt sie auf der Linie der neuen Prospektrichtlinie der EG und erlaubt eine angemessene Abgrenzung.

Dies bedeutet auf der anderen Seite, dass marktkonditionierende Broschüren, Anzeigen und Werbemaßnahmen nicht den inhaltlichen Anforderungen eines Prospekts entsprechen müssen. Mein Vorschlag geht dahin, im Interesse des Anlegerschutzes den Anwendungsbereich der so genannten bürgerlichen Prospekthaftung auf solche konditionierende Veröffentlichungen auszudehnen, jedoch auf eine Haftung für die Richtigkeit der Angaben mit dem Haftungsmaßstab der speziellen Prospekthaftung zu beschränken. Dafür spricht auch, dass nach neuem Zivilrecht die kaufrechtliche Haftung für unrichtige Aussagen über Eigenschaften der Sache in der Werbung zu Sanktionen führt. Es treten dann die kaufrechtlichen Sanktionen ein. Wertpapiere sind eine intricate merchandise, das rechtfertigt vielleicht sogar eine a fortiori-Argumentation.

Viertens einige Bemerkungen zu den Zulassungsfolgepflichten, speziell den Zwischenberichten und Quartalsberichten: Zwischenberichte werden auch im General Standard des Geregelten Marktes verlangt. Das widerspricht geltendem Recht. Die Börsenordnung der Wertpapierbörse in Frankfurt ist insofern nicht in Ordnung. Zwischenberichte, die im Amtlichen Markt von Gesetzes wegen vorgesehen sind, können dagegen im Prime Standard des Geregelten Marktes durch die Börsenordnung vorgeschrieben werden.

Die parallele Frage der Quartalsberichte ist durch das von der Firma Porsche angestrebte Verfahren besonders aktuell. Das Börsengesetz schreibt in keinem Marktsegment Quartalsberichte vor. Meines Erachtens können sie jedoch im Prime Standard des Amtlichen und des Geregelten Marktes durch die Börsenordnung vorgeschrieben werden. Denn im Prime Standard darf, was die Zulassungsfolgepflichten angeht, in einzelnen Beziehungen von den allgemeinen Regeln abgewichen werden. Dazu gehören auch Quartalsberichte, zumal das EG-Recht im Entwurf der Transparenzrichtlinie Quartalsangaben generell vorsieht.

Fünftens: Das Thema Marktaustritt ist in der jüngsten Zeit besonders aktuell geworden und hat leider größere Bedeutung erlangt als das Going Private. Der Marktaustritt kann juristisch betrachtet in ganz unterschiedlicher Form erfolgen. Es gibt das börsenrechtliche Delisting auf Antrag des Emittenten, es gibt die Überführung der börsennotierten AG in eine nicht börsennotierte oder nicht börsenfähige Gesellschaft mit Hilfe des Umwandlungsrechts, das so genannte kalte Delisting. Als Varianten sind die Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte AG, eine GmbH oder Kommanditgesellschaft, die Aufspaltung in zwei nicht börsennotierte Unternehmen und der Rechtsformwechsel in eine nicht börsenfähige Rechtsform zu nennen. Daneben führen Squeeze-out, Eingliederung und übertragende Auflösung notwendig zu einem Delisting. In allen Fällen entfällt die Börsennotierung.

Aus Sicht der Anleger mag man die Forderung erheben, alle Fälle gleich zu behandeln und trotz unterschiedlicher Verfahren des Marktaustritts ein vergleichbares Schutzniveau zu gewähren. Dabei wird übersehen, dass der Aktionär zum Teil seine Beteiligung verliert - beim Squeeze-out, bei der Eingliederung -, zum Teil nur das Risiko eingeht, Gesellschafter einer nicht oder nur an einem anderen Platz oder in einem niedrigeren Marktsegment notierten Gesellschaft zu sein. Ferner ist darauf hinzuweisen, dass nach geltendem Recht bei der Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft überhaupt keine Barabfindung vorgesehen ist. Dies gilt auch bei Aufspaltung einer börsennotierten AG in zwei nicht börsennotierte Aktiengesellschaften und beim Formwechsel in eine andere Kapitalgesellschaft. Meines Erachtens überzeugt das gesamte System nicht, ebenso wenig wie die Begründung der „Macrotron“-Entscheidung des Bundesgerichtshofs. Es sind differenzierende Lösungen

geboten, die der Bedeutung der Börsennotierung gerecht werden, dem Minderheitsaktionär aber auch keine ungerechtfertigten Austrittsrechte und Ausgleichsansprüche einräumen.

Meine Thesen dazu: Ist der Handel des Wertpapiers auch nach erfolgreich beantragtem Widerruf der Zulassung an einem anderen inländischen oder ausländischen Regulated Market gewährleistet, bedarf es keines Austrittsrechts der Aktionäre.

Ein Austrittsrecht mit Barabfindung ist auch nicht geboten, wenn eine anderweitige zumutbare Veräußerungsmöglichkeit besteht. Sie besteht, wenn der Börsenkurs nach Ankündigung eines geplanten Delistings durch eine Ad-hoc-Mitteilung nicht erheblich absinkt oder den Aktionären nach Ankündigung eines geplanten regulären oder kalten Delisting ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot unterbreitet wurde. Die Gegenleistung richtet sich dann nach den Grundsätzen des § 31 WpÜG, die von denen der vollen Abfindung im Gesellschaftsrecht abweichen.

Liegen die eben genannten Voraussetzungen nicht vor, sollten reguläres und kaltes Delisting gleichbehandelt werden. Dann besteht ein Austritts- und Abfindungsrecht nach „DAT/Altana“-Grundsätzen, das heißt auch bei Verschmelzung auf eine nicht börsenfähige AG und in vergleichbaren Fällen.

Die vorgeschlagene Lösung verhindert eine ungerechtfertigte Spekulation auf ein Delisting, behandelt reguläres und kaltes Delisting gleich und verhindert, dass sich das Delisting als ein zu starkes Austrittshemmnis am deutschen Markt und damit zugleich als Marktzutrittsschranke auswirkt.

### **Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Professor Schwark, für diese kritischen Anmerkungen zum Thema Anlegerschutz und für die mitunter provokanten Thesen, die bestimmt der eine oder andere später in der Diskussion gerne als Vorlage nehmen wird. Zuvor kommen wir aber noch zum dritten Referenten in dieser Runde. Ich begrüße sehr herzlich Herrn Dr. Werner Brandt. Herr Dr. Brandt ist Mitglied des Vorstandes der SAP AG und dort für Finanzen und Administration zuständig. Er ist von Hause aus Betriebswirt und hat vor seiner Aufgabe bei SAP im Vorstand der Fresenius Medical Care AG gewirkt. Herr Dr. Brandt, Sie haben das Wort.

### 4.3 Dr. Werner Brandt Mitglied des Vorstands SAP AG, Walldorf



Meine Damen und Herren, ich möchte kurz über die Sichtweise und Erfahrungen der SAP berichten. Dabei werde ich mich auf das Going Public und auf das Being Public konzentrieren und nur wenige Anmerkungen zum Thema Going Private machen. Bevor ich zu meiner These zur Zukunft der Aktie komme, möchte ich Ihnen kurz die bisherigen Erfahrungen der SAP im Lebenszyklus aufzeigen und über diese berichten.

Die SAP ist jetzt über 31 Jahre alt und agiert seit 1992 global.

Anhand der Graphik sehen Sie das rasante Wachstum der SAP. Sie können aber auch erkennen, dass SAP drei Phasen durchlaufen hat, nämlich

Phase 1: nationale Präsenz,

Phase 2: Internationalisierung und

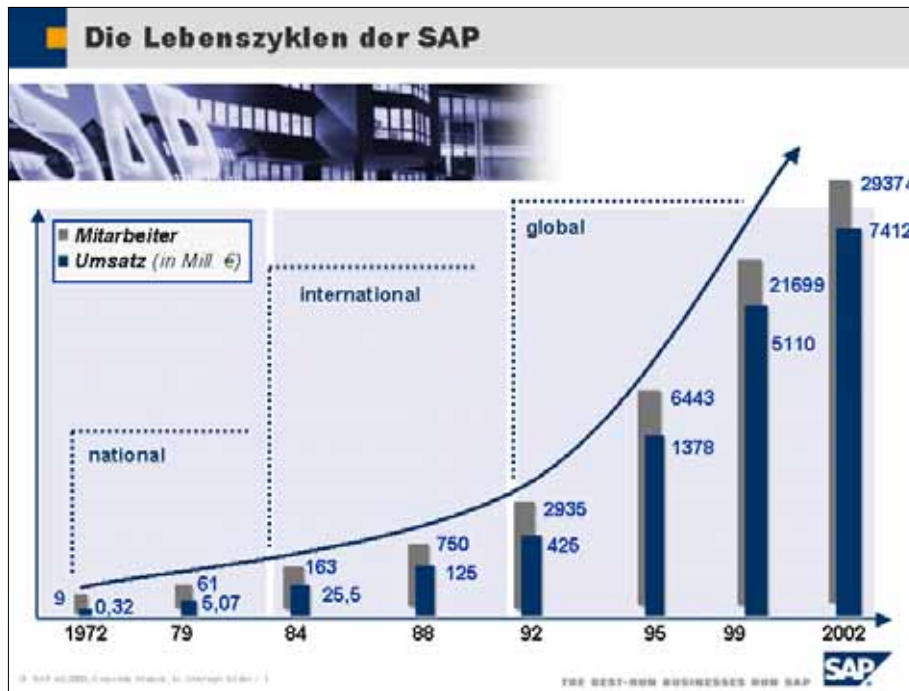
Phase 3: Globalisierung.

Übersetzt man dies in die Terminologie, die Herr Professor Rudolph in seinem Vortrag zum Lebenszyklus eingeführt hat, so entspricht die Phase 1 dem „Private-Bereich“ und die Phasen 2 und 3 dem „Public-Bereich“.

Die Aufteilung der Entwicklung der SAP in drei Phasen lässt sich an verschiedenen Aspekten festmachen. Hierzu gehören insbesondere das Produktangebot, die lokale Präsenz, die Finanzierung und Börsennotierung sowie die Corporate Governance und hier primär die Leitung des Unternehmens durch den Vorstand und die Überwachung durch den Aufsichtsrat.

Den Ausgangspunkt der gesamten Entwicklung der SAP zu dem, was sie heute ist, bildet unser Produkt. Hier zeigt sich ein direkter Weg von R/1 zu den Produkten R/2 und R/3 sowie den heutigen Folgeprodukten. Die lokale Präsenz bestand zunächst in einer Fokussierung auf Deutschland. Ihr folgte - mit einer Ausweitung des Geschäfts auf Europa - die Phase

der Internationalisierung, die schließlich mit einer weltweiten Präsenz in die Globalisierungsphase überging.



Die Finanzierung erfolgte in der ersten Phase durch Gründermittel und Fremdkapital. Mit dem Börsengang in Deutschland wurde die Phase 2 eingeleitet, in der die SAP auf eine Eigenkapitalfinanzierung mit Vorzugsaktien setzte.

### Die Lebenszyklen der SAP

	Phase 1: national	Phase 2: international	Phase 3: global
Produkt	R1	R2	R3 mySAP.com my SAP Business Suite
Lokale Präsenz	Deutschland	Europa	weltweit
Finanzierung	Gründermittel und Fremdkapital	Eigenkapital mit Vorzugsaktien	Eigenkapital ohne Vorzugsaktien
Börsennotierung	keine	deutsche Börsen	deutsche Börsen und NYSE
Unternehmensleitung	gründerdominiert	Mischung Gründer-Manager	managerdominiert
Aufsichtsrat	deutsche Vertreter	deutsche Vertreter mit internationalem Know-how	deutsche und ausländische Vertreter mit internationalem Know-how

Auch hier folgte eine Phase der Globalisierung, die durch eine Abschaffung der Vorzugsaktien und damit der Übernahme des Grundsatzes „eine Aktie - ein Stimmrecht“ geprägt war.

Auch die Börsennotierungen der SAP unterstützen das Bild der drei Phasen: Zunächst bestand keine Börsennotierung, dann war SAP an der Deutschen Börse gelistet und später zusätzlich an der New Yorker Börse. Die Unternehmensleitung präsentierte sich in der ersten Phase ganz klar gründerdominiert und in der zweiten Phase mit einer Mischung von Gründern und angestellten Vorständen. Mittlerweile haben wir auch hier die dritte Phase erreicht: eine rein managerdominierte Unternehmensleitung. Der Aufsichtsrat hat sich über die Phasen hinweg entsprechend entwickelt: In den Anfängen gab es nur deutsche Vertreter im Aufsichtsrat. Dieser wurde dann um deutsche Vertreter mit internationalem Know-how erweitert. Mittlerweile besteht der Aufsichtsrat der SAP AG aus deutschen und ausländischen Vertretern mit internationalem Know-how.

Welches sind nun die wesentlichen kapitalmarktbezogenen Erfahrungen, die SAP gemacht hat? Die Erfahrungen in der Phase 1 waren durch die Frage geprägt: Ist die SAP überhaupt ein überzeugender Börsenkandidat? Hintergrund der entsprechenden Zweifel war vor allem, dass Software zur damaligen Zeit noch ein relativ ungewohntes Produkt war. Dementsprechend wurde am Kapitalmarkt diskutiert, ob SAP überhaupt richtige „Assets“ produziere und ob man diese Produkte tatsächlich anfassen könne. Die Banken waren sehr zögerlich, ein solches Unternehmen bei einem IPO zu begleiten. Die SAP hat hier im Grunde genommen dieselben Erfahrungen gemacht wie Microsoft in Amerika bei ihrem ersten Börsengang.

Die Erfahrungen unserer beiden Börsengänge – 1988 in Deutschland und 1998 in den USA – sind nicht etwa identisch, was insbesondere an der unterschiedlichen Motivation liegt. Beim IPO im Jahr 1988 war unsere klare Zielsetzung, den erhöhten Kapitalbedarf aufgrund der internationalen Expansion zu decken. Zudem wurde durch den Börsengang die Möglichkeit eröffnet, Mitarbeiterbeteiligungsprogramme aufzusetzen, die langfristige Unabhängigkeit zu sichern und auch den Bekanntheitsgrad zu steigern. Die Motivation des US-Börsengangs war dagegen nicht der Kapitalbedarf. Vielmehr bestand die Zielsetzung darin, an unserem wichtigsten und größten Absatzmarkt Präsenz zu zeigen, die Kundennähe zu fördern und den Aktionärskreis zu erweitern. Dass uns dies gelungen ist, zeigt eine Analyse unserer aktuellen Aktionärsstruktur. Bezogen auf den Free Float (ca. 63 Prozent unseres Grundkapitals) werden mittlerweile 35 Prozent unserer Aktien von institutionellen Anlegern in den USA gehalten.

Hinzu kommt noch eine weitere Erfahrung mit dem Going Public. Im September 2000, also kurz vor dem Ende der Hype-Phase an den Börsen,

haben wir die Aktien unseres Tochterunternehmens SAP SI am Neuen Markt eingeführt. Die Aktie war 52-fach überzeichnet, die Erstnotiz lag mehr als 200 Prozent über dem Emissionskurs.

Auch unsere Erfahrungen mit dem Being Public sind vielfältig. SAP stieg 1995 in den DAX auf und wurde zunächst noch als Zwerg behandelt. Wir haben schnell gemerkt, dass Investor Relations sehr wichtig sind und für unser Unternehmen eine große Bedeutung haben. In der dritten Phase sind wir nunmehr an zwei Börsen in unterschiedlichen Jurisdiktionen mit unterschiedlichen Rechnungslegungsanforderungen und nicht harmonisierten Corporate Governance-Regeln gelistet. Bei einem Unternehmen, das mindestens von 80 Brokerfirmen gecovert wird, sind Investor Relations eine permanente Herausforderung, und die Betreuung der Aktionärsbasis ist ein ganz wichtiges Element.

Ich möchte besonders einen Problembereich dieser Phase ansprechen, und zwar das Problem der Hedge-Fonds. Grundsätzlich sind Hedge-Fonds sicherlich nicht negativ zu beurteilen. Zudem muss bei einer Analyse unterschieden werden zwischen dem Short Selling in der Reinkultur und der Nutzung von Leerkäufen für Arbitragegeschäfte, insbesondere im Zusammenhang mit Wandelanleihen. Problematisch wird es aber – und hier greife ich zurück auf eine Formulierung von Professor Gerke in einem Artikel in der jüngsten Ausgabe des „Finanzplatzes“ mit der Überschrift „Hedge-Fonds – Wunderwaffe oder Teufelszeug?“ –, wenn „Hedge-Fonds durch Marktmanipulation ihre Wettchancen aufpolieren“. Dies passiert in der Praxis meiner Erfahrung nach zu häufig. Hier müssen Publizitätspflichten etabliert werden, wie sie bereits in einigen Ländern bestehen. Man nimmt zwar bevorzugt die USA als Beispiel, es gibt aber auch andere Länder, wo derartige Pflichten inzwischen gang und gäbe sind, wie Holland, Spanien und Australien. Dass dies nur einige Beispiele sind, zeigt der im Juni dieses Jahres veröffentlichte „Report on Transparency of Short Selling“, herausgegeben von dem Technical Committee der IOSCO (International Organization of Securities Commissions). Diese Studie unterstreicht auch die Notwendigkeit, hinsichtlich dieser Publizität weitere Maßnahmen zu ergreifen.

Nun komme ich zu meiner These:

*Die Aktie braucht für eine positive Zukunft ein optimales Maß an Transparenz, und zwar sowohl bei den Emittenten als auch bei den Anlegern.*

Betrachten wir zunächst die Emittentenseite: Zu niedrige Transparenzanforderungen können dazu führen, dass das Vertrauen der Anleger in die Unternehmen und damit auch in die Aktie als Anlageform schwindet. Wir haben diese Entwicklung gerade erlebt, und deshalb ist es nicht verwunderlich, dass die Bemühungen in den USA mit dem Sarbanes-Oxley Act darauf abzielen, die Transparenz auf der Emittentenseite zu erhöhen

und das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen. Im Vordergrund dieser Bemühungen steht zwar die externe Finanzberichterstattung. Es geht jedoch nicht allein um die Ausweitung der extern zu kommunizierenden Information. Die neuen Anforderungen beziehen sich auch auf die Gestaltung der innerbetrieblichen Prozesse, die sowohl durch neuerdings geforderte Informationen beschrieben als auch zur Ermittlung und Bereitstellung der Information eingerichtet und durchlaufen werden müssen. Die SEC hat Ausführungsregelungen zu diesem Gesetz erlassen, unter anderem bezüglich der folgenden Punkte:

- Angabepflichten zu bilanzunwirksamen Geschäften
- Restriktionen bei der Veröffentlichung von Pro-Forma-Zahlen, also für Kennzahlen, die nicht unmittelbar der US-GAAP-Rechnungslegung entstammen;
- Anforderungen an das interne Kontrollsystem des gesamten Unternehmens und an die Berichterstattung über dieses System;
- Empfehlung, ein so genanntes „Disclosure Committee“ einzurichten sowie
- Angabepflichten zur Existenz eines Code of Ethics im Unternehmen.

Die Umsetzung dieser Maßnahmen ist ein äußerst komplexer Vorgang. Bei der SAP haben wir unmittelbar nach Veröffentlichung des Gesetzes Ende 2002 ein Gesamtprojekt aufgesetzt, innerhalb dessen insgesamt 34 Teilprojekte zu koordinieren und zu bearbeiten waren. Die einmaligen Aufwendungen für die Implementierung betragen ungefähr zwei Millionen Euro. Wir gehen außerdem davon aus, dass wir jährlich noch einmal diesen Betrag aufwenden müssen, um den Sarbanes-Oxley-Anforderungen auch weiterhin zu genügen.

Man mag darüber streiten, ob mit dem Sarbanes-Oxley Act bereits eine Überregulierung erfolgt ist. In jedem Fall ist jedoch ein Regulierungsniveau erreicht worden, das nicht mehr überschritten werden darf. Ähnlich ist auch die Forderung nach einer weitgehenden Konvergenz zwischen US-GAAP und IAS zu werten. Eine parallele Berichterstattung ist bei einer deutlichen Abweichung zwischen den beiden Standards für Emittenten schlichtweg nicht mehr zu bewältigen und für den Anwender nicht mehr zu verarbeiten. Wir erreichen dann einen Grad der Informationsüberlastung, der alle, die nicht über einen hochkarätigen Sachverstand verfügen, eher verwirrt als unterstützt.

Die Transparenz auf Anlegerseite wird nur selten thematisiert. Gleichwohl existieren verschiedene Vorschriften zu diesem Thema. Hierzu ge-



hören beispielsweise die Publizitätspflichten beim Director's Dealings nach § 15a Wertpapierhandelsgesetz und die Meldepflichten bei Überschreiten bestimmter Beteiligungsquoten nach § 21 WpHG in Verbindung mit dem Aktiengesetz. Einerseits dienen diese Publizitätspflichten – wie auch die von den Unternehmen publizierten Informationen – der Gesamtheit der Anleger des Unternehmens und den Unternehmen selbst. Andererseits schrecken zu hohe Transparenzanforderungen Investoren ab und beeinträchtigen damit den Aktienhandel.

Gerade bei den Director's Dealings sind in der Vergangenheit in Deutschland sowie auch in anderen europäischen Staaten unterschiedliche Transparenzniveaus diskutiert und implementiert worden. Hier verweise ich nur auf die Debatten um die Einbeziehung des Managements von Tochtergesellschaften und von Familienangehörigen sowie die Einführung einer De-minimis-Klausel. In der Praxis sind diese Publizitätserfordernisse nur schwer umsetzbar, weil die Unternehmen zu einem großen Teil mit den Berichtspflichtigen in keinem direkten Kontakt stehen.

Die Publizität von Hedge-Fonds-Aktivitäten habe ich bereits erwähnt. Lassen Sie mich zum Abschluss noch einmal kurz darauf eingehen, weil auch dies einen wesentlichen Aspekt der Publizität auf Anlegerseite darstellt:

Ich begrüße die vorgesehene Erleichterung der Auflage von Hedge-Fonds, da damit dem Anlegerinteresse Rechnung getragen wird. Allerdings dürfen die Aktivitäten der Hedge-Fonds nicht zu Lasten der börsennotierten Unternehmen und ihrer Aktionäre gehen. Hier kann, wie bereits erwähnt, durch Publizität korrigierend eingegriffen werden. Ich plädiere daher für die Aufnahme entsprechender Regelungen in das Investmentmodernisierungsgesetz. Dabei gilt es, ein ausgewogenes Maß an Publizität zu finden, das weder die Hedge-Fonds noch die Unternehmen benachteiligt. Auf der Suche nach diesem optimalen Publizitätsniveau sollte man die Vorschriften anderer Länder analysieren, denn letztlich müssen wir die Publizitätspflichten auch auf europäischer und globaler Ebene harmonisieren.

