

# Zur Zulassung von Aktien von Holdinggesellschaften zum Börsehandel: Eine Antwort

Stefan Weber

Im September-Heft 1991 des Bank-Archivs hat der Autor einen Vorschlag entwickelt, nach welchen Kriterien der Exekutivausschuß der Wiener Börsekammer bei der Zulassung von Aktien von Holdinggesellschaften unter Wahrung der Interessen der Anleger vorgehen sollte. Weber hatte dabei einen Ansatz gewählt, der von der Firma als Name eines Unternehmens und dessen Verwechslungsfähigkeit ausgeht. Michael Gruber hat darauf in Heft 4/92 repliziert und eine ganz unterschiedliche Meinung vertreten. Seiner Meinung nach sei die Webersche Abstellung auf das Namensrecht der Firma kein börserechtl. Problem; Gruber selbst stellt zur Gänze auf den Prospekt als Mittel der Interessenswahrung der Anleger ab. Hier ist nun die Duplik von Weber.

*Stichwörter: Börsengesetz, EG-Börserichtlinien, Börsenzulassung, Anlegerschutz Holdinggesellschaft, Firmenrecht.*

Eine Antwort auf die Entgegnung ist notwendig, da die in die Diskussion eingebrachte Polemik und unrichtige Wiedergaben [1] geeignet sind, den Blick auf die rechtliche Kernfrage [2] zu verstellen. Diese Kernfrage lautet, nachdem Gruber in WBl 1991, S. 155, S. 157, vorgeschlagen hatte, daß eine umfassende Beteiligungsinformation, wie im BörseG durch den Prospekt vorgesehen, genüge:

*Kann der Exekutivausschuß trotz vollständiger Information der Anleger über die Beteiligungsverhältnisse im Prospekt und trotz Erfüllung der besonderen Zulassungserfordernisse eine Zulassung von Holding-Aktien untersagen?*

Ich beantwortete diese Frage in ÖBA 1991, S. 652 ff., mit Ja, z. B. wenn Anlegerschutzinteressen verletzt werden:

Meine Auffassung geht davon aus, daß das börsengesetzliche System zur Zulassung einerseits die Erfüllung bestimmter Erfordernisse (wie Be-

standdauer oder Streuung) und andererseits das Zurverfügungstellen von Informationen im Prospekt verlangt [3]. In concreto stütze ich mich auf das Erfordernis des § 64 Abs. 4 (§ 67 Abs. 2, § 69 Abs. 1) i. V. m. § 2 Abs. 2 BörseG, wonach eine Zulassung zum Börsehandel u. a. dann versagt werden kann, wenn Anlegerschutzinteressen verletzt werden [4].

Anlegerschutzinteressen werden verletzt, wenn die Möglichkeit der Irreführung von Anlegern besteht (Verkehrsschutz) [5].

Eine Möglichkeit der Irreführung besteht, wenn die Bezeichnung der Aktien (die Firma) einer Holdinggesellschaft z. B. mit der Firma der operativen Gesellschaft verwechselt werden kann (z. B. Rath AG — Rath BeteiligungsAG) und überdies die dem Anleger angebotene Rechtsstellung an der Holdinggesellschaft nicht zumindest gleichwertig mit einer gleichartigen Rechtsstellung an der operativen Gesellschaft ist [6]. Die vollständige Information über die Beteiligungsverhältnisse im Prospekt wiegt diese Möglichkeit der Irreführung nicht auf, da die Gepflogenheiten des börsengeschäftlichen Verkehrs, insbesondere des Sekundärmarktes zu berücksichtigen sind. Dort ist es in Handel und Medien üblich, Aktien schlagwortartig (z. B. Rath) zu bezeichnen; dies kann bei Anlegern zu Täuschungen führen, da die (schlagwortartige) Bezeichnung

Dr. iur. Stefan Weber, LL. M. (Harvard) ist Universitätslektor am Europa-Institut der Universität des Saarlandes; Adresse: Universität des Saarlandes, D-6600 Saarbrücken.

[1] Insbesondere: Gruber, ÖBA 1992, S. 351 ff., Pkt. 1. und 3. — Zur Nichtbeachtung des Prospektes als Informationsmedium: Weber, ÖBA 1991, S. 653 FN 11, S. 654 Pkt. 3.1. und FN 21, S. 655 Pkt. 3.2., S. 656 Pkt. 4.1., S. 657 Pkt. 4.3. etc.; darüber hinaus beispielsweise: Gruber, ÖBA 1992, S. 351 ff., Pkt. 2. — Zum Anlegerschutz als Börsenfunktions- und als Verbraucherschutz: Weber, ÖBA 1991, S. 654 ff., Pkt. 3.2.; Gruber, ÖBA 1992, S. 354, Pkt. 5. — Zum Problem der Besonderheiten des Börsehandels und der firmenrechtlichen Rechtsprechung: Weber, ÖBA 1991, S. 656 ff., Pkt. 4.2.; Gruber, ÖBA 1992, S. 354 f., Pkt. 6. — Zur Einbeziehung der Holdingkonstruktion in die rechtliche Analyse: Weber, ÖBA 1991, S. 655, Pkt. 4.1. und S. 658, Pkt. 5.

