

Publizitätspflichten börsennotierter Gesellschaften in Deutschland und den USA

Inaugural-Dissertation
zur
Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität zu Köln

vorgelegt von

Judith Maria von Kirchbach geb. Clouth

aus: Moers

Referent: Professor Dr. Barbara Dauner-Lieb

Korreferent: Professor Dr. Henssler

Tag der mündlichen Prüfung: 09. Januar 2007

Inhaltsverzeichnis

A. EINLEITUNG	1
B. GRUNDLAGEN	2
I. US-Amerikanisches Kapitalmarktrecht:.....	2
a. SEC:.....	4
(i) Verwaltungsvorschriften der SEC:.....	5
(ii) SEC als Ermittlungs- und Vollstreckungsbehörde:.....	7
(iii) Exekutive Aufgaben der SEC:.....	10
(iv) Edgar:.....	10
(v) FASB:.....	11
(vi) US-GAAP:.....	12
II. Deutsches Kapitalmarktrecht:.....	13
a. IASB:.....	16
b. BaFin:.....	18
III. Fazit:	23
B. ZULASSUNGSPUBLIZITÄT:.....	23
I. Bestandsaufnahme:	23
1. Deutsches Recht	24
2. US-Amerikanisches Recht:	37
II. Vergleich:	49
III. Fazit:	51
C. REGELPUBLIZITÄT:.....	51
I. Bestandsaufnahme:	51
1. Deutsches Recht:	51
a. Jahresbericht:.....	52
(i) Konsolidierungskreis.....	53
(ii) Bilanz.....	56
(iii) Gewinn- und Verlustrechnung	57
(iv) Eigenkapitalveränderungsrechnung	58
(v) Kapitalflussrechnung.....	59
(vi) Offenlegung der Vorstandsgehälter	61
(vii) Lagebericht.....	62
(viii) Weitere Pflichtangaben und Ausblick.....	64
(ix) Publikationsform und Publikationsfrist	64
b. Jährliches Dokument nach § 10 WpPG:.....	66
c. Zwischenberichte und Quartalsberichte:.....	67
d. Marktsegmente Prime Standard – General Standard:	69
e. Folgepflichten am geregelten Markt:.....	70
2. US-amerikanisches Recht:	71
a. Jahresbericht nach 10-K:.....	71
(i) Konsolidierungskreis.....	74
(ii) Bilanz.....	75
(iii) Gewinn- und Verlustrechnung	76
(iv) Eigenkapitalveränderungsrechnung	77

(v) Kapitalflussrechnung.....	78
(vi) Angaben zur Geschäftsleitung.....	79
b. Quartalsberichte:.....	82
II. Vergleich:	84
III. Fazit:	90
D. PROXY:.....	92
I. Bestandsaufnahme:	92
1. US-amerikanisches Recht:	92
2. Deutsches Recht:	99
II. Vergleich und Fazit:.....	101
E. AD-HOC-PUBLIZITÄT:	102
I. Bestandsaufnahme:	102
1. Deutsches Recht:	102
2. US-Amerikanisches Recht:	113
a. 8-K:	113
b. FD:	123
II. Vergleich:	126
III. Fazit:	128
F. DIRECTORS' DEALINGS:	129
I. Bestandsaufnahme:	129
1. Deutsches Recht:	129
2. US-Amerikanisches Recht:	134
II. Vergleich:	140
III. Fazit:	144
G. BETEILIGUNGSPUBLIZITÄT:.....	144
I. Bestandsaufnahme:	144
1. Deutsches Recht:	144
a. Bilanzrechtliche Beteiligungspublizität:	145
b. Gesellschaftsrechtliche Beteiligungspublizität:	145
c. Beteiligungspublizität im Prospekt:	146
d. Beteiligungspublizität nach §§ 21, 22 WpHG:	146
e. Beteiligungspublizität nach § 25 I 3 WpHG:	157
2. US-Amerikanisches Recht:	157
a. Beteiligungspublizität nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34:	158
b. Sec. 13 (e) S.E.A.'34:	163
c. Sec. 16 (a) S.E.A.'34:	164
II. Vergleich:	166
III. Fazit:	174

H.	PUBLIZITÄTSPFLICHTEN BEI ÖFFENTLICHEN ANGEBOTEN:.....	175
I.	Bestandsaufnahme:	175
1.	Deutsches Recht:	175
a.	§ 10 WpÜG Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots:	176
b.	§§ 11, 14 II WpÜG Veröffentlichung der Angebotsunterlage:	178
c.	§ 27 WpÜG Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft:	180
d.	§ 23 WpÜG Veröffentlichungspflichten des Bieters nach der Abgabe des Angebots:.....	182
e.	Verpflichtung zur Veröffentlichung bei Kontrollenerlangung, § 35 WpÜG:.....	184
f.	Verhältnis des WpÜG zur Ad-hoc-Publizität:.....	187
g.	Umsetzung der Übernahmerichtlinie.....	191
2.	US-Amerikanisches Recht:	191
a.	Sec. 14 (d) S.E.A.'34:	192
(i)	Veröffentlichungspflichten für den Bieter:.....	193
(ii)	Veröffentlichungspflichten für die Zielgesellschaft und andere:	195
b.	Sec. 14 (a) S.E.A.'34:	198
c.	Issuer Self Tender Offer:	198
d.	Verhältnis zu anderen Publizitätspflichten:	198
II.	Vergleich:	199
III.	Fazit:	202
I.	SCHLUSS.....	203
1.	Erfüllen die bestehenden Publizitätspflichten ihren Zweck ?.....	203
a.	Unterschiedliche Zielrichtungen bei den Publizitätspflichten.....	203
b.	Zweckerreichung der Publizitätspflichten.....	206

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
Abs.	Absatz
ABl.	Amtsblatt
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
APB	Accounting Principles Board
Anh.	Anhang
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
ASR	Accounting Series Release
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAGE	Bundesarbeitsgerichtsentscheidung
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAV	Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Der Betriebsberater
Begr.	Begründung
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BilReG	Bilanzrechtsreformgesetz
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BO	Börsenordnung
BörsG	Börsengesetz
BörsZulVO	Börsenzulassungsverordnung
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
bzw.	beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Comittee of European Securities Regulators
C.F.R.	Code of Federal Regulation
C. S. L. J.	Company and Securities Law Journal
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DB	Der Betrieb
D.D.C.	District Court for the District of Columbia

D.Del.	District of Delaware
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität
D.Vi.	District of Virginia
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee
DRS	Deutscher Rechnungslegungsstandard
DSR	Deutsche Standardisierungsrat
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBIT	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system
E.D. Va.	Eastern District of Virginia
E.D. Wis.	Eastern District of Wisconsin
EG AktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EHUG	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister
EU	Europäische Union
EstG	Einkommenssteuergesetz
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
Exch. Act Rel.	Exchange Act Release
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FASB	Financial Accounting Standards Board
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fed. Sec. L. Rep.	Federal Securities Law Reporter
Fn.	Fußnote
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FRR	Financial Reporting Releases
FS	Festschrift
F.Supp.	Federal Supplement
FTD	Financial Times Deutschland
F.2nd	Federal Reporter
F.3d	Federal Reporter
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
Hrsg.	Herausgeber
HGB	Handelsgesetzbuch
h.A.	herrschende Ansicht
h.M.	herrschende Meinung
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee

IASCF	International Accounting Standards Committee Foundation
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering
ISIN	International Securities Identification Numbers
i. V. m.	in Verbindung mit
J.A.R.	Journal of Accounting Research
JZ	Juristenzeitung
KapAEG	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz
KG	Kommanditgesellschaft
KG Berlin	Kammergericht
KoR	Internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
L.Ed.	United States Supreme Court Reports, Lawyers' Edition
LG	Landgericht
lit.	Buchstabe
MD&A	Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation
NaStraG	Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung
N.D.Ohio	Northern District of Ohio
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Number
Nr.	Nummer
N.Y.S.E.	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OTC	Over-the-counter-Markt
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
Rdn.	Randnummer
RegE	Regierungsentwurf
RiLi	Richtlinie
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
S.	Seite
s.	siehe

S.A.'33	Securities Act von 1933
S.Ct.	Supreme Court Reports
S.D.Cal.	Southern District of California
S.D.Fla.	Southern District of Florida
S.D.N.Y.	Southern District of New York
S.E.A.'34	Securities Exchange Act von 1934
Sec.	Section
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec. Act Rel.	Securities Act Release
SEC Ann. Rep.	SEC Annual Report
SFAC	Statements of Financial Accounting Concepts
SFAS	Statements of Financial Accounting Standards
SIC	Interpretation des Standing Interpretations Committee
SPE	Special-Purpose-Entities
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
U.S.	United States Supreme Court Reports
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
U.S.C.A.	United States Code Annotated
US-GAAP	US-amerikanische Generally Accepted Accounting Principles
v.	versus
VerkaufsprospG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
Vgl.	Vergleiche
VO (EG)	Verordnung der Europäischen Gemeinschaft
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
WL	Westlaw
WM	Wertpapiermitteilungen
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapier-Prospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
1 st	First Circuit Court
2d Cir.	Second Circuit Court

3rd
4th Cir.
5th Cir.
6th Cir.
7th Cir.
9th Cir.
11th Cir.

Third Circuit Court
Fourth Circuit Court
Fifth Circuit Court
Sixth Circuit Court
Seventh Circuit Court
Ninth Circuit Court
Eleventh Circuit Court

Literaturverzeichnis

Arendts, Martin	Beratungs- und Aufklärungs- pflichten über das einem Wert- papier erteilte Rating – zugleich eine Besprechung der Gerichtsentscheidungen zu den Bondanleihen	WM 93, 229
Assmann, Heinz Dieter	Das neue deutsche Insiderrecht	ZGR 94, 494
Assmann, Heinz Dieter	Das künftige deutsche Insiderrecht	AG 94, 237
Assmann, Heinz Dieter	Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad-hoc-Publizität und des Manipulationsverbots	ZGR 02, 697
Assmann, Heinz Dieter/ Lenz, Jürgen/ Ritz, Corinna	Verkaufsprospektgesetz Otto Schmidt Verlag, Köln	1. Auflage, 2001
Assmann, Heinz Dieter/ Schneider, Uwe H.	Wertpapierhandelsgesetz Otto Schmidt Verlag, Köln	3. Auflage, 2003
Axinn, Stephen M./ Fogg, Blaine V./ Stoll, Neal R.	Contests For Corporate Control Under The New Law Of Preacquisition Notification	24 N.Y.L.S. Rev. 857
Bachmann, Gregor	Verwaltungsmacht und "Aktionärsdemokratie": Selbst- regulative Ansätze für die Hauptversammlung	AG 01, 635
BaFin	Emittentenleitfaden	2005
Baumbach, Adolf/ Hopt, Klaus J.	Handelsgesetzbuch (zit.: Baumbach/ Hopt, § Rdn.)	31. Auflage, 2003
Baums, Theodor	Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen	ZHR 169 (2005), 299
Baums, Theodor	Haftung wegen Falsch- information des Sekundärmarktes	ZHR 167 (2003), 139
Baums, Theodor/ Hutter, Stephan	Die Information des Kapital- markts beim Börsengang	2003

in FS für Ulmer
Herausgegeben von
Habersack, Matthias, Hommelhoff,
Peter und Hüffer, Uwe
De Gruyter Verlag

Beck'scher Bilanzkommentar	C.H.Beck	5. Auflage, 2002
Beck'scher Bilanzkommentar	C.H.Beck	6. Auflage, 2006
Bednarz, Liane	Pflichten des Emittenten bei einer unterlassenen Mitteilung von Directors' Dealings	AG 05, 835
Brandeis, Louis	Other People's Money and How the Bankers Use it Bedford/St. Martin's Publisher	Wiederauflage, 1995
Brandi, Tim Oliver/ Süßmann, Rainer	Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen	AG 04, 642
Burgard, Ulrich	Die Berechnung des Stimmrechtsanteils nach §§ 21 – 23 WpHG	BB 95, 2069
Burgard, Ulrich	Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen	ZHR 162 (1998), 51
Burgard, Ulrich	Kapitalmarktrechtliche Lehren aus der Übernahme Vodafone-Mannesmann	WM 00, 611
v. Buttlar, Julia	Directors' Dealings: Änderungsbedarf aufgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie	BB 03, 2133
Cahn, Andreas	Probleme der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem WpHG bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften	AG 97, 502
Cahn, Andreas	Grenzen des Markt- und	ZHR 162 (1998), 1

Anlegerschutz durch das WpHG

Canaris, Claus-Wilhelm/ Capelle, Karl-Hermann	Handelsrecht. Ein Studienbuch C.H. Beck	22. Auflage, 1995
Caspari, Karl-Burkhard	Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien	NZG 05, 98
Caspari, Karl-Burkhard	Die geplante Insiderregelung in der Praxis	ZGR 94, 530
Claussen, Carsten Peter	Bank- und Börsenrecht	3. Auflage, 2003
Claussen, Carsten Peter/ Schwark, Eberhard	Insiderrecht für Finanzanalysten Otto Schmidt Verlag, Köln	1999
Claussen, Carsten Peter	Kapitalflussrechnung und Segmentberichterstattung	ZGR 99, 499
Claussen, Carsten Peter	Dem neuen Markt eine zweite Chance	BB 02, 105
Claussen, Carsten Peter/ Florian, Ulrich	Der Emittentenleitfaden	AG 05, 745
Coffee, John C./ Seligman, Joel	Securities Regulation – Cases and Materials 2003 Supplement	9. Auflage, 2003
Cox, James D. /Hazen, Thomas Lee	Cox & Hazen on Corporations Aspen Publisher	2. Auflage, 2002
Crüwell, Christoph	Die europäische Prospektricht- linie - Auf dem Weg zu einem europäischen Kapitalmarkt	AG 03, 243
Dauner-Lieb, Barbara	Siegeszug der Technokraten?	DStR 04, 361
Deutsche Börse AG/BAWe	Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem WpHG, Leitfaden	2. Auflage, 1998
Dickersbach, Volker	Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des Europäischen Gemeinschaftsrechts Berlin	1996
Diekmann, Hans/ Sustmann, Marco	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes	NZG 04, 929

(Anlegerschutzverbesserungsgesetz
- AnSVG)

Dühn, Matthias	Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformation, de lege lata und de lege ferenda	2003
Duve, Christian/ Basak, Denis	Welche Zukunft hat die Organaußenhaftung für Kapitalmarktinformationen ?	BB 05, 2645
Easterbrook, Frank H./ Fischel, Daniel R.	Antitrust Suits by Targets of Tender Offers	80 Mich. L. Rev. 1155
Ebenroth, Carsten Thomas/ Wilken, Oliver	Zum Auskunftsrecht des des Aktionärs im Konzern	BB 93, 1819
Ebenroth, Carsten Thomas/ Wilken, Oliver	Anmerkung zu KG Berlin Beschluss vom 26.08.1993 - 2 W 6111/92	BB 93, 2039
Ekkenga, Jens	Änderungs- und Ergänzungsvor- zum Regierungsentwurf eines neuen Wertpapierprospektgesetzes	BB 05, 56
Ekkenga, Jens/ Hofschroer, Josef	Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	DStR 02, 724
Ekkenga, Jens	Die Ad-hoc-Publizität im System der Marktordnungen	ZGR 99, 165
Falkenhagen, Klaus	Aktuelle Fragen zu den neuen Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach Abschnitt 4 und 7 des Wertpapierhandelsgesetzes	WM 95,1005
v. Falkenhausen, Joachim/ Widder, Stefan	Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG	BB 05, 225
Fischer, Thomas M./Wenzel, Julia/ Kühn, Christian	Value Reporting -Wertorientierte Berichterstattung in den Nemax 50-Unternehmen	DB 01, 1209
Fleischer, Holger	Prognoseberichterstattung im Kapitalmarktrecht und Haftung	AG 06, 02

	für fehlerhafte Prognosen	
Fleischer, Holger	Das Vorstandsvergütungs- -Offenlegungsgesetz	DB 05, 1611
Fleischer, Holger	Das vierte Finanzmarktförderungsgesetz	NJW 02, 2977
Fleischer, Holger	Directors' Dealings	ZIP 02, 1217
Fleischer, Holger	Gutachten F für den 64. DJT	2002
Franck, Jens-Uwe	Die Stimmrechtszurechnung nach § 22 WpHG und § 30 WpÜG	BKR 02, 709
Fürhoff, Jens/ Wölk, Andreas	Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität	WM 97, 449
Fuchs, Andreas/ Dühn, Matthias	Deliktische Schadensersatz- haftung für falsche Ad-hoc- -Mitteilungen - Zugleich Be- sprechung des Urteils des OLG München, BKR 2002, 1096	BKR 02, 1063
Gehrt, John A.	Die neue Ad-hoc-Publizität nach Paragraph 15 Wertpapierhandelsgesetz Nomos	1997
Geibel, Stephan/ Süßmann, Rainer	Erwerbsangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	BKR 02, 52
Geibel, Stephan/ Süßmann, Rainer	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar C.H.Beck	2002
Grimme, Leoni/ v. Buttlar, Julia	Neue Entwicklungen in der Ad-hoc-Publizität - vom 4. FMFG zur Marktmissbrauchsrichtlinie-	WM 03, 901
Grub, Maximilian/ Thiem, Ulrich	Das neue Wertpapierprospekt- gesetz – Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland	NZG 05, 750
Gruson, Michael/ Wiegmann, William	Die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach amerikanischem Recht	AG 95, 173

	und die Auslegung des § 15 WpHG	
Haarmann, Wilhem/ Schüppen, Matthias	Frankfurter Kommentar zum WpÜG	2. Auflage, 2005
Haller, Axel/ Schloßgangl, Maria	Notwendigkeit einer Neugestaltung des Performance Accounting nach International Accounting Standards(Financial Reporting Standards)	KoR 03, 323
Hamann, Uwe	Die Angebotsunterlage nach dem WpÜG	ZIP 01, 2249
Hanloser, Stefan	Proxy-Voting, Remote-Voting und Online-Hauptversammlung	NZG 01, 355
Harrer, Herbert/ Fisher, Raymond/ Evans, Jasper	Der amtliche Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse im Vergleich zur Notierung an der NYSE und an der LSE	RIW 03, 81
Hazen, Thomas Lee	The Law of Securities Regulation Thomson West	5. Auflage, 2005
Heinsius, Theodor	Besprechung zu Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, Köln 1995	WM 96, 421
Hirte, Heribert	Daihatsu: Durchbruch für die Publizität	NJW 99, 36
Holzborn, Timo/ Schwarz-Gondek, Nicolai	Die neue EU-Prospektrichtlinie	BKR 03, 927
Hommelhoff, Peter/ Schwab, Martin	Gesellschaftliche Selbststeuerung im Bilanzrecht – Standard Setting Bodies und staatliche Regulierungsverantwortung nach deutschem Recht	BfuP 98, 42
Hopt, Klaus J.	Europäisches und deutsches Insiderrecht	ZGR 91, 17
Hopt, Klaus J.	Grundsatz- und Praxisprobleme	ZHR 159 (1995), 135

nach dem Wertpapierhandelsgesetz
- insbesondere Insidergeschäfte
und Ad-hoc-Publizität

- Hopt, Klaus J.** Familien- und Aktienpools unter dem Wertpapierhandelsgesetz ZGR 1997, 1
- Hopt, Klaus J.** Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken ZGR 02, 333
- Hopt, Klaus J.** Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ZHR 166 (2002), 383
- Hopt, Klaus J.** Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken C.H.Beck 1996
- Hüffer, Uwe** Aktiengesetz – Kommentar C.H.Beck 6. Auflage, 2004
- Hüther, Mario** Namensaktien, Internet und die Zukunft der Stimmrechtsvertretung AG 01, 68
- Hutter, Stephan/Leppert, Michael** Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht NZG 02, 649
- Jäger, Regina** Rechtsprobleme bei der Meldung des Anteilsbesitzes gemäß § 21 bzw. § 41 WpHG insbesondere bei Familienaktiengesellschaften WM 96, 1356
- Johnson, Marilyn/
Kasznik, Ron/
Nelson Karen** The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms 39 J. A. R. 297
- Junge, Werner** Anzeigepflichten und Publizität bei Beteiligungserwerb in Festschrift für Johannes Semler de Gruyter Verlag 1993
- Kaiser, Karin** Auswirkungen des Bilanzrechtsreformgesetzes auf die zukunftsorientierte Lageberichterstattung WPg 2005, 405

Kajüter, Peter	Berichterstattung über Chancen und Risiken im Lagebericht Auswirkungen des Referentenentwurfs für das Bilanzrechtsreformgesetz	DB 04, 197
Kamann, Hans-Georg/ Simpkins, Martina	Sarbanes-Oxley-Act – Anlass zu verstärkter internationaler Kooperation im Bereich der Corporate Governance?	RIW 03, 183
Kamlah, Klaus	Strukturierte Anleihen - Merkmale, Dokumentation und Börseneinführung	WM 98, 1429
Kaum, Markus/ Zimmermann, Martin	Das „jährliche Dokument“ nach § 10 WpPG	BB 05, 1466
Kiethe, Kurt	Die Renaissance des § 826 BGB im Gesellschaftsrecht - Neuere Tendenzen in der Rechtsprechung	NZG 05, 333
Kleinmann, Niko	Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG	1998
v. Klitzing, Joachim	Die Ad-hoc-Publizität zwischen europäischer Vorgabe und nationaler Umsetzung und zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht	1999
Koch, Stefan	Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität	DB 05, 267
Kölner Kommentar zum WpÜG	Heymanns (zit.: KK-WpÜG- Bearbeiter, § Rdn.)	2003
Kopp, Thomas	Finanz- und Ertragslage des Emittenten in Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten - Darstellung und Analyse -	RIW 02, 661
Kort, Michael	Neuere Entwicklungen im Recht der Börsenprospekthaftung (§§ 45 ff BörsG) und der Unternehmensberichthaftung (§ 77 BörsG)	AG 99, 9

Krause, Hartmut	Zwei Jahre Praxis mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	NJW 04, 3681
Krause, Hartmut	BB-Europareport: Die EU-Übernehmerichtlinie -Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs und übernahmegesetz	BB 04, 113
Krause, Rüdiger	Ad-hoc-Publizität und Anlegerschutz	ZGR 02, 799
Krumbholz, Marcus	Die Qualität publizierter Lageberichte	1998
Kübler, Friedrich	Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung	AG 94, 141
Kümpel, Siegfried	Kapitalmarktrecht	2. Auflage, 2000
Kümpel, Siegfried	Aktuelle Rechtsfragen der Ad hoc-Publizität	AG 97, 66
Kunold, Uta/ Schlitt, Michael	Die neue EU-Prospektrichtlinie Inhalt und Auswirkungen auf das deutsche Kapitalmarktrecht	BB 04, 501
Kuthe, Thorsten	Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzgesetzverbesserungsgesetz	ZIP 04, 883
Kyrwood, Jason	Disclosure of Forecasts in Prospectuses	16 C. S. L. J. 350
Lanfermann, Georg/ Maul, Silja	Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts in Deutschland	DB 02, 1725
Lange, Oliver	Aktuelle Rechtsfragen der kapitalmarktrechtlichen Zurechnung	ZBB 04, 22
Lenz, Jürgen/ Behnke, Thorsten	Das WpÜG im Praxistest - Ein Jahr Angebotsverfahren unter der Regie des neuen Gesetzes	BKR 03, 43
Leuering, Dieter/ Simon, Stefan	Offene Fragen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung	NZG 05, 945
Leuering, Dieter	Die Ad-hoc-Pflicht auf Grund der Weitergabe von Insiderinformationen (§ 15 I 3 WpHG)*	NZG 05, 12

Liebscher, Thomas	Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmerecht	ZIP 01, 853
Liebscher, Thomas	Die Zurechnungstatbestände des WpHG und des WpÜG	ZIP 02, 1005
Loistl, Otto	Empirisch fundierte Messung kursrelevanter Tatsachen	Die Bank 95, 232
Maul, Silja/ Muffat-Jeandet, Daniele	Die EU-Übernehmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil I),	AG 04, 221
Merkner, Andreas / Sustmann, Marco	Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin	NZG 05, 729
Merkt, Hanno	Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme	2001
Merkt, Hanno/ Göthel, Stephan	Vorschriften und Ansätze der Quartalsberichterstattung: Vergleich USA - Deutschland	RIW 03, 23
Metcalfe, Mike	Forecasting Profit Springer	1995
Möller, Andreas	Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz - Der Regierungsentwurf-	WM 01, 2405
Möllers, Thomas M. J.	Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht	ZGR 97, 334
Möllers, Thomas M. J./ Leisch, Franz Clemens	Schaden und Kausalität im Rahmen der neu geschaffenen §§ 37b und 37c WpHG	BKR 02, 1071
Moxter, Adolf	Grundsätze ordnungsgemäßer Rechnungslegung IDW-Verlag, Düsseldorf	2003
Mülbert, Peter O.	Umsetzungsfragen der Übernehmerichtlinie – Erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften	NZG 04, 633

des WpÜG

Mülbert, Peter O.	Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?	JZ 02, 826
Münchener Kommentar zum Aktiengesetz	Zit.: MüKo-AktG/ Bearbeiter, §, Rdn.	2. Auflage, 2004
Munscheck, Karsten	Der Vorschlag zur EG-Übernehmerichtlinie	RIW 95, 998
Nahr, J. Christian	Publizitätspflicht in den USA	RIW 03, 115
Nietsch, Michael	Schadensersatzhaftung wegen Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz	BB 05, 785
Noack, Ulrich	Stimmrechtsvertretung in der Hauptversammlung nach NaStraG	ZIP 01, 57
Noack, Ulrich	Elektronische Publizität im Aktien- und Kapitalmarktrecht in Deutschland und Europa	AG 03, 537
Nottmeier, Horst/ Schäfer, Holger	Praktische Fragen im Zusammenhang mit §§ 21, 22 WpHG	AG 97, 87
Nottmeier, Horst/ Schäfer, Holger	Zu den Mitteilungspflichten von Konzernunternehmen gemäß § 24 Wertpapierhandelsgesetz	WM 96, 513
Otto, Hans-Jochen	Die Verteilung der Kontrollprämie bei der Übernahme von Aktiengesellschaften und die Funktion des Höchststimmrechts	AG 94, 167
Panaris, Panos	Zur Abgrenzung von Insider-tatsache und ad-hoc-publizitätspflichtigem Sachverhalt bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen	WM 97, 460
Pellens, Bernhard/ Fülbier, Rolf Uwe/ Gassen, Joachim	Internationale Rechnungslegung	5. Auflage, 2004 Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart

Pellens, Bernhard	Ad-hoc-Publizitätspflicht des Managements börsennotierter Unternehmen nach § 44a BörsG	AG 91, 62
Pellens, Bernhard/ Fülbier, Rolf Uwe	Publizitätspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz	DB 94, 1381
Pluskat, Sorika	Die Neuregelung der Directors Dealings in der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes	DB 05, 1097
Pluskat, Sorika	Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz geänderte Regelung des Directors Dealings vor dem Hintergrund der Richtlinie zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie	BKR 04, 467
Posegga, Volker	Pflicht zur Veröffentlichung von Directors' Dealings: Quo vadis, Anlegerschutz?	BKR 02, 697
Riegger, Bodo	Hauptversammlung und Internet	ZHR 165 (2001), 204
Römer, Hans-Jürgen/ Müller, Heinz	Anforderungen des Going Public mittelständischer Unternehmen	DB 00, 1085
Roberts, Dan	GE says ist faces \$30m Bill for Governance	Financial Times vom 29.04.2004, 1B
Rössner, Michael-Christian/ Bolkart, Johannes	Schadensersatz bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz	ZIP 02, 1471
v. Rosen, Rüdiger	Director's Dealings Studien des Deutschen Aktien-Instituts, Heft 19	1. Auflage, 2002
Rudolph, Bernd	Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?	BB 02, 1036
Sauer, Knut	Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes	2004
Schäfer, Carsten	Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformation des Kapitalmarkts?	NZG 05, 985