#### 4.4 Diskussion

##### **Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Dr. Brandt, für diese anschauliche Schilderung des Lebenszykluskonzeptes am Beispiel der SAP, jedenfalls was die Phasen „Going Public“ und „Being Public“ anbelangt. Wir wünschen uns alle und Ihnen natürlich, dass die Phase „Going Private“ so schnell nicht kommen wird – oder überhaupt nicht. Gerade SAP ist mit Blick auf das Lebenszykluskonzept ein wunderbares Beispiel, weil man diesem Unternehmen ja zumindest in der Vergangenheit nachgesagt hat, es sei ein Ein-Produkt-Unternehmen, und da bei solchen Unternehmen gerade solche Lebenszykluskonzepte wesentlich früher greifen als bei anderen. Allerdings hat Herr Brandt geschildert, dass es inzwischen eine ganze Reihe anderer Produkte gibt und dieses Unternehmen mittlerweile breiter aufgestellt ist.

Da wir für die Diskussion leider nur noch eine Viertelstunde haben, möchte ich gleich in die Runde schauen und um Wortmeldungen bitten. Professor Wenger!

##### **Prof. Dr. Ekkehard Wenger:**

Ich habe nichts gegen Lebenszyklen, wenn es um Börsengänge und Börsenrückzüge geht. Die Frage ist nur, wie die Lebenszyklen organisiert sind. Im Moment läuft es ungefähr so, dass Großaktionäre beim Börsengang Kasse machen wollen. Sie kaufen sich einen Investmentbanker oder einen Wirtschaftsprüfer ein, der die Ertragsperspektiven hochjubelt, so dass ordentlich Geld in die Kasse kommt. Danach wird dann das Unternehmen so allmählich von der Realität eingeholt, der Aktienkurs dümpelt vor sich hin, das Interesse lässt eines Tages nach, und irgendwann ist der Aktienkurs dann so tief, dass der Großaktionär oder derjenige, der ihm sein Paket abgekauft hat, glaubt, jetzt sei die Gelegenheit günstig, den Streubesitz wieder abzuschaffen. Erneut kauft man sich Investmentbanker oder Wirtschaftsprüfer, die die Sache natürlich richtig schön runterrechnen. Bei Wirtschaftsprüfern ist es im Moment üblich, dass mit Kalkulationszinsfüßen diskontiert wird, die schon bei der risikolosen Basiszinskomponente ein halbes Prozent oder auch eineinhalb Prozentpunkte zu hoch liegen. Anschließend rechnet man noch Risikozuschläge von fünf Prozent für das Marktrisiko dazu, obwohl die Marktrisikoprämie im Moment empirisch praktisch bei Null liegt. Wenn man das alles richtig schön organisiert, kann man den Streubesitz, den man teuer eingeladen hat, wieder billig los werden. Dann – und das ist das Entscheidende bei diesem Lebenszyklusmodell – gibt es noch Leute, die genau bei einem solchen Anlass erklären: Wenn die Kapitalmarktbedingungen wieder stimmen – sprich, wenn man die nächste Generation von Streubesitzern

über den Löffel balbieren zu können hofft –, dann gehen wir wieder an die Börse.

Ein solches Squeeze-out, wo derartige Intentionen sogar zu Protokoll gegeben werden, habe ich gerade angefochten – die Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre übrigens auch. Ich will jetzt gar nicht auf das verfassungsrechtliche Problem eingehen, also darauf, ob mir jemand etwas mit dem erklärten Ziel wegnehmen darf, es demnächst teurer wieder zu verkaufen. Es geht mir hier vielmehr um die Frage, ob der Kapitalmarkt unter solchen Bedingungen funktionieren kann, wenn die Zeichner dieses Vorgehen durchschauen. Man würde unter solchen Bedingungen eben in Zukunft keine Zeichner mehr für Neuemissionen finden. Im Moment ist der Emissionsmarkt tot, und ich hoffe, er bleibt es noch lange. Nur ein richtig toter Emissionsmarkt bringt den Gesetzgeber und die vielen anderen Streubesitzentrichter, die so herumlaufen, vielleicht irgendwann zur Besinnung und zu der Einsicht, dass es so nicht weiter gehen kann.

Eine Bemerkung erlaube ich mir dann auch noch zu dem „Macrotron“-Urteil. Ich habe vom Referenten Schwark gehört, dass dieses Urteil das Vorfeld nicht so richtig berücksichtige. Er hat angedeutet, man könne dem Streubesitzer ja vielleicht auch zumuten, dass er vorher irgendwelche Abfindungsangebote annimmt, damit er dann nicht das Opfer des Delistings wird. Dazu kann ich nur eines sagen: Warum soll jemand als Streubesitzer das Abfindungsangebot eines Großaktionärs annehmen, der einem die Ertragsperspektiven verheimlicht mit der Folge, dass im Laufe der Zeit die Angebote – für Macrotron in diesem Fall – immer größer werden, weil sich zeigt, dass immer alles besser ist, als es zunächst aussah. Deshalb begrüße ich ganz eindeutig, dass der Bundesgerichtshof mit dieser Entscheidung verfügt hat, dass die Streubesitzer in Zukunft eben nicht mehr beim Delisting auf ein Schmutzangebot eines Großaktionärs hereinfliegen, der die Ertragsperspektiven so verheimlicht, dass diejenigen, die diese Angebote annehmen, sich jetzt – zwei Jahre später – totärgern müssen, weil sich die Abfindungsangebote in der Zwischenzeit verdoppelt haben. Ich war einer von den Macrotron-Aktionären, die bis zum Schluss dabeigeblichen sind. Das hat sich auch richtig schön bezahlt gemacht. Alle anderen, die auf die Deppenangebote hereingefallen sind, sind geprellt worden. Wenn man unter diesem Gesichtspunkt jetzt dem Bundesgerichtshof vorwirft, er habe die Vorgeschichte nicht richtig berücksichtigt, dann muss ich sagen, bin ich hier ausnahmsweise einmal auf der Seite des Bundesgerichtshof – auch insofern, als diese BGH-Entscheidung ja immerhin eins bewirkt hat: Der Anschlag unserer Börsenfunktionäre auf den Streubesitz, die das Pflichtangebot beim Delisting einfach aus der Börsenordnung gestrichen haben, ist durch den Bundesgerichtshof ad absurdum geführt worden – Gott sei Dank.

**Claus Döring:**

Vielen Dank für dieses Statement. Da dies wohl keine Frage war, erübrigt sich auch eine Antwort. Frau Professor Müller!

**Prof. Dr. Sigrid Müller:**

Ich lehre Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin. Im Gegensatz zu Herrn Kollegen Wenger hätte ich eigentlich ganz gerne einen funktionierenden Primärmarkt, und zwar recht bald wieder. Ich denke, wir haben ein generelles Problem beim Primärmarkt, egal welches Land wir uns anschauen. Wir alle haben in der einen oder anderen Variante schon einmal erlebt, dass wir dem Fluch des Gewinners unterliegen. Das heißt, alle Primärmärkte haben folgendes Problem: Wenn immer wir eine Aktie bekommen, ist es meist eine Aktie, die nicht so toll ist. Wenn wir allerdings bei der Allokation nicht dabei sind, dann ist es eine vorzügliche Aktie. Dieses Phänomen ist wohlbekannt und hat nichts mit Betrug oder Ähnlichem zu tun, sondern mit der Ausgestaltung der Handelsregeln. Ich denke, wir sollten in diesem lauen Primärmarkt prüfen, ob wir unsere Handelsregeln nicht ein bisschen besser, ein bisschen effizienter gestalten können. Und wir sollten uns ruhig trauen, das Book-Building-Verfahren etwas beiseite zu legen – auch das Festpreisverfahren, das dasselbe Problem hat – und mutig einmal mit Auktionen arbeiten. Das hat zusätzlich den Vorteil – dies weiß man aus der Theorie und auch aus der Empirie –, dass wir ein zweites Problem lösen, nämlich das des Underpricing. Dann müssen wir vielleicht nicht mehr in der Tagesschau zuschauen, wie Jungunternehmer ihren Champagner verspritzen, obwohl beim Börsengang eigentlich viel Geld verloren gegangen ist. Meine Frage ist nun: Sollten wir nicht einfach den Schritt wagen und Auktionen veranstalten – dies dann natürlich mit klaren Allokationsregeln, deren Anwendungen veröffentlicht werden (wer bekommt was wann unter welchen Bedingungen?).

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Auf diese Frage antwortet Ihnen Professor Rudolph.

**Prof. Dr. Bernd Rudolph:**

Frau Müller, ich möchte natürlich nicht nur antworten, dass ich das ganz genauso sehe wie Sie. Ich glaube aber, es verkürzt die Diskussion, wenn wir dabei nur auf das Emissionsverfahren abstellen. Es geht sicherlich auch um die Zeit danach, beispielsweise um das Delisting oder um die Abfindung. Ich greife einmal den Fall der Abfindung der Wella-Vorzugsaktionäre als Beispiel heraus. Dabei möchte ich jetzt nicht juristisch die Zulässigkeit prüfen. Als Ökonom kann ich aber feststellen, dass

der Markt offenbar bei gleicher Informationsverteilung dafür gesorgt hat, dass die Vorzugsaktien in der Vergangenheit (also vor dem Abfindungsangebot) deutlich über den Stammaktien notierten. Wenn diese Rangfolge dann durch das Abfindungsangebot konterkariert wird und die Vorzugsaktionäre von einem auf den anderen Tag, nachdem die kontrollierenden Stammaktionäre ganz offensichtlich einen für sie befriedigenden Deal gemacht haben, nicht mehr wie bislang an dem vollen Wert partizipieren, sondern auf einer Zweidrittelbasis abgefunden werden, dann ist das nicht nur für die betroffenen Vorzugsaktionäre enttäuschend, sondern muss auch Rückwirkungen auf den gesamten Markt haben. Ich glaube, dass nicht nur Kleinaktionäre, sondern auch institutionelle Anleger bei solchen Vorkommnissen eigentlich von einer Anlage in Vorzugsaktien zurückschrecken müssen, weil sie nicht wissen, wie die Partizipation ihrer Vorzugsaktien am Unternehmensergebnis in zwei, drei, vier oder fünf Jahren aussieht. Nicht nur das Sicherstellen des Hineingehens in den Markt, sondern auch die fairen Ausstiegsmöglichkeiten scheinen mir also ein wichtiges Problem darzustellen.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Gibt es weitere Wortmeldungen? Frau Keitel!

**Reinhild Keitel:**

Vielleicht eine Ergänzung zu dem, was Professor Wenger im Hinblick auf das Macrotron-Urteil äußerte. Professor Wenger sagte, die Börsenordnungen, die ein Delisting ohne Abfindungsangebot – teilweise ja auch ohne Hauptversammlungsbeschluss – vorsehen, seien durch das Urteil ad absurdum geführt. Ich möchte nur darauf hinweisen, dass sie aber leider noch existieren. Ich selber habe an die Frankfurter Börse, an den Börsenrat geschrieben, man möchte doch die Börsenordnung in diesem Punkt ändern. Dass das Urteil Emittenten nicht gefällt, das verstehe ich ja. Aber die Börsen leben von den Anlegern und den Emittenten, also von beiden Seiten. Im Sinne des Anlegerschutzes allerdings sollte die Börsenordnung z.B. der Frankfurter Börse – aber auch die der Münchner, in der eine ähnliche Bestimmung steht – entsprechend ergänzt werden. Ich habe auf diese Anregung hin nicht mal eine Antwort bekommen, so viel zum Anlegerschutz auch von Seiten der Börse.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Herr Professor Hellwig.

**Prof. Dr. Hans-Jürgen Hellwig:**

Mein Name ist Hellwig. Nachdem Herr Schwark mich eben in seinen Ausführungen angesprochen hat, wollte ich mich doch kurz dazu äußern. Herr Schwark, diese Diskussion hier macht deutlich, wie richtig es ist, dass die Börsenordnung die Frage des Pflichtangebots nicht regeln kann. Der Großaktionär hat ein Interesse daran, dass es überhaupt kein Pflichtangebot gibt oder – wenn es denn dann schon unvermeidbar ist – dass es möglichst billig ist. Der Kleinaktionär hat ein Interesse daran, dass es möglichst teuer wird. Die Börse als Anstalt des öffentlichen Rechts hat zwar die Satzungsgewalt, sprich die Gewalt, durch die Börsenordnung Regelungen zu erlassen. Eine Anstalt ist aber begrenzt auf die Anstaltsbenutzer. Weil Großaktionär und Kleinaktionäre keine Anstaltsbenutzer sind, unterliegen sie nicht der Anstaltsgewalt der Börse. Die Börsenordnung kann sie also nicht binden. Das ist ein verwaltungsrechtliches Argument.

Jetzt kommt das verfassungsrechtliche Argument, nämlich das Wesentlichkeitsprinzip nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts. Es ist aus den Diskussionen eben sehr deutlich geworden, dass die Frage des Abfindungsangebots zumindest eigentumsrelevant ist. Es ist für das Wesentlichkeitsprinzip nicht erforderlich, dass das totale Delisting eine Eigentumsverletzung im Sinne von Art. 14 GG darstellt und deshalb zur Abgabe eines Abfindungsangebots verpflichtet. Das Bundesverfassungsgericht hat die Satzungsgewalt von Körperschaften des öffentlichen Rechts – und für Anstalten kann nichts anderes gelten – früher in dem Sinne eingeschränkt, dass die Satzungsgewalt nicht Grundrechte Dritter verletzen darf. Die neue Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist davon abgerückt und sagt: Die Satzungsgewalt darf nicht die *Interessen* Dritter *berühren* – „Interessen“, nicht mehr Grundrechtspositionen, und nicht mehr „verletzen“, sondern „berühren“. Dass die Interessen Dritter berührt sind, wenn es um die Höhe des Pflichtangebotes geht und – an erster Stelle – um die Frage, ob überhaupt ein Pflichtangebot erforderlich ist, lässt sich eigentlich nicht bezweifeln. Konsequenz dieser Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist es dann, dass der Gesetzgeber hier selber handeln muss, zumindest in dem Sinne, dass er dem Börsenordnungsgeber, also der einzelnen Börse, im Börsengesetz inhaltliche Vorgaben macht, wie denn das Pflichtangebot auszusehen hat. Gerade das ist aber im Börsengesetz nicht geschehen, so dass sich auch unter dem Aspekt einer Ermächtigung an den Börsenordnungsgeber eine Satzungsgewalt der Börse, durch die Börsenordnung diese Frage zu regeln, nicht begründen lässt.

Ich meine, die Diskussion, die wir hier eben erlebt haben mit den unterschiedlichen Positionen – der eine will gar kein Pflichtangebot oder ein möglichst niedriges, der andere ein möglichst hohes –, hat deutlich gemacht, dass man diesen Punkt nicht den Wechselfällen der Entschei-

dungsgremien in den Börsen überlassen kann, sondern dass hier der Gesetzgeber aufgefordert ist, für eine bundesrechtlich einheitliche Regelung zu sorgen. Bisher ist das nicht geschehen. Deswegen war es erforderlich, im Urteil Macroton – vorbereitet durch die MotoMeter-Entscheidung -, also durch Richterrecht, zu den durch Art. 14 GG gebotenen Regelungen zu kommen.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Meine Damen und Herren, wir haben jetzt intensiv einige Spezialthemen auch im Zusammenhang mit Going Private diskutiert. Da muss man sich nicht wundern, wenn vielleicht der eine oder andere Going-Public-Kandidat angesichts solch schwieriger Themen und zunehmender Anforderungen, die an eine börsennotierte Gesellschaft gestellt werden, beim Gedanken an ein IPO zurückzuckt. Herr Brandt, mich würde Folgendes interessieren: Welches ist denn aus Ihrer Sicht das rechte Maß an Transparenz, das ein Unternehmen, wenn es an den Markt kommt, bieten muss? Wir haben von Professor Schwark die These gehört, dass beispielsweise für ein Unternehmen, das im General Standard gelistet wird, die vorgeschriebenen Zwischenberichte an sich gesetzeswidrig sind. Das werden manche gern gehört haben, die sich allein durch Zwischenberichte schon überfordert fühlen. Welches ist aber das richtige Maß? Gerade die großen Gesellschaften, zu denen Sie gehören, gehen ja über die übliche Quartalsberichterstattung schon hinaus mit Midquarter-Updates und Ähnlichem. Ich meine, damit setzt man ja auch Maßstäbe und weckt Erwartungen bei den Investoren!

**Dr. Werner Brandt:**

Ich denke, jedes Unternehmen sollte seinen Aktionären diejenigen Informationen zur Verfügung stellen, die diese für ihre Entscheidungen brauchen. Die Diskussion, ob Quartalsberichte gesetzeswidrig sind oder nicht, halte ich für zweitrangig. Wenn der Kapitalmarkt fordert, dass Quartalsberichte erstellt werden, dann sollte sie jeder Emittent mit der erforderlichen Sorgfalt erstellen, um die von den Anlegern benötigten Informationen zu kommunizieren, die das Ergebnis, die Vermögenslage und den weiteren Fortgang des Geschäfts betreffen.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Herr Professor Schwark!

**Prof. Dr. Eberhard Schwark:**

Ich bin hier mehrfach angesprochen worden. Zunächst von Ihnen, Herr Hellwig. Ich stimme mit Ihnen darin überein, dass wohl mehr geschehen

muss als ein BGH-Urteil. Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht müssen aufeinander abgestimmt werden. Es ist ja so, dass nach dem Börsengesetz der Handel eines Wertes auch eingestellt werden kann, wenn kein Markt vorhanden ist. Man hätte also im Falle Macrotron angesichts des ganz geringen Free Float auch von Amtes wegen den Handel einstellen können. Was dann der Bundesgerichtshof oder das Verwaltungsgericht gesagt hätten, weiß man nicht. Wahrscheinlich wäre der Bundesgerichtshof dann mit dieser Angelegenheit überhaupt nicht befasst worden, sondern allein die Verwaltungsgerichte.

Zu den ganz wenigen Macrotron-Aktionären hat offenbar auch Herr Kollege Wenger gehört. Er ist damit ein typisches Beispiel für Aktionäre, die auf eine hohe Abfindung spekuliert haben. Mein Vorschlag, Herr Wenger, ging dahin, dass es beim Delisting diese Abfindung nicht gibt, wenn vorher, aber nach Ankündigung des geplanten Delistings ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot des Großaktionärs erfolgt.

Die Höhe der Abfindung bemisst sich nach § 31 WpÜG und der Angebotsverordnung, das heißt in erster Linie nach dem Börsenpreis während einer Referenzperiode, ausnahmsweise nach dem Unternehmenswert, wenn der Markt nicht hinreichend liquide ist oder der Kurs evident den aktuellen Beteiligungswert nicht abbildet. Dies lässt sich alles in den Kommentaren zu § 31 WpÜG nachlesen und stellt meines Erachtens eine angemessene Lösung dar. Sie konnten ja auch nach dem Delisting Aktionär bleiben, Herr Wenger, es hielt Sie keiner davon ab. Sie hätten dann den Mitgliedschaftswert Aktie behalten. Delisting stellt eben keine Entzignung dar!

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Professor Schwark. Wir sehen uns nach einer kurzen Pause um 15.30 Uhr wieder, um die Diskussion mit dem Thema „Unternehmensverfassung und Corporate Governance“ fortzusetzen.



## 4.5 Literaturhinweise

### Quellen:

APAX PARTNERS / EIU: The Double Helix: Entrepreneurship and Private Equity, 2002.

BUNDESGERICHTSHOF („MACROTRON“): Urteil vom 25.11.2002 – II ZR 133/01 , abgedruckt in: Neue Juristische Wochenschrift 2003, S. 1032.

BUNDESVERFASSUNGSGERICHT („DAT/ALTANA“): Beschluss vom 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, abgedruckt in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1999, S. 1486 = BVerfGE 100, 289.

KAMMERGERICHT BERLIN („GREENSHOE“/SENATOR-ENTERTAINMENT AG): Urteil vom 22.08.2001 – 23 U 6712/99 , abgedruckt in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2001, S. 2178.

KEMPER, O. / SCHIERECK, D.: Going Privates in Deutschland (I, II), in: Das Wirtschaftsstudium 2002, Teil I: S. 88 ff., Teil II: S. 217 ff.

### Weiterführende Literatur:

BASCHA, A.: Hybride Beteiligungsformen bei Venture Capital. Finanzierung und Corporate Governance in jungen Unternehmen, Wiesbaden 2001.

BURGHOF, H.-P. / RUDOLPH, B.: Innovation und Börse: Ein ökonomisches Modell zur Bedeutung des going public für die Finanzierung junger Technologieunternehmen, in: Franke, N. / Braun, CF. (Hrsg.), Innovationsforschung und Technologiemanagement, Berlin et al. 1998, S. 249 ff.

BURGHOF, H.-P. / SCHILLING, D.: Going Private als Corporate Governance-Transaktion, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 2003, S. 117 ff.

MAUG, E.: Ownership Structure and the Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to go Public, Working Paper, Duke University, 2000.

RUDOLPH, B.: Finanzierungsstrukturen für die deutsche Wirtschaft, in: Deutsche Börse Group (Hrsg.), Kapitalmarkt Deutschland. Erfolge und Herausforderungen, Frankfurt 2003, S. 7 ff.

ZIMMER, P.: Unternehmensfinanzierung im Lebenszyklus. Ökonomische Erklärungen zum Finanzierungsverhalten, Wiesbaden 1998.

## 5 Unternehmensverfassung und Corporate Governance

### Claus Döring

Meine sehr verehrten Damen und Herren, wir kommen nun zum vierten Thema dieses Symposiums, und zwar zum Thema „Unternehmensverfassung und Corporate Governance“. Herr Dr. Breuer hat heute Morgen in seinen einleitenden Worten von dem „Modewort“ gesprochen. Ich denke,



wenn es darum ginge, das meistgebrauchte Wort in der Wirtschaftswelt für das Jahr 2002 oder 2003 zu wählen, dann wäre „Corporate Governance“ bestimmt ein geeigneter Kandidat.

Um was geht es bei Corporate Governance? Letztlich geht es um die

die Checks und Balances in einem Unternehmen. Das ist ein Thema, das uns seit den neunziger Jahren beschäftigt und das seitdem in vielen Ländern zur Entwicklung von Kodizes geführt hat. So wurde auch in Deutschland ein Corporate Governance Kodex verfasst, der inzwischen quasi in zweiter Auflage erschienen ist. Das Ganze ist nicht l'Art pour l'Art, wie wir wissen: Es gibt genügend empirische Untersuchungen, wonach Unternehmen mit einer guten Corporate Governance eine entsprechend höhere Performance an den Aktienmärkten erzielen. Letzte Untersuchungen haben einen beachtlichen Mehrwert von 13 Prozent festgestellt.