[2] Aus dem Blickwinkel der Anlaßfälle.

[3] ÖBA 1991, S. 653 f., Pkt. 3.1., insbesondere bei FN 21.

[4] ÖBA 1991, S. 654, Pkt. 3.2.

[5] ÖBA 1991, S. 655, Pkt. 3.2.

[6] ÖBA 1991, S. 657, Pkt. 4.3.

selbst Informationswert hat, als solche aber nicht dem Inhalt des Prospektes entspricht. Überdies steht der Prospekt neben anderen Informationsquellen [7].

*Gruber* beantwortet die Kernfrage in WBl 1991, S. 155 ff., und in ÖBA 1992, S. 351 ff., mit *Nein*:

Er geht davon aus, daß das BörseG die Anlegerinteressen (offenbar [8]) *ausschließlich* durch Informationsgebote schützt. Er schließt dies nur aus der Feststellung, daß schutzwürdige Interessen des anlegenden Publikums i. S. d. BörseG *in erster Linie* Informationsinteressen seien [9]. Anschließend weist *Gruber* nach, daß das BörseG im Prospekt eine detaillierte Information der Anleger über Beteiligungskonstruktionen verlangt [10]. Daraus und ohne weitere Prämisse schließt er in der Folge, daß die Prospektspflicht *alleine* den Schutz vor Irreführungen gewährleiste und eine wahrheitsgemäße Prospektinformation genüge, um Irreführungen zu verhindern [11]. Das gesetzliche Gebot des § 64 Abs. 4 (§ 67 Abs. 2, § 69 Abs. 1) i. V. m. § 2 Abs. 2 BörseG und das System des BörseG bleiben unberücksichtigt. Probleme seien *de lege ferenda* im Gesellschaftsrecht zu lösen; *Gruber* begründet diese Ansicht nicht weiter und bietet auch keine Lösung an [12].

Eine detaillierte Untersuchung des Prospektinhaltes zu Beteiligungsverhältnissen [13] ist im übrigen für die Beantwortung der rechtlichen Kernfrage irrelevant: Eine auch noch so

vollständige und richtige Prospektinformation liefert dort kein Argument, wo der *Prospekt selbst* keine zentrale Rolle bei der Anlegerinformation (mehr) hat, nämlich insbesondere im Bereich des Sekundärmarktes. Dies gilt umso mehr, wenn Prospekte durch — aufgrund von Börsegepflogenheiten — verwechslungsfähige Firmen (-bezeichnungen) überlagert werden und Medien über operative Gesellschaften berichten, interessierte Anleger aber Rechte nur an Holdinggesellschaften erwerben können und dies oder ihre Rechtsstellung ohne detaillierte Recherchen nicht erkennen können.

Die Rechtsentwicklung wird mit meinen Ausführungen freilich nicht beendet sein. Der Exekutivausschuß wird sich weiterhin auch mit kautelarjuristischen Konstruktionen auseinandersetzen müssen. Der Exekutivausschuß hat § 64 Abs. 4 (§ 67 Abs. 2, § 69 Abs. 1) i. V. m. § 2 Abs. 2 BörseG anzuwenden, wenn Interessen des Anlegerschutzes und (damit) die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes — auf welche Weise immer — gefährdet sind.

[7] ÖBA 1991, S. 656, Pkt. 4.1.

[8] Zumindest im gegebenen Zusammenhang.

[9] Und beruft sich dabei — ohne dies zu belegen — auf eine angeblich herrschende Ansicht; siehe ÖBA 1992, S. 351, Pkt. 1.

[10] ÖBA 1992, 351, Pkt. 2.

[11] ÖBA 1992, 352, Pkt. 3.

[12] ÖBA 1992, S. 353 f., Pkt. 4.; zur Argumentationslinie im allgemeinen vgl. *Spielbüchler*: Grundrechtsformel, S. 307, nur FN 61.

[13] Wie *Gruber* sie in WBl 1991, S. 155, begonnen, in ÖBA 1992, S. 351 ff., sodann von mir gefordert und schließlich selbst vollendet hat.

#### Verzeichnis der zitierten Literatur:

*Gruber*: Börsezulassung von Holdinggesellschaften, WBl 1991, S. 155 ff.

—: Börsezulassung von Holdinggesellschaften — Eine Entgegnung, ÖBA 1992, S. 351 ff.

*Spielbüchler*: Grundrecht und Grundrechtsformel, in FS Floretta, 1983, S. 289 ff.

*Weber*: Zur Zulassung von Aktien von Holdinggesellschaften zum Börsenhandel, ÖBA 1991, S. 652 ff.