Schäfer, Frank A./ Geibel, Stephan	Wertpapierhandelsgesetz Börsengesetz mit BörszulVO Verkaufprospektgesetz mit VerkProspVO Kohlhammer	1999
Schlitt, Michael	Die neuen Marktsegmente der Frankfurter Wertpapierbörse	AG 03, 57
Schlitt, Michael/ Smith, Philip/ Werlen, Thomas	Die Going-Public-Grundsätze der Frankfurter Wertpapierbörse	AG 02, 478
Schäfer, Carsten	Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformation des Kapitalmarkts?	NZG 05, 985
Scheffler, Eberhard	Grundzüge der Rechnungslegung nach IFRS (Teil I, II, III und IV)	AG 05, R 140; R170; R206; R244
Schmidt, Karsten	Handelsrecht Heymanns	5. Auflage, 1999
Schneider, Dieter	Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts	DB 93, 1429
Schneider, Uwe H.	Meldepflichtige Wertpapier- geschäfte von Organmitgliedern („Directors’ Dealings) im Konzern	AG 02, 473
Schneider, Sven H.	Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität	BB 05, 897
Schwark, Eberhard	Kapitalmarktrechtskommentar (zitiert: Schwark/ <i>Bearbeiter</i> , §)	4. Auflage, 2004
Schwark, Eberhard	Besprechung zu Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, Köln 1995	ZBB 96, 261
Schwark, Eberhard	Börsen und Wertpapierhandels- märkte in der EG	WM 97, 293
Selchert,	Die MD&A – ein Vorbild für den Lagebericht in Internationale Rechnungslegung FS für Claus- Peter Weber 1999	1999

Seitz, Jochen	Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland	BKR 02, 340
Siebel, Ulf/Gebauer, Stefan	Interimsdividende	AG 99, 385
Siebel, Ulf/Gebauer, Stefan	Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht (Teil I)	WM 01, 118
Siebel/Gebauer,	Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht (Teil II)	WM 01, 173
Soderquist, Larry D./ Gabaldon, Theresa A.	Securities Law Foundation Press	2. Auflage, 2004
Soulier, Jean-Luc/ Best, Marcus	International Securities Law Handbook Kluwer Law International	2. Auflage, 2005
Spindler, Gerald	Das Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen - VorstOG	NZG 05, 689
Spindler, Gerald/ Speier, Torben	Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern	BB 05, 2031
Spindler, Gerald/ Christoph, Fabian	Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts in den Jahren 2003/2004	BB 04, 2197
Spindler, Gerald	Kapitalmarktreform in Permanenz – das Anlegerschutzverbesserungsgesetz	NJW 04, 3449
Spindler, Gerald/ Hüther, Mario	Das Internet als Medium der Aktionärsbeteiligung in den USA	RIW 00, 329
Steinberg, Marc I.	Understanding Securities Law	3. Auflage, 2001
Steinmeyer, Roland/ Häger, Michael	WpÜG Kommentar (zit. Steinmeyer/ Häger, WpÜG, § Rdn.)	1. Auflage, 2002
Steuer, Stephan / Baur, Georg	Erwerbsgeschäfte im Grenzbereich bedeutender Beteiligungen nach dem Wertpapierhandelsgesetz	WM 96, 1477
Sudmeyer, Jan	Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21, 22 WpHG	BB 02, 685

Thaeter, Ralf/Barth, Daniel	RefE eines Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes	NZG 01, 545
Thümmel, Roderich	Haftung für geschönte Ad-hoc-Meldungen: Neues Risikofeld für Vorstände oder ergebnisorientierte Rechtsprechung	DB 01, 2331
Thüsing, Gregor	Das Gesetz über die Offenlegung von Vorstandsvergütungen	ZIP 05, 1389
Vaupel, Christoph	Zum Tatbestandsmerkmal der erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-hoc-Publizität	WM 99, 521
Veith, Alexander	Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG	NZG 05, 254
Waldhausen, Stephan	Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache Nomos	2002
Weber, Ulf Andreas	Das neue Insiderrecht	BB 95, 157
Weber, Martin	Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002	NJW 03, 18
Weber, Martin	Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2004	NJW 04, 3674
Weber, Martin	Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2005	NJW 05, 3682
Weber-Rey, Daniela/ Scholderer, Frank	Konkurrenzverhältnis der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach dem WpHG zur Transparenzvorschrift des WpÜG	AG 05, R487
Weiler, Lothar/Tollkühn, Oliver	Die Neuregelung des „directors’ dealing“ nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz	DB 02, 1923
Wenger, Ekkehard	Anmerkung zu KG Berlin Beschluss vom 26.08.1993 - 2 W 6111/92	ZIP 93, 1622

Wieneke, Laurenz	Emissionspublizität - Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen	NZG 05, 109
Witt, Carl Heinz	Die Änderung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG und §§ 20f. AktG durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz und das KonTraG	WM 98, 1153
Witt, Carl Heinz	Vorschlag für eine Zusammenfü gung der §§ 21ff. WpHG und des § 20 AktG zu einem einzigen Regelungskomplex	AG 98, 171
Witt, Carl-Heinz	Regelmäßige „Wasserstands- meldungen“ - unverzichtbarer Bestandteil eines künftigen Übernahmegesetzes	NZG 00, 809
Witt, Carl Heinz	Die Änderung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach §§ 21ff. WpHG durch das geplante Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz	AG 01, 233
Witt, Carl-Heinz	Die Änderung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten durch das geplante Wertpapier- erwerbs- und Übernahmegesetz	AG 01, 253
Wölk, Armin	Ad-hoc-Publizität – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichts- amtes für den Wertpapierhandel	AG 97, 73
Zetzsche, Dirk	NaStraG – Ein erster Schritt in Richtung virtuelle Haupt- versammlung für Namens- und Inhaberaktien	ZIP 01, 682
Ziegenhain, Hans Jörg / Helms, Dietmar	Der rechtliche Rahmen für das Going Public mittelständischer Unternehmen	WM 98, 1417
Ziemons, Hildegard	Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchs- richtlinie und das Anleger- schutzverbesserungsgesetz	NZG 04, 537

Zietsch, Udo/ Holzborn, Timo	Zulassungsfolgebpflichten börsennotierter Unternehmen - eine Übersicht der Pflichten von Unternehmen nach deren Zulassung an einer deutschen Börse („Zulassungsfolgebpflichten“) -Teil I-	WM 02, 2356
Zietsch, Udo/ Holzborn, Timo	Zulassungsfolgebpflichten börsennotierter Unternehmen - eine Übersicht der Pflichten von Unternehmen nach deren Zulassung an einer deutschen Börse („Zulassungsfolgebpflichten“) -Teil II-	WM 02, 2393
Zimmer, Daniel	Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarkt-information	WM 04, 9
Zimmer, Daniel/ Eckhold, Thomas	Das Kapitalgesellschaften & Co-Richtlinien-Gesetz	NJW 00, 1361

US-amerikanische Gerichtsentscheidungen

Adams v. Standard Knitting Mills, Inc., 623 F.2nd 422 (6th Cir. 1980)

Amalgamated Clothing & Textile Workers Union v. Wal-Mart Stores, Inc., 821 F. Supp. 877 (S.D.N.Y. 1993)

Ameribanc Investors Group v. Zwart, 706 F. Supp. 1248 (E.D. Va. 1989)

Arrow Distributing Corp. v. Baumgartner, 783 F. 2d 1274 (5th Cir. 1986)

Asher v. Baxter Int'l, Inc., 377 F.3d 727 (734) (7th Cir. 2004)

Beaumont v. American Can Co.; 621 F.Supp. 484 (S.D.N.Y. 1985), aufrechtgehalten in 797 F.2d 79 (2nd Cir. 1986)

Bertoglio v. Texas International Co., 488 F. Supp. 630 (D.Del.1980)

Blau v. Lehmann, 368 U.S. 403, 82 S.Ct. 451, 7 L.Ed.2d 403 (1962)

Brascan Ltd. v. Edper Equities, Ltd., 477 F.Supp. 773 (S.D.N.Y.1979)

Brown v. Chicago, Rock Island & Pacific Railroad Co., 328 F.2d 122 (7th Cir. 1964)

C.B.I Industries, Inc. v. Horton, 682 F. 2d 433 643, (7th Cir. 1982)

Caleb & Co. v. E.I. Dupont de Nemours & Co., 599 F.Supp. 1468 (S.D.N.Y.1984)

Capital Real Estate Investors Tax Exempt Fund Limited Partnership v. Schwartzberg, 929 F.Supp. 105 (S.D.N.Y.1996)

Chevron U.S.A. v. Natural Resources Defense Council, 467 U.S. 837, 104 S.Ct. 2778, 81 L.Ed. 2d 694 (1984)

Clearfield Bank & Trust v. Omega Financial Corp., 65 F.Supp.2d 325, (W.D.Pa 1999)

CNW Corp. v. Japonica Partners, L.P., 874 F.2d 193 (3rd Cir. 1989)

Colby v. Klune, 178 F.2d 872 (2nd Cir. 1850)

Corenco Corp. v. Schiavone & Sons, Inc., 488 F. 2d 207 (2nd Cir. 1973)

Crouch v. Prior, 905 F.Supp. 248 (D.Vi. 1995).

Feder v. Martin Marietta Corp. 406 F.2d 260 (2nd Cir. 1969):

Fisher v. Plessey Co., 559 F. Supp. 442 (S.D.N.Y. 1983)

Florida Commercial Banks v. Culverhouse, 772 F. 2d 1513 (11th Cir. 1985)

Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co., 423 U.S. 232 (1976)

Fradkin v. Ernst, 571 F. Supp. 829 (N.D.Ohio 1983)

GAF Corp. v. Heymann, 559 F.Supp. 748 (S.D.N.Y. 1983) 724 F.2d 727 (2nd Cir. 1983)

GAF Corp. v. Milstein, 453 F 2d 709 (2nd Cir. 1971)

Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc., 478 F.2d 1281 (2nd Cir. 1973)

Gillette Co. v. RB Partners, 693 F.Supp. 1266 (D.Mass.1988)

Glassmann v. Computervision Corp., 90 F.3d 617, (1st Cir. 1996)

Gold v. Sloan, 486 F.2d 340 (4th Cir. 1973)

Gould v. American-Hawaiian Steamship Co., 535 F2d 761 (3rd Cir. 1976)

Grumman Corp. v. LTV Corp., 527 F.Supp. 86 (E.D.N.Y. 1981)

Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47 (2nd Cir. 1985)

Hershkowitz v. Nutri/System, Inc., 857 F.2d 179, (3rd Cir. 1988)

Heublein, Inc. v. General Cinema Corp., 722 F.2d 29 (2nd Cir. 1983)

Hollinger v. Titan Capital Corporation, 914 F.2d 1564, 1569 (9th Cir. 1990)

Holstein v. UAL Corp. , 662 F.Supp. 153 (N.D.Ill. 1987)

Hoover co. v. Fuqua Industries, Inc., 1979 WL 1244 (1979-1980 Transfer Binder)

Howing Co. v. Nationwide Corp., 826 F.2d 1470 (6th Cir. 1987)

Humana, Inc. v. American Medicorp., Inc., 445 F.Supp. 613 (S.D.N.Y.1977)

Indiana National Corp. v. Rich, 712 F. 2d 1180 (7th Cir. 1983)

In re **BC Financial Corp.**, 1994 WL 317454 (ALJ 1994);

In re **Paine Webber, Jackson & Curtis, Inc.**, 15 Sec.Reg.L.Rep. (BNA) 131 (SEC Dec. 12, 1982);

In re **Price/Costco Shareholder Litigation**, 1995 WL 786631, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98,955 (W.D.Wash.1995);

In re **Revlon, Inc.**, Sec. Exch. Act Rel. No. 34-23320 (June 16, 1986),

In re **Warren G. Trepp**, Admin. Proc. File No. 3-8833 (ALJ 1997).

Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp., 411 U.S. 582 (1973)

Koppel v. 4987 Corp., 167 F.3d 125 (2nd Cir. 1999)

Lanza v. Drexel & Co., 419 F.2d 1277, (1306 Fn. 98) (2nd Cir. 1973)

Lerro v. Quaker Oats Co., 84 F.3d 239 (7th Cir. 1996)

Long Island Lighting Co. v. Barbash, 779 F.2d 793 (2nd Cir. 1985)

Ludlow Corp. v. Tyco Laboratories, Inc., 529 F.Supp. 62 (D.Mass. 1981)

Maynard Oil Co. v. Deltec Panamerica, S.A., 630 F.Supp. 502 (S.D.N.Y. 1985)

Merrill Lynch, Pierce Fenner and Smith v. Livingstom, 566 F. 2d 1119 (1122)

Mobil Corp. v. Marathon Oil Co., 669 F.2d 366 (6th Cir. 1981)

Morales v. Executive Telecard Ltd., 1998 WL 314734

New York City Employees' Retirement System v. Dole Foods Co., 795 F.Supp. 95, 100-101 (S.D.N.Y. 1992)

Plaine v. McCabe, 797 F.2d 713 (9th Cir. 1986)

Portsmouth Square, Inc. v. Shareholders Protective Comittee, 770 F.2d 866 (9th Cir. 1985)

Pryor v. United States Steel Corp., 591 F.Supp. 942 (S.D.N.Y.1984)

Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co., 404 U.S. 418 (1972)

Rondeau v. Mosinee Paper Corp., 422 U.S. 49, 95 S.Ct. 2069, 45 L Ed.2d 12 (1975)

Roosevelt v. E.I. Du Pont de Nemours & Co., 958 F.2d 416, (427 Fn. 19) (D.C. Cir. 1992)

Sanders v. John Nuveen & Co., Inc., 554 F.2d 790, 793 (7th Cir. 1977)

SEC v. Bausch & Lomb, Inc., 565 F.2d 8, 18 (2nd Cir. 1977)

SEC v. Beisinger Industries Corp., 552 F.2d 15, 18-19 (1st Cir. 1977);

SEC v. Bilzerian, 131 F. Supp.2d 10 (D.D.C. 2001)

SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985)

SEC v. Cayman Islands Reinsurance Corp., 734 F.2d 118 (2nd Cir. 1984)

SEC v. Cosmopolitan Inv. Funding Co., SEC Litigation Release No. 7388 (April 23, 1976); 42 SEC Ann. Rep. 199 (1976)

SEC v. Current Financial Services, Inc., 783 F. Supp. 1441 (D.D.C.1992)

SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc. , 837 F. Supp. 587 (S.D.N.Y. 1993)

SEC v. Elliott, 953 F.2d 1560 (11th Cir. 1992); **SEC v. United Financial Group, Inc.**, 474 F.2d 354 (9th Cir. 1973)

SEC v. First City Financial Corp., Ltd. 890 F.2d 1215 (D.C. Cir. 1989)

SEC v. First City Financial Corporation, Ltd., 688 F. Supp. 705 (D.D.C. 1988), *aff'd*; (1989-1990 Transfer Binder), Fed. Sec. L. Rep. (CCH), ¶ 94,801 (D.C. Cir. 1989)

SEC v. Fischbach Corp., 133 F. 3d 170 (2nd Cir. 1997)

SEC v. Forex Management LLC, 242 F.3d 325 (5th Cir. 2001)

SEC v. Globus Group, Inc., 117 F. Supp.2d. 1345 (S.D.Fla. 2000)

SEC v. Joseph Schlitz Brewing Co., 452 F. Supp. 824 (E.D. Wis. 1978)

SEC v. Manor Nursing Centers, Inc., 458 F.2d 1082 (2nd Cir. 1972)

SEC v. Mattel, Inc., 1974 WL 449, (1974-1975 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,807 (D.D.C. 1974)

SEC v. Quinn, 997 F.2d 287 (7th Cir. 1993);

SEC v. United Financial Group, Inc., 474 F.2d 354 (9th Cir. 1973)

SEC v. Vesco, 571 F.2d 129 (2nd Cir. 1978)

SEC v. Westgate California Corp., SEC Litigation Release No. 6142, 3 SEC Docket 30 (S.D.Cal. Nov. 9 1978)

SEC v. Forex Management LLC, 242 F.3d 325 (5th Cir. 2001)

Shamrock Associates v. Horizon Corp., 632 F.Supp. 566 (S.D.N.Y. 1986)

Smallwood v. Pearl Brewing Co., 489 F.2d 579 (5th Cir. 1974)

Southdown, Inc. v. Moore McCormack Resources, 686 F.Supp. 595 (S.D.Tex.1988)

Stern v. American Bankshares., 429 F.Supp. 818 (E.D. Wis.1977)

Stromfeld v. Great Atlantic and Pacific Tea Co, Inc. 484 F. Supp. 1264 (S.D.N.Y. 1980)

Texas International Airlines v. National Airlines, Inc., 714 F.2d 533 (5th Cir. 1983)

Thouret v. Hudner, 1996 WL 38824 (1995-1996 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,037 (S.D.N.Y.1996)

Tristar Corp. v. Freitas, 84 F. 3d 550 (2nd Cir. 1996)

Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, 111 S.Ct. 2749, 115 L. Ed. 2d 929 (1991)

Weeks Dredging and Contracting, Inc. v. American Dredging Co., 451 F.Supp. 468 (E.D.Pa.1978)

Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979) *aufrechtgehalten in* 682 F.2d 355 (2nd Cir.1982)

Whiting v. Dow Chemical Co., 523 F. 2d 680 (2nd Cir. 1975)

Whittaker v. Whittaker Corp., 639 F. 2d 516, 530-532 (9th Cir. 1981)

Wilson v. Great American Industries, Inc., 855 F.2d 987, 995 (2nd Cir. 1988)

A. Einleitung

Wenn ein Unternehmen von hinreichender Größe Kapital benötigt, kommt zur Kapitalbeschaffung immer auch die öffentliche Emission von Aktien in Betracht. Für die Entscheidung, ob diese Form des Kapitalerwerbs für die Situation des Unternehmens geeignet ist, müssen auch die im Falle einer Aktienemission resultierenden Publizitätspflichten bedacht werden. Die Publizität ist wesentlich für die Gewinnung von Anlegern, denn diese haben typischerweise keine Kenntnis von Unternehmensinterna und müssen daher ihre Anlageentscheidung auf Basis von möglichst leicht und schnell zugänglichen Informationen treffen. Je mehr Information zugänglich ist, desto transparenter wird ein Unternehmen und sein Markt und desto überlegter kann ein Anleger seine Anlageentscheidung treffen. Allerdings ist ordnungsgemäße Publizität teuer, und diese Kosten können zu erheblichen Marktzutrittschranken für neue Unternehmen führen und etablierte Unternehmen behindern. Es muss daher eine sorgfältige Kosten-/Nutzenanalyse erfolgen.

Die Notwendigkeit der Klärung dieser Frage wird durch die Verlagerung der Daseinsvorsorge vom öffentlichen in den privaten Bereich verstärkt. Dadurch wird sowohl das am Kapitalmarkt gehandelte Kapital zunehmen als auch die Zahl der am Kapitalmarkt agierenden institutionelle Investoren, wie der Versicherungsfonds und der Kleinanleger. Es stellt sich die Frage, ob der Kapitalmarkt und insbesondere die Publizitätsvorschriften in Deutschland auf eine derartige Entwicklung eingestellt sind oder ob Modifikationen erforderlich sind. Hier drängt sich ein Vergleich mit den USA auf, da dort die Daseinsvorsorge im Wesentlichen dem privaten Bereich angehört.

Auch die Frage, wie Informationen publiziert werden können und müssen, hat Einfluss auf die Leichtigkeit und Schnelligkeit des Informationszugangs und damit auf die Transparenz. In den USA ist man der Ansicht, dass die nötige und wünschenswerte Publizität über das Internet und eine frei zugängliche Sammel Datenbank der Securities and Exchange Commission (SEC) zu erreichen ist. In Deutschland war bislang die Publizität über Börsenpflichtblätter Standard, mehr und mehr wird allerdings auch die Internetpublizität zu einer zulässigen Publikationsform, wobei bislang die Publikation auf der Homepage des Emittenten im Vordergrund steht.

In Deutschland sind nahezu alle heute gültigen Publizitätsvorschriften auf umgesetzte EU-Richtlinien zurückzuführen. Die europaweite Harmonisierung ist auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts weit vorangeschritten. Viele Publizitätsvorschriften orientieren sich an US-

amerikanischen Vorbildern, da dort das Konzept der Offenlegung bereits eine viel längere Tradition hat.

Die meisten Publizitätsvorschriften sind in den letzten zehn Jahren geschaffen oder zumindest geändert worden. Die Gesetzgebung auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts überholt sich immer wieder selbst und gerade geschaffene Regelungen werden wieder überarbeitet. Die Frage steht damit im Raum, ob das noch dem Markt- und Anlegerschutz dienlich sein kann. Dem gegenüber steht der US-amerikanische Kapitalmarkt der eine lange Tradition mit extensiven Offenlegungsvorschriften hat und wo dies nach wie vor als Patentrezept für Markt- und Anlegerschutz gilt.

Die Finanzmärkte sind in den vergangenen Jahren in einem erheblich stärkeren Maße als je zuvor integriert worden¹. Das Kapital fließt dahin, wo die vermeintlich besten Bedingungen für das beste Geschäft bestehen. Auch vor diesem Hintergrund ist ein Vergleich der US-amerikanischen und der deutschen Börsenpublizitätspflichten interessant.

Gegenstand dieser Arbeit ist neben einem Überblick über die Publizitätspflichten, welche in Deutschland und in den USA für börsennotierte Gesellschaften einschlägig sind, ein Vergleich zwischen den in beiden Ländern geltenden Publizitätspflichten, schließlich die Behandlung der Frage, ob Publizitätspflichten ihren Zweck erfüllen und ob sich aus einem Rechtsvergleich Empfehlungen für neue oder andere Publizitätsvorschriften ableiten lassen.

B. Grundlagen

I. US-Amerikanisches Kapitalmarktrecht:

Das US-amerikanische System der Publizitätspflichten ist rein kapitalmarktrechtlich geprägt. Die gesellschaftsrechtlichen Publizitätspflichten spielen im Gegensatz zur Rechtssituation in Deutschland eine völlig untergeordnete Rolle. Dies erklärt sich insbesondere durch die Verteilung der Gesetzgebungskompetenzen in den USA.

Die gesellschaftsrechtliche Gesetzgebungskompetenz liegt primär und hauptsächlich bei den Einzelstaaten, die Rechnungslegungs- und Publizitätspflichten nur rudimentär vorgegeben haben.

Das US-amerikanische Kapitalmarktrecht ist demgegenüber ein überaus detailliert geregelter Bereich, dessen Regelung zu einem großen Teil dem US-amerikanischen Bundesgesetzgeber obliegt. Auf Bundesebene gibt es zunächst zwei grundlegende Primary Acts, den Securities Act von 1933 (S.A.'33), der sich mit Neuemissionen, also der Regulierung des Primärmarktes

befasst, und den Securities Exchange Act von 1934 (S.E.A.'34), der den Sekundärmarkt regelt, also den Handel von bereits emittierten Wertpapieren betrifft. Beide Gesetze gelten sowohl für den amtlichen Handel als auch für Freiverkehr und Freihandel. Auch der Wertpapierbegriff beider Gesetze ist sehr weit gefasst und wird von der Rechtsprechung sehr flexibel interpretiert, so dass der Anwendungsbereich des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts erheblich größer ist als der des deutschen Kapitalmarktrechts. Letztlich ist dies dadurch zu erklären, dass der US-amerikanischen Bundesgesetzgeber durch dieses Einfallstor gesellschaftsrechtliche Standards vorgibt, obwohl ihm für das Gesellschaftsrecht die Gesetzgebungskompetenz fehlt².

Der S.A.'33 und der S.E.A.'34 bilden das Fundament des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts. Beide Gesetze sind Bestandteil der Gesetzgebung des New Deal, die von Präsident Franklin D. Roosevelt in den 30er Jahren zur Bekämpfung der Großen Depression vorangetrieben wurde. Ziel war es, US-amerikanische Investoren vor Missbräuchen im Wertpapierhandel zu schützen³. Die Gefahr eines Börsenzusammenbruchs sollte für die Zukunft gebannt werden und das Vertrauen der Anleger sollte zurückgewonnen werden. Zur Erreichung dieses Ziels sollte insbesondere auf die verbesserte Information der Anleger gesetzt werden (sog. „disclosure philosophy“)⁴. Dieser Ansatz liegt der US-amerikanischen Gesetzgebung im Kapitalmarktrecht bis heute zugrunde⁵. Der Sarbanes-Oxley-Act wurde 2002 unmittelbar als Reaktion auf die Enron-, Tyco-, und Worldcomskandale erlassen, er soll ebenfalls zur Wiederherstellung des Anlegervertrauens unter anderem durch weitere Publizitätspflichten dienen⁶. Neu war insoweit, dass der Sarbanes-Oxley es nicht bei weiteren Offenlegungsvorschriften beließ, sondern als erstes US-amerikanisches Bundesgesetz spezifisch den Bereich der Corporate Governance betraf, der bis dahin den Bundesstaaten zur Regelung überlassen war⁷.

¹ Vgl. Soulier/Best, Einleitung, S. XIX.

² Die Gesetzgebungskompetenz des Bundes ist in der US-amerikanischen Verfassung geregelt. Der Bundesgesetzgeber darf nur dann Gesetze erlassen, wenn dadurch der Handel mit fremden Nationen und zwischen den Einzelstaaten geregelt wird (interstate commerce clause). Auch das Bundeskapitalmarktrecht gilt dementsprechend nur für Unternehmen, deren Wertpapiere an der Börse oder die ansonsten einzelstaatsübergreifend gehandelt werden. Werden Wertpapiere nur innerhalb eines Einzelstaates gehandelt, so gelten für sie nur die einzelstaatlichen Kapitalmarktregeln (sog. Blue Sky Laws). Diese werden im Rahmen dieser Arbeit nur behandelt, wenn dies unumgänglich ist, eine umfassende Behandlung würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen.

³ Zur US-amerikanischen Rechtsentwicklung vgl. Merkt, Unternehmenspublizität, S. 114ff.

⁴ Vgl. Merkt, Unternehmenspublizität, S. 119.

⁵ Vgl. hierzu Pellens/ Fülbier/ Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 801f.

⁶ Vgl. Hazen, Vorwort zur 5. Auflage, S. VIII; Coffee/ Seligman, Securities Regulations, S.1 ff.; Lanfermann/Maul, DB 02, 1725.

⁷ Vgl. Hazen, § 9.7.

Wichtigster weiterer Leitgedanke des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts ist neben dem Individualschutz der Anleger der Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Die Funktionsfähigkeit öffentlicher Kapitalmärkte wird als essentiell für die kostengünstige Finanzierung der Unternehmen gesehen. Um dieses Ziel zu erreichen, muss der Kapitalmarkt attraktiv für Anleger gestaltet werden. Der Insiderhandel und andere betrügerische Praktiken müssen unterbunden werden, der schnelle Marktzugang und -ausgang für Anleger muss gewährleistet sein, zusätzlich sollten auch möglichst niedrige Transaktionskosten für Anleger erreicht werden. Nach US-amerikanischer Sicht sind diese Ziele nur erreichbar, wenn den Kapitalmarktteilnehmern möglichst alle für ihre Kapitalanlage entscheidungsrelevanten Unternehmensinformationen zur Verfügung gestellt werden. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes hängt demnach auch von der Transparenz gegenüber den Anlegern ab. Zentrale Aufgabe des Kapitalmarktrechts ist daher die Informationsvermittlung.

a. SEC:

Die amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC) nimmt die Wertpapier- und Börsenaufsicht wahr. Sie unterscheidet sich in wesentlichen Punkten von der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Die SEC gilt als eine der mächtigsten Bundesbehörden der USA⁸. Die SEC wurde 1934 durch den S.E.A.'34 als Aufsichtsbehörde für das einzelstaatenübergreifende Wertpapier- und Börsenwesen geschaffen. Als unabhängige Bundesbehörde ist sie allein dem Kongress unterstellt, dem gegenüber sie jährlich Rechenschaft abzulegen hat.