Meine Damen und Herren, ich freue mich sehr, als ersten Referenten zu dem Thema „Unternehmensverfassung und Corporate Governance“ Herrn Heinz-Joachim Neubürger begrüßen zu können. Herr Neubürger ist Finanzvorstand der Siemens AG. Er hat als Investmentbanker begonnen, hat sich später bei Siemens um Themen wie Kapitalmarkt und Investor Relations gekümmert und war dann Leiter des Treasury. Seit fünf Jahren gehört er dem Zentralvorstand der Siemens AG an. Herr Neubürger, wir freuen uns auf Ihre Ausführungen und Thesen.

## 5.1 Heinz-Joachim Neubürger Mitglied des Vorstands Siemens AG, München

Herr Döring, meine Damen und Herren.

Zunächst möchte ich meinen herzlichen Glückwunsch zum 50-jährigen Bestehen des Deutschen Aktieninstituts übermitteln und ihm „many happy returns“ wünschen. Das Deutsche Aktieninstitut erfüllt eine wichtige Funktion für den deutschen Kapitalmarkt, und ich wünsche Ihnen, Herr von Rosen, und natürlich auch Ihren Mitarbeitern weiterhin viel Erfolg bei dieser Arbeit.

Herr Döring hat es schon gesagt: Corporate Governance bedeutet gute Unternehmensaufsicht und ist ein wesentliches Element gut geführter Unternehmen. Diese gute Unternehmensaufsicht steht seit einiger Zeit im Fokus der Öffentlichkeit und der Kapitalmärkte. Nicht zuletzt deshalb hat die Qualität der Unternehmensaufsicht auch entscheidenden Einfluss auf den Wert eines Unternehmens.

Ich möchte in meinem Eingangsstatement einen Vergleich anstellen. Und zwar zwischen dem dualistischen System der Unternehmensverfassung deutscher Prägung – also dem Nebeneinander von Vorstand und Aufsichtsrat – einerseits und dem angelsächsischen monistischen System andererseits. Fast zwangsläufig werden sich daran noch einige Anmerkungen zur deutschen Mitbestimmung ergeben.

Bei einer dualistischen Unternehmensverfassung deutscher Prägung besteht, wie wir alle wissen, eine strikte personelle und im Wesentlichen auch sachliche Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat. Demgegenüber nimmt das Board bei angelsächsischen Unternehmensverfassungen als einheitliches Organ sowohl die Aufgabe der Geschäftsführung als auch die Kontrollaufgabe wahr. Wegen der fehlenden Trennung zwischen Geschäftsführung und Kontrolle besteht bei monistischen Unternehmensverfassungen die Gefahr von Interessenkonflikten.

Um diese zu vermeiden, fordert unter anderem die New York Stock Exchange, dass die Mehrheit der Mitglieder des Boards unabhängig ist. Unabhängig ist das Mitglied eines Boards letztendlich aber nur, wenn es z.B. kein Executive-Mitglied des Unternehmens ist, also nicht aktiv in



der Unternehmensführung tätig ist. Darüber hinaus muss es natürlich auch die weiteren Unabhängigkeitskriterien der New York Stock Exchange erfüllen. Für die Committees amerikanischer Boards gilt zudem, dass in ihnen ausschließlich unabhängige Board-Mitglieder vertreten sein dürfen. Dies betrifft insbesondere das Audit Committee und das Nomination und Compensation Committee. Faktisch entspricht damit das One-Tier System – oder das monistische System – dem deutschen Two-Tier System, nur dass es in einem Gremium zusammengefasst ist. Daher könnte m.E. das diesbezügliche klarere deutsche duale System im angelsächsischen Raum Modell für die Weiterentwicklung der Unternehmensverfassung stehen. Dem stehen jedoch einige Aspekte entgegen. Ich komme auf das Stichwort Mitbestimmung noch zurück.

Was sind darüber hinaus die auffälligen Unterschiede beider Systeme? Die Tagesarbeit des amerikanischen One-Tier Board-Systems ist in der Regel weniger bürokratisch als die des dualistischen Systems. Amerikanische Boards halten wesentlich häufiger Sitzungen ab – durchschnittlich acht oder neun, die Telefonkonferenzen zwischen den Sitzungen nicht mitgezählt. In Deutschland dagegen gibt es in der Regel nur vier Sitzungen im Jahr. Bei Siemens haben wir fünf Sitzungen, womit unsere Sitzungsfrequenz bereits am oberen Ende anzusiedeln sein dürfte.

Grundsätzlich kommunizieren die Board-Mitglieder auch häufiger zwischen den einzelnen Sitzungsterminen miteinander. Es gibt bilaterale Gespräche über die Entwicklungen in dem Unternehmen, in dessen Board man sitzt. Auch dies ist in Deutschland meines Erachtens anders. Mitglieder eines Boards bringen ihre eigene Expertise ein und decken damit das gesamte Spektrum der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft besser ab. Die unabhängigen Board-Mitglieder des amerikanischen One-Tier Board-Systems sind zudem aufgrund ihrer größeren Nähe zum Geschäft – mitbedingt durch die höhere Sitzungsfrequenz – auch stärker in kritische Personalentscheidungen eingebunden, als es in Europa oder dem Two-Tier System der Fall ist.

Begünstigt wird die unterschiedliche Praxis der Aufsichtsrats Tätigkeit durch einen zentralen systemimmanenten Unterschied zwischen dem dualistischen System in Deutschland und dem monistischen System angelsächsischer Prägung: der Mitbestimmung. Diese führt dazu, dass bei paritätisch besetzten Aufsichtsräten die Hälfte der Mitglieder des Aufsichtsrates nicht dem Unabhängigkeitskriterium der New York Stock Exchange entspricht. Allerdings muss hierbei meines Erachtens etwas differenziert werden: Nach Aussage von Juristen müssten eigentlich die Gewerkschaftsmitglieder als Vertreter der Arbeitnehmer als unabhängig gelten. Aber das mögen Juristen erklären, die eine solche Betrachtungsweise vertreten.

Ich möchte in diesem Zusammenhang auf das Berliner Center of Corporate Governance verweisen, das sich in den letzten anderthalb Jahren insbesondere diesen Problemthemen der Mitbestimmung intensiv verschrieben und Reformvorschläge erarbeitet hat. Die zentralen Kritikpunkte an der Mitbestimmung sind meiner Ansicht nach wie folgt zusammenzufassen:

Zunächst einmal das Organisationsproblem: Hier ist das Stichwort „Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder“ anzusprechen. Die deutschen Gremien sind zu groß.

Als nächstes das Legitimationsproblem: Bei international tätigen Unternehmen ist durch die Neufassung des Deutschen Corporate Governance Kodex faktisch eine Ausweitung der Mitbestimmung entstanden. Und zwar dadurch, dass der Aufsichtsrat – und damit auch die Arbeitnehmervertreter – in einem Konzernbezug zu handeln haben. Das Mitbestimmungsgesetz begrenzt aber zunächst den Bezugskreis ausschließlich auf das Inland, auf Deutschland. Die Internationalisierung der Aufgabenstellung der Mitbestimmung provoziert ein Legitimationsproblem, denn nur inländische Arbeitnehmer können die Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsrat entsenden.

Dann das Klientelproblem: Ich kann mir keinen Fall vorstellen, in dem Gewerkschaftsmitglieder oder Mitarbeitervertreter in den Aufsichtsräten frei von Interessenkonflikten Entscheidungen fällen können. Ich will diesen Personen nicht zu nahe treten, aber sie haben letztendlich einen Vertretungsauftrag der Mitarbeiter. Ich kann mir nicht vorstellen, dass sie sich, sobald sie einem Aufsichtsrat angehören und an einer Sitzung teilnehmen, von diesem Auftrag freimachen können.

Das Kompromissproblem ist der nächste Punkt: Es besteht ein hohes Risiko, dass konfliktträchtige Themen erst gar nicht in den Aufsichtsrat gelangen. Entweder werden die Konflikte im Vorfeld gelöst – was sehr gut ist –, oder aber sie kommen gar nicht mehr zu einer Entscheidung, weil man sich zuvor verständigt hat, dass man divergierender Meinung ist, und deswegen die Entscheidung vertagt. Dies ist sicherlich nicht die richtige Vorgehensweise für ein Unternehmen.

Qualifikationsproblem: Hier will ich den Arbeitnehmervertretern nicht per se die erforderliche Qualifikation absprechen. Sie sind sicherlich in ihrem betrieblichen Umfeld exzellent mit den Vorgängen befasst und vertraut. Wenn es aber um Themen eines Gesamtkonzerns mit einer weltweiten Aufstellung geht, dann mag vielleicht auch das Qualifikationsproblem relevant werden. Und wenn der Cromme-Kodex entsprechende Qualifikationsanforderungen an die Anteilseignervertreter stellt, dann müsste eigentlich überlegt werden, ob nicht für die Arbeitnehmervertretungsseite ähnliche Qualifikationserfordernisse zu gelten haben.

Aus den genannten Gründen bedarf das deutsche Mitbestimmungsgesetz dringend einer umfassenden Reform. Wie diese aussehen kann, wird intensiv zu diskutieren sein. So könnte z.B. das Stichwort Drittelmitbestimmung helfen, das Anlegervertrauen wieder zurückzugewinnen. Im Zuge dieser Reform müsste dann aber auch über die Mindestgröße mitbestimmter Aufsichtsräte gesprochen werden. Überlegenswert wäre überdies, die Mitbestimmungsrechte auf inländische Themenkreise einzugrenzen. Dies sind nur wenige Ideen, über die sicherlich weiter zu reden ist. Es gibt aber bestimmt noch mehr mögliche Stellschrauben.

Im Zuge der Diskussion um Corporate Governance wurde eine Vielzahl konkurrierender nationaler und internationaler Kodizes zur Unternehmensverfassung und Unternehmensaufsicht etabliert. Wünschenswert wäre eine bessere Abstimmung der einzelnen Kodizes. Siemens orientiert sich aufgrund der Vielfalt konkurrierender Vorgaben zunächst ausschließlich am Deutschen Corporate Governance Kodex, versucht aber darüber hinaus, den US-Vorgaben ebenfalls weitestgehend zu entsprechen.

Zum Schluss meiner Ausführungen möchte ich noch etwas betonen: Kein Regelwerk kann letztlich gewährleisten, dass sich eine vernünftige, gute Corporate Governance einstellt. Das kann meiner Ansicht nach nur im Rahmen einer intensiven und vertrauensvollen Zusammenarbeit von Aufsichtsrat und Vorstand erreicht werden. Dies verlangt natürlich einen intensiven Dialog in beide Richtungen, einen intensiven Informationsaustausch, aber ebenso die Bereitschaft aller Aufsichtsratsmitglieder, sich den Themen des Unternehmens auch zeitgerecht zu widmen und für die Entwicklungen von Beschlüssen entsprechend zur Verfügung zu stehen. Ich denke, dass wir hierzulande also auch über eine Bringschuld des Aufsichtsrats reden müssen und nicht nur über eine Bringschuld in Bezug auf den Vorstand. Ich darf damit meine Ausführungen schließen.

### **Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Neubürger, für diese zahlreichen Anregungen und Diskussionsvorschläge zum Thema „Corporate Governance“ und insbesondere auch zum Thema „Mitbestimmung“. Ich darf nun als nächsten Referenten ganz herzlich Herrn Professor Marcus Lutter begrüßen. Er ist trotz Emeritierung noch immer Sprecher des Zentrums für Europäisches Wirtschaftsrecht der Universität Bonn. Herr Professor Lutter war überdies Mitglied der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex und hat damit den Kodex mit vorbereitet und erarbeitet. Herr Professor Lutter, wir sind gespannt auf Ihre Ausführungen.

## 5.2 Prof. Dr. Marcus Lutter Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht der Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

Meine sehr verehrten Damen und Herren,

Corporate Governance hat uns von Wissenschaft über Kommissionen bis zum Gesetzgeber in den letzten Jahren enorm beschäftigt, von einem internationalen 3-Tages-Kongress in Hamburg bei Klaus Hopt über das KonTraG und TransPuG bis zur Baums-Kommission, Cromme-Kommission, Deutscher Corporate Governance Kodex, High Level und Aktionsplan der EU-Kommission. Und die Fortschritte, auch in der internationalen Anerkennung der deutschen Corporate Governance, sind offensichtlich. Dennoch bleiben



Fragen und offene Flanken. Darüber will ich in vier Abschnitten sprechen, nämlich über die monistische Unternehmensverfassung, die Mitbestimmung sowie das sogenannte Enforcement und die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers.

### I.

Ich bin überzeugter Anhänger des dualistischen Systems von Vorstand und Aufsichtsrat. Die Geschehnisse in den USA mit Enron und World-Com sprechen nicht gerade für das monistische System. Und die Reaktion der amerikanischen Gesetzgebung und der SEC darauf durch Ausweitung der Pflicht-Zuständigkeit des Audit Committee sprechen für das duale System. Wir haben also im Prinzip keinen Grund, unsere geltende Unternehmensverfassung in Frage zu stellen.

Aber das muss nicht unbedingt für kleine und mittlere Unternehmen gelten. Für diese, also für Aktiengesellschaften bis zur Grenze von 500 oder gar 2000 Arbeitnehmern, empfehle ich sehr die Einführung eines Wahlrechts im AktG und mithin die Möglichkeit eines Weisungsrechts des Verwaltungsrats an die Geschäftsführung im monistischen System. Das entspricht auch den Vorgaben für die Europäische Aktiengesellschaft im Diskussionsentwurf des Bundesjustizministeriums. Allerdings, lieber Herr Dr. Neye, bitte geben Sie da mehr Gestaltungsfreiheit!

*These also:* Einführung eines Wahlrechts für alle Aktiengesellschaften bis zur Grenze von 2000 Arbeitnehmern.

Würde man über diese Grenze hinausgehen, so wird das Wahlrecht zum Mitbestimmungsthema:

- Entweder bleibt es ein dualistisches System im Gewande des monistischen Systems
- oder es wird ein Mitbestimmungs-Thema verbunden mit der Frage, ob die monistische Verfassung das System der paritätischen Mitbestimmung aufbrechen kann.

## II.

Die Fragen zu Nutzen und Schaden der Mitbestimmung sind heillos umstritten, in privaten Gesprächen vielleicht weniger als in öffentlichen Verlautbarungen. Diese Diskussion werden wir derzeit nicht wesentlich fördern können.

Aber wir können feststellen, dass sich der Gedanke einer paritätischen Mitbestimmung international weder hat etablieren noch geschweige denn hat durchsetzen können. Und weil unsere Grenzen offen sind, gerät diese heilige Kuh des deutschen Unternehmensrechts mit Gewerkschaftsvertretern wie Herrn Bsirske in den Aufsichtsräten unserer großen Gesellschaften für uns mehr und mehr zu einem Wettbewerbsnachteil und einem Standortnachteil für die Bundesrepublik. Weshalb sollen die Amerikaner, die Japaner und Koreaner, die Chinesen und Kanadier ihr europäisches Headquarter in Form einer SE ausgerechnet in Deutschland bilden? Hier darf die Debatte nicht im akademischen Bereich bleiben, sondern muss von den Unternehmen, den Unternehmern und ihren Verbänden nachdrücklich aufgenommen werden. Wir müssen gemeinsam einen Weg finden, eine politische Fehlentscheidung des Jahres 1976 auch zu revidieren – auch wenn Herr Bolkestein allen Ernstes für eine europäische Zementierung – nicht etwa Ausweitung auf andere Länder! – spricht, eine klar gegen die deutschen Interessen gerichtete Aussage!

Wohl gemerkt: Ich spreche nur von der paritätischen Mitbestimmung, nicht von der Drittelmitbestimmung, die ich wie viele andere auch für erfolgreich und problemlos halte.

## III.

Mit meinem dritten Thema nehme ich einen Aspekt auf, den Herr Breuer in seiner Einleitung angesprochen hat – das Vertrauen der Anleger und der Öffentlichkeit in die Bilanzen der Unternehmen.

Kürzlich hat der Bundesgerichtshof die erste Bilanz der fusionierten HypoVereinsbank für nichtig erklärt, weil sie von einem nicht unabhängigen Abschlussprüfer testiert worden war. Das Verfahren ist zügig gelaufen und hat nur dreieinhalb Jahre gedauert. Geht es um andere und komplexere Fragen, wie sie an die Bilanzen von FlowTex und Holzmann



hätten gestellt werden können, hätte es mindestens sechs Jahre gedauert. Das nützt keinem Anleger. Wir brauchen also ein neues System, das dem Anleger, der begründete Zweifel bezüglich der Richtigkeit der Bilanz seiner Gesellschaft hat, eine rasche, unabhängige und sachverständige Überprüfung garantiert, ein so genanntes Enforcement. Das ist fast unbestritten. Diskutiert wird aber über seine Verwirklichung in einem öffentlichen oder einem privaten System. Der Arbeitskreis „Abschlussprüfung und Corporate Governance“, der hier in Frankfurt in den Räumen des Deutschen Aktieninstituts getagt und seinen Abschlussbericht soeben veröffentlicht hat, schlägt ein Mischsystem vor:

Das Bundesministerium der Justiz beauftragt einen privaten Verein, durch Sachverständige die Bilanz einer börsennotierten Gesellschaft zu überprüfen, wenn Anhaltspunkte für Fehler erkennbar sind. Antragsberechtigt ist jeder Aktionär und jeder Gläubiger, das Panel kann aber auch von sich aus tätig werden.

Ziel ist eine einverständliche Lösung; lehnt die börsennotierte Gesellschaft die Kooperation mit dem Panel ab oder ist sie bzw. der Antragssteller mit dem Spruch des Panels nicht einverstanden, kann die Sache der BaFin als zweiter Instanz vorgelegt werden. Diese verfügt dann über alle erforderlichen öffentlichen Eingriffsmittel.

Ich hoffe sehr, dass das Bundesministerium der Justiz diesen Gedanken aufnimmt und relativ rasch in Gesetzesform bringt.

#### IV.

Ein letzter Punkt: Unabhängigkeit des Abschlussprüfers.

Wir wissen heute, dass das Unglück bei Enron wahrscheinlich nicht passiert wäre, wenn der Abschlussprüfer unabhängig gewesen wäre und interveniert hätte. Das trifft sich mit dem allgemeinen Vertrauensverlust gegenüber dem Testat des Prüfers. Das darf nicht so bleiben; denn das Testat muss wieder das Vertrauen eines Gütesiegels ausstrahlen. Eine der Maßnahmen zur Zurückgewinnung des Vertrauens besteht darin, den Abschlussprüfer plakativ unabhängig vom Unternehmen zu machen. Das sehen die USA ebenso wie die EU. Und dafür gibt es zwei Ansatzpunkte:

- die zeitliche Befristung der Prüfertätigkeit und
- der Ausschluss oder die Begrenzung der sonstigen Beratungsleistungen des Prüfers.

Der soeben erwähnte Arbeitskreis hat sich nicht für eine solche zeitliche Befristung ausgesprochen, empfiehlt aber, die in den USA von der SEC beauftragte Untersuchung zu Schaden und Nutzen einer solchen Befristung abzuwarten und dann gegebenenfalls neu zu befinden.

Und der Arbeitskreis hat sich auch nicht für einen Ausschluss aller Beratungsleistungen entschieden, empfiehlt aber eine sachliche und eine umfangmäßige Beschränkung. Beide Empfehlungen halte ich für wichtig und notwendig und hoffe auf eine günstige und rasche Aufnahme durch den Gesetzgeber.

### **Claus Döring**

Vielen Dank, Herr Professor Lutter. Den Gedanken des Enforcement wird gleich unser nächster Referent, Herr Professor Hans-Joachim Böcking, aufgreifen, den ich herzlich begrüße. Herr Professor Böcking lehrt Betriebswirtschaftslehre, Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance an der Universität hier in Frankfurt. Er ist Sachverständiger in der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex für Rechnungslegung und -prüfung gewesen. Darüber hinaus gehört er dem Wissenschaftlichen Beirat des Deutschen Aktieninstituts an. Herr Professor Böcking, Sie haben das Wort!

**5.3 Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking**  
**Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere**  
**Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance der**  
**Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt**

Herzlichen Dank für die freundliche Vorstellung, guten Tag, meine sehr verehrten Damen und Herren.

Auch ich darf zunächst Herrn von Rosen und seinen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern sehr herzlich zu ihrer Tätigkeit in den letzten Jahren gratulieren und natürlich für die Zukunft weiterhin so viel Erfolg wünschen.

Ich erlaube mir, unmittelbar auf die Ausführungen meines Kollegen, Herrn Lutter, einzugehen. Dieser Arbeitskreis „Abschlussprüfung und Corporate Governance“ war eine private Organisation. Es ist sehr verdienstvoll, was dort in so kurzer Zeit erarbeitet wurde. Der Bericht wurde im Juli 2003 Frau Zypries überreicht. Im Rahmen der Podiumsdiskussion möchte ich den Themenkomplex aus der Sicht der Hochschule kritisch darstellen.



Hier meine *erste These*: Die IAS bzw. IFRS als europäische bzw. weltweite Rechnungslegungsstandards bedürfen eines Enforcement. Vorzuziehen ist ein einstufiges System, da die Aufsicht zur Kernkompetenz des Staates gehört.

Der zweite Teil der These weicht vom Vorschlag des Arbeitskreises ab, der unter der Leitung von Herrn Kollegen Lutter und Herrn Kollegen Baetge tagte. Ich habe bei diesem Vorschlag etwas vermisst, und zwar die Begründung, warum wir ein Enforcement brauchen. Ich bin der Meinung, wenn wir die EU-Verordnung zur Einführung der IAS für alle kapitalmarktorientierten Unternehmen im Konzernabschluss ab 2005 nicht hätten, bräuchten wir kein Enforcement. Jetzt sind wir aber gezwungen, uns mit diesen weltweiten Standards zu beschäftigen, und es ist davon auszugehen, dass sie auch in New York an den Börsen auf Akzeptanz stoßen werden. Spätestens ab 2007 müssen wir uns fragen, wer denn die IAS „enforcet“. Derzeit tut dies bereits die SEC. Heute morgen hat Herr Dr. Breuer betont, dass die SEC der Regulator in den USA sei. Die SEC hat jedoch auch andere Regulierungsobjekte, was in dem Arbeitskreispa-

pier nicht angesprochen wird. Zum Beispiel erlaubt sich die SEC auch, die Standards, die bisher das FASB entwickelt hat, zu korrigieren.