Die SEC hat die bundesgesetzlichen Regelungen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts auszulegen und durchzusetzen. Damit ist sie mit dem Anlegerschutz und der Wahrung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts betraut und hat betrügerische und unlautere Handlungen im Bereich der Wertpapieremission und des Wertpapierhandels zu verhindern. Zusätzlich muss die SEC die Versorgung der Kapitalmarktteilnehmer mit realistischen, zeitnahen und wahren Informationen sichern. Hauptanliegen und Hauptaufgabe der SEC sind entsprechend der US-amerikanischen „disclosure philosophy“ die Herstellung und Aufrechterhaltung des Informationsflusses von den Unternehmen an die Öffentlichkeit.

Die SEC genießt als US-amerikanische Bundesbehörde national und international eine hohe Reputation. Im internationalen Vergleich ist diese Behörde zu einem Vorbild geworden, mit dem die Behörden der meisten anderer Länder, wie auch die deutsche Bafin, im Hinblick auf die Machtfülle der SEC jedoch nicht konkurrieren können.

Die SEC ist für Börsen, Kursmakler und Händler sowohl die Zulassungs- als auch die Rechtsetzungsinstanz. Des Weiteren lässt die SEC Unternehmen zum Kapitalmarkt und den Börsen zu und kontrolliert die Einhaltung der Regeln des Kapitalmarkts. Die SEC erlässt Verwaltungsvorschriften, hat rechtsprechende Gewalt, untersucht Sachverhalte und vollstreckt Titel. Sie hat damit - selbst für US-amerikanischen Verhältnisse - erhebliche, gewaltenübergreifende Kompetenzen.

(i) Verwaltungsvorschriften der SEC:

Die SEC ist zum Erlass von Regelungen und Verordnungen (i.W. Verwaltungsvorschriften) ermächtigt, welche im weitesten Sinne die Ausgabe von und den Handel mit Wertpapieren betreffen. Die SEC hat zwei Grundlagen für den Erlass von Verwaltungsvorschriften.

Einerseits gibt es viele Vorschriften innerhalb der zwei großen Kapitalmarktgesetze, die die SEC bevollmächtigen, die Gesetze ausfüllende Verwaltungsvorschriften zu erlassen, denen Gesetzeskraft und Gesetzesrang zukommen⁹. Die gesetzlichen Vorschriften des S.A.'33 und des S.E.A.'34 sind sehr abstrakt und allgemein gehalten und beinhalten grundsätzlich nur den von der SEC auszufüllenden Rahmen. Erst durch die Verwaltungsvorschriften der SEC, die diese im Rahmen ihrer Ausfüllungskompetenz erlässt, wird der Anwendungsbereich der gesetzlichen Vorschriften klar vorgegeben. Diese gesetzesausfüllenden Verwaltungsvorschriften binden auch die Gerichte, sie sind parlamentarischen Gesetzen in Wirkung und Rang gleich gestellt, obwohl sie von einer Verwaltungsbehörde erlassen werden. Im Rahmen dieser umfassenden legislativen Kompetenz hat die SEC auch die Rechnungslegungspflicht für kapitalmarktorientierte Unternehmen in materieller und formeller Hinsicht auszugestalten.

Zu beachten ist, dass in den Bereich der Verwaltungsvorschriften mit Gesetzeskraft auch die Formblätter der SEC gehören. Diese Formblätter sind detaillierte, teilweise vorformulierte und mit Hinweisen versehene Schemata, die von den Unternehmen bei der Berichterstattung gegenüber der SEC streng zu beachten sind. Für so gut wie jeden speziellen Publizitätsanlass gibt es ein bestimmtes Formblatt¹⁰, das von den Unternehmen entsprechend den Vorgaben ausgefüllt und zwingend elektronisch an die SEC zurückgesandt werden muss¹¹.

⁸ Vgl. Hazen, § 1.3.

⁹ Vgl. Hazen, § 1.4(2)(A).

¹⁰ Sämtliche Formblätter, die allesamt mit einer Buchstaben- bzw. Zahlen-Buchstabenkombination bezeichnet werden, finden sich unter <http://www.sec.gov/about/forms/secforms.htm> auf der Homepage der SEC.

¹¹ Im Hinblick auf die elektronische Einreichung der Unterlagen gibt es seit der Umsetzung des Sarbanes-Oxley Acts von 2002 durch die SEC nur noch geringfügige Ausnahmen für ausländische Emittenten bzw. spezielle Anhangsunterlagen wie das Hochglanzemissionsprospekt.

Auf der anderen Seite kann die SEC Verwaltungsvorschriften erlassen, die die Kapitalmarktgesetze lediglich auslegen. Diese Auslegungsvorschriften haben weder Gesetzeskraft noch Gesetzesrang, sie legen lediglich die Ansicht der SEC zu einer Vorschrift dar. Gerichte werden durch diese Verwaltungsvorschriften nicht gebunden, allerdings halten sich Bundesgerichte in der Regel auch an diese auslegenden Verwaltungsvorschriften, da sie mangels eigener Spezialisierung der Behörde zugestehen, die größere Expertise auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts zu haben¹².

Eine Sonderform dieser auslegenden Verwaltungsvorschriften sind die so genannten „Safe Harbor Rules“, die die Bedingungen festlegen, bei deren Einhaltung die SEC den Standpunkt einnimmt, dass dem Gesetz genügt wurde.

Die Verwaltungsvorschriften der SEC werden jährlich in Band 17 des Code of Federal Regulation zusammengefasst¹³.

Im Rang unterhalb der gesetzesauslegenden Verwaltungsvorschriften angesiedelt sind die sog. SEC Releases, die Mitteilungen der SEC, die Stellungnahmen der SEC zu bestimmten Themen, Vorschläge zur Auslegung von Gesetzen und Verwaltungsvorschriften enthalten können. Ähnlichen Charakter haben die regelmäßig herausgegebenen sog. Staff Legal Bulletins.

Noch darunter angesiedelt sind die sog. No-action-letter der SEC. Diese No-action-letter sind Antworten der SEC auf private Anfragen von Marktteilnehmern, ob ein bestimmtes Verhalten den entsprechenden Gesetzen und Verwaltungsvorschriften genügt. Die Ausstellung eines No-action-letters bedeutet dabei, dass die SEC in der spezifischen, in der Anfrage dargestellten Situation keine Grundlage für ein Einschreiten ihrerseits sieht. Die No-action-letter werden veröffentlicht; allerdings macht die SEC ausdrücklich auf die Schwierigkeit aufmerksam, von der Antwort auf eine spezifische Frage zu einem spezifischen Fall Rückschlüsse auf den generellen Standpunkt der SEC anzustellen¹⁴. Die Gerichte sehen sich durch No-action-letter weder im Einzelfall noch allgemein im Hinblick auf weitere Sachverhalte gebunden¹⁵. Trotzdem kann ein No-action-letter sich auch vor Gericht positiv auswirken, da er jedenfalls in dem Einzelfall, in dem er eingeholt wurde, zeigt, dass sich der Emittent der Publizitätspflichten bewusst war und diese grundsätzlich befolgen wollte. Damit wird der Nachweis von vorsätzlichem oder grob fahrlässigen Verhalten nahezu unmöglich. Der No-action-letter kann

¹² Vgl. *Chevron U.S.A. v. Natural Resources Defense Council*, 467 U.S. 837, 104 S.Ct. 2778, 81 L.Ed. 2d 694 (1984).

¹³ Dieser wird im weiteren als 17 C.F.R. § ... zitiert.

¹⁴ Vgl. Stellungnahme von Commissioner Fleischmann, nach zitiert nach Hazen, § 1.4(4).

insbesondere auch zu niedrigeren Straf- bzw. Bußgeldsummen und niedrigeren Schadensersatzsummen führen. Auch die Schadensersatzsummen werden niedriger, da diese in den USA in der Höhe überwiegend nicht durch den tatsächlich entstandenen Schaden, sondern durch das zu bestrafende Verhalten bestimmt werden.

(ii) SEC als Ermittlungs- und Vollstreckungsbehörde:

Die SEC stellt selbst Untersuchungen von Sachverhalten an, erforscht diese und kann die Berichte über ihre Untersuchungen unter bestimmten Voraussetzungen auch veröffentlichen¹⁶. Die SEC führt in der Regel zunächst ohne Wissen der Zielperson eine informelle Untersuchung durch, dann wird bei Erhärtung des Verdachts einer Wertpapierrechtsverletzung eine formelle Untersuchung der SEC eingeleitet. Bei einer formellen Untersuchung besitzt die SEC das Recht, Zeugen und Beschuldigte unter Strafanordnung vorzuladen und Dokumente und Geschäftsbücher unter Strafanordnung vorlegen zu lassen¹⁷. Zudem kontrolliert sie die Wirtschaftsprüferaufsicht, die in Gestalt des Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) durch den Sarbanes-Oxley-Act 2002 geschaffen wurde.

Die SEC ist auch Vollstreckungsbehörde. Sie entscheidet bei Abschluss der Ermittlungen über das weitere Vorgehen. Der SEC steht eine Vielzahl von Maßnahmen zur Erzwingung der Einhaltung von Registrierungs-, Berichts- oder sonstiger Pflichten und zur Sanktionierung der Verletzungen zur Verfügung. Die SEC spricht bei natürlichen und juristischen Personen Sanktionen für Fehlverhalten aus und setzt diese auch durch.

Gegenüber allen Personen, die gegen die Wertpapiergesetze verstoßen, kann die SEC Bußgelder¹⁸ verhängen oder Unterlassungsverfügungen¹⁹ aussprechen. Im Rahmen dieser behördlichen Unterlassungsverfügung kann nicht nur die Unterlassung, sondern auch die Einhaltung von wertpapierrechtlichen Vorschriften vorgeschrieben werden²⁰. Auch Auflagen sind möglich. Die SEC kann Wertpapiere vorübergehend vom Handel an der Börse ausschließen oder auch die Registrierung widerrufen. Voraussetzung für eine behördliche

¹⁵ Vgl. *Roosevelt v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.*, 958 F.2nd 416, (427 Fn. 19) (D.C. Cir. 1992); *Amalgamated Clothing & Textile Workers Union v. Wal-Mart Stores, Inc.*, 821 F. Supp. 877 (S.D.N.Y. 1993); *New York City Employees' Retirement System v. Dole Foods Co.*, 795 F.Supp. 95, 100-101 (S.D.N.Y. 1992).

¹⁶ Vgl. 15 U.S.C.A. § 78u(a).

¹⁷ Vgl. 15 U.S.C.A. § 78u (b).

¹⁸ Bei natürlichen Personen bis zu 50,000 \$; bei juristischen Personen bis zu 100,000 \$.

¹⁹ Sog. „Cease and desist orders“.

²⁰ Vgl. Sec. 8(a) S.A.'33; Sec. 21(c) S.E.A.'34.

Unterlassungsverfügung ist nur das bereits eingetretene Fehlverhalten, einer erheblichen Wahrscheinlichkeit zukünftigen Fehlverhaltens bedarf es nicht²¹.

Darüber hinaus kann die SEC auch das Fehlverhalten von vor ihr auftretenden Anwälten, Wirtschaftsprüfern und Anlageberatern mit Sanktionen belegen, dies insbesondere auch durch das Verbot, weiterhin vor der SEC aufzutreten oder sogar durch ein Berufsverbot²².

Die SEC ist darüber hinaus im Rahmen der Berufungsgerichtsbarkeit der US-amerikanischen Wirtschaftsprüfer (CPAs) mit Disziplinarkompetenz ausgestattet.

Die SEC muss ein Verfahren mit strafrechtlicher Relevanz an das Justizministerium zur weiteren strafrechtlichen Verfolgung abgeben. Sie kann allerdings in diesem Falle das Vergehen auch parallel zum strafrechtlichen Verfahren weiterverfolgen und zum Gegenstand einer zivilrechtlichen Klage machen. Auch im Falle fehlender strafrechtlicher Relevanz kann die SEC selbst vor Gericht gehen und eine Unterlassungs- oder Leistungsverfügung gegen den vermeintlichen Verletzer wertpapierrechtlicher Regeln verlangen. Für eine einstweilige oder dauerhafte Leistungs- oder Unterlassungsverfügung im Eilverfahren muss die SEC die sehr starke Wahrscheinlichkeit nachweisen, dass es in der Vergangenheit zur Verletzung von wertpapierrechtlichen Vorschriften gekommen ist und zusätzlich eine erhebliche Wahrscheinlichkeit, dass weitere Verletzungen drohen²³. Im Unterschied dazu bedarf es für eine behördliche Unterlassungsverfügung wie dargestellt nur des Fehlverhaltens. Im Rahmen einer behördlichen Unterlassungsverfügung sind allerdings nur bestimmte Auflagen möglich, die bei weitem nicht die Bandbreite der gerichtlichen Auflagen erreichen.

Die SEC kann im Rahmen der Unterlassungs- und Leistungsverfügung vor Gericht die Verhängung weiterer Maßnahmen („ancillary relief“) als Auflagen verlangen. Hierzu gehören beispielsweise die Ausschüttung aller zu Unrecht erworbenen Gewinne, die Verurteilung zur Zahlung von Schadensersatz und das Verbot von Verbindungen mit anderen bei der SEC registrierten Personen²⁴. Daneben wurden auf Antrag der SEC von den Gerichten auch schon die Ernennung einer neutralen Mehrheit des Vorstands²⁵, eines Zwangsverwalters²⁶ oder eines

²¹ Vgl. In re BC Financial Corp., 1994 WL 317454 (ALJ 1994); In re Warren G. Trepp, Admin. Proc. File No. 3-8833 (ALJ 1997).

²² Vgl. 17 C.F.R. § 201.102(e)(3).

²³ Vgl. SEC v. Bausch & Lomb, Inc., 565 F.2d 8, 18 (2d Cir. 1977); SEC v. Cayman Islands Reinsurance Corp., 734 F.2d 118 (2d. Cir. 1984); SEC v. Globus Group, Inc., 117 F. Supp.2d. 1345 (S.D.Fla. 2000).

²⁴ Vgl. hierzu Sec. 21 S.E.A.'34; zu beachten ist in diesem Zusammenhang noch, dass bei Verhängung von Maßnahmen wie der Ausschüttung von zu Unrecht erworbenem Gewinn oder Schadensersatz Anleger, die an einem Verfahren der SEC gegen den das Wertpapierrecht verletzenden nicht beteiligt sind, das Recht haben Berufung gegen ein ergangenes Urteil einzulegen, SEC v.. Forex Management LLC, 242 F.3d 325 (5th Cir. 2001).

²⁵ Vgl. SEC v. Vesco, 571 F.2d 129 (2d Cir. 1978); SEC v. Mattel, Inc., 1974 WL 449, (1974-1975 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,807 (D.D.C. 1974).

für die Einhaltung von wertpapierrechtlichen Vorschriften zuständigen Vorstandsmitglieds²⁷ angeordnet. Weitere Maßnahmen, die Gerichte auf Antrag der SEC angeordnet haben, waren das Verbot, eigene Stimmrechte oder eingeworbene Stimmrechte („proxies“) auszuüben²⁸, die Anordnung zusätzlicher Offenlegungsvorgaben²⁹, das Einfrieren des Vermögens³⁰ oder das Verbot, bei einer bei der SEC registrierten Gesellschaft eine leitende Funktion zu bekleiden³¹. Die Weigerung, sich an derartige Auflagen zu halten, kann zur Anordnung der Zwangshaft führen³².

Die Ausschüttung von zu Unrecht erworbenen Gewinnen erfolgt in der Form, dass zunächst eine Ausschüttung an die SEC vorzunehmen ist, die die Gelder dann an die geschädigten Anleger verteilt³³.

Schadensersatz kann die SEC gegen professionelle Marktteilnehmer wie Börsen- und Kursmakler, Kapitalanlagegesellschaften und Anlageberater selbst verhängen. Gegenüber anderen Marktteilnehmern wie beispielsweise börsennotierten Unternehmen kann die SEC Schadensersatz lediglich vor Gericht geltend machen. Je nach Art des Verstoßes und Schwere der Schuld kann sich eine Schadensersatzsumme in unterschiedlicher Höhe ergeben. Generell kann bei Insiderverstößen ein Schadensersatz bis zur dreifachen Höhe der zu Unrecht erworbenen Gewinne verlangt werden³⁴.

Bei anderen Verstößen kann die SEC in einfachen Fällen bis zu \$ 5.000 Schadensersatz von natürlichen Personen und bis zu \$ 50.000 Schadensersatz von juristischen Personen verlangen, alternativ Schadensersatz in Höhe des Bruttogewinns³⁵.

Bei schuldhaftem Verhalten, das eine höhere Strafe rechtfertigt, kann Schadensersatz in Höhe von bis zu \$ 50.000 gegen natürliche Personen und bis zu \$ 100.000 gegen juristische Personen beantragt werden, alternativ wiederum Schadensersatz in Höhe des Bruttogewinns.

²⁶ Vgl. SEC v. Elliott, 953 F.2d 1560 (11th Cir. 1992); SEC v. United Financial Group, Inc., 474 F.2d 354 (9th Cir. 1973); SEC v. Current Financial Services, Inc., 783 F. Supp. 1441 (D.D.C.1992).

²⁷ Vgl. SEC v. Beisinger Industries Corp., 552 F.2d 15, 18-19 (1st Cir. 1977); SEC v. Joseph Schlitz Brewing Co., 452 F. Supp. 824 (E.D. Wis. 1978).

²⁸ Vgl. SEC v. Westgate California Corp., SEC Litigation Release No. 6142, 3 SEC Docket 30 (S.D.Cal. Nov. 9 1978).

²⁹ Vgl. Hazen, § 16.2(4)(A).

³⁰ Vgl. SEC v. Quinn, 997 F.2d 287 (7th Cir. 1993); SEC v. Manor Nursing Centers, Inc., 458 F.2d 1082, (1105f.) (2d Cir. 1972).

³¹ Vgl. SEC v. Cosmopolitan Inv. Funding Co., SEC Litigation Release No. 7388 (April 23, 1976); 42 SEC Ann. Rep. 199 (1976).

³² Vgl. SEC v. Bilzerian, 131 F. Supp.2d 10 (D.D.C. 2001).

³³ Vgl. SEC v. Fischbach Corp., 133 F. 3d 170 (2d Cir. 1997).

³⁴ Vgl. 15 U.S.C.A. § 78u(d)(2)(A).

³⁵ Vgl. 15 U.S.C.A. §§ 77t(d)(1), 78u(d)(3)(A), 80a-12(e)(1), 80b-9(e)(1).

Bei grob schuldhaftem Verhalten, das andere Personen geschädigt hat, kann Schadensersatz in Höhe von \$ 100.000 gegen natürliche Personen und bis zu \$ 500.000 gegen juristische Personen beantragt werden, alternativ auch hier Schadensersatz in Höhe des Bruttogewinns³⁶. Die Schadensersatzsumme fällt dem Staat zu. Die Bezeichnung dieser Strafgeelder als Schadensersatz ist aus deutscher Sicht missverständlich, da die SEC keinen Schaden hat, der durch die zu zahlende Summe ersetzt würde, und der Geschädigte selbstverständlich neben der SEC in einem eigenen Verfahren oder, indem er sich dem SEC-Verfahren anschließt, Ersatz des ihm entstandenen Schadens verlangen kann. Trotz der eventuellen Anlehnung an den entstandenen Schaden handelt es sich bei dem hier dargestellten „Schadensersatz“ eher um eine Form des Bußgeldes.

(iii) Exekutive Aufgaben der SEC:

Der SEC obliegen die Verwaltungsaufgaben aus den im Wertpapierbereich erlassenen Bundesgesetzen. Sie ist diesbezüglich allein zuständige Bundesbehörde. Sie entscheidet über alle Zulassungsanträge von Unternehmen und Börsenhändlern und nimmt alle Unternehmensberichte entgegen. Bei der Zulassung der Wertpapiere beurteilt die SEC allerdings nicht die Güte der betreffenden Wertpapiere. Geprüft wird nur, ob die von den Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen ordnungsgemäß und vollständig sind. Die SEC kontrolliert also weder die Seriosität noch die Qualität oder die Angemessenheit der Preise der Wertpapiere. Die SEC nimmt dementsprechend Wertpapiere nicht deshalb vom Markt, weil sie spekulativ oder risikoreich sind, solange die potentiellen Anleger über die Wertpapiere ausreichend informiert werden.

(iv) Edgar:

Die der SEC eingereichten Dokumente stehen der Öffentlichkeit bereits seit jeher zur Einsichtnahme in den SEC-Büros zur Verfügung. Seit den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts sind diese Dokumente auch elektronisch für jedermann zugänglich. Die EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System) Datenbank der SEC sammelt, prüft und veröffentlicht die eingespeisten elektronischen Formblätter automatisch. Aus diesem Grund können der SEC in der Regel nur noch elektronische Formblätter eingereicht werden³⁷. Nach einer Verzögerung von maximal einem Tag werden die von der SEC überprüften Berichte

³⁶ Vgl. 15 U.S.C.A. §§ 77t(d)(2), 78u(d)(3)(B), 80a-12(e)(2), 80b-9(e)(2).

³⁷ Geringfügige Ausnahmen gelten lediglich für ausländische Unternehmen, die teilweise ihre Unterlagen noch in Papierform einreichen dürfen.

Investoren und der interessierten Öffentlichkeit über das Internet zur Verfügung gestellt³⁸. Zweck der Edgar Datenbank ist die Steigerung der Effizienz und der Fairness des Kapitalmarktes durch Beschleunigung der Veröffentlichung von zeitkritischen Informationen. Die Edgar Datenbank steht jedem Internetnutzer unentgeltlich zur Verfügung und kann mit Schlagworten, Firmennamen oder Wertpapierkennnummern etc. durchsucht werden, wobei alle der SEC elektronisch übermittelten Informationen über eine Gesellschaft auffindbar sind.

(v) FASB:

Seit ihrer Gründung im Jahre 1934 hat die SEC den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer mehrmals dazu aufgerufen, allgemeingültige Rechnungslegungsnormen für die Erstellung von Abschlüssen zu kodifizieren. Im Jahre 1938 hat sie dann erklärt, nur noch solche Jahresabschlüsse anzuerkennen, die nach Rechnungslegungsnormen erstellt wurden, denen sie ihren Substantial Authoritative Support zubilligt³⁹. Nach verschiedenen Vorgängerorganisationen fungiert seit 1973 das Financial Accounting Standards Board (FASB) als für die Herausgabe von Rechnungslegungsstandards zuständige unabhängige von den Wirtschaftsprüfern gegründete Institution. Das FASB hat deshalb im Rahmen des Standardsetzungsprozesses die Vor- und Nachteile einzelner Rechnungslegungsnormen für die unterschiedlichen Personengruppen mit ihren divergierenden Interessen abzuwägen.

Die unterschiedlichen Verlautbarungen des FASB können hinsichtlich des Verbindlichkeitsgrades wie folgt differenziert werden:

Als zentrale Verlautbarungsart sind die Statements of Financial Accounting Standards (SFAS) zu nennen, in denen das FASB detaillierte Rechnungslegungsprobleme reguliert. Daneben gibt es Statements of Financial Accounting Concepts (SFAC), die übergeordnete Rechnungslegungsgrundsätze beinhalten und den theoretischen Rahmen für die SFAS bilden. Zu einzelnen SFAS wurden daneben noch Interpretations, also Erläuterungen oder Auslegungen, veröffentlicht. Weiter gibt es noch die Technical Bulletins, die sich auf Rechnungslegungsprobleme einzelner Unternehmen oder Branchen beziehen.

Die Verlautbarungen der FASB, insbesondere die SFAS und die dazugehörigen Interpretations, haben sämtliche kapitalmarktorientierten Unternehmen bei ihrer Rechnungslegung zu beachten. Der Verpflichtungscharakter dieser Verlautbarungen ergibt sich

³⁸ Die EDGAR-Datenbanksuchmaske kann unter <http://www.sec.gov/edgar.shtml> erreicht werden.

³⁹ Vgl. Accounting Series Release (ASR) No. 4, ASR No. 150, Financial Reporting Releases (FRR) No. 1.

über die SEC, da sie den oben benannten Substantial Authoritative Support haben. Alle bei der SEC einzureichenden Abschlüsse müssen den Standards der FASB genügen. Die SEC nimmt allerdings Einfluss auf die Rechnungslegungsstandards der FASB, da sie ihnen auch im Einzelfall die Zustimmung verweigern kann und dies auch tut. Neben diesem Vorprüfungsrecht wirkt die SEC auch selbst auf die Entstehung einzelner Statements hin. Die FASB steht dementsprechend unter dem permanenten Druck, mit den verabschiedeten Vorschriften auch im Sinne der SEC zu handeln, da diese ansonsten eigene Bestimmungen erlassen könnte. Die FASB orientiert sich aus diesem Grunde ebenso wie die SEC an den Informationsinteressen der Kapitalmarktteilnehmer. Die Verbindlichkeit der Rechnungslegungsnormen der FASB ergibt sich zusätzlich auch über die Wirtschaftsprüfer. Diese sind nämlich durch den für ihren Berufsstand geltenden Ethikkodex gehalten, ein uneingeschränktes Jahresabschlussstatat nur bei Einhaltung der FASB-Verlautbarungen zu erteilen. Ein solches uneingeschränktes Jahresabschlussstatat ist bei einem börsennotierten Unternehmen zwingend erforderlich.

(vi) US-GAAP:

Die Rechnungslegungsnormen, welche die FASB und ihre Vorgängerorganisationen mit Zustimmung der SEC erlassen haben, bilden die US-amerikanischen Generally Accepted Accounting Principles (US-GAAP) i. e. S. Der Begriff GAAP an sich ist undefinierbar, da die Termini „Generally Accepted“ (Allgemein anerkannt) und „Principles“ (Prinzipien) eine wirklich eindeutige Definition nicht zulassen. Im weiteren Sinne gehören daher zu den GAAP auch die vorherrschenden Praktiken der Industrie oder die allgemein akzeptierten Teile der Rechnungslegungsliteratur. Dies liegt daran, dass die US-GAAP induktiv aus der Praxis abgeleitet werden. Sie entstehen durch die Generalisierung von Einzelfallentscheidungen, wie im Common Law System üblich, nicht von oben vor dem Hintergrund einer theoretischen Grundlage, wie es dem kontinentaleuropäischen System entspricht.

Die rechtliche Verbindlichkeit der GAAP i. e. S. ergibt sich über das hieran gebundene Testat der Wirtschaftsprüfer, das von der SEC bei den ihr eingereichten Jahresabschlüssen verlangt wird. Die explizit aufgeführte GAAP-Konformität des publizierten Jahresabschlusses ist wesentlicher Bestandteil des Testats, sie wird vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer für ein ordnungsgemäßes Testat vorgegeben und von der SEC verlangt. Die SEC kann die fehlende GAAP-Konformität eines ihr eingereichten Abschlusses mit Sanktionen belegen, die vom vorübergehenden oder endgültigen Ausschluss der Gesellschaft vom Börsenhandel über den Schadensersatz bis zu Geld- und Freiheitsstrafen für das Management reichen.

Die US-GAAP sollen als wesentlicher Bestandteil der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten zur Steigerung der Transparenz und damit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beitragen. Durch die umfangreichen und zeitnahen Informationen über die wirtschaftliche Lage eines Unternehmens sollen die Kapitalmarktteilnehmer ihre Anlageentscheidung auf einem hohen Informationsstand bilden können. Die US-GAAP sind damit traditionell informationsfokussiert.