Daher müssen wir uns überlegen, ob wir auf europäischer Ebene nicht ein Pendant zur SEC brauchen, also eine Enforcementstruktur, die selbstverständlich ebenfalls eine Behörde sein sollte, um auf gleicher Augenhöhe zu kommunizieren. Die Europäische Union hat den Mitgliedstaaten Art und Weise der Organisation eines Enforcement freigestellt. Wenn wir es mit der Wiedergewinnung von Vertrauen ernst meinen, dann sollten wir meines Erachtens berücksichtigen, dass in der Öffentlichkeit das Vertrauen gegenüber einer Behörde immer noch etwas größer ist als gegenüber privaten Institutionen. Dies ist auf die rechtliche, wirtschaftliche und persönliche Unabhängigkeit einer Behörde zurückzuführen. Ich plädiere nicht – um das im Vorfeld zu sagen – für eine Behörde mit 1.000, 2.000 oder 3.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern. Dies ließe sich bestimmt anders handhaben. Aber wir reden hierzulande immer nur über Kernkompetenzen für Unternehmen – hat der Staat keine Kernkompetenz mehr? Ist es nicht Aufgabe des Staates, Mindestbedingungen festzusetzen, die er auch beaufsichtigt, um Fairness zu gewährleisten?

Welche Grundlagen benötigen denn unsere Finanzvorstände wie Herr Neubürger? Er muss doch sicher sein, dass die Geschäfte, die er und seine Kollegen abschließen, in einer ordnungsgemäßen Rechnungslegung münden. Rechnungslegungsvorschriften sind Regeln, um über wirtschaftliche Entscheidungen zu kommunizieren. Sie dienen der Rechenschaft. Wenn ein Finanzvorstand sicher sein kann, dass die Geschäfte am Markt immer gleich abgebildet werden, kann er seiner Tätigkeit viel besser nachgehen.

Da es sich hierbei um Rahmenbedingungen für den Wettbewerb handelt, hat meiner Ansicht nach der Staat die Aufgabe, Mindestnormen sicherzustellen, zu beaufsichtigen und im Zweifel korrigierend einzugreifen, wenn er beispielsweise feststellt, dass bestimmte Geschäftsvorfälle nicht zutreffend abgebildet werden. Denken Sie an die Rechnungslegungssysteme dieser Welt. Greifen wir nur IAS, German GAAP oder US-GAAP heraus: Stock Options, die nicht als Personalaufwand verbucht werden, Verpflichtungen gegenüber Zweckgesellschaften, die nicht in der Bilanz abgebildet werden. Wie wollen Sie eigentlich eine Kontrolle der Kontrolleure vornehmen, wenn bestimmte Abläufe noch nicht einmal im Rechnungslegungssystem abgebildet werden? Auch das muss man berücksichtigen, wenn man über Enforcement redet.

Ich komme zur *zweiten These*: Die Unabhängigkeit bildet den Kern einer Corporate Governance. Beziehungen zu nahe stehenden Personen können dazu führen, dass Geschäfte nur aufgrund dieser Beziehungen abgeschlossen werden. Um die Auswirkungen dieser Geschäfte zu erkennen, ist darüber zu berichten.

Unabhängigkeit, das erwähnte bereits Herr Lutter, gehört also zur Basis der Corporate Governance. Manager und Aufsichtsräte sind zunächst Agenten der Investoren, das heißt der Prinzipale. Die Rechnungslegungsstandard-Setter berücksichtigen weltweit bereits die Unabhängigkeit: Es gibt in Deutschland den DRS Nr. 11 oder IAS 24 oder bei den Amerikanern SFAS 57. Diese Vorschriften sehen vor, dass Geschäfte mit nahe stehenden Personen offen zu legen sind. Warum? Weil man durchaus davon ausgehen kann, dass Geschäfte mit nahe stehenden Personen zu Bedingungen abgeschlossen werden, die man einem Dritten unter Umständen nicht einräumen würde. Entscheidend ist, dass Kontrolle durch Transparenz bewirkt wird. Dieser Zusammenhang wird gleich auch für meine nächste These entscheidend sein.

Zunächst ist aber die Frage zu stellen: Wer erteilt eigentlich dem Abschlussprüfer den Prüfungsauftrag? Hier kommt der Arbeitskreis zu dem Ergebnis, dass das KonTraG von 1998 in Deutschland noch nicht hinreichend umgesetzt ist. Es wird die These vertreten, dass „in den meisten Fällen“ – so heißt es wörtlich in dem Bericht des Arbeitskreises – immer noch der Finanzvorstand die Entscheidung für den Aufsichtsrat vorbereitet und dieser dann den Auftrag entsprechend erteilt. Diese These wird nicht belegt. Vielmehr wird vorgeschlagen, dass man doch in dem Kodex künftig eine Empfehlung aufnehmen möge, wie man aus der Sicht des Aufsichtsrates einen Prüfungsauftrag zu erteilen habe. Ich persönlich bin der Auffassung, dass das Gesetz über dem Kodex steht und wir nicht Selbstverständlichkeiten in einem Kodex regeln sollten, denn eine solche Erweiterung des Kodex können wir den Unternehmen und dem Kapitalmarkt nicht zumuten.

*Dritte These:* Die Vereinbarkeit von Abschlussprüfung und Beratung wird diskutiert – dies hat auch Herr Lutter gerade angesprochen. Allerdings möchte ich auf einen Punkt hinweisen: Aus der Theorie kann nicht zwingend ein Unabhängigkeitsproblem bei gleichzeitiger Prüfung und Beratung abgeleitet werden. Es bedarf vielmehr der Offenlegung des Verhältnisses von Prüfung und Beratung.

Es geht hier um die so genannte Theorie von Quasi-Renten. Empirische Studien gerade aus den USA haben gezeigt, dass es in der Regel vorteilhaft ist, dass der Abschlussprüfer von dem unabhängigen – und dies ist entscheidend – Aufsichtsrat auch Beratungsaufträge bekommt. Wir haben auch in diesem Fall wieder die Möglichkeit der Kontrolle durch Transparenz. Wenn der Aufsichtsrat der Meinung ist, dass der Kapitalmarkt etwas dagegen hat, wenn sein Abschlussprüfer Beratungsaufträge bekommt, dann vergibt er keine Beratungsaufträge an diesen.

Allerdings haben Studien auch Folgendes gezeigt: Wenn Sie einen Eigentümer fragen, ob er bereit ist, einem Abschlussprüfer auch Beratungsaufträge zu geben, dann wird er dies in 80 Prozent der Fälle beja-

hen. Eigentümer begründen dies mit dem Hinweis, dass der Abschlussprüfer das Unternehmen besser kenne und vor dem Hintergrund auch die Abschlussprüfung seriöser durchführen könne. Dies belegt die Bedeutung der Unabhängigkeit des Aufsichtsrates. Sie ist entscheidend für die Vergabe der Aufträge an den Abschlussprüfer.

Herr Lutter hat darauf hingewiesen, dass sich der Arbeitskreis darüber hinaus dafür ausspricht, Prüfung und Beratung nicht grundsätzlich zu verbieten. Der Arbeitskreis schlägt jedoch vor, den geltenden § 319 HGB in Anlehnung an den Sarbanes-Oxley Act weiter zu fassen und sogar über diesen hinauszugehen. Das heißt, wir haben eine Tendenz zum Rule-based-Approach bekommen, also zu immer mehr Einzelschriften. Darin sehe ich eine große Gefahr, wie sie auch beim amerikanischen System zu beobachten ist: Je mehr Einzelschriften es gibt, um so größer ist die Gefahr, dass formalrechtliche Umgehungen begangen werden können. Ich denke, wir sollten wieder zu einem so genannten Principle-based-Approach zurückkehren. Gemäß der BGH-Rechtsprechung haben wir in Deutschland bereits das Selbstprüfungsverbot im Sinne einer funktionalen Entscheidungszuständigkeit, das heißt, der Vorstand muss natürlich letztlich immer selbst entscheiden. Vor diesem Hintergrund meine ich, sollten wir vorsichtig damit sein, immer mehr Regeln zu fordern. Denn auch hier muss die Frage gestellt werden, ob dies den Kapitalmarktteilnehmern zuzumuten ist.

Für viel wichtiger halte ich die Empfehlung im Deutschen Corporate Governance Kodex, dass sich der Aufsichtsrat eine Unabhängigkeitserklärung vom Abschlussprüfer aushändigen lassen soll. Insbesondere im Zusammenhang mit der Einführung der IAS sehe ich das große Problem, wie zwischen einer Beratung durch den Abschlussprüfer und der Prüfung zu unterscheiden ist. Denn eines ist klar: Das Selbstprüfungsverbot gilt. Gerade hierbei hilft uns aber die funktionale Entscheidungszuständigkeit weiter. In diesem Zusammenhang muss der Aufsichtsrat natürlich künftig mehr leisten und dies kann er im Audit Committee tun. Hierzu gibt es auch einen Vorschlag des Arbeitskreises, den ich sehr unterstütze: Die bisherige Anregung, der Vorsitzende des Audit Committee möge eine unabhängige Person sein und kein ehemaliger Vorstand, soll in eine Empfehlung umgewandelt werden. Ich denke, dies ist der richtige Schritt, denn es ist entscheidend, dass man die Rechnungslegung in die Hände unabhängiger Personen legt.

Meines Erachtens sollten wir das Motto „Weniger Regulierung ist mehr“ wieder ernst nehmen. Dies gilt auch für den Staat, selbst wenn die Bundesregierung in ihrem Maßnahmenkatalog ein zweistufiges Enforcement vorsieht. Der Vorschlag des Arbeitskreises war insofern von der Bundesregierung in dieser Beziehung vorgegeben. Aber ich glaube, Deregulierung in dem Sinne, alles auf die Privatwirtschaft abzuschieben, ist ebenfalls nicht angebracht. Und noch einmal: Wir müssen uns mehr um die

Rechnungslegung kümmern. Wenn Sie den neuen IFRS 1 sehen, der vom IASB herausgegeben wurde, muss ich mich wirklich fragen, welche Rolle Analysten eigentlich noch im Rahmen der Rechnungslegung spielen. Ich vermisse den Aufschrei der Analysten! IFRS 1 ist mit einer großen Anzahl an Wahlrechten verabschiedet worden. Das braucht man natürlich, um weltweit eine Anpassung zu erreichen. Aber ich hätte erwartet, dass es eine zwingende Vorschrift gibt, nach der man auch die Ausübung aller Wahlrechte in den Anhängen angeben muss. Sie können beispielsweise bei den Grundstücken beliebig Cherry Picking betreiben. Wo ist der Aufschrei der Analysten? Ich vermisse ihn auch hier.

Herzlichen Dank, meine Damen und Herren.

## 5.4 Diskussion

### **Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Professor Böcking. Sehr geehrte Damen und Herren, in den drei Vorträgen wurden viele Themen angesprochen. Schwerpunkte waren die Mitbestimmung, die Diskussion über ein monistisches oder dualistisches System, die Frage des ein- oder zweistufigen Enforcement und die Frage der Unabhängigkeit des Abschlussprüfers.

Ich habe zu den Ausführungen von Professor Böcking gleich zwei Wortmeldungen hier am Tisch. Zunächst Professor Lutter.

### **Prof. Dr. Marcus Lutter:**

Vielen Dank. Ich will noch einmal auf das Thema Enforcement zu sprechen kommen. Erstens einmal, Herr Böcking, haben wir nicht nachvollzogen, was sich die Bundesregierung vorstellt, sondern die Bundesregierung hat durch zwei ihrer Ministerialräte als Beobachter an unseren Beratungen teilgenommen und das, was sich dort als Meinungsbild entwickelt hat, ihrerseits aufgenommen. Wir haben die Bundesregierung mit diesem zweistufigen Modell überzeugt. Sie, lieber Herr Böcking, haben wir noch nicht überzeugt. Das werde ich jetzt versuchen.

Sie haben natürlich Recht, gerade in Deutschland ist das Vertrauen in die Unabhängigkeit und den Sachverstand einer Behörde sehr groß. Wir respektieren dies und freuen uns darüber. Aber wenn Sie ein System des Enforcement, so wie wir es uns vorstellen, implementieren wollen, bei dem jeder, der einen Mangel der Bilanz glaubhaft macht, einen solchen Vorgang in Bewegung setzen kann, dann müssen Sie - ich übertreibe jetzt wirklich nicht - viele hundert Sachverständige als Beamte der BaFin einstellen. Und das wollten wir Ihnen, meine Damen und Herren, bzw. den Bürgern der Bundesrepublik nicht zumuten. Deswegen haben wir dieses private Vorschaltverfahren entwickelt. Dies ist nur ein Verfahren, um viele Dinge, die sich - so glauben wir - auf einer ersten Stufe klären und regeln lassen, eben privatwirtschaftlich zu erledigen. In zweiter Instanz, wenn die Beteiligten sich dieser Überlegung eines privatwirtschaftlichen Vorschlags nicht anschließen, bleibt die Behörde. Für diese ist keine weitere Begründung erforderlich. Derjenige, der den Spruch oder die Meinung des privaten Panels nicht akzeptiert, kommt allein mit einem weiteren Brief zur BaFin. Wir können nur hoffen, dass das nicht die Mehrheit der Fälle ist. Wenn dies doch der Fall wäre, müsste die BaFin trotzdem ganz wesentlich aufgestockt werden.

Aber noch einmal: Wenn man sich überhaupt für dieses System Enforcement entscheidet mit der Begründung, das Vertrauen am Kapitalmarkt



zurückzugewinnen, dann wollen wir mal versuchen, ob es ohne viele hundert neue Beamte in der BaFin geht. Vielen Dank.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Professor Lutter. Darauf möchte Professor Böcking direkt antworten. Dann hat Herr Neubürger das Wort. Darüber hinaus meldet sich im Auditorium noch Professor Schön.

**Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking:**

Herr Lutter, ich kann mir gut vorstellen, dass das zweistufige System gut oder sogar auch sehr gut funktioniert. Aber was ist denn, wenn die Person, die die Vermutung gehabt hat, es sei nicht richtig bilanziert worden, mit dem Ergebnis dieser privaten Institution nicht einverstanden ist? Wobei diese private Institution nach dem Arbeitskreispapier mit einem Ombudsmann vergleichbar ist, das heißt, wenn das Untersuchungsergebnis an die Behörde zurück geht, muss die Behörde von sich aus tätig werden. In diesem Fall brauchen wir aber Mitarbeiter bei der Behörde, denn wie soll die Behörde sonst arbeiten? Danach ist natürlich der Rechtsweg gegeben, das gilt auch in den USA.

Außerdem möchte ich noch darauf hinweisen, dass ich aufgrund politischer Strategie für ein einstufiges Enforcement plädiert habe. Die Amerikaner nehmen schon heute Einfluss auf die IAS. Die Unternehmen sind der SEC mehr oder weniger – ich sage einmal salopp – „ausgeliefert“. Frankreich, Belgien und Italien verfügen über ein einstufiges Enforcement. Wenn wir betrachten, welchen Einfluss die französische Regierung in der Vergangenheit auf IAS 39 und auf EFRAG genommen hat, erkennt man, dass über die politische Schiene eine sehr starke Meinungsbildung erfolgt. Wir sind uns einig: Jede Behörde ist natürlich auch politisch beeinflussbar, wie wir auch bei der SEC gesehen haben – das ist der Preis der Demokratie.

Warum wollen wir uns jetzt in Deutschland an dem britischen Financial Reporting Review Panel orientieren? Die Briten überarbeiten gerade ihr System.

Aber für mich war eigentlich die strategische Komponente wichtig: Was ist ab 2005, 2007? Wer ist der Ansprechpartner der Amerikaner, die immer wieder fragen, mit wem sie telefonieren können. Wie die amerikanischen Beamten reagieren, wenn sie mit einer privaten Institution verbunden werden – darin sehe ich das Problem.

**Heinz-Joachim Neubürger:**

Herr Professor Lutter, Sie haben schon einige Aspekte angesprochen, die ich auch auf dem Herzen hatte. Es gibt aber zwei Punkte, die ich in Antwort auf die Ausführungen von Herrn Böcking machen möchte. Als ersten Punkt müssen wir festhalten, dass eine nationale Enforcement-Funktion aus meiner Sicht nur durch eine temporäre Organisation wahrgenommen werden darf. Wir müssen gemeinsam ein ursächliches Interesse daran haben, in Europa eine einheitliche Enforcement-Organisation zu haben. Das mögen die nationalen Regierungen nicht gern hören, aber das ist die einzige plausible Lösung. Nicht nur, damit die SEC nur einen Anruf tätigen muss, aber auch deswegen.

Der zweite Punkt, weswegen auch ich für die Zweistufigkeit bin, ist Folgendes: Ich glaube, dass es vermessen wäre, wenn wir ab dem 1.1.2005 nach IAS bilanzieren und dann eine staatliche Institution – gleichgültig ob in Deutschland oder in einem anderen europäischen Land – meint, die IAS-Regeln abschließend auslegen zu können. Gerade dafür gibt es auch beim IASB eine Organisationseinheit. Nur diese Interpretationseinheit wird letztendlich beurteilen können, ob der Sachverhalt, dessentwegen eine Enforcement-Organisation angerufen wurde, so oder so zu bilanzieren war. Dabei müssen wir bitte auch bedenken, dass die Bilanzierung keine exakte Wissenschaft ist, sondern dass im Regelwerk Management Judgement Issues verankert sind. Hier eine staatliche Stelle, die letztendlich nach dem Rule Book vorgehen will und muss, hineinzuziehen, möchte ich der BaFin eigentlich nicht antun. Deswegen ist die Zweistufigkeit auch aus diesen praktischen Überlegungen heraus sinnvoll. Dass die BaFin natürlich als Backup-Lösung verfügbar sein muss, ist selbstverständlich. Warum kann die BaFin nicht an den Sitzungen der privatwirtschaftlichen Enforcement-Organisation teilnehmen und auf diese Weise die Fälle von vorneherein begleiten?

Ein letzter Punkt. Mit dem Enforcement-Thema beginnen wir eigentlich den Versuch, die Bilanzierungen wieder ordentlich hinzukriegen, wenn ich das so salopp formulieren darf. Aber: Der Aufsichtsrat ist zunächst einmal derjenige, der – neben dem Vorstand natürlich – ein originäres Interesse haben muss, das Anlegervertrauen in die Kapitalmärkte wiederzugewinnen. Daher muss zuallererst der Aufsichtsrat darauf achten, ob z.B. ein Herr Neubürger eine vertrauenswürdige Person ist, die in ihrer Organisation dafür Sorge trägt, dass richtig bilanziert wird und die richtigen Strukturen etabliert wurden, dass die richtigen Leute und Regelwerke vorhanden sind und darüber hinaus auch eine eigene Bilanzrevision zur Verfügung steht. Wir sind, glaube ich, eines der wenigen Unternehmen auf der Welt, die eine solche eigene Bilanzrevision haben. Ich kann sie, wenn Zweifel bestehen, sofort losschicken und zunächst einmal selbst prüfen lassen, ob etwas nicht in Ordnung ist. Das sind Strukturen, deren Einrichtung auch andere Unternehmen erwägen sollten, da sie eine

Basis bilden, um das Anlegervertrauen wiederzugewinnen. Von daher möchte ich darauf verweisen, dass bei den derzeitigen Diskussionen um das Enforcement vielleicht erst einmal diese primären Sicherungslinien, dass heißt interne Organisation, handelnde Personen etc. betrachtet werden sollten. Die Gewichtung der Diskussionen sollte wieder etwas mehr zu den eigentlich erforderlichen Unternehmensaktivitäten hin verschoben werden.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Die nächste Wortmeldung war von Professor Schön, dann kommt Herr Dreyling von der BaFin.

**Prof. Dr. Wolfgang Schön:**

Vielen Dank. Ich habe eine Frage ans Podium, die unmittelbar an das Thema Enforcement anschließt. Ich habe aus der bisherigen Diskussion eigentlich drei Funktionen dieser Einrichtung wahrgenommen, von denen zwei mich überzeugt haben. Die dritte bereitet mir große Sorgen.

Überzeugt hat mich die Vorstellung, dass wir analog zu den Entwicklungen in den USA, wo die Tendenz in Richtung Oversight Board geht, auch einen Parallelansprechpartner in Europa brauchen. Das kann dann in der Tat auch nicht in Deutschland stehen bleiben, sondern wird sich auf die europäische Ebene verlagern. Überzeugt hat mich auch die Funktion, dass wir für die Unternehmen an den Kapitalmärkten eine Hilfestellung bei der Überleitung auf IAS und bei der Handhabung von IAS benötigen. Da hätte ich jetzt mehr das DRSC und den Standardisierungsrat in Deutschland gesehen, aber das mag mit einem solchen Enforcement einfacher sein.

Die dritte und Hauptfunktion, die Sie, Herr Lutter, vor allem betont haben, ist die Wiederherstellung des Vertrauens in die Glaubwürdigkeit von Bilanzen. Und da fängt meine Sorge an. Das Hauptstichwort, das die Wirtschaftsprüfer in den neunziger Jahren benutzt haben, war „Erwartungslücke“. Es steht für die Behauptung, dass das Selbstverständnis und wohl auch der gesetzliche Auftrag der Wirtschaftsprüfer weit hinter dem zurückblieb, was die Öffentlichkeit glaubte, ein Wirtschaftsprüfer würde es leisten können. Und ich glaube, dass wir jetzt auch die Erwartungen an dieses Board viel zu hoch schrauben, wenn wir der Meinung sind, dass gewissermaßen das, was ein kompletter Berufsstand mit mehreren Tausend hoch qualifizierten Angehörigen über Jahre oder Jahrzehnte versäumt hat, von einem privaten Verein oder meinetwegen auch einer aufgestockten BaFin erreicht werden könnte. Was macht denn ein solches Board, wenn ein einzelner Anleger nur schreibt, er sei der Meinung, bei der Telekom seien die Grundstücke unterbewertet oder bei Daimler-

Chrysler wären die Auslandsgeschäfte überbewertet oder die großen Telekommunikationsunternehmen hätten ihre UMTS-Lizenzen nicht hinreichend abgeschrieben?

Wird dann Ihre Institution, Herr Lutter, die vielen hundert Sachverständigen in die Unternehmen schicken? Haben Sie denn die Truppen, von denen Sie meinen, dass die BaFin sie nicht hat? Das ist die Sorge, die ich habe. Ich glaube, wenn es darum geht, Rechtsfragen oder die Auslegung von Bilanzrecht zu klären, dann wird dies ein solches Board bewältigen können. Aber das würde wohl auch dem Standardisierungsrat, vielleicht sogar den oft unterschätzten Gerichten gelingen. Die Vorstellung jedoch, auf breiter Front massenhafte Anfragen – und die werden kommen –, die aus guten Gründen, aber natürlich nicht mit voller Sachkenntnis – woher soll der Anleger sie auch haben? – vorgetragen werden, ernsthaft zu behandeln! Ich glaube, Herr Lutter, da stehen wir in fünf Jahren vielleicht vor einer noch viel größeren Erwartungslücke und vielleicht auch vor einem sehr großen Scherbenhaufen, wenn man jetzt der Meinung ist, daran könnte das deutsche Bilanzrecht genesen. Vielen Dank.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Ich denke, wir können die Erklärung von Herrn Dreyling gleich anschließen mit dem Aspekt, was denn die BaFin zu leisten in der Lage ist oder wäre.