II. Deutsches Kapitalmarktrecht:

Während in den USA bereits seit den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts ein ausdifferenziertes kapitalmarktrechtliches System zum Schutz der Anleger und des Kapitalmarktes existiert, gab es in Deutschland bis zum Beginn der 90er Jahre des 20. Jahrhunderts kaum nennenswerte Ansätze kapitalmarktrechtlicher Regelungen. Das Anlegerschutzrecht ist hierzulande ein vergleichsweise neues Rechtsgebiet. In der deutschen Rechtstradition überwiegt der in den USA, wie dargestellt, weniger ausgeprägte gesellschaftsrechtliche Regelungsansatz. Dieser Ansatz geht von der Gesellschaft an sich und ihrer Rechtsform aus und lässt insbesondere potentielle Anleger außen vor. Geschützt werden Gesellschafter, Gläubiger und Arbeitnehmer, Ziel ist bei diesem Ansatz der Gesellschafter- und Gläubiger-, nicht der Anlegerschutz.

Auch in Deutschland wurde auf die Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts reagiert, allerdings nicht durch eine systematische Neuordnung des Kapitalmarktrechts zur Förderung der Funktionsfähigkeit der Aktienmärkte wie in den USA, sondern durch Erweiterung des gesellschaftsrechtlichen Instrumentariums zum Schutz vor Unternehmenszusammenbrüchen. Sowohl in Deutschland als auch in den USA wurde die Rechenschaftslegung der Unternehmen ausgeweitet und die Einführung der Pflichtprüfung durch unabhängige Prüfer geregelt⁴⁰. In Deutschland lag dabei das Hauptaugenmerk, anders als in den USA, auf einer von der Rechtsform des Unternehmens abhängigen, gesellschaftsrechtlichen Rechnungslegungsregulierung und dem Schutz des Unternehmensfortbestandes. Die gesellschaftsrechtlichen Publizitätspflichten orientieren sich allerdings nicht an der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes, sondern an Rechtsform, Größe und Tätigkeitsbereich des Unternehmens.

In vielen kontinentaleuropäischen Ländern und insbesondere auch in Deutschland wurde die der Unternehmenspublizität zugrunde liegenden Rechnungslegung als

⁴⁰ Vgl. Pellens/ Fülbier/ Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 820.

Risikokoordinationsinstrument für alle Unternehmensbeteiligten gesehen und musste damit lange Zeit sehr vielen verschiedenen Funktionen dienen. Der Jahresabschluss nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) hatte damit einerseits eine allgemeine Informations- und Kontrollfunktion, andererseits wurden aber aus diesem Jahresabschluss auch unmittelbare Rechtsfolgen abgeleitet, wie z. B. Ausschüttungshöhen, Managementtantiemen, Haftungsbemessung und sogar Steuerzahlungen und die Eröffnung des Insolvenzverfahrens sowie Verlustanzeigepflichten. Die Regeln der Rechnungslegung sind damit im Gegensatz zu den US-amerikanischen Rechnungslegungsregeln nicht nur am Interesse der Anleger orientiert, dem „shareholder value“, sondern tendenziell am Vorsichtsprinzip ausgerichtet. Aus den dargestellten direkten Rechtsfolgen ergibt sich, warum es für Unternehmen vorteilhaft war, den Wert des Unternehmens und die Jahresabschlusszahlen eher zu niedrig als zu hoch auszuweisen.

Im angelsächsischen Rechtssystem und insbesondere auch in den USA finden sich demgegenüber traditionell wenig detaillierte Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften für alle Unternehmen, anders allerdings für die Unternehmen, die einen organisierten Kapitalmarkt in Anspruch nehmen wollen. Für diese Unternehmen existieren überaus detaillierte Publizitäts- und Rechnungslegungsvorschriften, die einerseits dem Anlegerschutz dienen und andererseits die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts sichern sollen. Für den US-amerikanischen Gesetzgeber kommt es dementsprechend auf den Individualschutz der Anleger und auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes an. Interdependenzen steuerlicher und gesellschafts- bzw. kapitalmarktrechtlicher Rechnungslegung sind in den USA nicht vorgesehen. Börsennotierte Unternehmen müssen für die Bemessung der Steuer eine zweite Bilanz aufstellen, die die steuerlichen Bilanzierungsregeln beachtet.

Erst seit Ende des 20. Jahrhunderts hat sich in Deutschland die gesellschaftsrechtliche Dominanz unter dem Eindruck zunehmend verknappter Eigenkapitalressourcen, international agierender Unternehmen und integrierter Kapitalmärkte abgeschwächt. Auf Ebene der EU und auch in Deutschland ist in relativ kurzer Zeit ein Kapitalmarktrecht entstanden, welches sich am US-amerikanischen Modell orientiert und sich diesem annähert. Durch eine Reihe von EU-Richtlinien und darauf basierenden Finanzmarktförderungsgesetzen sind in Deutschland einige Publizitätspflichten ausschließlich für börsennotierte Unternehmen entstanden, so beispielsweise die Zwischenberichtspflicht, die Ad-hoc-Publizitätspflicht und die Beteiligungspublizitätspflichten.

Für die unmittelbare Zukunft zu erwarten ist im Hinblick auf die EU-weite Harmonisierung der Publizitätsvorschriften noch die Umsetzung der EU-Richtlinie zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf börsennotierte Unternehmen⁴¹. Die wichtigsten Veränderungen, die die Umsetzung dieser Richtlinie, die in 2006 erfolgen muss, mit sich bringen wird, sind einerseits eine Zwischenberichtspflicht für Emittenten, die keine Quartalsberichte veröffentlichen, außerdem die Verpflichtung aller Emittenten innerhalb von vier Monaten nach dem Abschluss eines Geschäftsjahres einen Jahresfinanzbericht zu veröffentlichen, zusätzlich soll das Publikum schneller und umfassender über bedeutende Beteiligungen wichtiger Aktionäre unterrichtet werden, auch sollen elektronische Kontakte zwischen Unternehmen und ihren Aktionären erleichtert werden.

Die kurzfristige Entwicklung eines weitgehend EU-weit harmonisierten Kapitalmarktrechts betraf neben den Publizitätspflichten auch die zugrunde liegenden Rechnungslegungsvorschriften, die sich damit vom reinen Gläubigerschutzgedanken des HGB entfernen. Zuerst wurde in dieser Richtung 1998 das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) verabschiedet, welches es börsennotierten und anderen Mutterunternehmen mit § 292a HGB befristet bis 2004 gestattete, ihren Konzernabschluss und Konzernlagebericht entweder nach den HGB-Vorschriften oder nach „international anerkannten Rechnungslegungsvorschriften“ aufzustellen (gemeint waren damit US-GAAP oder IAS/IFRS -International Financial Reporting Standards-). Zusätzlich wurde ebenfalls 1998 der Konzernabschluss nach HGB durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) internationalisiert. Nach einer erneuten Veränderung durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) im Jahre 2002 weist der HGB-Konzernabschluss dieselben Bestandteile auf wie die Abschlüsse nach US-GAAP oder IAS/IFRS, d.h. Konzernbilanz, Konzerngewinn- und -verlustrechnung, Anhang einschließlich Segmentberichterstattung, Kapitalflussrechnung und Eigenkapitalspiegel. Mit § 342 HGB wurde durch das KonTraG außerdem die rechtliche Voraussetzung zur Anerkennung eines privaten deutschen Rechnungslegungsgremiums geschaffen. In der Folge wurde in Anlehnung an das US-amerikanische FASB in Berlin das „Deutsche Rechnungslegungs Standards Committee“ (DRSC) gegründet, für den der „Deutsche Standardisierungsrat“(DSR) die Facharbeit übernahm. Das DSRC fungiert zusätzlich als Liaison Partner des IASB und vertritt Deutschland in diesem Gremium. In der Folgezeit hat der DSR innerhalb von fünf Jahren über zwanzig DRS (Deutsche Rechnungslegungsstandards) erlassen. Der zwingende Charakter der

⁴¹ Richtlinie 2001/34/EG.

DRS ist allerdings insbesondere wenn sie Ansatz- oder Bewertungsfragen regulieren, bis heute sehr umstritten⁴².

Die EU-weite Harmonisierung wurde durch die mit dieser Öffnung und Internationalisierung einhergehende Beliebigkeit, die auch in andern EU-Ländern ähnlich wie in Deutschland kodifiziert wurde, verfehlt. Vor diesem Hintergrund und um nunmehr eine Harmonisierung zu erzwingen, wurde im Juli 2002 die EU-Verordnung „Nr. 1606/ 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards“ erlassen. Nach dieser Verordnung werden kapitalmarktorientierte Unternehmen, deren Wertpapiere in einem beliebigen EU-Mitgliedsstaat zum Handel am geregelten Markt zugelassen sind, ab 2005 verpflichtet, die Konzernrechnungslegung nach IFRS vorzunehmen. Eine Übergangsfrist bis 2007 ergibt sich aus Art. 9 der Verordnung für diejenigen Unternehmen, die wegen eines zusätzlichen US-Börsenlistings den US-GAAP folgen.

Der deutsche Gesetzgeber hat auf die Verordnung mit dem Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) reagiert. Das HGB wird durch dieses Gesetz insbesondere um einen § 315a HGB ergänzt, der die von der EU-Verordnung betroffenen Unternehmen von den handelsrechtlichen Konzernrechnungslegungsnormen weitgehend befreit. Zudem wird es den Unternehmen durch § 325 IIa, b HGB gestattet, für Offenlegungszwecke auch den Einzelabschluss nach IFRS aufzustellen. Zu beachten ist dabei allerdings, dass zusätzlich weiterhin ein HGB-Einzelabschluss aufzustellen ist. Für die im Rahmen dieser Arbeit interessierenden Abschlüsse der kapitalmarktorientierten Unternehmen gilt damit, dass seit dem 01.01.2005 die Konzernabschlüsse nach IFRS aufgestellt werden müssen und die Einzelabschlüsse dieser Unternehmen zumindest für Offenlegungszwecke ebenfalls nach IFRS aufgestellt werden können.

a. IASB:

Die IFRS werden vom International Accounting Standards Board (IASB) gefasst. Dies ist die im Jahr 2001 gegründete Nachfolgerorganisation des International Accounting Standards Committee (IASC). Dieses war 1973 als privatrechtliche Organisation von den Berufsverbänden der Wirtschaftsprüfer aus neun Ländern gegründet worden⁴³. Die Länder des angelsächsischen Rechtsgebiets hatten dabei von vornherein ein gewisses Übergewicht. Das IASC setzt sich zum Ziel, Rechnungslegungsstandards zu entwickeln und zu veröffentlichen,

⁴² Vgl. Baumbach/Hopt/ Merkt, § 342 Rdn. 2; Hommelhoff/ Schwab, BFuP 98, 42.

auf deren weltweite Akzeptanz und Einhaltung hinzuwirken und sich allgemein um die Verbesserung und Harmonisierung von Rechnungslegungsgrundsätzen, -methoden und -verfahren zu bemühen. Zunächst ließ das IASC in seinen Bilanzierungsstandards viele Wahlrechte zu und erkannte schlicht sämtliche alternativen nationalen Bilanzierungsmethoden an (sog. „additive Harmonisierung“). In der Folgezeit nahm das IASC die Zusammenarbeit mit der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) auf, die der IASC in Aussicht stellte, ihren Mitgliedern die Standards der IASC als Börsenzulassungsstandards hinsichtlich der Rechnungslegung zu empfehlen, allerdings nur im Gegenzug gegen Abschaffung der Wahlrechte und Einführung eines einheitlichen Standards. Im Mai 2000 kam es dann zu einer grundsätzlichen Anerkennung der IAS durch die IOSCO und zu einer Empfehlung an ihre Mitglieder. Im Jahr 2001 wurde dann das IASC in IASCF (International Accounting Standards Committee Foundation) mit dem IASB als Ausführungsorgan und die IAS in IFRS umbenannt⁴⁴, mit dieser Umbenennung ging auch eine Neuausrichtung hin zu einer internationalen, wahlrechtsfreien und einheitlichen Rechnungslegung.

Kernproblem der IAS oder IFRS war lange Zeit die fehlende rechtliche Verbindlichkeit. Durch den Erlass der EU-Verordnung „Nr. 1606/ 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards“, die für kapitalmarktorientierte Konzernunternehmen die Verwendung der IFRS zwingend vorschreibt, wurde dieses Problem behoben. Die Problematik, dass es sich bei dem IASB um eine private Organisation handelt, die die Rechnungslegungsnormen für die EU erlässt, wurde dadurch umgangen, dass sich die EU das Recht vorbehalten hat, die IFRS vor ihrer Umsetzung in europäisches Recht zu kontrollieren und nur bei Übereinstimmung mit den EG-Richtlinien und europäischen Interessen zu verabschieden. Die EU-Kommission sitzt dabei einem Regelungsausschuss für Rechnungslegung vor, der im Rahmen des vereinfachten Gesetzgebungsverfahrens (Komitologieverfahrens) zuständig für die europaweite Anerkennung der IFRS ist.

Zur Durchsetzung der IFRS-Vorschriften sieht § 342b HGB ein differenziertes Modell vor. Eine privatwirtschaftlich organisierte Prüfstelle aus unabhängigen Fachleuten ist ermächtigt, die publizierten Abschlüsse der Unternehmen zu untersuchen. Findet diese Prüfstelle Fehler bzw. Gesetzesverstöße, kommt es auf dieser Ebene zu einem Dialog mit dem Unternehmen, um den Verstoß bzw. Fehler zu berichtigen. Die private Organisation der Prüfstelle ist insofern

⁴³ Australien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Japan, Kanada, Mexiko, Niederlande, USA.

⁴⁴ Die alten Standards, die in Geltung bleiben und lediglich aktualisiert werden heißen weiter IAS, neu erlassene IFRS.

problematisch, als sie von den von ihr zu prüfenden Unternehmen finanziert wird. Die tatsächliche Effizienz dieser Vorgehensweise zur Durchsetzung der IFRS-Vorschriften bleibt abzuwarten. Kommt es auf der ersten Stufe nicht zu einer einvernehmlichen Einigung, untersucht auf der zweiten Stufe die BaFin den Vorgang noch einmal und setzt die Richtigstellung erforderlichenfalls mit staatlichem Zwang durch und ergreift unter Umständen zusätzliche Sanktionen.

Eine europaweit einheitliche Durchsetzung der IFRS und eine Koordination mit der SEC soll durch das Committee of European Securities Regulators (CESR) gewährleistet werden. Bei CESR handelt es sich um ein unabhängiges Gremium der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden. Das CESR wurde im Juni 2001 von der EU mit dem Ziel eingesetzt, die Abstimmung der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden zu verbessern, um damit die einheitliche Durchsetzung der EU-Verordnungen und -Richtlinien zu gewährleisten. Leitgedanke war auch hier die europaweite Vereinheitlichung des Kapitalmarktrechts. Die im CESR getroffenen Vereinbarungen könnten in Zukunft von erheblicher Bedeutung sein, wenn die BaFin sie bei ihrer Arbeit unmittelbar umsetzt.

Mit dem FASB vereinbarte das IASB im September 2002 eine enge Zusammenarbeit, die bestehende Unterschiede zwischen den IFRS und US-GAAP abschaffen soll⁴⁵.

b. BaFin:

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - kurz BaFin genannt - ist zum 1. Mai 2002 gegründet worden. Grundlage ihrer Entstehung ist das "Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG)" vom 22. April 2002. Die BaFin vereinigt unter ihrem Dach die drei ehemaligen Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen (BAKred), für das Versicherungswesen (BAV) und für den Wertpapierhandel (BAWe).

Damit gibt es in Deutschland erstmals eine einheitliche staatliche Allfinanzaufsicht über Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Versicherungsunternehmen und den Wertpapierhandel. Dies soll Kapitalmarktverflechtungen, Unternehmensbeziehungen und Risiken erfassbar und damit erkennbar machen. Die Bundesanstalt soll so einen wichtigen

⁴⁵ Vgl. hierzu auch die Notiz im BB 05, Heft 17, S. XXI, über eine Einigung der EU-Kommission mit der SEC über den Abbau von Unterschieden zwischen IFRS und US-GAAP.

Beitrag zur Stabilität des Finanzplatzes Deutschland und zur Stärkung seiner Wettbewerbsfähigkeit leisten.

Die BaFin ist eine bundesunmittelbare rechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts und unterliegt der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen. Die BaFin finanziert sich ebenso wie die SEC vollständig aus Gebühren und aus Umlagen der beaufsichtigten Institute und Unternehmen und ist unabhängig vom Bundeshaushalt.

Die BaFin ist nur im öffentlichen Interesse tätig. Ihr Hauptziel ist es, die Funktionsfähigkeit, Stabilität und Integrität des gesamten deutschen Finanzsystems zu sichern.

Hieraus lassen sich zwei weitere Ziele ableiten: Zum einen gilt es, die Zahlungsfähigkeit von Banken, Finanzdienstleistungsinstituten und Versicherungsunternehmen zu sichern (Solvenzaufsicht) - in der Vergangenheit war dies vor allem die Aufgabe von BAKred und BAV. Im Rahmen dieser Arbeit ist dieses Ziel lediglich von untergeordneter Bedeutung.

Ein weiteres Ziel der BaFin ist es, Kunden und Anleger in ihrer Gesamtheit zu schützen und Verhaltensstandards durchzusetzen, die das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte wahren (Marktaufsicht). Zum Anlegerschutz gehört es auch, dass die BaFin gesetzwidriges Handeln im gesamten Finanzbereich bekämpft. Nationales Aufsichtsrecht wird dabei zunehmend durch internationale Standards und internationale Zusammenarbeit geprägt. Die BaFin vertritt die deutschen Interessen auch auf der Ebene der EU und in anderen internationalen Gremien.

Für die "Bankenaufsicht", die "Versicherungsaufsicht" und den Bereich "Wertpapieraufsicht/Asset-Management" sind drei voneinander getrennte Organisationseinheiten - so genannte Aufsichtssäulen - eingerichtet worden. In ihnen werden die Solvenz- und die Marktaufsicht geleistet. Sektorübergreifende Aufgaben übernehmen drei Querschnittsabteilungen.

Ziel der im Rahmen dieser Arbeit allein interessierenden Wertpapieraufsicht ist es, die Transparenz und Integrität des Marktes sowie den Anlegerschutz zu gewährleisten. Grundlagen der staatlichen Wertpapieraufsicht sind das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), das Wertpapier-Prospektgesetz (WpPG) und das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprog). Im Bereich Asset-Management beaufsichtigt die BaFin nicht nur Finanzdienstleistungsinstitute und

Kapitalanlagegesellschaften, sondern führt bei in Deutschland aufgelegten Fonds auch die Produktaufsicht durch.

Die Aufsicht über die einzelnen Börsen ist in Deutschland Aufgabe der Börsenaufsichtsbehörden der Länder. Diese beaufsichtigen die ordnungsgemäße Durchführung des Handels an den einzelnen Börsen nach den Vorschriften des Börsengesetzes. Die Börsenaufsicht überwacht insbesondere die Preisbildungsprozesse in Zusammenarbeit mit den Handelsüberwachungsstellen. Die Börsenaufsicht ist ebenfalls zuständig für die Registrierung von elektronischen Handelssystemen und die Beaufsichtigung börsenähnlicher Systeme. Betreiber solcher Systeme können nur Kreditinstitute und Wertpapierdienstleistungsinstitute sein. Andere elektronische Handelssysteme unterliegen als Finanzdienstleistungsinstitut der Aufsicht der BaFin. Auf internationaler Ebene nimmt die BaFin die Aufgaben der Börsenaufsicht wahr.

Die BaFin wird in gewissem Umfang auch rechtssetzend tätig, sie kann auf Grundlage von § 4 WpHG zur Behebung von Missständen am Kapitalmarkt Verwaltungsakte in Form von Allgemeinverfügungen erlassen, die Vorgaben zur Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften sind, insoweit norminterpretierenden Charakter haben und die den Einzelnen zur Einhaltung verpflichten⁴⁶. Ebenso erlässt die BaFin norminterpretierende Verwaltungsvorschriften, die in der Praxis für die Marktteilnehmer erhebliche Bedeutung haben⁴⁷. Die BaFin kann allerdings im Gegensatz zur SEC keine Normen erlassen, die die Gerichte binden. In Einzelfällen wird die BaFin vom Bundesministerium für Finanzen durch Delegation ermächtigt, Rechtsverordnungen zu erlassen. Selbst dieses geschieht allerdings selten, in der Regel erlässt das BMF selbst die entsprechende Rechtsverordnung.

Die BaFin ist mit der Bekämpfung von Insidergeschäften betraut. Die BaFin überwacht dabei auch die Einhaltung der Publizitätspflichten. Zur Überwachung des Verbotes von Insidergeschäften analysieren Mitarbeiter der Wertpapieraufsicht routinemäßig das Handelsgeschehen anhand der Daten über sämtliche Wertpapiergeschäfte, die ihr von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten gemeldet werden müssen. Außerdem wertet die BaFin alle Veröffentlichungen börsennotierter Unternehmen aus und geht Hinweisen Dritter nach - das können Anleger sein, aber auch andere Behörden oder etwa die Presse. Ergeben sich

⁴⁶ Vgl. hierzu Schwark/ Beck, § 4 WpHG Rdn. 15. Gleiches gilt auf Grundlage des § 4 WpÜG für den Anwendungsbereich des WpÜG.

⁴⁷ Diesen Rechtscharakter hat beispielsweise der von der BaFin herausgegebene Emittentenleitfaden zur Ad-hoc-Publizität, vgl. hierzu Merkner/ Sustmann, NZG 05, 730.

Anhaltspunkte für Insidergeschäfte, leitet die BaFin eine förmliche Insideruntersuchung ein. Dabei ermittelt sie, wer Auftraggeber der verdächtigen Geschäfte ist. Erhärtet sich ein Verdacht, erstattet die Bundesanstalt Strafanzeige bei der zuständigen Staatsanwaltschaft.

Die BaFin kontrolliert auch, ob die Unternehmen ihren Publizitätspflichten nachkommen und ermittelt, wenn sich Anhaltspunkte dafür ergeben, dass dieses nicht der Fall ist. Für die Veröffentlichung von Directors' Dealings und die Meldepflichten bezüglich der Beteiligungspublizität nach §§ 21 ff. WpHG stellt die BaFin auch auf ihrer Homepage jeweils eine eigene Datenbank zur Verfügung, die für Interessierte kostenfrei zugänglich ist. Die BaFin hat dabei im Bereich der Publizitätspflichten eine eher passive Funktion, sie wird nur dann aktiv, wenn sie Anhaltspunkte für Verstöße hat.

Die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an der Börse gehört nicht zu den Aufgaben der BaFin. Wertpapiere werden in Deutschland von der Zulassungsstelle, also einem Unterorgan der Börse zugelassen⁴⁸. Für die Zulassung benötigen Unternehmen allerdings seit dem 01.07.2005 einen durch die BaFin gebilligten Prospekt, so dass die BaFin auch auf die Zulassung von Unternehmen erheblichen Einfluss hat. Die BaFin prüft im Rahmen des Billigungsverfahrens die Vollständigkeit des Prospekts und die Kohärenz und Verständlichkeit der enthaltenen Angaben. Die Frist für die Billigungsentscheidung der BaFin beträgt zehn Werktage; bei Emittenten, die im EWR erstmalig Wertpapiere öffentlich anbieten oder zur Börse zulassen (etwa im Falle eines IPO) beträgt sie 20 Werktage.

Die Zulassungsstelle überwacht auch die Einhaltung der Zulassungsfolgepflichten, also insbesondere der Publizitätspflichten⁴⁹. Der Zulassungsantrag und der Prospekt werden dabei auf Plausibilität überprüft, eine Bonitätsprüfung erfolgt allerdings nicht⁵⁰. Insoweit gilt dasselbe wie bei einer Börsenzulassung in den USA: Allein das ein Wertpapier zum Handel an der Börse zugelassen ist, bedeutet noch kein Gütesiegel⁵¹. Die Zulassung von Börsen und die Börsenaufsicht obliegt in Deutschland den Ländern, die Börsenaufsichtsbehörden eingerichtet haben. Diese haben aus § 2 BörsG Ermittlungs- und Anordnungsbefugnisse, die denen der BaFin gleichen. Auch die Börsenaufsicht beaufsichtigt nach § 2 I BörsG die Einhaltung der Zulassungsfolgepflichten durch die Emittenten.

⁴⁸ Vgl. § 31 BörsG.

⁴⁹ Vgl. § 31 I 2, 2. Alt. BörsG.

⁵⁰ Vgl. Schwark/ Heidelberg, § 30 BörsG Rdn. 23.

⁵¹ Vgl. hierzu Claussen, BB 02, 105 (107).

Die BaFin überwacht auch die Einhaltung von Verhaltensmaßregeln des WpHG. Seit Anfang 2002 überwacht die BaFin zusätzlich Unternehmensübernahmen von in Deutschland ansässigen Unternehmen, deren Aktien zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Grundlage der Aufsicht ist das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Damit sollen Übernahmeverfahren für alle Beteiligten transparenter werden und in geordneten Bahnen verlaufen. Die Bundesanstalt überwacht weiterhin auch die Einhaltung von Kompetenz-, Transparenz- und Organisationspflichten bei der Erstellung von Finanzanalysen.

Die BaFin hat umfangreiche Untersuchungs- und Prüfungsrechte⁵². Im Rahmen dieser Befugnisse kann die BaFin bei Vorliegen von Anhaltspunkten für ein Fehlverhalten von dem Betroffenen und jedem anderen Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und Zutritt zu Grundstücken und Geschäftsräumen des Betroffenen während der üblichen Arbeitszeit verlangen. Die BaFin darf Personen vorladen und vernehmen, außerdem von jedermann Auskünfte, Vorlage von Unterlagen und Überlassung von Kopien verlangen⁵³. Durchsuchungen darf die BaFin allerdings bei dem Betreten von Grundstücken oder Geschäftsräumen nicht durchführen, vielmehr muss das Verfahren bei einem Anfangsverdacht für die Begehung einer Straftat an die Staatsanwaltschaft abgegeben werden. Soweit strafrechtliche Belange nicht betroffen sind, ermittelt die BaFin allerdings parallel weiter und strengt unter Umständen auch ein paralleles verwaltungsrechtliches Verfahren gegen den Betroffenen an⁵⁴.

Verstöße gegen alle kapitalmarktrechtlichen Vorschriften werden sanktioniert. Insiderhandel und Marktpreismanipulation werden mit Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe geahndet. Bei Ordnungswidrigkeiten kann die BaFin selbst Bußgelder in unterschiedlicher Höhe bis zu einer Million Euro verhängen⁵⁵. Die Bußgelder werden in der Höhe abgestuft nach Art und Schwere des Verstoßes.

Zusätzlich kann die BaFin ohne Vorliegen einer Gefährdung des Handels Maßnahmen wie die Aussetzung des börslichen und außerbörslichen Handels ergreifen. Eine weitere Verwaltungsbefugnis mit Sanktionscharakter ist die in § 40b WpHG eröffnete Möglichkeit des so genannten „shaming“. Danach kann die BaFin unanfechtbar gewordenen Maßnahmen unter Nennung des Betroffenen veröffentlichen.

⁵² Vgl. § 4 WpHG, § 40 WpÜG.

⁵³ Vgl. § 4 III 1 WpHG.

⁵⁴ Vgl. § 4 V WpHG.

⁵⁵ Vgl. § 39 WpHG, § 60 WpÜG.

III. Fazit:

Ein Vergleich der beiden zuständigen Institutionen BaFin und SEC ist aufgrund der grundlegenden Unterschiedlichkeit des deutschen und US-amerikanischen Verwaltungsrechts nicht möglich. Festzuhalten bleibt allerdings, dass nicht nur die SEC eine besonders mächtige Behörde ist, auch die BaFin ist mit erheblichen Untersuchungskompetenzen ausgestattet und speziell das „shaming“ als Sanktion durch eine Behörde ist im deutschen Recht einzigartig.

Was die Art der Rechtsentwicklung betrifft, kann zusammenfassend festgehalten werden, dass das US-amerikanische Wertpapier- und Kapitalmarktrecht durch die unterschiedlichen Publizitätsstraditionen und die Größe der Wertpapiermärkte weltweit Standards setzt, die auch für die europäische Rechtsentwicklung von entscheidender Bedeutung sind. Weiterhin bleibt festzuhalten, dass im Bereich der Kapitalmarktrechts und speziell für die Publizitätspflichten nicht nur EU-weit, sondern auch mit den USA die Harmonisierung der Vorschriften multilateral versucht wird, um den Unternehmen die Börsennotierung an mehreren Märkten und damit die Kapitalaufnahme zu erleichtern und die Globalisierung nicht zu behindern.

Vorbildlich ist die Datenbank EDGAR der SEC. Diese Datenbank ist für jedermann leicht zugänglich und kostenfrei. Sie ermöglicht allein über die Eingabe des Namens eines Unternehmens den Abruf aller Pflichtpublikationen, die dieses Unternehmen in den letzten Jahren veröffentlicht hat. Die Nutzung ist einfach und auch für jeden Kleinanleger mit Internetzugang möglich. Die Schaffung einer derartigen Gesamtdatenbank für alle börsennotierten Unternehmen wäre in Deutschland stark anzuraten, da durch das derzeitig favorisierte System der Internetpublizität über die Homepage des jeweiligen Emittenten der schnelle Vergleich verschiedener Unternehmen und die kurzfristige Abrufung jeweils aktueller Daten zu verschiedenen Unternehmen bei denen Beteiligungen oder Interesse bestehen durch dieses System erheblich behindert wird.

B. Zulassungspublizität:

I. Bestandsaufnahme:

Die ersten Publizitätspflichten ergeben sich für ein börsennotiertes Unternehmen sowohl in Deutschland als auch in den USA bereits aus der Zulassung des Wertpapiers zum börslichen Handel. Zweck der Zulassungspublizität ist die gleichwertige Versorgung aller potentiellen Anleger mit Informationen und Finanzdaten über die Finanzlage des Emittenten und die

Merkmale des Wertpapiers. Jeder Anleger soll damit in die Lage versetzt werden eine informierte Anlageentscheidung zu treffen.

1. Deutsches Recht

Die Zulassung von Wertpapieren zum börslichen Handel ist in Deutschland zum 01.07.2005 grundlegend reformiert worden. Zu diesem Zeitpunkt wurde die EU-Richtlinie umgesetzt, die in allen EU-Mitgliedsstaaten für einheitliche Zulassungsbedingungen sorgen soll.

Seit dem 01.07.2005 hat die BaFin aufgrund dieser Änderungen eine entscheidende Rolle bei der Zulassung von Wertpapieren. Vor der Änderung wurde die Zulassung von Wertpapieren in Deutschland nicht zentral von der BaFin vorgenommen, sondern von den Zulassungsstellen der einzelnen Börsen, welche Organe der Börsenselbstverwaltung sind und damit wie die Börsen selbst nicht direkt der BaFin unterstehen, sondern der Börsenaufsicht der Bundesländer⁵⁶. Seit der Änderung muss nunmehr jeder Börsenzulassungsprospekt von der BaFin gebilligt werden. Die Zulassungsstellen der Börsen dürfen nur diejenigen Unternehmen zum Handel an der Börse zulassen, deren Börsenzulassungsprospekt bereits von der BaFin gebilligt wurde. Die BaFin hat damit entscheidenden Einfluss auf die Börsenzulassung.

Die Untergliederung der Börse in unterschiedliche Marktsegmente, die vor der Reform der Börsenzulassungsvoraussetzungen von Bedeutung für den Umfang der für die Börsenzulassung erforderlichen Publikationen war, ist durch die Reform für die Zulassungspublizität irrelevant geworden. Unabhängig davon, ob ein Unternehmen die Notierung im amtlichen oder im geregelten Markt, im Prime oder General Standard anstrebt, entstehen immer dieselben Publizitätspflichten in Bezug auf die Zulassung. Unterschiede ergeben sich allerdings nach wie vor in Bezug auf die Folgepflichten, worauf an anderer Stelle einzugehen sein wird.

Um am amtlichen Markt gehandelt zu werden, müssen Wertpapiere ausdrücklich zugelassen sein. Das Recht zur Zulassung zum amtlichen Markt folgt aus §§ 30 ff. BörsG und dem WpPG. Zum amtlichen Markt können nur Unternehmen zugelassen werden, die ein Mindestalter von 3 Jahren haben, 1,25 Mio. Euro Eigenkapital aufweisen, 25 % des Grundkapitals an der Börse platzieren (Streuung) und Zwischenberichte und Jahresabschlüsse fristgerecht der Deutschen Börse vorlegen.

Für eine Emission am geregelten Markt genügt demgegenüber grundsätzlich ein Emissionsvolumen von 250.000 €, ein vorgeschriebenes Mindestalter des Emittenten gibt es nicht. In diesem Börsensegment sollen die hohen Kosten für Zulassung und Publizität geringer

gehalten werden als am amtlichen Markt. Die Folgepublizitätspflichten sind daher abgeschwächt. Eine Zulassung zum Handel ist auch für den geregelten Markt erforderlich, § 49 BörsG.

Der Zulassungsantrag ist nach § 30 II BörsG gemeinsam vom Emittenten und vom Emissionsbegleiter zu stellen. Dem Antrag sind alle Unterlagen beizufügen, die die Zulassungsstelle zur Plausibilitätskontrolle der genannten Voraussetzungen benötigt. Nach § 48 II 2 BörsZulVO sind grundsätzlich ein aktueller beglaubigter Handelsregisterauszug, eine aktuelle und in der Regel auch beglaubigte Fassung der Satzung, die letzten drei Jahresabschlüsse nebst Lagebericht und Bestätigungsvermerk, der Nachweis der Rechtsgrundlage der Emission inklusive der Vorlage aller maßgeblichen Gremienbeschlüsse sowie ein Verbriefungsnachweis vorzulegen. Zusätzliche Anforderungen können sich in Sonderfällen ergeben, so zum Beispiel dann, wenn besondere öffentlich-rechtliche Genehmigungen erforderlich sind. Außerdem ist im Antrag anzugeben, wo der Zulassungsantrag veröffentlicht wird.

Der Antrag auf Zulassung muss zwingend einen Emissionsprospekt enthalten, der bereits von der BaFin gebilligt wurde. Die Prüfungsfrist der BaFin beträgt dabei 20 Tage für erstmalige Angebote, ansonsten zehn Tage. Die Billigung beinhaltet eine eingeschränkte materielle Prüfung auf Widerspruchsfreiheit und Verständlichkeit.

Der Prospekt ist die wichtigste Informationsquelle über neu zuzulassende Wertpapiere⁵⁷. Der Prospekt soll über die tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse, die für die Beurteilung der AG von Bedeutung sind, Auskunft geben und dem Publikum so ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und die Aktien ermöglichen⁵⁸. Der Prospektinhalt soll die Beurteilung der finanziellen Situation des Emittenten und etwaiger Garantiegeber sowie der mit dem Wertpapier verbundenen Rechte ermöglichen. Der Prospekt muss in einer Form abgefasst sein, die Verständnis und Auswertung erleichtert; entscheidend ist damit, ob ein durchschnittlicher Prospektleser auf der Basis des Prospektes eine fundierte Anlageentscheidung treffen kann⁵⁹. Der Prospekt muss grundsätzlich in deutscher Sprache abgefasst sein, wobei von diesem Erfordernis Ausnahmen gestattet werden können⁶⁰. Emittent und emissionsbegleitendes

⁵⁶ Vgl. hierzu Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rdn. 33ff.

⁵⁷ Vgl. Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rdn. 62; Baums/Hutter, FS Ulmer, S. 779ff.; Möller, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 01, 2405ff.; Römer/Müller, DB 00, 1085ff.; Schlitt, AG 03, 57ff.; Schlitt/Smith/Werlen, AG 02, 478ff.; Siebel/Gebauer, WM 01, 118ff; 174ff.; Grub/Thiem, NZG 05, 750ff.

⁵⁸ Vgl. § 5 I 1 WpPG.

⁵⁹ Vgl. § 5 I 3 WpPG, und auch schon zur Vorgängerregelung des § 13 I BörsZulVO: Schwark/Heidelbach, § 13 BörsZulVO Rdn. 1.

⁶⁰ Vgl. § 19 WpPG.

Kreditinstitut haben den Prospekt nach § 5 III WpPG zu unterzeichnen. Die Unterzeichner des Prospekts erklären durch ihre Unterschrift die Übernahme der Verantwortung für den Inhalt des Prospekts und werden damit zu Prospektverantwortlichen⁶¹.

Die Prospektverantwortlichen sind im Prospekt unter Angabe von Name und Stellung bzw. Firma und Sitz zu nennen und ihre Erklärung über Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts ist mit aufzunehmen⁶².

Die in einem Börsenzulassungsprospekt zwingend erforderlichen Angaben ergeben sich aus § 7 WpPG und der EU-Verordnung zur Prospektpublizität⁶³.

Der Prospekt kann entweder in Form eines einzigen Dokuments erstellt werden oder alternativ können die geforderten Angaben auf ein Registrierungsformular, eine Wertpapierbeschreibung und eine Zusammenfassung aufgeteilt werden⁶⁴. Die Aufteilung der Angaben geschieht in der Form, dass die Angaben zum Emittenten in das Registrierungsformular und die Angaben zum Wertpapier in die Wertpapierbeschreibung einzustellen sind. Die Möglichkeit, einen dreiteiligen Prospekt einzureichen, wurde in Anlehnung an die US-amerikanische shelf registration geschaffen, weil man Emittenten, die häufiger Aktien emittieren, die Möglichkeit geben wollte, einmal das Registrierungsformular einzureichen und von da an bei weiteren Emissionen nur noch die Zusammenfassung und die Wertpapierbeschreibung für die jeweilige Emission. Ob dies tatsächlich in der beabsichtigten Weise genutzt werden kann, bleibt fraglich, da das Registrierungsformular ebenso wie die anderen Prospektteile eine Gültigkeit von nur einem Jahr hat und danach neu eingereicht werden muss⁶⁵.

Dem Prospekt muss ein klares, detailliertes Inhaltsverzeichnis vorangestellt werden. Nächster zwingender Bestandteil ist die Zusammenfassung, die kurz und allgemeinverständlich alle wesentlichen Merkmale und Risiken, die auf Wertpapiere und Emittenten zutreffen, wiedergeben muss⁶⁶. Nach der Zusammenfassung sind die den Emittenten oder das Wertpapier betreffenden Risikofaktoren anzugeben. Schließlich sind die sonstigen Informationsbestandteile anzufügen. Der Prospekt ist dabei gleich aufzubauen, unabhängig davon, ob es sich um ein Dokument oder mehrere Einzeldokumente handelt⁶⁷. In beiden Fällen kommen als erstes die Informationen, die auf dem Registrierungsformular angegeben werden müssen.

⁶¹ Vgl. Schwark/ Schwark, § 45 BörsG Rdn. 8.

⁶² Vgl. § 5 IV WpPG.

⁶³ VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁶⁴ Vgl. § 12 I WpPG.

⁶⁵ Kritisch insoweit auch Kunold/Schlitt, BB 04, 501 (505); Crüwell, AG 03, 243 (247).

⁶⁶ Vgl. § 12 II WpPG.

⁶⁷ Vgl. Art. 25 der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

Zwingend auf dem Registrierungsformular anzugeben sind alle für das Registrierungsformular verantwortlichen Personen⁶⁸. Es sind jeweils Name und Funktion, bei juristischen Personen Name und eingetragener Sitz zu nennen. Jede der genannten verantwortlichen Personen muss die Erklärung abgeben, dass alle im Registrierungsformular gemachten Angaben ihrer Ansicht nach richtig sind, nichts verschwiegen wurde und sie die erforderliche Sorgfalt hat walten lassen⁶⁹.

An nächster Stelle sind Name und Adresse der Abschlussprüfer für die historischen Finanzinformationen anzugeben sowie Details, falls sich ein Wechsel der Abschlussprüfer ergeben hat⁷⁰.

Weiterhin müssen bestimmte Schlüsselzahlen aus den ausgewählten Finanzinformationen für die letzten drei Jahre bereits an dieser Stelle angegeben werden⁷¹. Die Schlüsselzahlen sollen einen Überblick über die Finanzlage geben. Werden die Schlüsselzahlen auch für einen Interimszeitraum aufgeführt, so müssen die Vergleichszahlen für den gleichen Zeitraum im vorhergehenden Geschäftsjahr ebenfalls beigebracht werden.

Dann hat eine klare Aufführung der Risikofaktoren, die den Emittenten oder seine Branche spezifisch betreffen, zu erfolgen⁷².

Darauf folgen die Informationen über den Emittenten. Anzugeben sind der Name des Emittenten, sein Registrierungsort und seine Registrierungsnummer, das Gründungsdatum und eventuell die Existenzdauer, der Sitz, die Rechtsform, die Rechtsprechung, der er unterliegt, das Gründungsland, die Anschrift und die Telefonnummer, außerdem wichtige Ereignisse während der Entwicklung der Geschäftstätigkeit des Emittenten⁷³.

Anzugeben sind auch die wichtigsten Investitionen der letzten drei Geschäftsjahre, zusätzlich sind die wichtigsten laufenden Investitionen einschließlich ihrer geographischen Streuung und ihrer Finanzierungsmethode offenzulegen⁷⁴. Auch bereits beschlossene künftige Investitionen sind zu offenbaren⁷⁵.

In der Folge soll ein Geschäftsüberblick in Form der Segmentberichterstattung gegeben werden, die insbesondere auf die Haupttätigkeitsbereiche sowie die wichtigsten Produkte oder

⁶⁸ Vgl. Anhang I, 1.1 der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁶⁹ Vgl. Anhang I, 1.2 der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷⁰ Vgl. Anhang I, 2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷¹ Vgl. Anhang I, 3.1 der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004

⁷² Vgl. Anhang I, 4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷³ Vgl. Anhang I, 5.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷⁴ Vgl. Anhang I, 5.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷⁵ Vgl. Anhang I, 5.2.3. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

Dienstleistungen und etwaige wichtige neue Produkte detailliert eingehen muss⁷⁶. Der zweite Teil der Segmentberichterstattung hat die wichtigsten Märkte, auf denen der Emittent tätig ist, anzugeben⁷⁷. Im Rahmen des Geschäftsüberblicks müssen außerdem Angaben zu einer etwaigen Abhängigkeit des Emittenten von Patenten und Lizenzen, Industrie-, Handels- oder Finanzierungsverträgen oder neuen Herstellungsverfahren und der Wettbewerbsposition des Emittenten gemacht werden⁷⁸.

Die Stellung des Emittenten innerhalb einer Unternehmensgruppe ist darzulegen⁷⁹. Ebenso sind die wichtigsten Tochtergesellschaften des Emittenten einschließlich ihres Namens, des Landes ihrer Gründung oder des Sitzes und des Anteils an Beteiligungs- und Stimmrechten aufzulisten⁸⁰.

Anzugeben sind die bestehenden und geplanten Sachanlagen unter Einschluss geleaster Vermögensgegenstände und unter Darlegung etwaiger Umweltfragen, die die Verwendung der Sachanlagen beeinflussen können⁸¹.

Weiterhin ist die Geschäfts- und Finanzlage des Emittenten erläuternd unter Bezugnahme der Jahresabschlüsse darzulegen⁸². Zusätzlich ist über die Eigenkapitalausstattung des Emittenten zu informieren, wobei insbesondere auch auf die Finanzierungsstruktur und den Fremdfinanzierungsbedarf einzugehen ist⁸³.

Forschungs- und Entwicklungsstrategien des Emittenten sind für den durch die Jahresabschlüsse abgedeckten Zeitraum zu beschreiben⁸⁴.

Aufzunehmen sind als Bestandteil des Registrierungsformulars auch die wichtigsten Trends der Zeit zwischen Ende des letzten Geschäftsjahres und Datum des Registrierungsformulars in Bezug auf Produktion, Umsatz, Bestände, Kosten und Ausgabepreise⁸⁵. Weiterhin ist über bekannte Trends, Unsicherheiten, Nachfrage, Verpflichtungen und Vorfälle, die wahrscheinlich die Aussichten des Emittenten im laufenden Geschäftsjahr beeinträchtigen dürften, zu informieren⁸⁶.

⁷⁶ Vgl. Anhang I, 6.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷⁷ Vgl. Anhang I, 6.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷⁸ Vgl. Anhang I, 6.4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁷⁹ Vgl. Anhang I, 7.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸⁰ Vgl. Anhang I, 7.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸¹ Vgl. Anhang I, 8. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸² Vgl. Anhang I, 9. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸³ Vgl. Anhang I, 10. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸⁴ Vgl. Anhang I, 11. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸⁵ Vgl. Anhang I, 12.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸⁶ Vgl. Anhang I, 12.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

Wenn ein Emittent eine Gewinnprognose oder –schätzung in das Registrierungsformular aufnimmt, müssen bestimmte zusätzliche Angaben gemacht werden⁸⁷. Unter anderem müssen die wichtigsten Annahmen erläutert werden, auf die sich die Prognose oder Schätzungen gründen⁸⁸.

Detaillierte Angaben zu Vorstand und Aufsichtsrat sowie zum oberen Management sind erforderlich⁸⁹. Für die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, persönlich haftende Gesellschafter, Gründer der Gesellschaft, sofern die Gründung weniger als fünf Jahre zurückliegt, und derjenigen Mitglieder des oberen Managements, die zur Feststellung der Tatsache befugt sind, dass der Emittent über den geeigneten Sachverstand und über die geeignete Erfahrung zur Leitung der Geschäftstätigkeit einer emittierenden Gesellschaft verfügt, sind neben Name und Anschrift sowie ihrer Funktion beim Emittenten unter anderem auch verwandtschaftliche Beziehungen untereinander, Namen sämtlicher Unternehmen und Gesellschaften, bei denen die jeweilige Person Vorstands-, Managements- oder Aufsichtsfunktionen hatte oder Partner war, etwaige Schuldsprüche in den letzten fünf Jahren wegen betrügerischer Straftaten und Interessenkonflikte untereinander anzugeben. Zusätzlich sind für die einzelnen genannten Personen die Beträge der gezahlten Vergütungen und Sachleistungen, die vom Emittenten oder von Tochterunternehmen gezahlt wurden, anzugeben⁹⁰. Ein Gesamtbetrag für alle aufgeführten Personen kann angegeben werden, solange im Herkunftsland des Emittenten eine individuelle Offenlegung nicht erforderlich ist⁹¹. Außerdem muss eine Angabe der Gesamtbeträge erfolgen, die vom Emittenten oder von Tochtergesellschaften als Reserve oder Rückstellung für Pensions- oder Rentenzahlungen gebildet wurden⁹².

Zusätzlich muss erläutert werden, wann der laufende Vertrag der genannten Personen endet und inwieweit die Verträge der genannten Personen besondere Vergünstigungen bei der Beendigung vorsehen⁹³. Weiterhin vorgeschrieben sind Informationen über die Verträge, über den Audit- und Vergütungsausschuss und eine Erklärung zu den Corporate-Governance-Regeln im Herkunftsland⁹⁴.

⁸⁷ Vgl. Anhang I, 13. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸⁸ Vgl. Anhang I, 13.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁸⁹ Vgl. Anhang I, 14. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹⁰ Vgl. Anhang I, 15.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹¹ Vgl. Anhang I, 15.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹² Vgl. Anhang I, 15.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹³ Vgl. Anhang I, 16.1.,2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹⁴ Vgl. Anhang I, 16.3.,4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

Erforderlich sind auch Angaben zur Zahl der Beschäftigten des Emittenten⁹⁵.

Der Emittent muss den Aktienbesitz der Vorstands- Aufsichtsrats- und Managementmitglieder an dem Emittenten sowie etwaige Optionen dieser Personen auf seine Aktien angeben⁹⁶.

Zusätzlich sind Vereinbarungen zu beschreiben mit denen Beschäftigte des Emittenten am Kapital des Emittenten beteiligt werden können⁹⁷.

Soweit sie dem Emittenten bekannt sind, sind diejenigen seiner Aktionäre unter Angabe ihrer Beteiligung zu nennen, die eine Beteiligung von 5 % oder mehr direkt oder indirekt besitzen⁹⁸.

Anzugeben ist an dieser Stelle insbesondere auch, ob die genannten Hauptaktionäre des Emittenten unterschiedliche Stimmrechte haben, ob eine Kontrollbeteiligung am Emittenten vorliegt und ob Vereinbarungen bekannt sind, die zu einem späteren Zeitpunkt zu einer Verschiebung der Kontrolle über den Emittenten führen könnten⁹⁹.

Geschäfte mit verbundenen Parteien sind für die letzten drei Jahre anzugeben¹⁰⁰.

Beizubringen sind geprüfte historische Finanzinformationen für die letzten drei Geschäftsjahre inklusive der zugehörigen Prüfungsberichte¹⁰¹. Die Finanzinformationen müssen dabei mindestens eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung, eine Eigenkapitalveränderungsrechnung, eine Kapitalflussrechnung und die Rechnungslegungsstrategien sowie erläuternde Vermerke enthalten. Sofern die Zahlen eine bedeutende große Veränderung aufweisen, ist die Auswirkung dieser Veränderung durch die zusätzliche Aufnahme von Pro-Forma-Finanzinformationen darzulegen¹⁰². Erstellt der Emittent regulär sowohl einen Konzernabschluss als auch einen Einzelabschluss, so muss jedenfalls der Konzernabschluss in das Registrierungsformular aufgenommen werden¹⁰³. Seit dem 01.01.2005 genügt der HGB-Konzernabschluss den Anforderungen nicht mehr, vielmehr ist der Konzernabschluss nunmehr nach IFRS aufzustellen¹⁰⁴. Wurden seit dem letzten geprüften Jahresabschluss Finanzinformationen veröffentlicht, so sind auch diese Interimsinformationen in das Registrierungsformular aufzunehmen¹⁰⁵. Wenn bei Erstellung des

⁹⁵ Vgl. Anhang I, 17.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹⁶ Vgl. Anhang I, 17.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹⁷ Vgl. Anhang I, 17.3. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹⁸ Vgl. Anhang I, 18.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

⁹⁹ Vgl. Anhang I, 18.2., 3., 4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰⁰ Vgl. Anhang I, 19. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰¹ Vgl. Anhang I, 20.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰² Vgl. Anhang I, 20.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰³ Vgl. Anhang I, 20.3. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰⁴ Siehe zum Konzernabschluss nach IFRS näher unter C. I. 1.a. S. 52ff.

¹⁰⁵ Vgl. Anhang I, 20.6.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

Registrierungsformulars das Ende des letzten Geschäftsjahres neun Monate oder mehr zurückliegt, müssen Interimfinanzinformationen vorgelegt werden¹⁰⁶.

Der Emittent muss seine Dividendenpolitik erläutern¹⁰⁷.

Es sind zusätzlich Angaben zu laufenden oder im letzten Jahr beendeten Gerichtsverfahren, Arbitrageverfahren und staatlichen Interventionen zu machen, soweit sich diese auf die Finanzlage des Emittenten ausgewirkt haben oder auswirken können¹⁰⁸. Abschließend sind wesentliche Veränderungen der Finanzlage oder der Handelsposition des Emittenten seit Ende des letzten Geschäftsjahres anzugeben¹⁰⁹.

Die folgenden zusätzlichen Informationen müssen unter anderem ebenfalls in das Registrierungsformular aufgenommen werden: der Betrag des ausgegebenen Kapitals, sowie für jede Kategorie des Aktienkapitals die Zahl der zugelassenen Aktien, die Zahl der emittierten und voll eingezahlten sowie der emittierten aber nicht voll eingezahlten Aktien, Nennwert der vom Emittenten selbst gehaltenen Aktien, ausstehende in Aktien umtauschbare Wertpapiere bzw. Optionen, Angaben zu Satzung und Statuten der Gesellschaft¹¹⁰.

Aufgeführt werden müssen dann noch zusammengefasst alle wichtigen bestehenden Verträge sowie die der zurückliegenden zwei Geschäftsjahre, soweit diese Verträge nicht im normalen Geschäftsgang geschlossen wurden¹¹¹.

Von Seiten des Emittenten ist eine Erklärung dahingehend abzugeben, dass in Bezug genommene Dokumente wie die Satzung oder die Jahresabschlüsse für jedermann einsehbar sind und wo sie eingesehen werden können¹¹².

Beizubringen sind dann noch Informationen zu denjenigen Unternehmen, an denen der Emittent eine Beteiligung hält, die bei der Bewertung der eigenen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eine wichtige Rolle spielt¹¹³. Nach der alten Rechtslage vor der Änderung durch das Wertpapierprospektgesetz galt dies für diejenigen Unternehmen, deren Buchwert mindestens 10 % des Eigenkapitals des Emittenten¹¹⁴ betrug oder das mindestens 10 % des Jahresergebnisses (im Sinne von Jahresüberschuss) beisteuerte¹¹⁵; bei Konzernunternehmen wurde insoweit auf das konsolidierte Eigenkapital bzw. das konsolidierte Jahresergebnis

¹⁰⁶ Vgl. Anhang I, 20.6.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰⁷ Vgl. Anhang I, 20.7. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰⁸ Vgl. Anhang I, 20.8. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹⁰⁹ Vgl. Anhang I, 20.7. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹¹⁰ Vgl. Anhang I, 21. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹¹¹ Vgl. Anhang I, 22. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹¹² Vgl. Anhang I, 24. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹¹³ Vgl. Anhang I, 25. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹¹⁴ Vgl. § 266 IIIa I-V HGB

¹¹⁵ Vgl. § 24 BörsZulVO.

abgestellt. Zusätzlich waren für alle Unternehmen, an denen der Emittent mit mindestens 10% des Kapitals des Beteiligungsunternehmens beteiligt war, außerdem Firma, Sitz und Höhe der Beteiligung anzugeben, sofern diese Angaben nicht für die Beurteilung der Aktien von geringer Bedeutung waren¹¹⁶. Es kann davon ausgegangen werden, dass dies weiterhin diejenigen Beteiligungsunternehmen sind, die im Registrierungsformular aufgeführt werden müssen. Bei einer 10%-Beteiligung besteht bereits eine grundsätzlich relevante Beteiligung, die in der Regel das Maß einer rein spekulativen Vermögensanlage übersteigen wird.

Neben den Informationen, die das Registrierungsformular erfordert, stehen die Mindestangaben für die Wertpapierbeschreibung.

Hier sind wiederum die verantwortlichen Personen zu nennen und diese müssen ebenso wie beim Registrierungsformular eine Erklärung über die Einhaltung der erforderlichen Sorgfalt abgeben¹¹⁷. Danach sind die Risikofaktoren offen zu legen, die für die Wertpapiere von entscheidender Bedeutung sind, wenn es darum geht, das Marktrisiko zu bewerten¹¹⁸. Dieser Unterpunkt muss mit Risikofaktoren betitelt sein.