**Georg Dreyling:**

Vielen Dank. Herr Neubürger, Sie haben gesagt, man will die BaFin – ich übertreibe es etwas – vor dem Offenbarungseid schützen, indem man vermeidet, dass sie solche Verfahren bearbeiten muss, ohne Mann und Maus zu haben. Insofern sei, auch hier übertreibe ich etwas, zunächst einmal der Sachverstand im Wesentlichen bei einem privaten Gremium zu suchen.

Für meine Überlegungen – ohne dass ich jetzt hier den Standpunkt der BaFin vortrage, das ist noch verfrüht – gilt aber Folgendes: Stellen Sie sich vor, das private Gremium untersucht Ihr Haus, kommt mit haarsträubenden Ergebnissen heraus, alles sei schlecht gebucht usw. Sie setzen sich natürlich zur Wehr und sagen: Die haben von nichts richtig eine Ahnung gehabt, das waren vorgefasste Meinungen, was auch immer. Wo landet die Angelegenheit? Sie landet bei der BaFin. Also muss dort jemand sein, der dies in irgendeiner Form bewerten kann. Notfalls müsste noch einmal geprüft werden. Dies ist ein Punkt.

Der zweite Punkt ist folgender: Wenn nicht kooperiert wird auf der ersten, privaten Ebene – und das ist die Philosophie, die dieser Konstruktion innewohnt – wo oder wie wird die BaFin dann tätig? Dann muss sie ja

schlicht und einfach tätig werden! Ich stelle mir nur einmal vor, 30 Prozent der Unternehmen würden nicht kooperieren. Wo kriegen wir dann unsere Erleuchtung her? Also muss dann auch in der BaFin zumindest ein Stab oder eine Inkorporation von Wissen vorhanden sein, die zumindest Ähnliches – natürlich nicht so Gutes wie die Privaten – leisten kann. Vielen Dank.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Dreyling. Ehe wir zu weiteren Wortmeldungen kommen, kurz eine Antwort von Professor Lutter auf die Anregung und auch das Statement von Professor Schön.

**Prof. Dr. Marcus Lutter:**

Also, Herr Dreyling und Herr Schön haben beide das Kapazitätsproblem angesprochen. Herrn Dreylings Frage mündet in dieselbe Situation, wie wir sie uns vorstellen, dass Sie nämlich dann unabhängige Prüfer beauftragen. Diese haben Sie nicht im Haus, sondern Sie verlagern die Prüfung Ihrerseits auch wieder nach außen. Und damit sind wir exakt beim Problem von Herrn Schön, denn es läuft dann umso mehr in beiden Verfahren, sowohl im privatrechtlichen Verfahren wie im öffentlichen Verfahren der 2. Stufe bei der BaFin, auf außenstehende Sachverständige zu.

Wir haben das, Herr Schön, tatsächlich als einen Hoffnungswert gesehen, und zwar unter dem Aspekt, dass sehr viele, relativ junge Kollegen der Betriebswirtschaftslehre heute von ihren Universitäten emeritiert werden und vielleicht dann in der Lage sind, diese Aufgaben zu übernehmen. Tatsächlich, Herr Schön, - Sie mögen alle ein wenig darüber lächeln – war der dahinter stehende Gedanke, dass hier Kapazitäten vorhanden sind, die wir - das tun wir jetzt nicht – auch mit Namen benennen könnten. Ob das dann ausreicht, lieber Herr Schön, steht allerdings wirklich in den Sternen. Ich kann nur hoffen, dass Ihre Vorstellung, es könnte ein Scherbenhaufen entstehen, bitte nicht eintritt.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, es gibt drei weitere Wortmeldungen, und zwar von Herrn Dr. Köstler, von Professor Wenger und von Frau Hieke.

**Dr. Roland Köstler:**

Um jetzt das ganze Fass zur Mitbestimmung aufzumachen, reicht natürlich die Zeit nicht, aber ein paar Anmerkungen müssen erlaubt sein. Die erste möchte ich an Herrn Neubürger richten: Die SEC sieht das etwas anders, als Sie es vorgetragen haben. Sie hat inzwischen geklärt, dass al-

le Arbeitnehmervertreter unabhängig im Sinne dieses Begriffes sind und nicht nur das Problem der Gewerkschaftsvertreter. Das ist geklärt und dokumentarisch nachweisbar.

**Heinz-Joachim Neubürger:**

Nein, die SEC sagt etwas anderes: Sie sagt, dass sie nichts dagegen hat, dass Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat sitzen, weil dies deutschem Recht entspricht.

**Dr. Roland Köstler:**

Das reicht doch!

**Heinz-Joachim Neubürger:**

Sie stuft die Arbeitnehmer- und Gewerkschaftsvertreter aber nicht als unabhängig ein. Das ist ein großer Unterschied.

**Dr. Roland Köstler:**

Jedenfalls haben wir erst einmal kein Problem in den USA, wenn wir dort mit deutschen Arbeitnehmervertretern in den Aufsichtsräten auftreten. Das Zweite ist, dass amerikanische Juristen allerdings, wie neulich in der „Aktiengesellschaft“ zu lesen war, interessanterweise die Frage aufgeworfen haben, ob leitende Angestellte wirklich unabhängig sind. Das wäre vielleicht unser größtes Problem beim Aufsichtsrat, Herr Neubürger.

Aber, lassen Sie mich zur Größe noch zwei Anmerkungen machen. Zum einen, Herr Lutter, haben wir momentan 757 mitbestimmte Unternehmen. Darunter sind aktuell 152 Unternehmen mit 20er Aufsichtsräten. Interessant ist aber, und das wird gerade momentan ausgezählt: Wie viele dieser Unternehmen haben tatsächlich kraft Gesetzes einen solch großen Aufsichtsrat? Darunter sind zahllose Stadtwerke, die diese Größe wählen, damit sie genug Anteilseignervertreter unterbringen können. Die Größe so einfach mit der Arbeitnehmerzahl zu begründen, hilft also in der Praxis nicht weiter.

Das nächste Problem ist folgendes: Immer wieder wird das Argument vorgebracht, es säßen nur deutsche Arbeitnehmer im Aufsichtsrat. Ich habe hier die neueste Nummer von „Die Mitbestimmung“ dabei, in der mehrfach nachzulesen ist, dass es unsere gewerkschaftliche Forderung ist – in der Tat erst seit kurzem, aber endlich –, ein passives Wahlrecht für EU-Arbeitnehmer in die deutschen Gesetze aufzunehmen. Mit dieser Forderung haben wir allen das Wasser abgegraben. Das muss auch so sein,

denn wir werden über Europa zu europäischen Beteiligungsrechten kommen.

Herr Lutter, Sie sagen, die Parität oder ähnliche Gesichtspunkte haben sich nicht durchgesetzt. Das ist richtig, aber nehmen wir einmal Schweden als Alternative. Die schwedischen Kollegen sind in ihrem monistischen System mit weniger Sitzen zufrieden. Das stimmt. Aber die haben dort Tarifverträge, nach denen die Unternehmensplanung den Gewerkschaft einmal im Jahr vorzulegen ist. Ich frage Sie: Was ist Ihnen lieber? Wir können im Rahmen der SE über alle möglichen Vereinbarungen diskutieren, und wenn Sie schon den Wettbewerbsnachteil ansprechen: Herr Mohn versucht immer noch verzweifelt, über die Bertelsmann-Stiftung einen Preis auszuloben, damit Ökonomen wirklich einmal den Wettbewerbsnachteil der Mitbestimmung in Deutschland nachweisen können. In dem Heft hier findet sich auch wieder ein Aufsatz darüber, in dessen Fußnote alle erwähnt werden, die pro und contra hierzu geschrieben haben. Entweder halten wir Juristen uns raus und lassen es endlich die Ökonomen klären, oder wir untersuchen mal, wie viele ausländische Konzerne derzeit mit mitbestimmten Aufsichtsräten in Deutschland sitzen. Diese Konzerne könnten aufgrund der Rechtslage unter Berücksichtigung des Überseering-Urteils die deutschen Aufsichtsräte abschaffen. Auch in diesem Zusammenhang wäre ich also mit der Argumentation in Bezug auf einen angeblichen Wettbewerbsnachteil vorsichtig.

Meine letzte Anmerkung gilt Herrn Böcking und betrifft die Prüfaufträge. Wie ich in meinem Beratungsjob immer wieder erfahren habe, mischen sich die Vorstände in der Praxis leider immer noch zu sehr in dieses Thema ein. Natürlich haben Sie völlig recht, Prüfung und Beratung müssen sauber abgegrenzt werden. Aber ich kenne zahllose Fälle, in denen Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat angeregt haben, dass Beratungsleistungen als zustimmungsbedürftiges Geschäft eingestuft werden, und dies dann mit dem Vorstand debattiert wurde. Wenn eine Kodex-Regelung dabei helfen würde, dass sich die Praxis etwas dem Gesetz nähert, sehe ich nichts, was dagegen spräche.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Meine Damen und Herren, ich habe noch vier Wortmeldungen, die wir jetzt zusammenfassen und dann vom Podium aus beantworten. Zunächst Herr Professor Wenger, dann Frau Hieke, Herr Strenger und Herr Professor Semler.

**Prof. Dr. Ekkehard Wenger:**

Zunächst eine Bemerkung zu Herrn Böcking. Aus der Tatsache, dass Eigentümerunternehmer eine Einheit von Prüfung und Beratung befürwor-

ten, können Sie nicht die Schlussfolgerung ziehen, dass dies in einer börsennotierten Gesellschaft die angemessene Regelung ist. Der Eigentümerunternehmer ist nur sich selbst gegenüber verantwortlich, während dies beim Vorstand nicht der Fall ist. Überdies hat auch der Aufsichtsrat eine Verantwortung gegenüber den Kleinaktionären und muss diesen gegenüber Rechenschaft ablegen. Beim Aufsichtsrat einer großen deutschen Aktiengesellschaft habe ich als Kleinaktionär grundsätzlich von vorneherein schon die Vermutung, dass er auf Kollisionskurs mit dem Vorstand ist. Diese Kollisionsvermutung ist später nur in den allerwenigsten Fällen widerlegt worden. Daher kann hier aus der Situation des Eigentümerunternehmers heraus sicher nicht für eine Einheit von Prüfung und Beratung argumentiert werden.

Zu der Frage der Überwachung von Bilanzverstößen wurde geäußert, dass ein Honoratioren-Panel gegründet werden solle, dem die BaFin übersteht. In diesem Zusammenhang sei jedoch zu beachten, dass in Deutschland besonderes Vertrauen gegenüber Behörden besteht. Als aktiver Minderheitsaktionär rede ich auch mit vielen anderen Minderheitsaktionären und habe in diesen Unterhaltungen eigentlich generell den Eindruck, dass das Vertrauen in Behörden unter Null liegt. Wenn die Sprache darauf kommt, welches denn die unfähigste Behörde von allen ist, dann wird immer nur eine genannt, nämlich die, die Herr Lutter gerne über das Honoratioren-Panel setzen würde. Ich will das jetzt hier nicht weiter begründen, das würde zu lange dauern. Dies wird in der Literatur noch in absehbarer Zeit stattfinden.

Wenn wir aber schon so ein Honoratioren-Panel bekommen, dann hätte ich hierzu doch eine dringende Anregung: Solche Panel können nicht ihren Zweck erfüllen, wenn sie nur mit Honoratioren besetzt sind. Es muss zumindest eine Person dabei sein, die die aktive Klägerszene vertritt. Ich denke hierbei z.B. an Frau Hieke, von der ich weiß, dass sie bereits in vielen solcher Gremien war und bei den übrigen Mitgliedern solcher Gremien immer heftige Bauchschmerzen verursacht hat. Genau das ist es, was wir in solchen Gremien brauchen, denn noch ein Honoratioren-Gremium mehr trägt zu einer besseren Effizienz der Überwachung unserer Aktiengesellschaften sicher nichts bei.

Wenn ich selbst noch einen Vorschlag zu machen hätte, dann beträfe dieser die Ausweitung bzw. Erleichterung der Möglichkeiten, Prüfer von Minderheiten bestellen zu lassen. Wir haben ja das Instrumentarium! Es gibt theoretisch Sonderprüfungsrechte im Aktienrecht. Wenn jemand dieses Instrumentarium allerdings einmal nutzen will, dann kommt er meistens nicht weit. Wir hatten hier in Frankfurt den Fall der Metallgesellschaft mit Herrn Happel. Ich bin weit davon entfernt, hier als Interessenvertreter von Herrn Happel aufzutreten. Man hat mir schon unterstellt, dass ich bezahlt würde, um gegen ihn zu agitieren, insofern bin ich also von dem Vorwurf, dass ich für Herrn Happel spreche, völlig frei.



Wenn jedoch ein Minderheitsaktionär, der fast zehn Prozent der Aktien auf sich vereinigt und keine Anhaltspunkte dafür gibt, dass er im Konkurrenzinteresse etwas lanciert, eher Großaktionär oder herrschender Aktionär wird, als dass er mit der Sonderprüfung bei Gericht durchkommt, dann sollten wir uns einmal darüber Gedanken machen, wie wir dieses Instrumentarium aktivieren können.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Wenger. Frau Hieke, Sie haben das Wort. Wollen Sie sich für ein solches Panel bewerben?

**Anneliese Hieke:**

Ja, es kann schon sein, dass ich manchem Bauchschmerzen bereite, aber das macht nichts.

Ich habe zwei Fragen, zunächst eine an Herrn Neubürger: Ich wundere mich, dass die Schwierigkeiten der Mitbestimmung in den Aufsichtsräten nicht offensiv angegangen werden. Sie hätten doch die Aktionäre schon deshalb auf ihrer Seite, weil eben die Mitbestimmung in Arbeitnehmerrechten anderer Gesetzesregelungen geregelt werden können und nicht unbedingt im Aufsichtsrat. Ich warte schon lange auf den Antrag, dass das Entsendungsrecht von Gewerkschaftsmitgliedern in Aufsichtsräte im Aktiengesetz gestrichen wird. Dies müsste zuallererst erfolgen. Es wird immer wieder thematisiert, dann jedoch fallengelassen, weil befürchtet wird, dass es politisch nicht durchsetzbar ist. Das sollten die Großunternehmen und alle anderen mal offensiv angehen.

Die zweite Frage ist an Herrn Böcking gerichtet. Wo sehen Sie die Neutralität der Aufsichtsräte? Wer häufig zu Hauptversammlungen geht, weiß, dass wir Konstellationen in Deutschland haben – die nicht beanstandet werden –, bei denen der Hauptaktionär gleichzeitig der Vorstandsvorsitzende ist und sein Bruder der Aufsichtsratsvorsitzende. Wo ist da noch die Unabhängigkeit in den Aufsichtsräten?

**Claus Döring:**

Vielen Dank, die nächste Wortmeldung kommt von Herrn Strenger.

**Christian Strenger:**

Zum Thema Mitbestimmung habe ich eine Klarstellung zu der Bemerkung von Herrn Köstler. Die SEC hat auf entsprechende gezielte Anfrage gesagt, man kann die Arbeitnehmervertreter als unabhängig einstufen. Wie sie zu diesem Ergebnis gekommen ist, wird sie uns irgendwann ein-

mal erzählen. Aber ich wollte nur klarstellen: Es ist nicht so, dass die SEC beschlossen hat, Arbeitnehmer sind auf jeden Fall unabhängig, das ist ganz wichtig in dieser ganzen Diskussion.

Die zweite Anmerkung richtet sich an Sie, Herr Köstler. Sie haben große Fortschritte gefordert und darauf hingewiesen, dass auch die Gewerkschaften dafür sind, dass EU-Arbeitnehmer in den Aufsichtsrat einziehen können. Ich glaube, das ist erstens ein bisschen spät, aber zweitens ist es vor allem zu kurz gesprungen. Wenn Sie unsere deutschen Konzerne betrachten, dann sind es eher die USA und Asien, wo wir eine solche Vertretung bräuchten, und erst dann wird aus der ganzen Sache ein Schuh. Insofern ist es ein hoffnungsvoller Beginn, aber es müsste schon gewaltig mehr sein. Danke.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Das Wort hat Herr Professor Semler!

**Prof. Dr. Johannes Semler:**

Herr Strenger, ich kann mich Ihnen unmittelbar anschließen mit einer Frage. Sie sollte eigentlich dem Juristen auf dem Panel gelten, der jedoch nicht mehr anwesend ist. Vielleicht ist Professor Hopt so freundlich, sich dazu zu äußern. Darf der deutsche Gesetzgeber Angehörigen eines anderen Staates aktive Wahlrechte für deutsche Aufsichtsräte zubilligen?

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Ich möchte an dieser Stelle Herrn Professor Lutter entschuldigen. Er musste pünktlich zum Flughafen, um seinen Flieger zu bekommen. Herr Professor Hopt, wären Sie bereit, auf diese Frage direkt zu antworten?

**Prof. Dr. Klaus J. Hopt:**

Das kann der Gesetzgeber natürlich nicht, Herr Semler. Aber er kann zu Sachverhalten, die ihn selber berühren, Regeln aufstellen. Das hat der amerikanische Gesetzgeber auch getan. Extraterritoriale Wirkung ist hier nicht gegeben. Wenn man die Amerikaner jedoch fragt, dann sagen sie – jedenfalls rechtlich – nicht ganz zu Unrecht: Wer auf unserem Boden tätig sein will, muss sich auch an unsere Gesetze halten. Da ist rechtlich schwer gegen anzukommen.

**Claus Döring:**

Vielen Dank. Sehr geehrte Damen und Herren, ich darf nun noch einmal Herrn Neubürger und Professor Böcking das Wort erteilen, um die Fragen, die Sie gestellt haben, in der Schlussrunde zu beantworten. Herr Neubürger!

**Heinz-Joachim Neubürger:**

Frau Hieke, Sie hatte mich konkret gefragt, wie es mit dem Entsendungsrecht der Gewerkschaften in Aufsichtsräte aussieht. Ich tendiere eigentlich dazu, das Pferd von einer anderen Seite her aufzuzäumen. Für mich persönlich ist das Legitimationsproblem gravierender und wird in der Problematik zunehmen, je mehr die europäische Integration vorangeht. Wie kann ich einem Mitarbeiter in Holland oder in Österreich sagen: Pass mal auf, in München wird zwar über die Entwicklung im Konzernverbund und damit auch über dein Gebiet, dein Land und deine Gesellschaft entschieden, und wir haben da zwar auch Arbeitnehmervertreter dabei, aber du kannst nicht mitentscheiden, wer das ist und wie dieser deine Interessen vertritt, und du kannst ihn vor allen Dingen auch nicht zur Rechenschaft ziehen. Du hast zwar deinen europäischen Betriebsrat, aber das ist letztendlich ausschließlich ein beratendes Gremium.

Ich könnte mir vorstellen, dass sich irgendwann einmal gerade bei Unternehmen mit hoher Präsenz in Europa eine Gruppe von Mitarbeitern in einem europäischen Land bilden wird und uns vor dem Europäischen Gerichtshof verklagt, weil sie mit dieser Regelung des Mitbestimmungsgesetzes nicht einverstanden ist. Dann werden vielleicht auch Gewerkschaften in dem jeweiligen Land fragen: Wenn es solch ein gesetzliches Entsendungsrecht für Gewerkschaften gibt, wer sagt dann, dass es nur für die Gewerkschaften gilt? Warum kann es nicht auch jemand anderes sein? Dann muss man sich darüber unterhalten, ob man den Weg der Europäisierung der Mitbestimmung wählt, oder ob man feststellt, wie Herr Lutter das sehr umfassend dargelegt hat, dass sich die Mitbestimmung europäisch und weltweit nicht durchgesetzt hat. Dann muss man eigentlich über eine Modifikation der deutschen Mitbestimmung reden.

Dies wollte ich in meinem heutigen Beitrag deutlich machen. Ich darf in diesem Zusammenhang noch einmal das Berliner Center of Corporate Governance ansprechen, wo man genau diese Überlegung anstellt: Wie könnte denn eine Weiterentwicklung der Mitbestimmung aussehen? Wir wollen nicht mit provokanten Forderungen an die Öffentlichkeit treten, sondern erst einmal sehen, wie man das Thema Mitbestimmung sachlich konstruktiv weiterentwickeln kann. Es besteht nicht der Wunsch nach einer Konfrontation mit den Arbeitnehmervertretern, sondern nach einer sachliche Diskussion. Ich wünsche mir, dass auch die Gewerkschaften diesen Faden aufgreifen.

**Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking:**

Ich möchte Frau Hieke zur Neutralität von Aufsichtsräten antworten. Was Sie angesprochen haben, sind so genannte Related Parties. Entscheidend ist am Kapitalmarkt, dass diesbezüglich Transparenz herrscht. Wenn Sie Sachverstand von einem Bekannten haben, dürfen sie dann den Bekannten nicht mehr einsetzen? Das kann der Kapitalmarkt nicht wollen. Ich halte hier eine gesunde Mischung von ehemaligen Vorständen und unabhängigen Personen – unabhängig in dem Sinne, dass sie bisher nichts mit dem Unternehmen zu tun hatten – für sehr wertvoll, weil der Aufsichtsrat nicht nur die Rechnungslegung, sondern auch die Geschäftsführung zu überprüfen hat. Die Frage ist, wer das Geschäft beherrscht. Und da ist es ganz sinnvoll, dass man doch über mindestens ein oder zwei ehemalige Vorstände im Aufsichtsrat verfügt.

**Anneliese Hieke:**

Ich meine nicht ehemalige, ich meine aktive! Das Aktiengesetz sieht nicht vor, dass der Hauptaktionär gleichzeitig der Vorstandsvorsitzende ist. Aber das ist mittlerweile in sehr vielen Fällen so.

**Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking:**

Frau Hieke, wir können das gerne später weiterdiskutieren. Wenn jedoch der Hauptaktionär ein Vorschlagsrecht hat, kann er dies auch ausüben.

Zu Ihrer Frage, Herr Köstler: Unabhängig davon, was Sie in Aufsichtsräten erleben – es ist nicht verboten, dass sich ein Aufsichtsrat mit seinem Finanzvorstand zusammensetzt und über die Erteilung des Prüfungsauftrags berät. Letztlich weiß der Aufsichtsrat, dass er alleine haftet. Auch der Wirtschaftsprüfer hat nach § 321 Abs. 1 Satz 3 HGB eine Redepflicht, wenn gegen Gesetze verstoßen wird, das heißt, er müsste darüber im Prüfungsbericht berichten. Offenbar gibt es das bisher nicht.

Zu Ihren Ausführungen, Herr Kollege Wenger, erlaube ich mir folgenden Hinweis. Wenn Sie an niemanden mehr glauben, dann sollten Sie auch keine Aktien mehr kaufen, denn Sie sind gegen Behörden, Sie sind gegen Aufsicht, und Sie haben etwas gegen private Institutionen. Vielen Dank.