Dann muss eine Erklärung des Emittenten folgen, dass seiner Ansicht nach das Geschäftskapital für seine derzeitigen Bedürfnisse ausreicht¹¹⁹. Weiter muss eine Übersicht der Kapitalisierung und Verschuldung gegeben werden, die bei Erstellung der Wertpapierbeschreibung nicht älter als neunzig Tage sein darf¹²⁰. Darzulegen sind die Interessen natürlicher und juristischer Personen, die an der Emission beteiligt sind¹²¹. Aufzuführen sind an dieser Stelle auch die Gründe für das Angebot und der geschätzte Nettobetrag des Ertrages der Emission, aufgegliedert nach den wichtigsten Verwendungszwecken inklusive ihrer Priorität¹²².

Als nächster Punkt sind Informationen über die anzubietenden Wertpapieren zu geben. So ist der Typ und die Kategorie der anzubietenden Wertpapiere einschließlich der ISIN (internationale Wertpapierkennnummer) oder eines ähnlichen Sicherheitscodes anzugeben; außerdem die Rechtsvorschriften, auf deren Grundlage die Wertpapiere geschaffen wurden, und die Währung der Wertpapieremission sowie relevante steuerliche Informationen zum Herkunftsland, eine Angabe, ob es sich um Namens- oder Inhaberpapiere handelt, eine Beschreibung der Rechte, die das Wertpapier vermittelt, eine Darstellung etwaiger

¹¹⁶ Vgl. Schwark/ Heidelberg, § 24 BörsZulVO, Rdn. 3.

¹¹⁷ Vgl. Anhang III, 1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹¹⁸ Vgl. Anhang III, 2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹¹⁹ Vgl. Anhang III, 3.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²⁰ Vgl. Anhang III, 3.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²¹ Vgl. Anhang III, 3.3. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

Beschränkungen der freien Übertragbarkeit, die Angabe etwaiger Übernahmeangebote von Seiten Dritter während des letzten oder im Verlauf des laufenden Geschäftsjahres, im Falle einer Neuemission zusätzlich die Angabe der Grundlage der Schaffung der Wertpapiere und des erwarteten Emissionstermins¹²³.

Anzuführen sind dann die Bedingungen und Konditionen des Angebots. Hierbei ist insbesondere auf die Bedingungen, denen das Angebot unterliegt, auf den erwarteten Zeitplan, die erforderlichen Maßnahmen und das Verfahren zur Umsetzung des Angebots einzugehen¹²⁴. Dabei sind auch die Gesamtsumme der Emission bzw. des Angebots sowie die Einzelheiten zum Mindest- und/oder Höchstbetrag der Zeichnung zu nennen. Zusätzlich ist der Plan für die Aufteilung der Wertpapiere und deren Zuteilung zu erläutern¹²⁵. Soweit das endgültige Emissionsvolumen noch nicht feststeht, ist hier eine Auslassung möglich.

Der Angebotskurs ist zu offenbaren¹²⁶. Steht für die Wertpapiere noch kein Kurs fest, ist die Kursfestsetzung detailliert zu erläutern¹²⁷. Wird kein Höchstkurs genannt, so besteht für die Zeichnenden ein Rücktrittsrecht. Effektive Rabatte für Geschäftsleitungsmitglieder bei Aktienkäufen innerhalb des letzten Jahres sind an dieser Stelle zu erläutern und offen zu legen¹²⁸.

Die Konsortialbanken sind zu nennen, ebenso sind die Verträge mit diesen zu umreißen, wobei insbesondere die Übernahme- und die Platzierungsprovision und der Zeitpunkt, zu dem der Emissionsübernahmevertrag abgeschlossen wird, genannt werden müssen¹²⁹. Anzugeben sind auch die Koordinatoren des Gesamtangebots sowie einzelner Teile des Angebots und die Zahlstellen und Depotstellen¹³⁰.

Weiterhin ist anzugeben, ob die angebotenen Wertpapiere an einem organisierten Markt gehandelt werden sollen, anzugeben ist auch der Name der jeweiligen Märkte, sowie sämtlicher Märkte, an denen bereits Wertpapiere der gleichen Wertpapierkategorie des Emittenten gehandelt werden¹³¹. Anzuführen ist auch, welche Institute als Intermediäre für den Sekundärhandel vorgesehen sind und wie die Hauptbedingungen des entsprechenden Vertrages

¹²² Vgl. Anhang III, 3.4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²³ Vgl. Anhang III, 4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²⁴ Vgl. Anhang III, 5.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²⁵ Vgl. Anhang III, 5.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²⁶ Vgl. Anhang III, 5.3.1. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²⁷ Vgl. Anhang III, 5.3. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²⁸ Vgl. Anhang III, 5.3.4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹²⁹ Vgl. Anhang III, 5.4.3., 5.4.4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³⁰ Vgl. Anhang III, 5.4.1., 5.4.2. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³¹ Vgl. Anhang III, 6.1., 6.2.. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

lauten¹³². Soweit die Möglichkeit besteht, Kursstabilisierungsmaßnahmen zu ergreifen, müssen diese erläutert werden¹³³.

Haben Wertpapierinhaber eine Verkaufsposition inne, so ist hierauf näher einzugehen; ebenso ist das Vorliegen von Lock-Up-Vereinbarungen offen zu legen und der Zeitraum, für den diese gelten, zu benennen¹³⁴.

Der erwartete Gesamtnettoertrag und die geschätzten Gesamtkosten der Emission sind zu nennen¹³⁵.

Die unmittelbare Verwässerung, die sich aus dem Angebot ergibt, also das Missverhältnis zwischen Emissionskurs und effektiv gezahltem Preis, ist zu beziffern und soweit Aktionäre mit Bezugsrechten vorhanden sind, ist für diese die Verwässerung für den Fall der Nichtausübung ihres Bezugsrechts gesondert darzustellen¹³⁶.

Abschließend ist eine Erklärung zur Funktion von in der Wertpapierbeschreibung genannten Beratern erforderlich, ebenso Angaben dazu, ob Informationen in der Wertpapierbeschreibung von gesetzlichen Abschlussprüfern geprüft wurden, weiter Angaben zu Sachverständigen, die zur Erstellung der Wertpapierbeschreibung tätig wurden, oder zur Übernahme ungeprüfter Informationen von Seiten Dritter¹³⁷.

Ausnahmen von der Prospektpflicht ergeben sich einerseits dann, wenn es sich bei dem Angebot nicht um ein öffentliches Angebot im engen Sinne handelt, wenn es sich also nur an einen begrenzten Personenkreis von 100 natürlichen und juristischen Personen pro EU-Mitgliedsstaat richtet¹³⁸, bzw. dann, wenn sich das Angebot ausschließlich an „qualifizierte Anleger“ richtet. Neu in diesem Zusammenhang ist, dass sich natürliche Personen sowie kleine und mittlere Unternehmen unter bestimmten Voraussetzungen als qualifizierte Anleger in ein durch die BaFin zu führendes Register eintragen lassen können. Weiterhin ist eine Prospektveröffentlichung nicht erforderlich, wenn das Gesamtvolumen der Emission 100.000 € nicht überschreitet oder der Mindesterwerbspreis oder die Aktienstückelung mindestens 50.000 € beträgt. Die Pflicht zur Prospektveröffentlichung entfällt außerdem auch dann, wenn die Aktien lediglich im Austausch gegen bereits ausgegebene Aktien derselben Gattung ausgegeben werden, ohne dass damit eine Kapitalerhöhung verbunden ist, wenn lediglich

¹³² Vgl. Anhang III, 6.4. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³³ Vgl. Anhang III, 6.5. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³⁴ Vgl. Anhang III, 7. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³⁵ Vgl. Anhang III, 8. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³⁶ Vgl. Anhang III, 9. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³⁷ Vgl. Anhang III, 10. der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004.

¹³⁸ Zusätzlich kann sich das Angebot an beliebig viele qualifizierte Anleger richten, so dass diese Ausnahmen auch zu kombinieren sind.

Wertpapiere im Rahmen eines Tauschangebots anlässlich einer Übernahme oder anlässlich einer Verschmelzung angeboten werden, sofern ein Dokument vorgelegt werden kann, dass dem Prospekt vergleichbar ist, weiter für Aktien, die nach einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln den Aktionären angeboten werden, sowie für Dividenden in Form von Aktien, für Aktien, die derzeitigen oder ehemaligen Arbeitnehmern oder Geschäftsführungsorganen des Emittenten angeboten oder zugeteilt werden, sofern Aktien derselben Gattung bereits zugelassen sind, und Aktien, die nach Ausübung von Umtausch- oder Bezugsrechten ausgegeben werden, sofern Aktien derselben Gattung bereits an einem organisierten Markt zugelassen sind¹³⁹. Zusätzlich gibt es eine Erleichterung für Aktien, die bereits seit mindestens 18 Monaten zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind¹⁴⁰. In diesem Fall ist ein zusammenfassendes Dokument unter Hinweis darauf, wo der neueste Prospekt sowie den Emittenten betreffende Finanzinformationen erhältlich sind, zulässig.

Vor seiner Billigung durch die BaFin darf ein Prospekt nicht veröffentlicht werden. Die BaFin entscheidet nach Einreichung des Prospekts innerhalb einer Frist von zehn Werktagen bzw. von zwanzig Werktagen bei einem erstmaligen Angebot über die Billigung des Prospekts¹⁴¹. Eine Versäumung der Frist von Seiten der BaFin führt jedoch seit der Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie nicht mehr zu einer Billigungsfiktion. Die BaFin legt ihrer Entscheidung eine Vollständigkeitsprüfung sowie eine Prüfung auf Kohärenz und Verständlichkeit zugrunde. Eine Bonitätsprüfung erfolgt allerdings nicht. Nach der Billigung stellt die BaFin die von ihr gebilligten Prospekte auf ihrer Internetseite für die Dauer eines Jahres, also die Gültigkeitsdauer des Prospekts, zur Verfügung und macht diese frei zugänglich¹⁴².

Nach seiner Billigung durch die BaFin ist der Börsenzulassungsprospekt gemäß § 14 I 1 WpPG unverzüglich mindestens einen Werktag vor Einführung des Wertpapiers zu veröffentlichen. Der Prospekt kann entweder in einer weit verbreiteten Wirtschafts- oder Tageszeitung, durch Bereithaltung in gedruckter Form zur kostenfreien Ausgabe beim Emittenten, den Konsortialbanken, der Börse oder bei den Zahlstellen, alternativ durch Veröffentlichung im Internet auf der Seite des Emittenten, der Konsortialbanken, der Zahlstellen oder der Börse publiziert werden. Datum und Ort der Veröffentlichung des Prospekts sind der BaFin unverzüglich schriftlich mitzuteilen, zusätzlich hat unabhängig von

¹³⁹ Vgl. § 4 II Nr. 1-7 WpPG.

¹⁴⁰ Vgl. § 4 II Nr. 8 WpPG.

¹⁴¹ Vgl. § 13 II WpPG.

¹⁴² Vgl. § 13 IV WpPG.

der Veröffentlichungsform in einer oder mehreren weit verbreiteten Tages- oder Wirtschaftszeitungen ein Hinweis darauf zu erfolgen, wie der Prospekt veröffentlicht wurde und wo er erhältlich ist. Werbung, die sich auf die Aktienemission bezieht, muss immer den Hinweis enthalten, dass ein Prospekt veröffentlicht wurde oder zur Veröffentlichung ansteht und wo dieser erhältlich ist.

Nach § 16 WpPG sind für den Fall, dass nach der Veröffentlichung bedeutsame Ereignisse eintreten, oder bei Erkennen wesentlicher Unrichtigkeiten des gebilligten Prospekts die Veränderungen in einem Nachtrag zum Prospekt zu veröffentlichen. Auch dieser Nachtrag ist zunächst der BaFin einzureichen, die innerhalb einer Frist von sieben Werktagen über die Billigung entscheiden muss.

Bei aller weiteren Kommunikation bezüglich der zu emittierenden Aktien, insbesondere der Werbung im Fernsehen, der Zusendung von Unterlagen per Post oder E-Mail oder dem Verteilen von Flyern sind bestimmte Grundsätze zu beachten¹⁴³. So ist nach § 15 WpPG in allen Werbeanzeigen auf den Prospekt hinzuweisen. Die in der Werbung enthaltenen Angaben dürfen nicht unrichtig oder irreführend sein. Zusätzlich müssen alle über die Werbung vermittelten Informationen mit den im Prospekt gemachten Angaben übereinstimmen.

Für die Prospekthaftung gibt es bislang keine EU-weite Harmonisierung¹⁴⁴. In Deutschland ergibt sich die Prospekthaftung nach wie vor aus den Bestimmungen in den §§ 44 ff. BörsG. Sie schützt den Anleger für den Fall, dass er Wertpapiere aufgrund eines unrichtigen oder unvollständigen Prospekts erworben und einen entsprechenden Schaden erlitten hat. Werden bei einem Börsengang im Emissionsprospekt falsche Angaben gemacht oder wichtige Fakten verschwiegen, so können die Verantwortlichen dafür unter bestimmten Voraussetzungen haftbar gemacht werden. Ein wichtiger Aspekt ist bei der Haftungsfrage zu bedenken: Die Haftung wird durch das Wertpapierprospektgesetz auf Dokumente ausgedehnt, die durch Verweis in den Prospekt einbezogen sind. Damit erstreckt sich die Prospekthaftung potentiell auch auf einbezogene Jahresabschlüsse oder Ad-hoc-Mitteilungen, soweit man auch deren Einbeziehung als gestattet ansieht. Für die Erfüllung aller Haftungsvoraussetzungen müssen weitere wichtige Bedingungen erfüllt sein. Die erworbenen Wertpapiere müssen aufgrund des Prospekts zum Börsenhandel zugelassen worden sein. Die beanstandeten Prospektmängel müssen für die Beurteilung der Wertpapiere wesentlich sein. Die Wertpapiere müssen nach der Veröffentlichung des Prospekts und innerhalb von 6 Monaten nach der erstmaligen Einführung

¹⁴³ Vgl. Wieneke, NZG 05, 109 (114); Kunold/Schlitt, BB 04, 501 (511); Holzborn/ Schwarz-Gondek, BKR 03, 927 (934).

der Wertpapiere gekauft worden sein. Der Anleger kann in diesem Fall verlangen, dass die für den Prospekt Verantwortlichen, also nicht nur der Emittent, sondern insbesondere auch die Emissionsbank die erworbenen Wertpapiere gegen Zahlung eines bestimmten Geldbetrages übernehmen. Geschädigte Anleger haben dabei ein Recht auf Erstattung des Erwerbspreises bis zur maximalen Höhe des Erstausgabepreises zuzüglich der Transaktionskosten. Im Gegenzug müssen sie natürlich die Wertpapiere zurückgeben. Anleger, die ihre Wertpapiere bereits wieder verkauft haben, können die Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen dem Erwerbspreis, soweit dieser den ersten Ausgabepreis nicht überschreitet, und dem Veräußerungspreis der Wertpapiere sowie der mit dem Erwerb und der Veräußerung verbundenen üblichen Kosten verlangen.

Die Prospektverantwortlichen können sich nur unter bestimmten Voraussetzungen von ihrer Haftung befreien. Dies ist beispielsweise dann möglich, wenn sie den Prospektmangel nicht gekannt haben und diese Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht. Selbstverständlich haben die Prospektverantwortlichen die Möglichkeit, den Prospektmangel rechtzeitig zu berichtigen. Eine solche Berichtigung muss allerdings deutlich gestaltet und für den Anleger klar erkennbar sein.

Im Falle eines Rechtsstreits kommt es häufig entscheidend auf die Beweislastverteilung an. Zwischenzeitlich wird zugunsten des Anlegers vermutet, dass er die Wertpapiere aufgrund der durch den Prospekt hervorgerufenen Anlagestimmung erworben hat. Dies gilt allerdings wiederum nur für Fälle, in denen der Erwerb innerhalb von 6 Monaten nach der erstmaligen Einführung der Wertpapiere erfolgt ist.

Neben der börsengesetzlichen Prospekthaftung gibt es eine allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftung.

2. US-Amerikanisches Recht:

Der S.A.'33 macht die öffentliche Erstemission von Wertpapieren davon abhängig, dass der Emittent einen mit umfangreichen Angaben versehenen Zulassungsantrag (Registration Statement) bei der SEC einreicht und dieser Antrag akzeptiert wird. Bevor der Antrag eingereicht ist, ist jedes Verkaufsangebot untersagt, vgl. Sec. 5 S.A.'33. Nach der Definition in Sec. 2(a)(3) S.A.'33 sind Verhandlungen und Absprachen zwischen Emittent und

¹⁴⁴ Vgl. Kunold/Schlitt, BB 04, 501 (511); Spindler/Christoph, BB 04, 2197 (2198).

Emissionsbank allerdings keine Verkaufangebote¹⁴⁵, so dass in diesem Verhältnis alle erforderlichen Verträge geschlossen werden können.

Es gibt für US-amerikanische Emittenten verschiedene mögliche Formblätter, auf denen der Zulassungsantrag eingereicht werden kann¹⁴⁶, manche dieser Formblätter sind nur für besondere Aktienemissionen vorgesehen¹⁴⁷. Allerdings gibt es auch drei unterschiedliche Formblätter für die Grundsituation der Aktienemission; diese stimmen in ihren Informationsanforderungen grundsätzlich überein, unterscheiden sich aber im Umfang der Publizitätspflichten, insbesondere durch Verweismöglichkeiten auf bereits erfolgte Veröffentlichungen. Der erste Zulassungsantrag (S-1) beinhaltet die weitreichendsten Publizitätspflichten und kann von jedem US-amerikanischen Emittenten gewählt werden, während das zweite Formular (S-2) geringere Anforderungen an die Publizität stellt, aber nur von Gesellschaften gewählt werden kann, die bereits seit drei Jahren den Publizitätspflichten nach dem S.E.A.'34 gegenüber der SEC nachkommen; bestimmten Informationspflichten wird dann bei der Wahl dieses Vertriebsantrags durch Verweis auf die bei der SEC eingereichten laufenden Informationen nach den S.E.A.'34 genügt. Das dritte Formular (S-3), welches die geringsten Publizitätspflichten mit sich bringt, kann nur von Gesellschaften gewählt werden, die seit mindestens einem Jahr den Offenlegungspflichten nach dem S.E.A.'34 nachkommen und von denen Anteile im Wert von 75.000.000 \$ frei, also nicht von verbundenen Unternehmen, gehalten werden oder die nur mündelsichere Wertpapiere emittieren¹⁴⁸.

Formblatt S-1 besteht aus zwei Teilen. Der erste, erheblich größere Teil des Zulassungsantrags ist deckungsgleich mit dem an die Aktionäre auszuhändigenden Emissionsprospekt. Er umfasst insbesondere unternehmens-, management- und emissionsbezogene Angaben, die als relevant für die Investitionsentscheidung des Anlegers gesehen werden.

Dieser erste Teil muss mit Angaben beginnen, die im Prospekt auf die Frontseite gehören. Dies sind Übersichtsangaben unter anderem zu dem Emittenten und zu den zuzulassenden Wertpapieren. Diese Übersichtsangaben müssen wie alle Prospektangaben gut verständlich unter Verwendung kurzer Sätze und einfacher Worte sowie Satzkonstruktionen gefasst sein

¹⁴⁵ Auf weitere Ausnahmen, wie SEC Rule 135 für bestimmte Veröffentlichungen des Emittenten und Veröffentlichungen des Emittenten, die hinsichtlich Rahmen seiner Veröffentlichungspflichten nach dem SEA '34 gemacht werden, kann in diesem Rahmen nicht eingegangen werden.

¹⁴⁶ Vgl. hierzu Hazen, § 3.4 (4); Soderquist/Gabaldon, S. 64ff.

¹⁴⁷ So ist Formblatt S-4 für Aktienemissionen im Zusammenhang mit Fusionen gedacht und Formblatt S-8 für Aktienemissionen bei denen die Aktien allein im Rahmen von Vorsorgeplänen an Betriebsangehörige abgegeben werden.

¹⁴⁸ Alternativ kommt noch die Emission von Aktien in Betracht die lediglich der Umwandlung von Optionen oder Wandelanleihen dienen, deren Inhaber vom Emittenten alle regulären Veröffentlichungen und Informationen erhalten haben.

(plain english)¹⁴⁹. Doppelte Verneinungen sind beispielsweise unzulässig. Anzugeben sind an dieser Stelle der Name des Emittenten, Art und Anzahl der angebotenen Wertpapiere, wobei die Art der Wertpapiere näher zu beschreiben ist, wenn dies nicht aus dem Titel selbsterklärend ist, so beispielsweise bei Stammaktien¹⁵⁰. Weiterhin sind auf der Frontseite des Prospekts und am Anfang des Zulassungsantrags der Angebotspreis der Wertpapiere anzugeben, wobei es nicht genügt, den Emissionspreis für die Öffentlichkeit anzugeben, vielmehr müssen auch Rabatte für die Konsortialbanken und der Nettoerlös für den Emittenten bezogen auf die einzelne Aktie und das Gesamtpaket angegeben werden¹⁵¹; weiterhin die Namen der Konsortialbanken und Hinweise zum Gegenstand des Konsortialvertrages¹⁵². Anzugeben ist auch die Börse, bei der die angebotenen Wertpapiere notiert sind¹⁵³. In hervorgehobener Weise ist bereits an dieser Stelle auf den Teil des Prospekts hinzuweisen, der die Risiken evaluiert¹⁵⁴. Zusätzlich müssen sich auf der ersten Seite verschiedene pauschale Hinweise finden, und zwar einerseits dazu, dass die SEC den Wahrheitsgehalt des Inhalts des Prospekts nicht geprüft hat und jeder gegenteilige Hinweis eine Straftat darstellt, und andererseits ist, wenn der Prospekt bereits vor Ablauf der Prüfungsfrist der SEC veröffentlicht wird, auf diese Tatsache hinzuweisen, ebenso darauf, dass der Prospekt möglicherweise noch geändert wird und darauf, dass Wertpapiere erst nach Ablauf der Prüfungsfrist verkauft werden und der Prospekt kein Angebot zum Verkauf darstellt¹⁵⁵. Schließlich ist auf der ersten Seite noch das Erstellungsdatum des Prospekts anzugeben¹⁵⁶.

Auf der Innenseite der Frontseite oder auf der Rückseite ist ein Inhaltsverzeichnis abzudrucken, welches wiederum speziell auf den Teil, der die Evaluierung der Risiken enthält, hinweisen muss¹⁵⁷. Zusätzlich muss die Rückseite des Prospekts einen Hinweis an die „broker-dealer“¹⁵⁸ und Banken enthalten, der diese an ihre Verpflichtung erinnert, bei

¹⁴⁹ Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501) i.V.m. Sec. 421(d) der Regulation C (17 C.F.R. § 230.421(d)).

¹⁵⁰ Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501(b)(1), (2) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501(b)(1), (2)).

¹⁵¹ Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501(b)(3) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501(b)(3)).

¹⁵² Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501(b)(8) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501(b)(8)), wo sich auch noch weitere Veröffentlichungsanforderungen für Spezialfälle finden.

¹⁵³ Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501(b)(4) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501(b)(4)).

¹⁵⁴ Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501(b)(5) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501(b)(5)).

¹⁵⁵ Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501(b)(6), (7), (10) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501(b)(6), (7),(10)).

¹⁵⁶ Vgl. Item 1 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501(b)(9) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501(b)(9)).

¹⁵⁷ Vgl. Item 2 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 502(a) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.502(a)), auch dieses Inhaltsverzeichnis ist in „plain english“ abzufassen..

¹⁵⁸ An amerikanischen Börsen sind das Kursmakler, die als Käufer und Verkäufer für ihre Kunden auftreten, insbesondere auch im Freiverkehr.

Wertpapierverkäufen in jedem Falle spätestens mit dem Verkauf einen Prospekt auszuhändigen¹⁵⁹.

Als nächstes hat der Prospekt ebenso wie das eingereichte Formblatt S-1 eine Kurzzusammenfassung der Informationen des Prospekts zu enthalten, die ebenfalls in „plain english“ zu verfassen ist¹⁶⁰. An dieser Stelle oder auf der Frontseite sind auch die Postadresse und die Telefonnummer des Hauptverwaltungssitzes des Emittenten anzugeben¹⁶¹. Unmittelbar im Anschluß an die Zusammenfassung muß eine Analyse der Risikofaktoren folgen¹⁶². Aufzuführen sind hier alle Risikofaktoren, wie z.B. die Neuheit des Geschäfts, risikoreiche Geschäftsfelder, absehbare finanzielle Risiken und wenig profitable Geschäfte in der jüngsten Vergangenheit. Weiterhin ist an dieser Stelle das Ertrags-Kosten-Verhältnis anzugeben, also das auf eine Wertpapiergattung bezogene Verhältnis von Erträgen zu festen Kosten, wobei diese Angaben jeweils für die zurückliegenden fünf Jahre und den letzten im Prospekt aufgeführten Zwischenberichtszeitraum zu machen sind¹⁶³.

Weiter ist die geplante Verwendung der Emissionseinnahmen detailliert zu erläutern¹⁶⁴. Besteht kein Plan zur Verwendung des Emissionserlöses, sind die Gründe für die Emission darzulegen. Der Emittent kann sich ein Recht zur Änderung seiner Pläne bezüglich des Emissionserlöses vorbehalten, wenn er hierauf und auf die Unwägbarkeiten, die zu einer Änderung des Planes führen können, hinweist.

Im Folgenden sind dann die Faktoren, die zur Bestimmung des Emissionskurses beigetragen haben, zu erläutern¹⁶⁵.

An nächster Stelle müssen Angaben zum Wert des Wertpapiers gemacht werden, wenn die Position der Eigenkapitalgeber einer Verwässerung, also einem Missverhältnis zwischen Emissionskurs und effektiv gezahltem Preis, ausgesetzt ist¹⁶⁶. Anzugeben sind in diesem Falle insbesondere der Nettobuchwert der materiellen Vermögenswerte pro Aktie, das Ansteigen dieses Werts durch die Zahlungen der Aktienkäufer dieses Angebots und der Betrag der Verwässerung in Relation zum Angebotspreis.

Im folgenden sind dann detaillierte Angaben über Aktionäre zu machen, die zuzulassende Aktien aus ihrem Bestand veräußern, so ist beispielsweise der Name, die Beziehung zum

¹⁵⁹ Vgl. Item 2 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 502(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.502(b))

¹⁶⁰ Vgl. Item 3 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 503(a) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.503(a))

¹⁶¹ Vgl. Item 3 Auf des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 503(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.503(b))

¹⁶² Vgl. Item 3 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 503(c) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.503(c))

¹⁶³ Vgl. Item 3 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 503(d) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.503(d)), wo sich auch Definitionen der Termini feste Kosten und Ertrag sowie weitere Anforderungen finden.

¹⁶⁴ Vgl. Item 4 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 504 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.504)

¹⁶⁵ Vgl. Item 5 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 505 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.505)

Emittenten während der letzten drei Jahre und die Höhe der Beteiligung dieses Aktionärs anzugeben¹⁶⁷.

Danach sind detaillierte Angaben zu den Konsortialbanken, Vermittlern, Händlern und Börsen zu machen, bei denen die Aktien platziert werden¹⁶⁸. Es sind jeweils Angaben zur natürlichen bzw. juristischen Person und zum Vertrag, insbesondere zur Bezahlung erforderlich. Außerdem sind Verflechtungen, insbesondere der Konsortialbanken mit dem Emittenten offen zu legen¹⁶⁹.

An nächster Stelle sind die zu emittierenden Wertpapiere detailliert zu beschreiben¹⁷⁰. Dabei ist insbesondere auf die Art der Wertpapiere einzugehen, also ob es sich um Aktien am Grundkapital, Schuldverschreibungen oder Rechte bzw. Optionen an Wertpapieren handelt, und dann artspezifisch auf Einzelheiten, wie Dividendenrechte, Stimmrechte, Umwandlungsrechte etc. hinzuweisen.