**Claus Döring:**

Vielen Dank, Herr Neubürger, vielen Dank, Herr Professor Böcking.

Sehr geehrte Damen und Herren, wir haben seit heute Vormittag eine Vielfalt von Themen rund um den Kapitalmarkt diskutiert. Heute Nachmittag fiel einmal das Stichwort „Erwartungslücke“ im Zusammenhang mit den Abschlussprüfern. Ich hoffe nicht, dass diese Veranstaltung heu-

te bei Ihnen eine Erwartungslücke hinterlässt. Ich darf mich herzlich bei Ihnen bedanken, zum einen dafür, dass Sie da waren, zum anderen für ihre Diskussionsfreude. Ich kann darauf verzichten, die Themen des Tages noch einmal zusammenzufassen. Wenn Sie noch die Zeit haben und heute Abend am Börsenforum und am Empfang teilnehmen, wird Sie etwa ab 19.30 Uhr druckfrisch eine Sonderseite der Börsen-Zeitung erwarten, auf der die Themen dieses heutigen Tages zusammenfasst sind. Also, es lohnt sich, noch zu bleiben! Wer nicht die Zeit hat, kann Vorträge und Diskussion auch in der morgigen Ausgabe der Börsen-Zeitung nachlesen. Ich darf nun zum Schlusswort an Herrn Professor von Rosen übergeben.

## 5.5 Literaturhinweise

### Quellen:

- ARBEITSKREIS EXTERNE UNTERNEHMENSRECHNUNG DER SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFT: Enforcement der Rechnungslegung – Stellungnahme des Arbeitskreises Externe Unternehmensrechnung der Schmalenbach-Gesellschaft –, in: Der Betrieb 2002, S. 2173 ff.
- BAETGE, J. / LUTTER, M.: Abschlussprüfung und Corporate Governance. Stärkere Unabhängigkeit für Wirtschaftsprüfer, Köln 2003.
- BAUMS, T. (Hrsg.): Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts, Köln 2001.
- BÖCKING, H.-J.: Audit und Enforcement: Entwicklungen und Probleme, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2003, S. 683 ff.
- BÖCKING, H.-J. / KIEFER, M.: Eine europäische Finanzaufsichtsbehörde ist notwendig. Ein Plädoyer für ein schlagkräftiges Pendant zur amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 23.9.2002, Nr. 221, S. 28.
- BÖCKING, H.-J. / ORTH, C.: Beratung und Prüfung, Vereinbarkeit von, in: Ballwieser, W. / Coenenberg, A.G. / Wysocki, K. von (Hrsg): Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart 2002, Sp. 257 ff.
- BÖCKING, H.-J. / LÖCKE, J.: Abschlußprüfung und Beratung – eine ökonomische Analyse, in: Die Betriebswirtschaft 1997, S. 461 ff.
- DEANGELO, L.E.: Auditor Size and Audit Quality, in: Journal of Accounting and Economics 1981, S. 183 ff.
- DEANGELO, L.E.: Auditor Independence, „Low Balling“, and Disclosure Regulation, in: Journal of Accounting and Economics 1981, S. 113 ff.
- EWERT, R.: Prüfung, Beratung und externe Rotation: Ökonomische Forschungsbeiträge zur aktuellen Regulierungsdebatte im Bereich der Wirtschaftsprüfung, in: Der Konzern 2003, S. 528 ff.

### Weiterführende Literatur:

#### I. Zum Problem der monistischen Unternehmensverfassung

- DAVIES, P.L.: Struktur der Unternehmensführung in Großbritannien und Deutschland: Konvergenz oder fortbestehende Divergenz?, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001, S. 268 ff.

- DEUTSCHER ANWALTSVEREIN: Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins durch den Handelsrechtsausschuss zum Aktionsplan der EU-Kommission, August 2003 (Stellungnahme 51/03), abrufbar unter: [www.anwaltverein.de](http://www.anwaltverein.de).
- ESCHER-WEINGART, C.: Corporate Governance-Strukturen, Ein deutsch-US-amerikanischer Rechtsvergleich, in: Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft 2000, S. 387 ff.
- EU-KOMMISSION: Bericht der Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa, 4. November 2002, abrufbar unter: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/company/company/modern/index.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/company/company/modern/index.htm).
- EU-KOMMISSION: Aktionsplan „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der EU“, 21. Mai 2003, abrufbar unter: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/company/company/modern/index.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/company/company/modern/index.htm).
- GROUP OF GERMAN EXPERTS ON CORPORATE LAW: Stellungnahme der Group of German Experts on Corporate Law zum Konsultationsdokument der High Level Group of Experts on Corporate Law, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1310 ff.
- GROUP OF GERMAN EXPERTS ON CORPORATE LAW: Zur Entwicklung des Europäischen Gesellschaftsrechts: Stellungnahme der Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht zum Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2003, S. 863 ff.
- GRUBER, J. / WELLER, M.-P.: Societas Europaea – Mitbestimmung ohne Aufsichtsrat, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 297 ff. [siehe auch unter „Mitbestimmung“].
- HEIN, J. VON: Die Rolle des US-amerikanischen CEO gegenüber dem Board of Directors im Lichte neuerer Entwicklungen, in: Recht der internationalen Wirtschaft 2002, S. 501 ff.
- HEIN, J. VON: Vom Vorstandsvorsitzenden zum CEO?, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 2002, S. 464 ff.
- HOPT, K.J.: The German Two-Tier-Board: Experience, Theories, Reforms; in: Hopt, K.J. / Wymeersch, E. u.a. (Hrsg.), Comparative Corporate Governance, Oxford 1998, S. 227 ff.
- KALLMEYER, H.: Das monistische System in der SE mit Sitz in Deutschland, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2003, S. 1531 ff.
- LEYENS, P.C.: Deutscher Aufsichtsrat und US-Board: ein- oder zweistufiges Verwaltungssystem, in: Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht 2003, S. 57 ff.

- RUHWEDEL, P. / EPSTEIN, R.: Eine empirische Analyse der Strukturen und Prozesse in den Aufsichtsräten deutscher Aktiengesellschaften, in: Betriebs-Berater 2003, S. 161 ff.
- SCHIESSL, M.: Leitungs- und Kontrollstrukturen im internationalen Wettbewerb, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 2003, S. 235 ff.
- SCHWARZ, G.C.: Europäisches Gesellschaftsrecht, Baden-Baden 2000, Rz. 712 ff.
- STEINDL, M.: Aufsichtsrat und US-Board, Wien 1999 (Rechtsvergleichende Darstellung auf Grundlage des österreichischen Rechts).
- TEICHMANN, CHRISTOPH: Corporate Governance in Europa, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001, S. 645 ff.
- THEISEN, M.R.: Empirical Evidence and Economic Comments on Board Structure; in: Hopt, K.J. / Wymeersch, E. u.a. (Hrsg.), Comparative Corporate Governance, Oxford 1998, S. 259 ff.

## II. Zur Mitbestimmung

- BERTELSMANN STIFTUNG / HANS-BÖCKLER-STIFTUNG (Hrsg.): Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven. Bericht der Kommission Mitbestimmung, Gütersloh 1998.
- DAVIES, P.L.: Employee Involvement in The European Company; in: Hopt, K.J. / Menjucq, M. / Wymeersch, E. (Hrsg.), La Société Européenne, Paris 2003, S. 67 ff.
- GRUBER, J. / WELLER, M.-P.: Societas Europaea – Mitbestimmung ohne Aufsichtsrat, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 297 ff. [siehe auch unter „mon. Unternehmensverfassung“].
- HENSSLER, M.: Unternehmerische Mitbestimmung in der Societas Europaea – neue Denkanstöße für die Corporate-Governance-Diskussion; in: Habersack, M. / Hüffer, U. u.a. (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag, Berlin 2003, S. 193 ff.
- HERFS-RÖTTGEN, E.: Arbeitnehmerbeteiligung in der Europäischen Aktiengesellschaft, in: Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht 2001, S. 424 ff.
- HERFS-RÖTTGEN, E.: Probleme der Arbeitnehmerbeteiligung in der Europäischen Aktiengesellschaft, in: Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht 2002, S. 358 ff.
- KLEINSORGE, G.: Europäische Gesellschaft und Beteiligungsrechte der Arbeitnehmer, in: Recht der Arbeit 2002, S. 343 ff.



- KRAUSHAAR, M.: Europäische Aktiengesellschaft (SE) und Unternehmensmitbestimmung, in: Betriebs-Berater 2003, S. 1614 ff.
- KÜBLER, F.: Leitungsstrukturen der Aktiengesellschaft und die Umsetzung des SE-Statuts, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 2003, S. 222 ff.
- LUTTER, M.: Les expériences européennes de cogestion – l'expérience allemande; in: Hopt, K.J. / Menjucq, M. / Wymeersch, E. (Hrsg.), La Société Européenne, Paris 2003, S. 81 ff.
- MÄVERS, G.: Die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in der Europäischen Aktiengesellschaft, Köln 2002.
- REICHOLD, H.: Durchbruch zu einer europäischen Betriebsverfassung – Die Rahmen-Richtlinie 2002/14/EG zur Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer, in: Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht 2003, S. 289 ff.
- PLUSKAT, S.: Die Arbeitnehmerbeteiligung in der geplanten Europäischen AG, in: Deutsches Steuerrecht 2001, S. 1483 ff.
- SADOWSKI, D. / JUNKES, J. / LINDENTHAL, S.: Gesetzliche Mitbestimmung in Deutschland: Idee, Erfahrungen und Perspektiven aus ökonomischer Sicht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001, S. 110 ff.
- SCHÄFER, A.: Expérience de la cogestion en Allemagne; in: Hopt, K.J. / Menjucq, M. / Wymeersch, E. (Hrsg.), La Société Européenne, Paris 2003, S. 87 ff.
- SCHMOLDT, H.: Corporate Governance und Mitbestimmung – Der Beginn einer wunderbaren Freundschaft?, in: Mitbestimmung 2002, S. 10 ff.
- ULMER, P.: Paritätische Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat von Großunternehmen – noch zeitgemäß?, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 2002, S. 271 ff.
- WEISS, M.: Arbeitnehmermitwirkung in Europa, in: Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht 2003, S. 177 ff.
- WIBMANN, H.: „Deutsche“ Europäische Aktiengesellschaft und Mitbestimmung; in: Wank, R. / Hirte, H. u.a. (Hrsg.), Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag, München 2002, S. 685 ff.

### **III. Zum Enforcement und zur Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers**

- ARBEITSKREIS BILANZRECHT DER HOCHSCHULLEHRER RECHTS-  
WISSENSCHAFT: Zu den Vorschlägen der EU-Kommission zur Prüfer-  
unabhängigkeit, in: Betriebs-Berater 2002, S. 2663 f.
- BAETGE, J. / LUTTER, M. (Hrsg.): Abschlussprüfung und Corporate Go-  
vernance, Köln 2003.
- BAETGE, J. / MATENA, S.: Normative Überlegungen zur Ausgestaltung  
der Abschlussprüfung im Lichte aktueller Unternehmenskrisen, in:  
Wollmert, P. / Schönbrunn, N. u.a. (Hrsg.), Wirtschaftsprüfung und  
Unternehmensüberwachung - Festschrift für Prof. Dr. Dr. h.c. Wolf-  
gang Lück, Düsseldorf 2003, S. 179 ff.
- BAUMS, T. (Hrsg.): Bericht der Regierungskommission Corporate Gover-  
nance, Köln 2001, Rz. 277 ff.
- BÖCKEM, H.: Die Durchsetzung von Rechnungslegungsstandards: Eine  
kapitalmarktorientierte Untersuchung, Frankfurt am Main u.a. 2000.
- BORMANN, M.: Unabhängigkeit des Abschlussprüfers: Aufgabe und  
Chancen für den Berufsstand, in: Betriebs-Berater 2002, S. 190 ff.
- EU-KOMMISSION: Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament  
vom 13. Juni 2000 - Rechnungslegungsstrategie der EU: Künftiges  
Vorgehen, COM (2000) 359(01).
- EU-KOMMISSION: Empfehlung vom 15. November 2000 - Mindestan-  
forderungen an Qualitätssicherungssysteme für die Abschlussprüfung  
in der EU, in: Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. L 091  
vom 31.03.2001, S. 91 ff.
- EU-KOMMISSION: Empfehlung vom 16. Mai 2002 - Unabhängigkeit des  
Abschlussprüfers in der EU - Grundprinzipien, in: Amtsblatt der Eu-  
ropäischen Gemeinschaften Nr. L 191 vom 19.07.2002, S. 22 ff.
- EU-KOMMISSION: Mitteilung an den Rat und das Europäische Parlament  
vom 21.05.2003 - Stärkung der Abschlussprüfung in der EU, in:  
Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. C 236 vom  
02.10.2003, S. 2 ff.
- FERLINGS, J. / LANFERMANN, G.: Unabhängigkeit von deutschen Ab-  
schlussprüfern nach Verabschiedung des Sarbanes-Oxley Acts, in: Der  
Betrieb 2002, S. 2117 ff.
- GELHAUSEN, H.F. / KUSS, E.: Vereinbarkeit von Abschlussprüfung und  
Beratungsleistungen durch den Abschlussprüfer, in: Neue Zeitschrift  
für Gesellschaftsrecht 2003, S. 424 ff.

- HAGEMEISTER, C.: Neue Anforderungen an die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers durch IFAC und Europäische Kommission, in: Der Betrieb 2002, S. 333 ff.
- HALLER, A. / EIERLE, B. / EVANS, E.: Das britische Financial Reporting Review Panel: ein Vorbild für ein deutsches Enforcement-Gremium?, in: Betriebs-Berater 2001, S. 1673 ff.
- HOMMELHOFF, P.: Für ein spezifisch deutsches Durchsetzungssystem – Schaffung einer Kontrollinstanz zur Sicherstellung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Enforcement-Systems, in: Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2001, S. 39 ff.
- HÜTTEN, C. / LORSON, P.: Staatliches versus privates Enforcement – Ein Beitrag zur Objektivierung der Enforcement-Diskussion, gleichzeitig Anm. zu Tielmann: Durchsetzung einer ordnungsmäßigen Rechnungslegung –, in: Steuern und Bilanzen 2002, S. 122 ff.
- HULLE, K. VON / LANFERMANN, G.: Mitteilung der Europäischen Kommission zur Stärkung der Abschlussprüfung, in: Betriebs-Berater 2003, S. 1323 ff.
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER: Stellungnahme gegenüber dem Committee of European Securities (CESR) zu dem „CESR Statement of Principles on Enforcement of Accounting Standards“, 3. Januar 2003, abrufbar unter: [www.idw.de](http://www.idw.de).
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER: Stellungnahme des IDW zu den Vorschlägen des Arbeitskreises Abschlussprüfung und Corporate Governance vom 31. Juli 2003, in: Betrieb und Wirtschaft, 2003, S. 711 ff.
- INSTITUT DER WIRTSCHAFTSPRÜFER / F.A.Z.-INSTITUT FÜR MANAGEMENT: Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance, Düsseldorf 2002, abrufbar unter: [www.idw.de](http://www.idw.de).
- KIEFER, M.: Kritische Analyse der Kapitalmarktregulierung der U.S. Securities and Exchange Commission. Lösungsansatz für eine deutsche und europäische Enforcement-Instanz als Bestandteil der Corporate Governance, Wiesbaden 2003.
- KIETHE, K.: Der befangene Abschlussprüfer – Schadensersatz bei Interessenkollision?, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 937 ff.
- KNORR, K.E. / HÜLSMANN, C.: Zur Stärkung der Rolle des Abschlussprüfers – Maßnahmenkatalog der Bundesregierung zum Anlegerschutz und zur Unternehmensintegrität vom 25.02.2003, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 567 ff.

- KORN, E.: Enforcement von Rechnungslegungsstandards: Welche Wirkung hat das Strafmaß?, in: Deutsches Steuerrecht 2002, S. 1500 ff.
- KÜTING, K. / WOHLGEMUTH, F.: Internationales Enforcement – Bestandsaufnahme und Entwicklungstendenzen –, in: Zeitschrift für kapitalmarktorientierte Rechnungslegung 2002, S. 265 ff.
- MARX, S.: Die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers – Herausforderungen des Full-Service-Konzepts moderner Wirtschaftsprüfungsgesellschaften für Standardsetter und Praxis, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, S. 292 ff.
- NAUMANN, K.-P. / TIELMANN, S.: Überwachung der Ordnungsmäßigkeit der Rechnungslegung - Zukunft des Enforcement in Deutschland, in: Wollmert, P. / Schönbrunn, N. u.a. (Hrsg.), Wirtschaftsprüfung und Unternehmensüberwachung - Festschrift für Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Lück, Düsseldorf 2003, S. 159 ff.
- RÖHRICHT, V.: Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, in: Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2001, S. 80 ff.
- SCHMIDT, S.: Die externe Qualitätskontrolle im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer, in: Deutsches Steuerrecht 2002, S. 47 ff.
- SCHMIDT, S.: Neue Anforderungen an die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers - SEC-Verordnung im Vergleich mit den Empfehlungen der EU-Kommission und den Plänen der Bundesregierung, in: Der Betriebs-Berater 2003, S. 779 ff.
- SCHWANDTNER, C.: Die Unabhängigkeit des Abschlussprüfers - europäische und internationale Ansätze im Vergleich, in: Deutsches Steuerrecht 2002, S. 323 ff.
- SOMMERSCHUH, N.: Strengere Berufsaufsicht durch die 5. WPO-Novelle: Ein neuer Ansatz zur Kontrolle der Wirtschaftsprüfer, in: Betriebs-Berater 2003, S. 1166 ff.
- TIELMANN, S.: Durchsetzung ordnungsmäßiger Rechnungslegung, in: Der Betrieb 2001, S. 1625 ff.
- TIELMANN, S. / SCHRUFF, L.: Durchsetzung ordnungsgemäßer Rechnungslegung – ein Beitrag zur aktuellen Enforcement-Diskussion, Düsseldorf 2001.
- WOLLMERT, P. / SCHÖNBRUNN, N. U.A. (Hrsg.): Wirtschaftsprüfung und Unternehmensüberwachung - Festschrift für Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Lück, Düsseldorf 2003.

WÜSTEMANN, J.: Normdurchsetzung in der deutschen Rechnungslegung  
- Enforcement nach dem Vorbild der USA?, in: Betriebs-Berater 2002,  
S. 718 ff.

## 6 Schlusswort

**Prof. Dr. Rüdiger von Rosen**  
**Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt**



Meine Damen und Herren,  
ich habe allen Teilnehmern großen Dank auszusprechen – dem gesamten Wissenschaftlichen Beirat, der sich insgesamt bei diesem Symposium eingebracht hat, den übrigen Referenten, die alle dem Vorstand des Deutschen Aktieninstituts angehören, und auch dem souveränen Moderator, Herrn Döring, der ebenfalls Mitglied des Deutschen Aktieninstituts ist. Ich habe dem Hausherrn Deutsche Bank zu danken. Deutsche Bank und Deutsches Aktieninstitut sind zwar nicht identisch – da legen wir auch Wert darauf –, aber es sind beides Institute, die in

Deutschland, in Frankfurt fest verankert sind, und das soll natürlich auch so bleiben.

Wir haben heute Gelegenheit gehabt, eine Vielzahl von Themen zu diskutieren. Dabei haben wir auch etwas über Humankapital gehört. Es gibt den berühmten Spruch: Wenn man 50 wird, morgens aufwacht und es tut einem nichts weh, dann ist man tot. Wir sind sehr lebendig – das kann ich Ihnen versichern! Uns tut mit Blick auf Kapitalmarkt und Aktie noch vieles weh, und es gibt noch vieles bei uns zu regeln. Es sind heute auch nicht alle Fragen gestellt worden, so dass wir sicherlich für die nächsten 50 Jahre weiterhin gut beschäftigt sind: Wir müssen für die Aktie eine bessere Verankerung erreichen – gesamtwirtschaftlich wie einzelwirtschaftlich. Wir brauchen ganz klare Fortschritte bei der kapitalgedeckten Altersvorsorge, und wir brauchen eine bessere Risikokapitalversorgung unserer Wirtschaft.

Wir haben, wie Sie wissen, den Finanzplatz e.V. zum Jahresbeginn sehr bewusst übernommen. Wir hoffen sehr, dass wir jetzt bei kapitalmarktrelevanten Diskussionen nicht ausgegrenzt werden. Manche Themen, die derzeit hochkommen und die ich sehr spannend finde, wurden vom Deutschen Aktieninstitut bereits zu früheren Zeitpunkten angedacht und bearbeitet. So haben wir z.B. vor drei Jahren ein Börsenforum zu dem Thema „Brauchen wir eine europäische SEC?“ veranstaltet. Es bestand damals einhellig eine große Ablehnung. Für Deutschland komme dies gar

nicht in Frage. Jetzt entstehen neue Initiativen, bis 2013 eine solche europäische Aufsicht anzustreben. Wir vom Deutschen Aktieninstitut wären gerne bei dieser neuen Diskussion dabei. Die Debatte darf nicht, wie Herr Lutter sagte, im akademischen Bereich verbleiben, sondern sollte – und genau das ist unsere Vorstellung und unsere Aufgabe – Praxis und Wissenschaft verbinden. An den vielen Diskussionsbeiträgen heute haben wir gesehen, dass das Deutsche Aktieninstitut offen ist, diskussionsfreudig, progressiv. Wir grenzen niemanden aus, im Gegenteil: Wir freuen uns über entsprechende Beiträge, wenn sie denn unserem Ziel der Förderung der Aktie dienen. Dieses Ziel, die Aktienakzeptanz bei Unternehmen wie auch bei den Anlegern zu stärken, existiert seit 50 Jahren. Wir sind bereits einen weiten Weg gegangen mit vorzeigbaren Erfolgen, aber wir sind bei weitem noch nicht am Ende des Weges angelangt.

Wir haben in einer Stunde, Herr Döring hat darauf hingewiesen, Bundesjustizministerin Zypries bei unserem traditionellen Börsenforum, immerhin das 16. was ich veranstalte. Hier zeigt sich Tradition und zugleich der Werdegang unserer Börsen- und Kapitalmarktentwicklung in Deutschland. Ich hoffe, dass sie alle Zeit haben teilzunehmen. Wenn wir anschließend bei unserem Empfang den Dialog fortsetzen, wäre mir das natürlich sehr recht. Also, herzlichen Dank noch einmal an alle Mitwirkenden, herzlichen Dank an alle Teilnehmer und an den Hausherrn. Sie wissen es selbst, es wäre furchtbar langweilig, wenn ein Symposium veranstaltet wird, und keiner kommt hin.





## II Börsenforum 2003

### 1 Begrüßung

**Max Dietrich Kley**  
**Präsident, Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt**  
**Mitglied des Aufsichtsrats, BASF AG, Ludwigshafen**  
**Vorsitzender der Börsensachverständigenkommission**



Sehr geehrte Frau Ministerin, sehr geehrte Damen und Herren, zum heutigen Börsenforum begrüße ich Sie alle sehr herzlich. Das Börsenforum hat eine bemerkenswerte Tradition; dieses Jahr findet es zum 16. Mal statt. Wir verbinden es mit dem 50-jährigen Jubiläum des Deutschen Aktieninstituts und seines Vorgängerinstituts, dem „Arbeitskreis der Aktie“, gegründet 1953 in Düsseldorf. Allerdings wollen wir heute nicht zurückschauen und Erinnerungen über die Entwicklung der Kapitalmärkte in diesem halben Jahrhundert hervorrufen. In unserem Symposium haben wir uns

heute intensiv mit der Zukunft des Kapitalmarkts befasst, und zwar aus wissenschaftlicher wie auch aus praktischer Sicht. Dies entspricht den originären Zielen des Deutschen Aktieninstituts: der Förderung der Aktie und der Förderung der Aktienakzeptanz in Deutschland bei Emittenten, Anlegern und Finanzintermediären.

Wir alle wissen: Manches, vieles ist nicht zum Besten bestellt, es gibt viel zu tun. Nach Erhebungen des Deutschen Aktieninstituts bleiben die Aktionärszahlen zwar seit etwa einem Jahr relativ stabil. Die Zahl der Aktiengesellschaften ist im März dieses Jahres auf über 15.000 gestiegen und die Kurse scheinen sich derzeit nach dem „historischen Tiefstand“ des DAX im März dieses Jahres, Sie erinnern sich, bei ca. 2.200 Punkten – also ein dramatischer Rückgang gegenüber dem Jahr 2000 – zu erholen. Äußerst bedenklich ist allerdings, dass seit nahezu einem Jahr – auch natürlich auf Grund eines stagnierenden konjunkturellen Umfelds – in Deutschland kein einziger Börsengang stattgefunden hat. Für die volkswirtschaftliche Entwicklung ist dies eine sehr problematische Situa-

tion. Als Instrument der Unternehmensfinanzierung scheint die Börse derzeit außer Betrieb zu sein.

Die Aktie – und in besonderem Maße die börsennotierte Aktie – bietet für unsere Volkswirtschaft wie auch für die Unternehmen jedoch unverzichtbare Vorteile. Ihre wichtigste Funktion ist die Eigenkapitalbeschaffung, wie sie für kapitalintensive Investitionen unentbehrlich ist. Die Bedeutung der Aktie im Zusammenhang mit der kapitalgedeckten Altersvorsorge betonen wir seit Jahren.

Die Zukunft der Aktie wird nicht zuletzt davon abhängen, welchen Regelungsrahmen sie, der Kapitalmarkt und die Kapitalmarktteilnehmer in Zukunft haben werden.

Sie erinnern sich, dass die vergangenen drei Börsenjahre geprägt waren von fallenden Kursen, Bilanzskandalen und aufsehenerregenden Prozessen. Vertrauensverluste waren die Folge. Seitdem ist das Ziel, das Anlegervertrauen wieder zurückzugewinnen, in aller Munde. Dies ist aus unserer Sicht mit Sicherheit ein hehres und wichtiges Unterfangen. Es geht zuallererst um die Frage: Was sind die richtigen Maßnahmen, dieses Ziel zu erreichen?

Natürlich muss regelwidrigem und unethischem Verhalten, wie es sich in den großen Betrugsfällen offenbart hat, Einhalt geboten werden. Hierzu auf gesetzgeberischer Seite die Möglichkeiten zur Verfolgung und Ahndung zu stärken, ist ein guter Weg. Auch Vorschläge zur verschärften Überwachung des Kapitalmarkts begrüße ich grundsätzlich.

Unberücksichtigt bleibt jedoch bei dem Wunsch nach weitergehenden neuen Reglementierungen für börsennotierte Unternehmen ein wesentlicher Aspekt: Die Ausweitung gesetzlicher Verpflichtungen bedeutet zwar eine Verbesserung des Anlegerschutzes. Sie stellt jedoch, soweit sie mit der Ausweitung der Berichtspflichten verbunden ist, eine erhebliche personelle und finanzielle Zusatzbelastung für die Unternehmen dar. Dabei besteht keineswegs Einigkeit darüber, ob der beabsichtigte Nutzen – mehr Vertrauen durch stärkere Regulierung – auch in einem angemessenen Verhältnis zum verursachten Aufwand steht. Immer häufiger wird von Unternehmen, gerade auch von Mitgliedsunternehmen des Deutschen Aktieninstituts, auf das Spannungsverhältnis zwischen Anlegerschutz und Unternehmensaufwand und auf die drohende Gefahr der Überregulierung hingewiesen.

Große, etablierte börsennotierte Gesellschaften können zusätzliche Pflichten beispielsweise im Bereich der Berichterstattung oder auch bei anderen Transparenzvorschriften sicher noch am ehesten leisten. Aber wie steht es mit den mittleren, mit den kleinen, also mit den mittelständischen Unternehmen? Gerade diese werden sehr häufig nicht in der La-

ge sein, wachsende Transparenzansprüche zu noch vertretbaren Kosten zu erfüllen. Trotz erschwelter Kreditfinanzierungsbedingungen, die wohl heute auch hier in Frankfurt niemand mehr abstreiten wird, werden sie von einem Gang an die Börse geradezu abgeschreckt.

Dann stellt sich die Frage, wie viel Information der normale Anleger überhaupt verarbeiten kann. Diese Frage ist schon im Zusammenhang mit der Erstellung von Wertpapierverkaufsprospekten zu stellen: Ist deren Inhalt tatsächlich ausschlaggebend für die Anlageentscheidung? Wie viele Anleger haben sich im Detail mit einem Prospekt auseinandergesetzt, bevor sie eine Aktie bei Neuemissionen gezeichnet haben? Dass Sie mich nicht falsch verstehen – ich will hier nicht über die Funktion und Bedeutung von Prospekten philosophieren, aber ich möchte doch darauf hinweisen, dass es bereits eine Fülle an Information am Kapitalmarkt gibt, die der Anleger auswerten kann. Sind diese Kapitalmarktinformationen falsch, gibt es schon jetzt – sicherlich noch ausbaufähige – Handlungsansätze für Staatsanwaltschaft und Anleger.

Letztlich ist aber auch einer gewissen Selbstregulierung des Marktes zu vertrauen. Die Schaffung des Deutschen Corporate Governance Kodex war und ist ein Weg, dem Gedanken der Selbstregulierung mit Transparenz nach außen Rechnung zu tragen. Seiner Wirkung sollte Zeit gelassen werden. Es ist nicht angebracht, bei fehlender Akzeptanz einzelner Bestimmungen des Kodex – dazu werden wir in den Entsprechungserklärungen der nächsten Saison einiges sehen, nicht zuletzt durch die Tatsache verursacht, dass die Kommission nachgebessert hat – immer gleich an eine gesetzliche Regelung zu denken. Wir würden damit genau den grundsätzlichen Fehler machen, der zur deutschen Bürokratisierung und Regulierungsdichte geführt hat: auf jedes Ereignis gleich mit neuen Gesetzen und Verordnungen zu reagieren. Wenn ein Großteil der Unternehmen bestimmte Empfehlungen nicht umsetzt, dann hat das nicht unbedingt mit deren Uneinsichtigkeit zu tun, sondern mag auch Zweifel an deren Praktikabilität oder an deren Nutzen gestatten.

Lassen Sie mich zu der Diskussion um den Kodex noch Folgendes anfügen: Ich meine, dass der Kodex grundsätzlich eine sehr gute Akzeptanz gehabt hat – national und international. Er sollte nicht dadurch entwertet werden, dass nun dauernd von allen Seiten wieder neue, andere Kodizes entwickelt werden. Ich halte nichts davon, wenn Finanzmarktakteure nun eine Balanced Scorecard aufstellen und die vollständige Befolgung des Cromme-Kodex nur mit 70 Prozent der Punkte bewerten. Dies stellt Wert und Wertigkeit des Kodex in Frage. Ich halte auch nichts davon, nun ständig ergänzende Kodizes für Spezialgebiete zu entwickeln: so Corporate Governance für den Mittelstand oder für Immobiliengesellschaften. Ebenfalls sollten – an der Cromme-Kommission vorbei – keine Vorschläge über Abschlussprüfung und Audit Committees als Forderungen an den Gesetzgeber entwickelt werden. Ich fand, dass die befrieden-

de Wirkung des Kodex und der Arbeit der Kommission bei der Vielfalt der Diskussionen am Kapitalmarkt ein großer Vorteil und ein großer Gewinn war. Ich würde doch gerne an alle Akteure appellieren, sich in diesen Strom wieder einzubringen.

Seitens der Bundesregierung liegt derzeit ein ganzer Katalog zur Verbesserung des Anlegerschutzes und der Unternehmensintegrität auf dem Tisch. Es bedarf sicherlich noch eines intensiven Dialoges mit den Vertretern der Praxis, inwieweit ein Regelungsbedarf in dieser Fülle und in diesem Umfang erforderlich ist. Zudem ist eine intensive Abstimmung mit dem Europäischen Aktionsprogramm geboten. Ihre Ausführungen, Frau Ministerin, bei dem Gespräch mit Herrn von Rosen und mir in Berlin stimmen uns hier genauso hoffnungs- wie erwartungsvoll. Das Deutsche Aktieninstitut hat sich immer als Mittler zwischen der Unternehmenspraxis und der Legislative verstanden. Diese Rolle will es auch in Zukunft verstärkt wahrnehmen, indem es auch die Auffassung der Unternehmen zum aktuellen Regelungsstand ermitteln will. Derzeit erwägen wir die Durchführung einer Umfrage bei unseren Mitgliedern, um diejenigen Regelungen zu identifizieren, die mit Blick auf das Verhältnis von Aufwand und Nutzen für den Kapitalmarkt aus Emittentensicht am ehesten entbehrlich wären. Ziel soll es sein, die praktischen Auswirkungen der Regulierungsbreite und -dichte auf die Unternehmen zu verdeutlichen.

Ich freue mich in diesem Zusammenhang besonders, heute als Gastrednerin Frau Bundesjustizministerin Brigitte Zypries begrüßen zu dürfen. Ich hoffe, Sie nehmen einige Bedenken und Sorgen einer entscheidenden Gruppe der Kapitalmarktteilnehmer – der Emittenten – als Anregung mit auf den Weg. Frau Ministerin, wir freuen uns auf Ihren Vortrag.

## 2 Gastvortrag

**Brigitte Zypries**  
**Bundesministerin für Justiz, Berlin**



Sehr geehrter Herr Kley, meine sehr geehrten Damen und Herren, bei der Rede muss man sich ja immer fragen: Wer sind die Empfänger? Mitglieder von Vorständen und Aufsichtsräten. Also liegt es nahe, dass Sie von der Ministerin eine Anmerkung zu den vorgestern vom Landgericht Düsseldorf zugelassenen Anklagen gegen frühere Mitglieder des Aufsichtsrats von Mannesmann erwarten. Lassen Sie mich fünf Bemerkungen machen:

Erstens: Zu dem Inhalt des Verfahrens kann und darf ich mich schon deshalb nicht äußern, weil die Wahrung der Unabhängigkeit der Justiz

zu den ureigensten Aufgaben meines Amts zählt.

Zweitens: Für jeden Angeklagten gilt in unserem Rechtsstaat die Unschuldsvermutung. Das gilt auch für prominente Angeklagte.

Drittens: Genauso klar ist aber auch, dass die Staatsanwaltschaften verpflichtet sind, dem Verdacht strafbarer Handlungen nachzugehen. Ob wirklich eine strafbare Handlung vorgelegen hat, wird ein unabhängiges Gericht entscheiden. Daran gibt es zum gegenwärtigen Zeitpunkt nichts zu kritisieren. Auch nicht seitens der Politik.

Viertens sind die zugelassenen Anklagen mitnichten ein „Schlag gegen den Wirtschaftsstandort Deutschland“. Der Rechtsstaat mit seiner geordneten unabhängigen Rechtspflege wird gemeinhin als Standortvorteil gesehen. Hüten wir uns also vor aufgeregten Reaktionen.

Fünftens könnte dieses Verfahren ein weiterer Anlass sein, das bereits begonnene Nachdenken über Transparenz und Höhe von Vergütungen und Abfindungen innerhalb der Corporate Governance-Diskussion der Wirtschaft zu intensivieren. Das könnte dann dazu beitragen, Zweifel und Verdacht und damit letztlich solche Verfahren zu vermeiden.

Meine sehr geehrten Damen und Herren, der heute zu feiernde Jubilar, das Deutsche Aktieninstitut, stellt sich im Internet mit prägnanten Über-

schriften vor: „*Was wir Ihnen hier anbieten*“ lautet die eine und „*Was andere besser können*“ die andere. Diesen Unterschied zu kennen und zu beherzigen, ist auch das Leitmotiv meines Vortragsthemas: „*Vertrauen und Akzeptanz als Grundlage für eine erfolgreiche Fortentwicklung von Corporate Governance*“.

Die Corporate Governance-Diskussion in Deutschland wird nun schon seit über 10 Jahren sehr intensiv geführt. Und meine Prognose ist: Sie wird uns auch noch eine ganze Reihe von Jahren weiter begleiten. Denn das Konzept der gesellschaftlichen Selbstregulierung ist überzeugend. Darauf weisen die bisherigen Erfolge deutlich hin: Der Kodex ist ein Musterbeispiel für das Leitmotiv „*Was wir Ihnen anbieten und was andere besser können*“. „Wir“, das ist in diesem Fall die Politik. Die Bundesregierung hat dafür gesorgt, dass seit dem 4. Juli 2003 die auf den Kodex bezogene „Comply or Explain“-Regel des § 161 Aktiengesetz in Kraft ist.

„Die anderen“, das sind die Vorstände und Aufsichtsräte der börsennotierten Unternehmen, die den Aktionären jährlich zu erklären haben, wie ihre Aktiengesellschaft es mit den Empfehlungen des Kodex hält. Denn die praxisnahe und wirkungsvolle Umsetzung der Empfehlungen des Kodex, das ist Sache der Wirtschaft und nicht der Politik. Der Kodex schlägt die Brücke zwischen Wirtschaft und Politik.

Auch das Deutsche Aktieninstitut baut solche Brücken. Im Jahr 1953 als „Arbeitskreis zur Förderung der Aktie“ gegründet, sieht es seine wichtigste Aufgabe in der Förderung der Aktienakzeptanz bei Anlegern und Unternehmen. Es beschäftigt sich schwerpunktmäßig mit den Rahmenbedingungen des deutschen Aktienmarktes und dient als Kommunikator zwischen den Marktteilnehmern. Als Verband der börsennotierten Aktiengesellschaften und anderer an der Aktie interessierter Unternehmen und Institutionen ist das Deutsche Aktieninstitut dazu auch in besonderem Maße berufen. Das Institut hat vieles angestoßen und erreicht. Und seine Bedeutung für den deutschen Kapitalmarkt ist sehr hoch einzuschätzen. Mit seinem Einsatz für die Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument hat es auf allen gesellschaftlichen Ebenen und im politischen Umfeld einen wichtigen Beitrag dazu geleistet, dass die Aktie in Deutschland an Bedeutung gewann. Das Deutsche Aktieninstitut arbeitet seit jeher im Sinne des erwähnten Brückenbaus reibungslos mit dem Bundesjustizministerium zusammen. Ich gratuliere dem Deutschen Aktieninstitut zu seinem 50-jährigem Bestehen und danke ihm – und natürlich Ihnen – vielfach für die unermüdliche Arbeit und die gute Kooperation.

Auch für die nächsten 50 Jahre wünsche ich Ihnen viel Erfolg für die Arbeit an den stets weiter wachsenden Aufgaben und Projekten.

Meine Damen und Herren, die Bundesregierung will, dass Ihre Arbeit für die Aktie Erfolg hat. Auch deshalb tun wir alles, was möglich und nötig ist, um jene Tendenzen für einen wirtschaftlichen Aufschwung zu stärken, die mittlerweile deutlich erkennbar sind.

Nicht nur der ifo-Geschäftsklima-Index hat zum dritten Mal eine wirtschaftliche Verbesserung prognostiziert. Ein Ende der Stagnation, in der wir uns national *und* international seit drei Jahren befinden, sagen auch die Analysten und die Aktienkurse hier in Frankfurt voraus. Und die sind für anstehende Entwicklungen ja bekanntlich besonders sensibel.

Wir müssen diese Tendenzen für einen Aufschwung stärken, gerade weil diese Tendenzen noch verhältnismäßig labil sind. Die Gründe für diese Labilität liegen zunächst in der internationalen wirtschaftlichen und politischen Situation. Auch zwei Jahre nach den Terroranschlägen vom 11. September ist der Kampf gegen den internationalen Terrorismus nicht gewonnen – weder in Afghanistan noch an den anderen Orten der Welt. Ganz im Gegenteil müssen wir erkennen, dass wir in diesem Kampf nach wie vor nicht nachlassen dürfen. Zugleich müssen wir aber begreifen, dass er nur zu gewinnen sein wird, wenn wir neben dem, was wir militärisch zu leisten hatten und in Afghanistan noch zu leisten haben, strikt darauf achten, dass der Kampf gegen den internationalen Terror die eine Seite der Medaille ist, der Wiederaufbau in den betroffenen Ländern die andere Seite. Das macht das deutsche Engagement in Kabul und jetzt über Kabul hinaus aus.

Und wir müssen die Situation im Irak verbessern: Wie immer man zum Krieg im Irak gestanden hat, jetzt geht es darum, dass wir miteinander dem Irak eine Perspektive für Frieden und Demokratie geben und damit Stabilität in einer Region schaffen, die diese Stabilität dringend braucht. Denn wenn weiter das Gegenteil eintritt und sich die Lage dort gar noch verschärft, dann hat das nicht nur Folgen für die politische Stabilität der Welt, sondern auch für die Weltwirtschaft. Die beginnt gerade, sich zu erholen. In Amerika, in Asien, in Europa und auch in Deutschland. Diese positive politische und wirtschaftliche Entwicklung zu festigen und sie nicht beeinträchtigen zu lassen, ist Aufgabe gemeinsamer internationaler Anstrengungen. Dies war Thema beim Treffen der deutschen und der französischen Regierung in der letzten Woche in Berlin, beim Dreiergipfel mit Frankreich und England am letzten Wochenende und bei den Deutsch-Polnischen Konsultationen gestern in Gelsenkirchen – „auf Schalke“, um genau zu sein. Und es ist selbstverständlich auch ein wichtiges Thema beim Treffen des Bundeskanzlers mit dem amerikanischen Präsidenten.

Meine Damen und Herren, unsere nationale Aufgabe ist es, in diesem Herbst Weichenstellungen vorzunehmen, insbesondere in der Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, die für unser Land von großer Bedeu-

tung sind. Wegen der Rolle Deutschlands in Europa - und auch darüber hinaus - sind diese Weichenstellungen zugleich von hoher Bedeutung für die ökonomische und gesellschaftliche Entwicklung in Europa insgesamt.

Unsere Ausgangslage dabei ist nicht einfach. Wir haben mit einer anhaltenden Wachstumsschwäche zu kämpfen. Hatten wir in den siebziger Jahren noch durchschnittlich 2,8 Prozent und in den achtziger Jahren noch 2,6 Prozent Wachstum, so waren es in den neunziger Jahren noch 1,5 Prozent. Damit liegt Deutschland unter dem EU-Durchschnitt. Zwar ist es richtig, wenn darauf hingewiesen wird, dass zwei Drittel der deutschen Wachstumsschwäche auf die wirtschaftlichen Folgen der Wiedervereinigung zurückgehen. Und es ist auch richtig, dass es wegen der Wiedervereinigung in Deutschland nicht so schnell gelungen ist, die Schulden abzubauen, wie dies in manchen anderen Ländern geschehen ist. Trotz dieser schwierigen Rahmenbedingungen und der erdrückend hohen Arbeitslosigkeit hat die rot-grüne Bundesregierung in der ersten Wahlperiode zwischen 1998 und 2002 beachtliche Erfolge erzielt: Durch Steuerreformmaßnahmen wurden private Haushalte um insgesamt 41 Milliarden Euro entlastet; der Mittelstand immerhin um 17 Milliarden Euro. Keine Bundesregierung zuvor hat soviel für Familien mit Kindern getan. Allein seit dem 1.1.2002 entlasten wir Familien mit Kindern um 2,4 Milliarden Euro. Nicht zuletzt hat die Flutkatastrophe im letzten Sommer gezeigt, dass wir in Deutschland eine intakte und solidarische Gesellschaft haben, auf die sich alle verlassen können, wenn es darauf ankommt. Wir dürfen dies nicht gering schätzen. Viele Länder beneiden uns nicht nur um unseren Wohlstand, sondern auch um unsere stabilen politischen und gesellschaftlichen Verhältnisse. Und das nicht nur in anderen Kontinenten, sondern auch hier in Europa ganz in unserer Nachbarschaft.

Aber jetzt müssen wir in Deutschland drängende Probleme lösen, die von uns allen viel zu lange beiseite geschoben wurden. In den neunziger Jahren haben wir miteinander die Entwicklung verschlafen. Auch wenn die jeweilige Bundesregierung immer den Hauptteil der Verantwortung trägt, gilt dies nach meiner Ansicht durchaus parteiübergreifend. Wir haben uns in den neunziger Jahren gefreut über die Deutsche Einheit, das war ein schönes, ein gutes Erlebnis, und wir haben geglaubt, dass alles in Ordnung wäre. Als andere Länder in Europa dabei waren, sich zu modernisieren und zu erneuern, haben wir in Deutschland erst mal zugewartet.

Und wir haben uns darauf eingestellt, dass eine anspringende Konjunktur wieder zu mehr Wachstum führen wird. Und mit dieser Hoffnung und diesem Glauben haben wir die Strukturprobleme überdeckt. Und manche sagen, dass wir, wenn wir in diesem Jahr 2,5 Prozent Wachstum haben würden, wieder nicht den Mut und die Durchsetzungsfähigkeit gehabt hätten, die notwendigen Reformen anzupacken.



Was waren und sind also seit Anfang des Jahres die wichtigsten Ziele?

Erstens: Wir müssen kurzfristig die sich belebende Konjunktur stützen und stärken.

Zweitens: Wir müssen die sozialen Sicherungssysteme für diejenigen, die sie brauchen, sicher machen und für diejenigen, die aktiv beschäftigt sind, bezahlbar halten.

Meine Damen und Herren, was sind die notwendigen Maßnahmen, um diese Ziele zu erreichen? Das wichtigste konjunkturpolitische Signal ist das Vorziehen der Steuerreform von 2005 auf 2004. Das bedeutet dann, dass wir ab 2004 einen Eingangssteuersatz von 15 Prozent haben, nachdem er 1989 bei 26 Prozent lag. Und wir werden einen Spitzensteuersatz – das ist für Ihre Kunden im Zweifel noch wichtiger – von 42 Prozent haben. Der lag 1989 bei 53 Prozent. Ich weise darauf hin, weil dies mitunter gern vergessen wird.