Es müssen alle möglichen Beziehungen zwischen dem Emittenten und seinen beratenden Anwälten sowie sonstigen Beratern, die an der Erstellung des Zulassungsantrages bzw. Prospekts mitgewirkt haben, offen gelegt werden¹⁷¹. Insbesondere ist darauf einzugehen, ob die genannten Personen im Zusammenhang mit dem zuzulassenden Wertpapierangebot Wertpapiere in erheblicher Höhe, hier definiert als im Gegenwert mehr als 50.000 \$, erhalten werden.

Als nächstes sind eine Fülle von Angaben zum Emittenten zu machen. Als erstes ist dabei auf den Geschäftsverlauf in den letzten fünf Geschäftsjahren oder seit der Gründung sowie prognostisch auf die Entwicklung bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres bzw. bis zur Mitte des nächsten Geschäftsjahres einzugehen¹⁷². Dann hat die Segmentberichterstattung zu folgen, wobei insbesondere die Vermögensgegenstände, eine Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Umsatzaufstellung offen zu legen sind¹⁷³. Zusätzlich hat eine detaillierte Beschreibung des Geschäfts des Emittenten zu folgen, einzugehen ist dabei insbesondere auf Segmente und ihre Produkte oder Leistungen und die entsprechenden Märkte¹⁷⁴. Weiterhin ist bei internationaler Tätigkeit des Emittenten noch eine Berichterstattung aufgeteilt nach

¹⁶⁶ Vgl. Item 6 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 506 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.506)

¹⁶⁷ Vgl. Item 7 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 507 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.507)

¹⁶⁸ Vgl. Item 8 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 508 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.508)

¹⁶⁹ Vgl. Item 8 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 508(f) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.508(f))

¹⁷⁰ Vgl. Item 9 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 202 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.202)

¹⁷¹ Vgl. Item 10 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 509 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.509)

¹⁷² Vgl. Item 11(a) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 101(a) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(a))

¹⁷³ Vgl. Item 11(a) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 101(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(b))

¹⁷⁴ Vgl. Item 11(a) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 101(c) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(c))

Ländern vorzunehmen¹⁷⁵. Anzugeben sind auch die Anlagen und Betriebsstätten des Emittenten¹⁷⁶. Erforderlich sind auch Angaben zu wesentlichen Gerichtsverfahren, die außerhalb der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit des Emittenten anhängig sind, wobei insbesondere auch der Sachverhalt kurz zu erläutern ist¹⁷⁷. Offen zu legen sind dann als nächstes die Märkte, an denen bereits Aktien derselben Gattung gehandelt werden, oder eine Feststellung, dass es für Aktien dieser Gattung bislang keinen Markt gibt¹⁷⁸. Existiert bislang kein Markt für derartige Wertpapiere, so sind einige zusätzliche Angaben zu bestehenden Optionen, Wandelanleihen bzw. durch den Emittenten oder durch Aktionäre zu verkaufende Aktien gleicher Gattung erforderlich, soweit sich diese Maßnahmen auf den Preis der zuzulassenden Aktien auswirken können. Weiterhin ist der Jahres- bzw. Konzernabschluss zu offenbaren, und zwar mit Angaben der Werte für die letzten zwei bis drei Jahre¹⁷⁹. Der Abschluss muss testiert sein und bestimmte Grundelemente enthalten, namentlich Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Eigenkapitalveränderungsrechnung sowie den entsprechenden Anhang. Die Gewinn- und Verlustrechnung, die Eigenkapitalveränderungsrechnung und die Kapitalflussrechnung müssen die Finanzdaten der letzten drei Jahre angeben, bei der Bilanz genügen demgegenüber die letzten zwei Jahre.

Zusätzlich sind ausgewählte Finanzdaten, insbesondere der Netto-Umsatz, das operative Ergebnis insgesamt und pro Stammaktie, die Höhe des Gesamtvermögens, einziehbare Vorzugsaktien, Bardividende pro Stammaktie und die langfristigen Verbindlichkeiten anzugeben, wobei jeweils alle Faktoren zu erläutern sind, die die Vergleichbarkeit von Daten beeinträchtigen können¹⁸⁰. Zu folgen hat dann die Angabe einiger Daten wie die des Netto-Umsatzes oder des operativen Erfolges für alle Quartale der zurückliegenden zwei Jahre¹⁸¹. Weiter ist auch eine Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation (MD&A) verlangt, die sich nicht auf eine Darstellung des Geschäftsverlaufs in der Vergangenheit beschränkt, sondern auch eine Darstellung und Analyse der geplanten Geschäfte und damit eine Prognose beinhaltet¹⁸². Diese Verpflichtung zur Abgabe einer Prognose ist so weitgehend, dass eine Veröffentlichungspflicht im Rahmen der MD&A dann besteht, wenn ein Trend, eine kommende Nachfragesituation, ein in der Zukunft liegendes Ereignis oder eine

¹⁷⁵ Vgl. Item 11(a) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 101(d) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(d))

¹⁷⁶ Vgl. Item 11(b) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 102 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.102)

¹⁷⁷ Vgl. Item 11(c) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 103 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.103)

¹⁷⁸ Vgl. Item 11(d) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 201 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.201)

¹⁷⁹ Vgl. Item 11(e) des Formblatt S-1 i.V.m. Art. 3, 4 der Regulation S-X (17 C.F.R. §§ 210.3 und 4)

¹⁸⁰ Vgl. Item 11(f) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 301 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.301)

¹⁸¹ Vgl. Item 11(g) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 302(a) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.302(a))

¹⁸² Vgl. Item 11(h) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 303 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.303)

Unwägbarkeit dem Vorstand zur Zeit der Abfassung des Berichts bekannt sind und es wahrscheinlich ist, dass sie auf die finanziellen Verhältnisse des Emittenten oder sein Ergebnis erheblichen Einfluss haben könnten¹⁸³. Die MD&A bezieht sich sowohl auf Liquidität als auch auf Kapitalquellen und die Ertragslage. In Bezug auf die Liquidität ist über Trends und Ereignisse zu berichten, die wahrscheinlich zu einer Verbesserung oder zu einer Verschlechterung der Liquidität führen werden. Interne und externe Quellen der Liquidität sind ebenso wie die Liquiditätsreserven darzustellen. Bezüglich der Kapitalquellen ist über finanzielle Verpflichtungen zu berichten. Trends in der Kapitalversorgung sind zu benennen, ebenso erwartete Änderungen in der Kapitalstruktur und den Kapitalkosten. Hinsichtlich der Ertragslage ist der Ergebnisbeitrag ungewöhnlicher Ereignisse und Transaktionen offen zu legen. Trends und Ungewissheiten in Bezug auf Umsatz und ordentliches Ergebnis sind darzustellen. Einzugehen ist auch auf die Ursachen bedeutender Umsatzsteigerungen und den Einfluss der Inflation auf die Ertragslage in den letzten drei Jahren.

Wechsel des Wirtschaftsprüfers oder Meinungsverschiedenheiten mit dem Wirtschaftsprüfer sind ebenfalls für die zurückliegenden zwei Jahre mit ihren Hintergründen und einer Stellungnahme des Wirtschaftsprüfers zu veröffentlichen¹⁸⁴.

Zu erläutern sind weiter quantitative und qualitative Marktrisiken¹⁸⁵. Hiermit sind, soweit zutreffend, Risiken wie das Währungsrisiko oder das Rohstoffpreisrisiko gemeint, die sowohl in tabellarischer Form als auch in erläuternden Ausführungen darzulegen sind. Dabei sind für den zurückliegenden Zweijahreszeitraum und hypothetisch für die Zukunft die Auswirkungen von Schwankungen darzustellen.

Weiterhin sind die Geschäftsleitung und die leitenden Angestellten sowie bestimmte Angestellte mit besonders wichtigen Funktionen vorzustellen, wobei neben Name und Alter auch familiäre Beziehungen untereinander, der Werdegang im Unternehmen, die Geschäftserfahrung und laufende Klageverfahren erforderlich sind¹⁸⁶. Anzugeben ist für Mitglieder der Geschäftsleitung auch, ob sie gleichzeitig in einem Geschäftsleitungsorgan einer anderen bei der SEC registrierten Gesellschaft tätig sind.

¹⁸³ Vgl. SEC Financial Reporting Release No. 36, 6 Fed. Sec. L. Rep. (1989).

¹⁸⁴ Vgl. Item 11(i) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 304 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.304)

¹⁸⁵ Vgl. Item 11(j) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 305 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.305)

¹⁸⁶ Vgl. Item 11(k) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 401 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.401)

Auch die Vergütung des CEO und der vier am besten bezahlten weiteren Führungskräfte ist im Detail unter Angabe der fixen und variablen Anteile sowie der Altersversorgung zu offenbaren¹⁸⁷.

Weiter muss der Wertpapierbesitz von Unternehmensinsidern offen gelegt werden¹⁸⁸. Als Unternehmensinsider, deren Wertpapierbesitz offen gelegt werden muss, gelten neben den Mitgliedern der Geschäftsleitung und den im Formblatt genannten leitenden Angestellten auch Aktionäre mit einer Beteiligung von mehr als 5 % der Stammaktien eines Unternehmens. Soweit bekannt ist, dass erhebliche Beteiligungen durch bestimmte Umstände, beispielsweise bei Verpfändungen, ihren Eigner wechseln können, ist auch dieses anzugeben.

Ebenso sind Transaktionen dieser Unternehmensinsider oder ihrer unmittelbaren Familienmitglieder mit dem Emittenten anzugeben, wenn der Vertragsgegenstand im Wert mehr als 60.000 \$ beträgt¹⁸⁹. Bei Mitgliedern der Geschäftsleitung sind weiterhin Transaktionen des Emittenten mit juristischen Personen anzugeben, an denen ein Mitglied der Geschäftsleitung mit 10% oder mehr der Anteile beteiligt ist oder bei denen es ebenfalls Geschäftsleitungsmitglied ist oder war¹⁹⁰. Das Gleiche gilt, wenn ein Mitglied der Geschäftsleitung besondere Verbindungen zu einer Anwaltskanzlei oder Investmentbank hat in Bezug auf Mandate des Emittenten an diese.

Abzudrucken ist dann die SEC-Maßgabe zur Haftungsfreistellung von Geschäftsleitungsmitgliedern und leitenden Angestellten¹⁹¹. Solche Haftungsfreistellungen in Bezug auf Klagen, die ihre Grundlage im Wertpapierrecht haben, sind nach Ansicht der SEC unzulässig, da sie gegen den *ordre public* verstoßen. Mit diesem Hinweis endet der erste Teil des Formblatts S-1. Alle bis hier genannten Angaben sind auch in den Prospekt aufzunehmen. Der zweite Teil des Zulassungsantrags wird als für den Anleger weniger relevant angesehen und ist daher aus Kostengründen nicht Prospektbestandteil. Der interessierte Anleger kann jedoch auch diese Angaben, die die SEC für ihre Aufsichtstätigkeit benötigt, über die SEC bzw. die Edgar-Datenbank einsehen und nutzen.

Im zweiten Teil des Formblatts S-1 sind zunächst die Kosten der Emission offen zu legen¹⁹². An diese Stelle gehören alle Kosten, aufgeschlüsselt und beziffert, außer den bereits genannten Kosten und Rabatten für die Konsortialbanken.

¹⁸⁷ Vgl. Item 11(l) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 402 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.402)

¹⁸⁸ Vgl. Item 11(m) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 403 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.403)

¹⁸⁹ Vgl. Item 11(n) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 404 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.404)

¹⁹⁰ Vgl. Item 11(o) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 404(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.404(b))

¹⁹¹ Vgl. Item 12 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 501 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.501)

¹⁹² Vgl. Item 13 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 511 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.511)

Anzugeben sind dann jedwede Verordnungen, Vereinbarungen oder Verträge, die sich für die Geschäftsleitung haftungsbeschränkend oder freistellend auswirken¹⁹³. Insbesondere ist auch eine Versicherung der Geschäftsleitungsmitglieder, die durch den Emittenten für diese abgeschlossen wurde, anzugeben.

Bei Verkäufen von nicht unter dem S.A.'33 zugelassenen Wertpapieren in den letzten drei Jahren vor der nunmehr zuzulassenden Emission sind Angaben über die Art derselben, den Umfang, die Umstände, insbesondere die Gründe für die Befreiung von der Zulassung, die beteiligten Parteien sowie die Daten von Transaktionen erforderlich¹⁹⁴.

Anzufügen an das insoweit vervollständigte Formblatt S-1 sind noch Anlagen, wie Kopien bestimmter Verträge, beispielsweise des Konsortialvertrages, des Gründungsvertrages, der Satzung und ähnlicher wesentlicher Dokumente sowie Rechenwerke und Tabellen als Anhang des Jahres- bzw. Konzernabschlusses¹⁹⁵. Zusätzlich sind in bestimmten Sonderfällen noch förmliche Versprechen des Emittenten erforderlich¹⁹⁶.

Mit den Formblättern S-2 und S-3 hat die SEC denjenigen Emittenten, deren Wertpapiere schon länger bei der SEC registriert sind, die den regelmäßigen Publizitätspflichten gegenüber der SEC und den Aktionären nachgekommen sind und die ihre Dividendenpflichten und Zinszahlungen pünktlich geleistet haben, die Möglichkeit eingeräumt, verkürzte Zulassungsanträge zu stellen.

Die auf den Formblättern S-2 und S-3 erforderlichen Angaben unterscheiden sich nur in den zu Item 11 und 12 erforderlichen detaillierten Daten zur Rechnungslegung sowie zu Unternehmensinsidern von den in Formblatt S-1 erforderlichen Angaben. Zu allen anderen Punkten ergibt sich keine Erleichterung.

Bei einem Zulassungsantrag nach Formblatt S-2 steht es dem Emittenten in der Regel frei, dem Prospekt entweder seinen letzten der SEC eingereichten Jahresabschluss auf Formblatt 10-K oder seinen den Aktionären zugesandten Annual Report und zusätzlich den aktuellsten Quartalsbericht beizufügen oder alternativ einen Großteil der Finanzinformationen, die nach Formblatt S-1 notwendig sind, ausdrücklich im Prospekt anzugeben¹⁹⁷. Diese zweite Form, die nur wenige Verkürzungen im Verhältnis zum Formblatt S-1 bedeutet, muss von denjenigen

¹⁹³ Vgl. Item 14 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 702 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.702)

¹⁹⁴ Vgl. Item 15 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 701 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.701)

¹⁹⁵ Vgl. Item 16 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 601 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.601) und Art. 5-04 der Regulation S-X (17 C.F.R. §§ 210.5-04)

¹⁹⁶ Vgl. Item 17 des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 512 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.512), beispielsweise im Falle einer Erstregistrierung eines Emittenten bei der SEC.

Emittenten gewählt werden, die eine rückwirkende Neudarstellung ihrer Finanzinformationen über das letzte Geschäftsjahr vornehmen müssen, da Fehler gemacht oder die Rechnungslegungsgrundsätze geändert wurden oder die einen erheblichen Teil ihrer Vermögenswerte seit dem letzten Jahresabschluss verkauft haben¹⁹⁸. Die erste Form, bei der also neben dem Prospekt der Jahresabschluss gegenüber der SEC oder der Annual Report an die Aktionäre überreicht wird, bedeutet demgegenüber, dass nur noch für wesentliche Veränderungen seit dem letzten Quartals- bzw. Jahresbericht gesonderte detaillierte Informationen erfolgen müssen. Bei beiden möglichen Varianten der Nutzung des Formblatts S-2 muss im Übrigen auf den letzten der SEC eingereichten Jahresabschluss oder den Annual Report und alle seit Veröffentlichung dieser Dokumente veröffentlichten weiteren Informationen ausdrücklich Bezug genommen werden, was dazu führt, dass diese rechtlich Bestandteil des neuen Zulassungsantrags werden¹⁹⁹. Der Zulassungsantrag muss zusätzlich einen Hinweis enthalten, dass alle in Bezug genommenen Dokumente auf Verlangen kostenfrei von dem Emittenten zugesandt oder überreicht werden²⁰⁰.

Wird demgegenüber Formblatt S-3 gewählt, so sind bezüglich der Finanzdaten des Emittenten nur die wichtigen Veränderungen zu beschreiben und darzustellen, die sich seit der letzten Veröffentlichung eines Annual Report ereignet haben und nicht in einem Quartalsbericht oder einer Ad-hoc-Mitteilung aufgeführt wurden²⁰¹. Ebenso wie bei einer Registrierung nach Formblatt S-2 müssen neben dem letzten Jahresabschluss auf Formblatt 10-K oder dem letzten Annual Report auch alle der SEC seit dieser Veröffentlichung eingereichten Informationen ausdrücklich in Bezug genommen werden, so dass sie rechtlich Bestandteil des neuen Zulassungsantrages werden, ebenso alle binnen der Angebotsfrist noch zu veröffentlichenden Mitteilungen²⁰². Auch in einem Zulassungsantrag auf Formblatt S-3 muss der Hinweis enthalten sein, dass alle in Bezug genommenen Dokumente auf Verlangen kostenfrei von dem Emittenten zugesandt oder überreicht werden²⁰³.

Weitere wesentliche Zulassungsanträge sind SB-1 und SB-2 für Small Business Issuer, dies sind US-Amerikanische oder kanadische Unternehmen, die keine Kapitalanlagegesellschaften sind und einen Jahresumsatz von weniger als \$ 25.000.000 haben und deren am Markt (nicht

¹⁹⁷ Angegeben werden müssen eine Kurzbeschreibung des Geschäfts, sowie die Segmentberichterstattung und die Informationen die sich aus Jahresabschluss, sowie den zusätzlichen Finanzinformationen der Sec. 301-305 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.301-305) ergeben, also insbesondere auch eine MD&A.

¹⁹⁸ Vgl. Item 11(c) des Formblatt S-2.

¹⁹⁹ Vgl. Item 12(a) des Formblatt S-2.

²⁰⁰ Vgl. Item 12(d) des Formblatt S-2.

²⁰¹ Vgl. Item 11(a) des Formblatt S-3.

²⁰² Vgl. Item 12(a), (b) des Formblatt S-3.

von verbundenen Unternehmen gehaltene) gehandelte Aktien weniger als \$ 25.000.000 wert sind²⁰⁴. Für Tochtergesellschaften besteht diese Möglichkeit allerdings nur, soweit auch das beherrschende Unternehmen selbst als „Small Business Issuer“ eingeordnet werden kann. Die Zulassungsanträge SB-1 und SB-2 enthalten ebenfalls geringere Publizitätspflichten als das Formblatt S-1²⁰⁵.

Formblatt SB-2 enthält weitergehende Publizitätspflichten als Formblatt SB-1 und kann von allen Small Business Issuern genutzt werden. Im Unterschied zu Formblatt S-1 werden auf Formblatt S-B 2 alle Finanzdaten und die MD&A nur für die letzten zwei Jahre und in weniger detaillierter Form verlangt²⁰⁶. Auch die beschreibenden und erläuternden Teile des Prospekts sind in ihren Detailanforderungen herabgestuft.

Formblatt SB-1 kann nur von Emittenten benutzt werden, die höchstens für Wertpapiere im Gegenwert von 10.000.000 \$ innerhalb eines 12-Monatszeitraums die Zulassung beantragen²⁰⁷. Bei diesem Formblatt ist die Veröffentlichung erheblich vereinfacht und erleichtert. Eine MD&A ist beispielsweise auf Formblatt SB-1 nicht erforderlich²⁰⁸. Einzureichen sind allerdings ansonsten dieselben Finanzdaten, die auch bei einer Registrierung auf Formblatt SB-2 erforderlich sind²⁰⁹.

Für nicht US-amerikanische Emittenten gibt es gesonderte Vertriebsantragsformulare, wobei zunächst zwischen kanadischen und anderen nicht US-amerikanischen Emittenten unterschieden werden muss, denn kanadische Emittenten können die Zulassungsanträge für US-amerikanische Emittenten verwenden. Für weder US-amerikanische noch kanadische Emittenten sind die Zulassungsanträge F-1/ F-2/ F-3 vorgesehen, die grundsätzlich nach denselben Kriterien gewählt werden können, wie die oben für US-amerikanische Emittenten beschriebenen Vertriebsanträge²¹⁰.

Nach der Einreichung beginnt eine gesetzliche zwanzigtägige Wartezeit, innerhalb welcher der Antrag entweder von der SEC abgelehnt werden muss oder nach welcher er als akzeptiert gilt,

²⁰³ Vgl. Item 12(c) des Formblatt S-3.

²⁰⁴ Vgl. Rule 405 der SEC und Item 10 der Reg. S-B (17 C.F.R. § 228.10(a)(1))

²⁰⁵ Die Möglichkeit eines Zulassungsantrages mit geringeren Anforderungen, als sie der Zulassungsantrag nach Formblatt S-1 bedeutet, ergibt sich zusätzlich für alle Emittenten (also auch Small Business Issuer), die für weniger als den Gegenwert von 5.000.000 \$ in Wertpapieren die Zulassung beantragen wollen, vgl. hierzu Regulation A der SEC und das korrespondierende Formblatt 1-A als Zulassungsantrag. Als weitere Erleichterung im Vergleich zu Formblatt SB-1 kommt hier hinzu, dass keine testierten Abschlüsse mehr verlangt werden.

²⁰⁶ Vgl. Item 17, 22 des Formblatt SB-2 i. V. m. Item 303, 310 der Reg. S-B (17 C.F.R. § 228.303 und § 228.310).

²⁰⁷ Vgl. General Instructions A. des Formblatt SB-1.

²⁰⁸ Vgl. Formblatt SB-1.

²⁰⁹ Vgl. Part F/S des Formblatt SB-1 i. V. m. Item 310 der Reg. S-B (17 C.F.R. § 228.310).

die sog. Waiting Period. Während der „Waiting Period“ dürfen Kaufangebote und bestimmte Verkaufsangebote gemacht werden, allerdings dürfen noch keine Verkäufe vollzogen werden, vgl. Sec. 5(a) und (c) S.A.'33. Zu den erlaubten Verkaufsangeboten gehören einerseits mündliche Verkaufsangebote, wozu auch organisierte „Werbeveranstaltungen“, sog. „Road Shows“, gehören, die teilweise auch über das Internet übertragen werden; weiter sind Veröffentlichungen erlaubt, die lediglich das Wertpapier, seinen Ausgabepreis und die Kontaktperson für Verkäufe benennen²¹¹. Solche sog. „Tombstone Ads“ werden in der Regel als ganzseitige Anzeigen in Tageszeitungen veröffentlicht. Ein auf dem Antrag basierendes Vertriebsprospekt, welches den Anforderungen der Sec. 10 S.A. '33 genügt, ist dem Anleger vor oder mit dem Erwerb eines entsprechenden Wertpapiers auszuhändigen. Der Erwerber wird so mit der notwendigen Anlageinformation versorgt. Zugleich sollen damit betrügerische Vertriebspraktiken unterbunden werden.

Zu widerhandlungen gegen die hier genannten Verbote werden strafrechtlich und zivilrechtlich nach Sec. 17 (a) S.A.'33 als „fraud“, also Betrug, behandelt, wobei die strafrechtlichen Folgen im Hinblick auf den Enronskandal erheblich verschärft wurden.

Bei Falschinformationen im Registration Statement bildet Sec. 11 S.A.'33 die Anspruchsgrundlage für zivilrechtlichen Schadensersatz geschädigter Anleger wegen unwahrer Tatsachenbehauptung oder Auslassung wesentlicher Tatsachen. Anleger, die die Aktien nicht innerhalb der ersten zwölf Monate nach Veröffentlichung des Prospekts und nach der Veröffentlichung eines zwischenzeitlichen Jahresabschlusses gekauft haben, müssen speziell nachweisen, dass sie sich auf die Angaben im Prospekt verlassen haben. Es haftet, wer das Registration Statement unterschrieben hat, also zwingend die Geschäftsleitung und die Emissionsbank sowie weitere Personen (beispielsweise Wirtschaftsprüfer, Anwalt oder sogar Techniker und Ingenieure), die durch ihr Verhalten die Verantwortung für den Prospekt oder Teile desselben übernommen haben. Der Schadensersatz nach Sec. 11 S.A.'33 wird aus dem für die Aktien bezahlten Kaufpreis und dem Wert der Aktien zur Zeit des Rechtsstreits oder dem Verkaufspreis vor Beginn des Rechtsstreits oder vor Erlass des Urteils berechnet.

Daneben besteht für Käufer von Wertpapieren ein direkter Anspruch gegen den Verkäufer, sofern dieser die Wertpapiere unter Verwendung eines unrichtigen oder unvollständigen Prospekts verkauft hat, vgl. Sec. 12(a)(1) und (2) S.A.'33. Verlangt werden kann nach diesen Vorschriften allerdings nur die Rückgabe des Kaufpreises Zug um Zug gegen Rückübertragung

²¹⁰ Vgl. hierzu die Formblätter F-1, F-2 und F-3.

²¹¹ Weitere mögliche Informationen ergeben sich aus SEC Rule 134.

der Aktien oder, wenn der Kläger die Aktien zwischenzeitlich verkauft hat, der Unterschied zwischen Kaufpreis und Verkaufspreis.

II. Vergleich:

Zwischen den im Börsenzulassungsprospekt geforderten Angaben und den Berichtselementen des Formblatts S-1 bestehen deutliche Parallelen. Es werden in beiden Fällen nicht nur quantitative, also rechnungslegungsorientierte, sondern auch qualitative Informationen verlangt. Auch inhaltlich gibt es erhebliche Parallelen, da Angaben beispielsweise zu den wichtigsten Tätigkeitsbereichen, Standorten, neuen Erzeugnissen, der Abhängigkeit von Patenten, Lizenzen und Verträgen, laufenden Gerichts- und Schiedsverfahren oder zu Geschäftsführungs- und Aufsichtsorganen in beiden Veröffentlichungen gefordert werden. In beiden Publikationen müssen die wesentlichen Rechnungslegungsdaten des Unternehmens für die letzten drei Jahre angegeben werden. Formblatt S-1 geht allerdings in einigen Bereichen weiter als der Börsenzulassungsprospekt. Dies ist beispielsweise bei Angaben zur Vergütung des Managements, aber auch bei bestimmten Rechnungslegungsdaten der Fall. Zu diesen Unterschieden zwischen den Rechenwerken, die nach IFRS und denen, die nach US-GAAP erstellt werden, sowie zwischen den qualitativen Aussagen im Rahmen einer MD&A und eines Lageberichts wird bei der Behandlung der Regelpublizität Stellung genommen. Im Übrigen sind seit der Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie die wesentlichen inhaltlichen Unterschiede zwischen der deutschen und der US-amerikanischen Emissionspublizität angeglichen.

Unterschiede ergeben sich dahingehend, dass in den USA der komplette Zulassungsantrag zwar grundsätzlich über die EDGAR-Datenbank für jeden zugänglich ist, aber der Prospekt nicht alle in diesem Zulassungsantrag genannten Informationen enthält. Der Zulassungsantrag enthält alle Prospektangaben, geht aber noch darüber hinaus, in Deutschland wird demgegenüber der Börsenzulassungsprospekt der BaFin zur Billigung vorgelegt. Exakt dieser wird dann später auch veröffentlicht. Weitere Angaben als die im Börsenzulassungsprospekt sind im Grundsatz weder für die BaFin noch für einzelne Anleger zugänglich. Die Daten, die in den USA nur über den Zulassungsantrag und die EDGAR-Datenbank zugänglich gemacht werden, sind in Deutschland teilweise allerdings zwingender Bestandteil des Börsenzulassungsprospekts, wie beispielsweise die geschätzten Gesamtkosten der Emission.