Ich glaube, dass all diejenigen Recht haben könnten, die in den wissenschaftlichen Instituten sagen, das Vorziehen der Steuerreform könne zwischen 0,3 und 0,5 Prozentpunkte Wachstum bringen, das wir volkswirtschaftlich, aber auch gesellschaftspolitisch dringend brauchen. Diese Maßnahme muss vernünftig finanziert werden. Für die Bundesrepublik wird durch das Vorziehen der Steuerreformstufe um ein Jahr – denn 2005 wäre sie ohnehin gekommen – eine Summe von etwa sieben Milliarden Euro bewegt. Wir wollen und werden sie finanzieren über das Einstellen von Privatisierungserlösen in einer Größenordnung von zwei Milliarden Euro und über eine Nettoneuverschuldung in der restlichen Größenordnung. Dies ist sinnvoll. Denn es ist nicht sinnvoll, auf der einen Seite durch das Vorziehen der Steuerreform Kaufkraft zu schaffen und diese auf der anderen Seite wieder weg zu nehmen.

Wir finanzieren das Vorziehen der Steuerreform also auch durch eine zusätzliche Neuverschuldung für ein Jahr. Allerdings – und das ist das Angebot, das dem Bundestag vorliegt – müssen die daraus resultierenden höheren Zinsen durch Subventionsabbau finanziert werden. Auch dafür liegen die einschlägigen Vorschläge auf dem Tisch. Ich betone hier: Man kann über Einzelheiten des Finanzierungskonzepts streiten. Nur, wer ein anderes will, muss klare Vorschläge machen, die sich nicht kontraproduktiv zu dem verhalten dürfen, was die Bundesregierung will.

Meine Damen und Herren, verantwortbar ist das Vorziehen der Steuerreform indessen dann und nur dann, wenn wir mit den wichtigen Struktur-reformen, die wir unter der Agenda 2010 zusammenfassen, auch dieses Jahr beginnen.

Lassen Sie mich auf die Themen Gesundheit und Rente näher eingehen. Es ist notwendig, im Bereich der Gesundheit zu mehr Eigenverantwortung auf der Seite der Versicherten zu kommen. Das ist Teil des Kompromisses, den es in dieser Frage zwischen Regierung und Opposition gegeben hat.

Auf der anderen Seite muss es mehr Markt und mehr Transparenz bei den Leistungsanbietern geben. Da hätte sich die Regierung – bezogen auf das Marktverhalten etwa von Ärzten und Apothekern – das eine oder andere mehr gewünscht. Aber sie steht zu dem Kompromiss, wie er vereinbart wurde. Er wird dazu führen, dass die Beiträge zur Gesundheitsfürsorge, die ja Lohnnebenkosten sind, sinken werden. Damit gehen wir eines unserer zentralen Probleme an: Die Abgaben auf Arbeit sind zu hoch. Sie müssen gesenkt werden. Das ist die Aufgabe, die in diesem Herbst geleistet werden muss. Bei der Gesundheit sind wir auf einem guten Wege. Die einschlägigen Gesetze werden beschlossen werden.

In den nächsten Wochen stehen auch die grundlegenden Entscheidungen zur Reform der Altersvorsorge an. Unser Problem ist es, die Rente zukunftsfähig zu machen. Damit uns dies gelingt, müssen wir meines Erachtens vor allem zwei Dinge berücksichtigen:

Erstens müssen wir die Lebensarbeitszeit den veränderten demographischen Bedingungen anpassen.

Zweitens müssen wir die private Altersvorsorge ausbauen.

Wenn ich meine, dass die Lebensarbeitszeit den demographischen Verhältnissen angepasst werden muss, dann geht es um sehr viel mehr als um die Frage, ob wir nun mit 65 oder 67 Jahren in Rente gehen sollen. Ich halte diese Diskussion auch für wenig hilfreich angesichts der Tatsache, dass wir derzeit ja weit von der 65 entfernt sind. Wir brauchen vielmehr nicht nur am Ende, sondern auch zu Beginn des Arbeitslebens Veränderungen. Wir brauchen mehr Flexibilität und mehr Möglichkeit, auf die konkreten Lebens- und Arbeitsumstände Rücksicht zu nehmen.

Nehmen Sie zum Beispiel unsere sehr gut ausgebildeten Akademiker mit einem sehr hohen Einkommen. Bei denen darf es nicht nach dem Motto „30-60-90“ gehen. Damit meine ich: Bis 30 ausgebildet werden, bis 60 arbeiten und 90 Jahre alt werden. Hier ist „vorn und hinten“ mehr möglich, ohne dass wir auf Qualität verzichten müssen. Die Debatten dazu haben gerade erst begonnen. Es ist richtig und wichtig, dass wir sehr intensiv über die Frage diskutieren werden, wie Schul-, Ausbildungs- oder Studienzeiten in Deutschland besser genutzt werden können. Das Vier-Milliarden-Förderprogramm der Bundesregierung für Ganztagschulen war hier erst der Anfang. Unterm Strich wäre es für mich ein Ziel, das

diejenigen, die studieren, fertig sind, wenn sie deutlich jünger als 25, und nicht, wenn sie deutlich älter als 25 Jahre alt sind.

Damit die Renten für die Alten sicher und für die Jungen bezahlbar bleiben, muss aber auch das reale Renteneintrittsalter nach oben gesetzt werden. Das bedeutet, dass wir all das, was wir uns früher leisten konnten, nämlich Vorruhestand oder Frühverrentung, um die Altersstruktur im Unternehmen zu verjüngen, in Zukunft nicht mehr leisten können. Hier ist in der Vergangenheit – auch von den Unternehmen – zuviel auf die Sozialversicherungssysteme abgewälzt worden.

Meine Damen und Herren, zum Ausbau der privaten Altersvorsorge hat die Bundesregierung mit der Einführung der Riester-Rente als dritte Säule den Einstieg geschaffen. Wir wollen nun erreichen, dass sich die private Altersvorsorge als fester Bestandteil etabliert. Das muss noch in sehr viel stärkerem Maße von den Menschen angenommen werden, als dies bisher erfolgt. Nach meinem Sozialstaatsverständnis muss die staatliche Altersvorsorge auch zukünftig für eine auskömmliche Rente sorgen. Zu Wohlstand, das wissen die heute 30- bis 40-Jährigen, wird aber nur gelangen, wer zusätzlich private Vorsorge treibt.

Meine Damen und Herren, dabei sollte auch die Aktie eine wesentliche Rolle spielen. Hierfür brauchen wir Strukturen, in denen sich Investitionen für die Zukunft lohnen. Strukturen, die Anreize für den Aktienkauf schaffen. Die Anleger brauchen begründetes Vertrauen, damit sie in eine Aktie investieren. Wir müssen daher alles dafür tun, um das Vertrauen in die Aktienmärkte wieder herzustellen.

Auf diesem Gebiet haben wir – so meine ich – bereits sehr viel getan. Ich erwähne als Stichworte nur das Kontroll- und Transparenzgesetz, das Namensaktiengesetz, das Transparenz- und Publizitätsgesetz und die Regierungskommission Corporate Governance unter Leitung von Herrn Professor Baums. Von dieser Kommission, an deren Arbeit auch mein Haus intensiv beteiligt war, ist der Vorschlag gemacht worden, einen deutschen Corporate Governance Kodex zu schaffen. Das war früher nicht selbstverständlich, ja sogar über lange Jahre hin in Deutschland ein ganz unpopulärer Gedanke. Denn viele sagten: Ein Code of Best Practice, das ist etwas, was besser zum angelsächsischen Rechtskreis passt. Im deutschen Recht haben wir doch alles schon fein säuberlich durch Gesetz und Satzung geregelt. Und vor allen Dingen: Unser Aktiengesetz hat über 400 Paragraphen und regelt mehr, als manchem lieb ist. Auch unsere Corporate Governance ist dort ausführlichst abgehandelt. Ein Kodex käme also nur „on Top“ und würde uns, so die Kritiker, noch mehr an Regelungsdichte bringen.

So war auch noch das Gesetzgebungsverfahren zum Kontroll- und Transparenzgesetz außerordentlich langwierig und mit vielen Fragen und

Bedenken befrachtet. Seither hat sich das Bewusstsein gewandelt, auch und gerade bei den deutschen Vorständen und Managern. Man ist sich des Wertes und der Bedeutung guter Corporate Governance bewusst geworden. Die dem Kontroll- und Transparenzgesetz folgenden Gesetzesnovellen sind deshalb um ein Vieles leichter und unangefochtener durch das Gesetzgebungsverfahren gelaufen und rascher akzeptiert worden. Deutschland hat erheblich an Kapitalmarktkultur dazu gewonnen – nicht nur gemessen an den normativen Rahmenbedingungen, sondern auch von der inneren Einstellung her. Dies ist die notwendige Basis, um auch in der Sache weiterkommen zu können.

Meine Damen und Herren, die damalige Kritik ist durch die positive Entwicklung längst überholt. Der Kodex findet schon heute große Anerkennung, die stetig weiter wächst. Daher war es richtig und völlig überzeugend, auch in Deutschland eine Kodex-Kommission einzusetzen und einen Deutschen Corporate Governance Kodex zu schaffen. Dieser Kodex, und das ist mittlerweile auch allgemeine Meinung, hat ja zwei Wirkungsseiten: Die eine zielt auf die internationalen Finanzmärkte und will unser System verständlich machen. Die andere richtet sich nach innen und gibt über das zwingende Aktienrecht hinaus wichtige, aber zugleich flexible Handlungsempfehlungen und Anregungen an die börsennotierten Gesellschaften. Der Kodex liegt damit nicht nur im internationalen Trend, sondern auch auf der Linie unserer nationalen gesellschaftsrechtlichen Entwicklung: Denn auch im Aktiengesetz gibt es mit dem Gesetz für die kleine Aktiengesellschaft eine Trennlinie zwischen der börsennotierten und der nicht börsennotierten Gesellschaft. Der Corporate Governance Kodex entlastet zugleich den Gesetzgeber und hilft, weitere zwingende gesetzliche Normen zu vermeiden. Beide Absichten, die mit dem Kodex verfolgt wurden, sind erreicht worden. Der Kodex ist ein großer Erfolg.

So gut und richtig es also war, eine solche Kommission einzusetzen, um so schwieriger war es, sie auch gut zu besetzen. Ich bin sehr froh, dass wir mit Herrn Dr. Cromme einen so engagierten und herausragenden Kommissionsvorsitzenden gefunden haben, der sowohl national wie auch international einen klangvollen Namen hat. Die Kommission ist hochkarätig besetzt und verdient für ihre großartige Arbeit unseren Dank und Respekt. Ich wünsche mir für die künftige Arbeit an unserem Corporate Governance-System auch weiterhin den Rat und die Mitarbeit der Kommissionsmitglieder.

Meine Damen und Herren, wenn ich eingangs bemerkte, dass die Corporate Governance-Diskussion uns noch viele Jahre weiter begleiten wird, so verändert sie sich doch im Laufe der Zeit. Der Stil der Diskussion hat sich verändert, und die Schwerpunkte haben sich verschoben.

Ein Beispiel: Während es in den neunziger Jahren noch darum ging, das deutsche Gesellschaftsrecht auf die Anforderungen und Erwartungen der internationalen Kapitalmärkte, der Financial Community auszurichten, geht es heute, nachdem viele Träume und Hoffnungen auf das schnelle Geld geplatzt sind und sich stattdessen Enttäuschung bei vielen Anlegern breit gemacht hat, um die Wiederherstellung des Vertrauens. Wenn es uns gelingt, dieses Vertrauen in die Aktie wieder herzustellen, dann haben wir in Deutschland nicht nur eine reifere Kapitalmarktkultur, sondern auch eine reifere Anlegerschicht – und die brauchen wir, meine Damen und Herren. Nicht die Erwartung des schnellen Gewinns – wie beim Glücksspiel – darf die Anlageentscheidung in die Aktie bestimmen, sondern die wohlverstandene Erwartung, dass man sich beteiligt am zukünftigen Erfolg von Unternehmen. Unternehmen, die aus den vielfältigen Hoffnungen, Ideen und Leistungen der Menschen bestehen, die in ihnen arbeiten. Die Anlage in eine Aktie ist immer ein Vertrauensbeweis und immer auch eine Investition in die Zukunft, in die des Unternehmens und damit auch in die eigene. Dieses Vertrauen müssen wir gemeinsam stärken.

Unternehmensintegrität und Anlegerschutz müssen verbessert werden. Die Vertrauenskrise in die Finanzmärkte wurde ausgelöst durch Bilanzskandale von bisher nicht gekanntem Ausmaß. Die Namen „Enron“ und „WorldCom“ stehen für zwei besonders folgenschwere Unternehmenszusammenbrüche, die nicht nur in den USA, sondern weltweit die Investoren beunruhigt haben.

Das 10-Punkte-Programm der Bundesregierung zu Unternehmensintegrität und Anlegerschutz greift diese Situation auf. Es setzt in der Corporate Governance-Diskussion neue Akzente und verändert deren Gewichtung. In unserem 10-Punkte-Programm geht es nun um Haftung, Vergütung, Transparenz, Qualität und Unabhängigkeit der Abschlussprüfung und Selbstreinigung - Neudeutsch: Enforcement. All diese Punkte sind zur Wiederherstellung des Vertrauens wichtig.

Hauptziele unseres Programms sind die Verlässlichkeit der Unternehmensinformationen und ein Management, das den Interessen der Eigentümer und Stakeholder verpflichtet ist. Die geplanten Maßnahmen umfassen Bereiche wie Haftung, Vergütung, Transparenz einschließlich der Einführung der „International Accounting Standards“ zur Verbesserung von Rechnungslegung und die Bilanzrechtsmodernisierung. Wir wollen die Qualität und Unabhängigkeit der Abschlussprüfung stärken. Und wir wollen das Enforcement einführen, also die Überwachung der Rechtmäßigkeit konkreter Unternehmensabschlüsse börsennotierter Gesellschaften durch eine unabhängige Stelle. Da sind wir auf einem guten Weg und werden nächsten Monat den Referentenentwurf vorlegen.

Meine Damen und Herren, in Deutschland wird auch für die Zukunft gelten: Alle Entwicklungen im Bereich Corporate Governance werden weiterhin Hand in Hand mit der Cromme-Kommission erfolgen. Ich möchte es noch einmal betonen: Ich halte in vielen Bereichen die Selbstregulierung durch die Wirtschaft für besser als die Regulierung durch den Gesetzgeber. Wir haben das gerade bei den aktuellen Kommissionsbeschlüssen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung erlebt. Ich meine, eine große Akzeptanz der Beschlüsse erkennen zu können. So werden wir in diesem hochsensiblen Bereich unser Ziel erreichen: nämlich verlorenes Vertrauen des Kapitalmarktes wiederherstellen. Und zwar ohne den Gesetzgeber.

Meine Damen und Herren, wie sieht darüber hinaus nun die weitere Entwicklung von Corporate Governance in Deutschland aus? Die nun in den Blickpunkt der Kodex-Kommission rückenden Arbeitsschwerpunkte werden sich zunächst vor allem um den Aufsichtsrat drehen. Wie Herr Dr. Cromme bereits angekündigt hat, wird es um Themen wie Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder, Zahl der Mandate und einmal mehr das Thema Vergütung gehen. Auch die Zukunft der Hauptversammlung wird ganz oben auf der Agenda stehen. Beim Thema Hauptversammlung wird es darauf ankommen, sie wirksam zu erhalten und gleichzeitig faktischen Gegebenheiten und technischen Entwicklungen adäquat Genüge zu tun. Ich möchte jetzt nicht zuviel sagen, da mir sonst Einflussnahme auf die Kommissionsarbeit und ihre Mitglieder vorgeworfen werden könnte. Nur so viel: Für die Hauptversammlung ein funktionierendes, praxistaugliches Verfahren zu entwerfen, wird keine leichte Aufgabe sein. Trotzdem bin ich optimistisch, dass die Kommission wieder eine wohl abgewogene Lösung präsentieren wird. Ich denke, dass ich nicht ganz falsch liege, wenn ich uns auch hier eine sehr breit gefächerte Diskussion prophezeie.

Aber: Es bleibt bei dem Grundsatz, wonach Corporate Governance nur erfolgreich sein kann, wenn sie nicht als lästige Pflichterfüllung angesehen wird. Sie muss gelebt werden. Es kommt also auf die Akzeptanz bei den handelnden Akteuren und den Betroffenen an. Akzeptanz wird es aber nur so lange und soweit geben, als Corporate Governance nicht zum Selbstzweck wird, sondern im Sinne der Grundideen von Transparenz und Kontrolle sinnvoll und effektiv ausgebaut wird. Und zwar im bestmöglichen Einklang zwischen den Interessen der Gesellschaften und der Kapitalmärkte, also der Anleger. Dies wird der Maßstab für alle weiteren Entwicklungen und Regelungen sein.

Was wir mit unserem Programm und im Rahmen der EU vorhaben, soll und wird allen nutzen:

- den Anlegern, damit sie möglichst sorglos und hoffentlich auch gewinnbringend anlegen können,

- dem Kapitalmarkt in Deutschland, der nur beim Vertrauen der Anleger florieren kann, und
- den börsennotierten Unternehmen, deren Ansehen und Wert wachsen soll.

Das ist dann eine „Win-Win-Lösung“. Und Gewinn ist – wer wüsste das besser als Börsianer – immer gut.

\* \* \*



### 3 Schlusswort

**Prof. Dr. Rüdiger von Rosen**  
**Deutsches Aktieninstitut e.V., Frankfurt**

Herzlichen Dank, Frau Ministerin, und natürlich auch Ihnen, Herr Kley, für Ihre Ausführungen. Ich freue mich natürlich auf die nächsten gemeinsamen 50 Jahre mit Ihnen, Frau Zypries. Dann ist zwar sicherlich vom Vorruhestand keine Rede mehr, aber wir werden das schon gemeinsam schaffen. Frau Ministerin, ich freue mich über Ihr klares Petitum pro Aktie. Ich glaube – und das klang auch bei Ihrem Vortrag an –, dass die Politik der Aktie im gesamtwirtschaftlichen Interesse noch mehr bieten muss. Wir sitzen alle im selben Boot. Es gibt große gesamtwirtschaftliche Aufga-



ben für die Aktie. Wenn die Lösung dieser Aufgaben mit einer „Win-Win-Situation“ für Politik und Wirtschaft kombinierbar wäre, ist das optimal. Wir haben heute im Verlauf unseres Jubiläums-Symposiums bereits einen intensiven Dialog zum Thema „Die Zukunft der Aktie“ geführt. Dennoch sind viele Fragen offen geblieben. Deshalb müssen wir einen dauerhaften und kontinuierlichen Dialog führen und dies am besten im Rahmen einer „Public Private Partnership“.

Auf unserem heutigen Symposium wurden vier aktuelle und zukunftsrelevante Themen von Wissenschaftlern und Praktikern – alle aus unserem Wissenschaftlichem Beirat und unserem Vorstand – beleuchtet und diskutiert. Die Themen lauteten:

- „Übernahmen“,
- „Altersvorsorge“,
- „Lebenszyklen am Kapitalmarkt“ sowie
- „Unternehmensverfassung und Corporate Governance“.

Für alle diejenigen, die an der Veranstaltung nicht teilnehmen konnten: Wir werden in wenigen Wochen eine Dokumentation vorlegen. Vorab – etwa gegen 19.30 Uhr – werden wir überdies den Bericht der morgigen Börsenzeitung über das Symposium lesen können. Was ist aktueller, als heute schon die Zeitung von morgen zu lesen!



Die genannten vier Themen wurden zwar unter dem Aspekt „Die Zukunft der Aktie“, dem Titel der Veranstaltung, behandelt. Die Förderung der Aktie ist jedoch untrennbar mit der Stärkung des Finanzplatzes Deutschland verbunden. Eine angemessene Nutzung der Aktie ist ohne einen effizienten und leistungsstarken Finanzplatz nicht möglich. Umgekehrt ist ein moderner Finanzstandort ohne das Anlage- und Finanzierungsinstrument Aktie sowie die Produkte, die auf ihr basieren, nicht vorstellbar. Wir würden uns allerdings schon wünschen, dass auch in Deutschland Produkte entwickelt werden und wir diese nicht von anderen Plätzen wie Luxemburg oder gar London übernehmen müssten. Hier ist Kreativität gefragt.

Insofern bilden die Förderung der Aktie und die Förderung des Finanzplatzes eine Symbiose. Diese natürliche Verbindung zum gegenseitigen Nutzen war uns stets bewusst und kam auch in unserer Arbeit bereits seit langem zum Ausdruck. Zusätzlich hat unser Engagement für den Finanzplatz Deutschland durch die Weiterführung der Aktivitäten des ehemaligen Vereins Finanzplatz e.V. seit Beginn dieses Jahres neuen Auftrieb erhalten. Wir wollen bei der Finanzplatzdiskussion mitmachen und nicht ausgegrenzt sein.

Das Deutsche Aktieninstitut versteht sich als Vertreter der deutschen Emittenten sowie – Frau Ministerin, Sie haben es gesagt – der im Umfeld der Börse tätigen Unternehmen und Institutionen nicht nur in Deutschland, sondern inzwischen auch in Europa. Wir sind mit unserem Büro in Brüssel im Interesse aller Beteiligten gut verankert. Dies gibt unserem Engagement für den deutschen Finanzplatz eine Qualität, die der Diskussion über die Stärkung der Leistungsfähigkeit unseres Standortes nur förderlich sein kann. Dies um so mehr, als das Deutsche Aktieninstitut – schon im Interesse seiner Mitglieder – bei seinen Überlegungen und Aktivitäten die notwendigen Aspekte des Anlegerschutzes berücksichtigt. Wir vertrauen darauf, dass die angesprochene Win-Win-Situation wirklich eintreten wird.

Im Namen unseres Präsidenten, Herrn Kley, darf ich Sie jetzt herzlich zum anschließenden Empfang einladen. Er findet im Lichthof der hiesigen Industrie- und Handelskammer statt. Ich wünsche Ihnen und damit uns allen einen interessanten Abend und danke Ihnen allen für Ihr Kommen. Ich habe es heute schon einmal gesagt: Ohne Teilnehmer ist jede Veranstaltung langweilig, und das wollen wir nun nicht. Wir sind uns, Frau Ministerin, der Auszeichnung bewusst, dass Sie ebenfalls an dem Empfang teilnehmen, und wir freuen uns darauf.





---

# DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

---



Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Börsenplatz 5 60313 Frankfurt am Main  
Tel. 0 69/9 29 15-0 Fax 0 69/9 29 15-12  
E-Mail [dai@dai.de](mailto:dai@dai.de) Internet <http://www.dai.de>

ISBN 3-934579-22-1