Erhebliche Unterschiede gibt es allerdings insofern, als der deutsche Gesetzgeber seit der Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie keine gesonderten und erleichterten Zugangsvoraussetzungen für den geregelten Markt mehr vorsieht und sich damit in

Deutschland für alle Unternehmen, die an der Börse notiert werden wollen, dieselben Zulassungsvoraussetzungen gelten. Demgegenüber gelten in den USA besondere abgeschwächte Zugangsvoraussetzungen für sog. Small Business Issuer, also kleinere Unternehmen, denen, so der dahinter stehende Gedanke, durch die generell umfangreichen Offenlegungsvorschriften eine zu große finanzielle Belastung entstünde, die diese Unternehmen in der Konsequenz von der Börse fernhalten würde. Diese Erwägung gilt grundsätzlich auch für Deutschland, denn auch in Deutschland ist es immer wieder Gegenstand von Diskussionen, wie man für Mittelständler den Kapitalmarkt attraktiv gestalten kann²¹². Vor der Einführung des Wertpapierprospektgesetzes im Jahr 2005 war die Zulassung zum geregelten Markt in Deutschland von den Publizitätsanforderungen her erheblich einfacher zu erreichen als die Zulassung zum amtlichen Markt; statt eines ausführlichen Börsenzulassungsprospekts musste nämlich nur ein erheblich weniger umfangreicher Unternehmensbericht veröffentlicht werden. Diese Möglichkeit gibt es seit 2005 nicht mehr, vielmehr gelten für die Zulassung zum amtlichen und zum geregelten Markt die gleichen Publizitätsanforderungen. Hier wäre eventuell auch auf EU-Ebene zu überdenken, ob nicht wieder vereinfachte Zulassungsvoraussetzungen eingeführt werden sollten. In diesem Bereich könnte sich insoweit auch eine Orientierung an dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht empfehlen. Die größenabhängig erleichterten Zulassungsvoraussetzungen führen dazu, dass genau diejenigen Unternehmen entlastet werden, die sonst aufgrund ihrer geringeren Größe über Gebühr belastet würden. Dies steht im Gegensatz zur früheren deutschen Lösung, die den Umfang der Publizitätspflichten letztlich zur Wahl des Emittenten stellte. Die US-amerikanische Lösung ist auch insofern zu empfehlen, als die allgemein bestehenden Publizitätspflichten lediglich insgesamt verringert werden und insbesondere Details sowie bestimmte Finanzdaten erlassen werden und die historischen Finanzinformationen statt für drei Jahre nur noch für zwei Jahre beizubringen sind.

Was ebenfalls im US-amerikanischen Recht zu einer erheblichen Vereinfachung der Zulassungspublizität führt, ist die Möglichkeit für diejenigen Unternehmen, die seit mehreren Jahren bei der SEC zugelassen sind und ihre Offenlegungsverpflichtungen erfüllen, vereinfachte Formblätter zu verwenden, bei denen für einen Großteil der erforderlichen Informationen auf bereits getätigte Veröffentlichungen verwiesen wird. Hier profitiert das US-amerikanische System von der umfassenden SEC-Datenbank EDGAR, die alle von einem Unternehmen

²¹² Aktuell ist insoweit die Schaffung des „Entry Standard“ im Freiverkehr der Deutschen Börse, vgl. zur aktuellen Diskussion auch BörsenZeitung, Sonderbeilage: Deutsches Eigenkapitalforum

vorgenommenen offiziellen Veröffentlichungen für jeden kostenfrei und unproblematisch zugänglich macht. In Deutschland existiert eine derartige Datenbank bislang nicht. Der Verweis ist außerdem bislang nur für das Registrierungsformular zugelassen, sofern ein dreiteiliger Prospekt gewählt wurde und auf ein derartiges Dokument, das bereits veröffentlicht wurde und noch gültig ist, verwiesen wird. Der Verweis auf bereits veröffentlichte Rechenwerke in den USA vereinfacht die Emissionspublizität für diejenigen Unternehmen, deren Daten ohnehin bereits zugänglich sind. Eine derartige Verweislösung wäre auch in Europa und Deutschland denkbar, sie bedingt allerdings die Einführung allgemeiner Datenbanken. Für Emittenten und Anleger ist eine derartige Vereinfachung attraktiv, da dem Anleger bei geringerem Aufwand für den Emittenten dieselben Informationen schneller zur Verfügung stehen und die Transparenz dementsprechend keine Einbußen erfährt.

III. Fazit:

Festzuhalten bleibt, dass insbesondere die Möglichkeiten, die US-amerikanische Emissionspublizität zu vereinfachen und zu verschlanken, auch für den europäischen Rechtskreis Vorbildfunktion haben sollten. Anzudenken wäre speziell die Einführung eines erleichterten Börsenzugangs für kleinere Unternehmen nach dem Vorbild der Zulassungsanträge SB-1 und SB-2 für die sog. Small Business Issuer und die Einführung der Einbeziehung von bereits veröffentlichten Finanzinformationen durch Verweis, die einfach und schnell für jedermann zugänglich sind. In diesem Zusammenhang bliebe allerdings auch zu überlegen, eine Datenbank anzulegen, die alle von börsennotierten Emittenten veröffentlichten Pflichtpublikationen beinhaltet und zugänglich macht.

C. Regelpublizität:

I. Bestandsaufnahme:

1. Deutsches Recht:

Nach Zulassung des Wertpapiers treffen den Emittenten weitere laufende Publizitätspflichten. Die Zwecke dieser Regelpublizitätspflichten werden dabei unterschiedlich beurteilt, teilweise wird vertreten, Zweck der Aufstellung von Jahresabschlüssen und unterjährigen Zwischenbilanzen seien die Dokumentation und der Gläubigerschutz durch Selbstkontrolle.

Oberste Maxime ist damit der Gläubigerschutz²¹³. Daneben werden, allerdings mit untergeordneter Priorität, auch von Vertretern dieser Linie speziell für kapitalmarktorientierte Unternehmen der Schutz der Institution des Kapitalmarktes und die optimale Kapitalallokation genannt. Diese Dominanz des Gläubigerschutzes wird von anderer Seite negiert, es wird vertreten, dieser sei bei großen Kapitalgesellschaften nur ein Nebenzweck, der Anlegerschutz sei die eigentliche Zielrichtung der Rechnungslegungsvorschriften. Das Anlagepublikum solle in den Stand versetzt werden, sich vor unsicheren und unrentablen Anlagen zu schützen, zugleich solle so die bestmögliche Kapitalallokation sichergestellt werden²¹⁴. Die Dualität dieser Ansichten muss an dieser Stelle nicht aufgelöst werden, es sei jedoch noch darauf hingewiesen, dass der europäische Gesetzgeber bei der Transparenzrichtlinie (umzusetzen bis zum 20.01.2007) die Regelpublizitätspflichten damit begründet, dass ein anlegerfreundliches und markteffizientes Transparenz- und Informationsniveau geschaffen werden soll, das Unterschiede in den Informationspflichten beseitigt, die die Vergleichbarkeit und die Marktliquidität beeinträchtigen²¹⁵. Die gesetzgeberische Begründung stellt damit eindeutig Anlegerschutz und Schutz der Integrität des Kapitalmarktes in den Vordergrund.

a. Jahresbericht:

Die handelsrechtliche Pflicht zur Rechnungslegungspublizität ist in Deutschland nach Typ und Größe der Gesellschaft abgestuft, wobei man zwischen kleinen, mittelgroßen und großen Kapitalgesellschaften unterscheidet. Gesellschaften, deren Aktien oder andere von ihr ausgegebene Wertpapiere an einem organisierten Markt, d.h. einer Börse gehandelt werden, gelten dabei nach § 267 III S. 2 HGB immer als große Kapitalgesellschaften. Große Kapitalgesellschaften haben gemäß § 325 HGB den geprüften Jahresabschluss unter Beifügung des Lageberichts, des Berichts des Aufsichtsrats und des Vorschlags des Vorstands sowie des Beschlusses über die Verwendung des Bilanzergebnisses im Bundesanzeiger bekannt zu geben und beim Handelsregister einzureichen. Bei bestehender Konzernrechnungslegungspflicht sind auch der geprüfte Konzernabschluss, der Konzernlagebericht und der Bericht des Aufsichtsrats über Konzernabschluss und Konzernlagebericht einzureichen. Zu beachten ist, dass bei kapitalmarktorientierten Mutterunternehmen seit dem 01.01.2005 die Aufstellung des Konzernabschlusses mit all seinen Bestandteilen nach IFRS erforderlich ist. Die Aufstellung nach HGB genügt den Anforderungen nicht mehr. Für den Einzelabschluss gilt insoweit, dass

²¹³ Vgl. Canaris, § 12 III 1; Schmidt, § 15 III 1b).

²¹⁴ Vgl. Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 336.

²¹⁵ Richtlinie 2004/109/EG Gründe (1) und (2) der Einleitung.

eine Aufstellung nach IFRS zu Offenlegungszwecken möglich ist. Zusätzlich ist allerdings in jedem Fall für alle anderen Zwecke ein Einzelabschluss nach HGB zu erstellen.

Die handelsrechtliche Rechnungslegungspflicht bezweckt sowohl den Gesellschafter- und Gläubigerschutz als auch die Verhaltenssteuerung durch kaufmännische Selbstrechenschaft²¹⁶.

Die zur Erfüllung der Vorlagepflicht an die Aktionäre im Rahmen der Hauptversammlungspflicht gemäß §§ 175 II, 176 I AktG beizubringenden Unterlagen beinhalten den Jahresabschluss, den Lagebericht, den Bericht des Aufsichtsrats und den Vorschlag des Vorstands bezüglich der Verwendung des Bilanzgewinns und gehen damit nicht über die handelsrechtlichen Vorgaben hinaus. Bei Konzernmutterunternehmen bezieht sich diese Vorlagepflicht auf den Konzernabschluss und den Konzernlagebericht.

Die kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten nach § 39 I Nr. 3, II BörsG i.V.m. § 65 BörsZulVO beziehen sich ebenfalls auf Jahresabschluss und Lagebericht und legen fest, dass diese unverzüglich nach der Feststellung der Öffentlichkeit über die depotführenden Kreditinstitute zur Verfügung stehen müssen. Konzernrechnungslegungspflichtige Unternehmen haben insoweit den Konzernabschluss und den Konzernlagebericht zu veröffentlichen. Seit dem 01.01.2005 ist dementsprechend der IFRS-Konzernabschluss offen zu legen, wobei auch zusätzlich IFRS-Einzelabschlüsse für die Unternehmen offen gelegt werden dürfen. Zu bedenken ist aber, dass zur Beurteilung eines Unternehmens letztlich der Konzernabschluss entscheidend ist. Denn bei einem Konzernunternehmen lässt nur dieser eine Beurteilung der Rentabilität des Gesamtunternehmens zu.

(i) Konsolidierungskreis

Die erste wesentliche Frage bei der Aufstellung eines Konzernabschlusses ist zunächst immer diejenige nach dem Konsolidierungskreis. Die Vorgaben dazu für einen Konzernabschluss nach IFRS ergeben sich aus IAS 27 „Konzern- und separate Einzelabschlüsse nach IFRS“. Grundsätzlich ist danach jedes Mutterunternehmen zur Aufstellung eines Konzernabschlusses verpflichtet²¹⁷. Ein Mutterunternehmen ist dabei als ein Unternehmen definiert, das ein oder mehr Tochterunternehmen hat²¹⁸. Das Mutter-Tochter-Verhältnis von Unternehmen zueinander ergibt sich dabei aus der Beherrschungsmöglichkeit. Eine Beherrschungsmöglichkeit liegt nach der Definition des IAS 27.4 vor, wenn das Mutterunternehmen die (rechtlich abgesicherte) Möglichkeit hat, die Finanz- und Geschäftstätigkeit des Tochterunternehmens so zu bestimmen, dass es aus dessen Aktivitäten

²¹⁶ Vgl. hierzu Baumbach/Hopt/ Merkt, Einl. v. § 238, Rdn. 14ff.

²¹⁷ Vgl. IAS 27.9.

Nutzen ziehen kann. Auf die tatsächliche Ausübung der Bestimmungsmacht kommt es dabei nicht an, vielmehr ist die Möglichkeit dazu und die Absicht, aus der Geschäftstätigkeit des Tochterunternehmens Nutzen zu ziehen, entscheidend. Aus den IAS ergibt sich zusätzlich auch eine widerlegbare Vermutung zur Konkretisierung des Begriffes der Beherrschungsmöglichkeit: Gemäß IAS 27.13 wird eine Beherrschungsmöglichkeit vermutet, wenn das Mutterunternehmen - direkt oder indirekt - mehr als die Hälfte der Stimmrechte an einem anderen Unternehmen hält und damit über die Stimmrechtsmehrheit verfügt. Bei der Frage der Stimmrechtsmehrheit sind nach IAS 27.14 diejenigen Optionen und Wandelanleihen zu berücksichtigen, die gegenwärtig ausübbar bzw. umwandelbar sind. Neben der widerlegbaren Vermutung der Beherrschungsmöglichkeit bei Stimmrechtsmehrheit enthält IAS 27.13 vier Anhaltspunkte, bei deren Vorliegen - jeweils für sich genommen - unwiderlegbar eine Beherrschungsmöglichkeit trotz fehlender Stimmrechtsmehrheit vermutet werden muss. Diese unwiderlegbare Vermutung greift erstens dann, wenn das Mutterunternehmen die Möglichkeit hat, aufgrund einer Übereinkunft mit anderen Investoren über mehr als die Hälfte der Stimmrechte eines Unternehmens zu verfügen²¹⁹, zweitens dann, wenn das Mutterunternehmen die Bestimmungsmacht über die Finanz- und Geschäftstätigkeit des anderen Unternehmens aufgrund der Satzung oder einer Vereinbarung hat²²⁰, drittens dann, wenn das Mutterunternehmen die Mehrheit der Mitglieder des kontrollierenden Leitungsgremiums ernennen und absetzen kann²²¹, viertens schließlich dann, wenn das Mutterunternehmen in den Sitzungen des kontrollierenden Leitungsgremiums die Stimmrechtsmehrheit ausüben kann²²². Unternehmen, die zum Mutterunternehmen nur eine schwächere Unternehmensverbindung aufweisen, als für Tochterunternehmen erforderlich ist, wie beispielsweise ein Joint Venture oder sonstige Beteiligungsunternehmen mit geringerer Beteiligungsquote unterliegen nicht der Vollkonsolidierung.

Eine Ausnahme von der Pflicht zur Aufstellung eines Konzernabschlusses gilt für solche Unternehmen in mehrstufigen Konzernen, die gleichzeitig Mutter- und selber Tochterunternehmen sind (Zwischenholding). In einem solchen Fall genügt der Gesamtkonzernabschluss nach der IAS 27.10 zugrunde liegenden Vermutung den Informationsinteressen der Adressaten des Abschlusses. In dem Sonderfall, in dem an der Teilkonzernspitze konzernfremde Minderheiten beteiligt sind, entfällt die Verpflichtung zum

²¹⁸ Vgl. IAS 27.4.

²¹⁹ Vgl. IAS 27.13(a).

²²⁰ Vgl. IAS 27.13(b).

²²¹ Vgl. IAS 27.13(c).

Teilkonzernabschluss allerdings nur unter bestimmten weiteren Voraussetzungen und jedenfalls dann nicht, wenn der Teilkonzern den öffentlichen Kapitalmarkt in Anspruch nimmt²²³.

Ein Mutterunternehmen hat in seinen Konzernabschluss im Grundsatz alle Tochterunternehmen im Wege der Vollkonsolidierung aufzunehmen²²⁴. Etwas anderes gilt lediglich dann, wenn ein neu erworbenes Tochterunternehmen nur als zu Veräußerungszwecken gehalten einzuordnen ist²²⁵. Keine Ausnahme vom Grundsatz der Vollkonsolidierung ergibt sich bei lediglich vorübergehender Beherrschungsmöglichkeit gegenüber dem Tochterunternehmen oder bei Restriktionen bezüglich der Möglichkeiten, Kapital auf das Tochterunternehmen zu übertragen. Ebenfalls keine Ausnahme von der Vollkonsolidierung ergibt sich in dem Falle, dass das Tochterunternehmen bzw. dessen Tätigkeit von der anderer Konzernunternehmen abweichen. Ein in diesem Zusammenhang zu behandelndes Sonderproblem stellen diejenigen Zweckgesellschaften dar, die von Unternehmen gegründet werden, um ihre Schulden auszulagern und gleichzeitig die Konsolidierung zu vermeiden. Solche sog. Special-Purpose-Entities (SPE) werden gerade mit dem Ziel gegründet, die Konsolidierung zu vermeiden. Das auslagernde Unternehmen hält daher an der SPE keine Stimmrechtsmehrheit, vielmehr wird bereits durch die Gestaltung der Satzung sichergestellt, dass die SPE nur nach dem Willen des auslagernden Unternehmens funktioniert. Da die Vollkonsolidierung dieser SPEs in der Regel über IAS 27 nicht erreicht wurde, wurde bereits 1998 zusätzlich SIC-12 „Konsolidierung - Zweckgesellschaften“ aufgestellt²²⁶. Nach dieser Regel erlangt das Mutterunternehmen die wirtschaftliche Beherrschungsmacht und damit die Pflicht zur Vollkonsolidierung durch die Vorherbestimmung der Aktivitäten der SPE zu seinen Gunsten. Die entscheidenden Kriterien bei der Feststellung der wirtschaftlichen Beherrschungsmacht sind, dass die SPE ihre Aktivitäten maßgeschneidert auf die speziellen Bedürfnisse der Mutter und zu deren Gunsten ausführt, dass die Mutter die Fähigkeit hat, die SPE aufzulösen oder ihre Satzung zu ändern, dass der Nutzen und auch ein Großteil der Risiken der SPE bei der Mutter liegen oder dass die Mehrzahl der Eigentumsrisiken aus der SPE und ihren Vermögenswerten auf der Mutter lastet.

²²² Vgl. IAS 27.13(d).

²²³ Vgl. IAS 27.10(b).

²²⁴ Vgl. IAS 27.12.

²²⁵ Die Bilanzierung erfolgt dann nach IAS 5 zum niedrigeren Wert von Buchwert und Nettoveräußerungspreis.

²²⁶ Paragraph 11 des IAS 1 - Darstellung des Abschlusses -, schreibt vor, dass Abschlüsse nicht als mit den International Accounting Standards übereinstimmend zu bezeichnen sind, solange sie nicht sämtliche Anforderungen jedes anzuwendenden Standards und jeder anzuwendenden Interpretation des Standing Interpretations Committee (SIC) erfüllen. SIC-Interpretationen brauchen nicht auf unwesentliche Sachverhalte angewendet zu werden.

Der Konsolidierungskreis für den Konzernjahresabschluss nach IFRS stimmt in weiten Teilen mit dem Konsolidierungskreis für den Konzernabschluss nach HGB überein. In einigen Punkten ergeben sich jedoch auch Unterschiede zwischen den Konsolidierungskreisen. So kann bei einem HGB-Konzernabschluss die Vollkonsolidierung unterbleiben, wenn die Ausübung der Rechte des Mutterunternehmens in Bezug auf das Vermögen oder die Geschäftsführung des Tochterunternehmens erheblichen und andauernden Beschränkungen unterliegt²²⁷ oder die für die Erstellung des Konzernabschlusses erforderlichen Informationen nur unter Inkaufnahme unverhältnismäßiger Kosten oder Verzögerungen erlangt werden können²²⁸. Das Einbeziehungsverbot für Tochterunternehmen mit abweichender Tätigkeit, das bislang für den HGB-Konzernabschluss galt, wurde erst kürzlich durch das BilReG aufgehoben²²⁹.

(ii) Bilanz

Der IFRS-Konzernabschluss besteht ebenso wie der Konzernabschluss nach HGB aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Eigenkapitalveränderungsrechnung, Kapitalflussrechnung und Anhangangaben²³⁰.

Die Bilanz hat die Aufgabe, ein umfassendes Bild der Vermögens- und Ertragslage zum Ende der Berichtsperiode abzugeben. Die Bilanz ist vorzugsweise in Staffelform aufzustellen²³¹. Die Mindestangaben einer IFRS-Bilanz sind bei den Aktiva die Sachanlagen, die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien, die immateriellen Vermögenswerte, die finanziellen Vermögenswerte außer den an anderer Stelle anzugebenden Werten, die nach der Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen, die biologischen Vermögenswerte, die Vorräte, die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die sonstigen Forderungen und die Zahlungsmittel und Zahlungsäquivalente; bei den Passiva sind als Mindestangaben anzugeben die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die sonstigen Verbindlichkeiten, die Rückstellungen, die finanziellen Schulden, die nicht an anderer Stelle zu nennen sind, die Steuerschulden, die Steuererstattungsansprüche, die latenten Steuererstattungsansprüche, die latenten Steuerschulden, die Minderheitsanteile am Eigenkapital, das gezeichnete Kapital und die Rücklagen, die den Anteilseignern des Mutterunternehmens zuzuordnen sind²³².

Unterschiede zum HGB ergeben sich bei der Bilanz nach IFRS-Vorschriften insbesondere dadurch, dass diese in der Regel in Staffelform zu führen ist, während das HGB in § 266 HGB

²²⁷ Vgl. § 296 I Nr. 1 HGB.

²²⁸ Vgl. § 296 I Nr. 2 HGB.

²²⁹ Vgl. Art. 1 Ziff. 14 BilReG, der § 295 HGB aufhebt.

²³⁰ Vgl. zu diesem Komplex auch Scheffler, AG 05, R 140; R170; R206; R244.

²³¹ Vgl. Anhang zu IAS 1.

²³² Vgl. IAS 1.68.

die Kontoform zwingend vorgab. Ein weiterer wesentlicher Unterschied ergibt sich daraus, dass ein IFRS-Abschluss keine Rechnungsabgrenzungsposten ausweist, die im HGB-Abschluss zwingend gesondert auszuweisen sind²³³.

(iii) Gewinn- und Verlustrechnung

Neben der Bilanz muss ein Jahresabschluss auch eine Gewinn- und Verlustrechnung beinhalten. Die Gewinn- und Verlustrechnung soll den Jahresabschlussadressaten detaillierte Informationen über Ausmaß und Quellen der Ertrags- bzw. Leistungskraft eines Unternehmens vermitteln. Zu diesem Zweck werden Erträge und Aufwendungen gegenübergestellt, die ein auf den Berichtszeitraum bezogenes Periodenergebnis ergeben. Für die Realisierung von Erträgen gilt nach IFRS im Unterschied zum Vorsichtsprinzip des HGB das weit gefasste Realisationsprinzip, welches besagt, dass neben realisierten auch realisierbare, also bislang unrealisierte Erträge zu bilanzieren sind²³⁴. Die IFRS-Vorschriften geben auch für die Gewinn- und Verlustrechnung eine Mindestgliederungstiefe vor; eine bestimmte Präsentationsform (Konto- oder Staffelform) geben sie im Gegensatz zum HGB (Staffelform) nicht vor. Mindestens anzugeben sind in der Gewinn- und Verlustrechnung nach IFRS die Umsatzerlöse, die Finanzierungsaufwendungen, das Ergebnis aus den verbundenen Unternehmen und den Gemeinschaftsunternehmen, die nach der Equity-Methode bilanziert werden, die Gewinne und Verluste vor Steuern aus der Veräußerung von Vermögenswerten oder die Abgeltung von Schulden in Verbindung mit der Aufgabe von Unternehmensbereichen, die Steueraufwendungen, das Periodenergebnis sowie das Ergebnis je Aktie, das auf Minderheitenanteile entfallende Ergebnis und das den Anteilseignern des Mutterunternehmens zuzurechnende Ergebnis²³⁵. Bei der IFRS-Gewinn- und Verlustrechnung kann ebenso wie bei der HGB-Gewinn- und Verlustrechnung zwischen dem Umsatzkostenverfahren und dem Gesamtkostenverfahren gewählt werden. Ein wesentlicher Unterschied zwischen HGB und IFRS ergibt sich allerdings bei der Frage der Einbeziehung von Aufwendungen und Erträgen, die außerhalb der ordentlichen Geschäftstätigkeit angefallen sind. Nach § 277 IV HGB sind solche Aufwendungen und Erträge dem außerordentlichen Ergebnis zuzuordnen und gegebenenfalls im Anhang zu erläutern. Die Definition außerordentlicher Ergebnisse ist dabei im HGB sehr weit gefasst. So sind nach dem HGB auch Gewinne und Verluste aus Schadensfällen und Zuschüsse ohne Gegenleistung außerordentliche Erträge bzw.

²³³ Vgl. § 247 I, 250 HGB.

²³⁴ Zu Bilanzieren sind nach IAS 11.11 beispielsweise künftig hinreichend sicher anfallende Auftragserlöse.

²³⁵ Vgl. IAS 1.81 und 1.82.

Aufwendungen, während diese nach IFRS nicht als außerordentlich gewertet werden²³⁶. Einen weiteren Unterschied bedeutet auch der Ausweis des außergewöhnlichen Ergebnisses im Anhang des HGB-Abschlusses. Im Unterschied dazu gestatten die IFRS-Vorschriften die Angabe außerordentlicher Positionen weder in der Gewinn- und Verlustrechnung noch im Anhang.

(iv) Eigenkapitalveränderungsrechnung

Nächster wesentlicher Bestandteil eines IFRS-Jahresabschlusses ist die Eigenkapitalveränderungsrechnung. Zweck der Eigenkapitalveränderungsrechnung ist es, auch diejenigen Sachverhalte abzubilden, die das Eigenkapital verändern, ohne die Gewinn- und Verlustrechnung zu betreffen. Die Eigenkapitalveränderungsrechnung zeigt den Lesern damit im Gegensatz zur Gewinn- und Verlustrechnung die Quellen sämtlicher Reinvermögensänderungen.

Ergebnisneutrale Eigenkapitalveränderungen, die nur in der Eigenkapitalveränderungsrechnung wiedergegeben werden, sind im Wesentlichen Differenzen aus der Währungsumrechnung der Einzelabschlüsse selbständiger ausländischer Tochterunternehmen, ergebnisneutrale Marktbewertungen von als zur Veräußerung bereit stehend klassifizierten finanziellen Vermögenswerten und Neubewertungen von Sachanlagevermögen und immateriellen Vermögenswerten. Weiterhin an dieser Stelle zu berücksichtigen sind Korrekturen grundlegender Fehler und rückwirkende Änderungen von Ansatz- und Bewertungsmethoden.

Die Summe aller Aufwendungen und Erträge eines Berichtszeitraums, d.h. aller Eigenkapitalveränderungen ohne Kapitaltransaktionen zwischen Eigentümern und Unternehmen, bestimmen den Periodengesamterfolg. Für diesen hat sich mittlerweile auch in Deutschland der aus der US-amerikanischen Rechnungslegung stammende Begriff des „comprehensive income“ eingebürgert. Zu bedenken ist trotzdem, dass in Deutschland nach wie vor nicht dem „comprehensive income“ als dem Ergebnis der Eigenkapitalveränderungsrechnung, sondern dem Ergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung²³⁷ die größte Bedeutung beigemessen wird²³⁸.

IAS 1.8(c) schreibt für die Eigenkapitalveränderungsrechnung zwei verschiedene Darstellungsmöglichkeiten vor, die von den Unternehmen gewählt werden können und sich im Umfang unterscheiden. Nach der ersten Alternative sollen in der Eigenkapitalveränderungsrechnung nur diejenigen Veränderungen des Eigenkapitals abgebildet

²³⁶ Vgl. Pellens/ Fülbier/ Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 180.

²³⁷ Die US-amerikanische Bezeichnung für das Ergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung ist „net income“.

werden, die keine Kapitaltransaktionen sind. Die zweite Alternative bedeutet demgegenüber die Abbildung sämtlicher Eigenkapitalveränderungen. Bei Erstellung einer Eigenkapitalveränderungsrechnung nach der ersten Alternative sind die Eigenkapitalveränderungen nach ihren jeweiligen Quellen aufgeschlüsselt darzustellen. Die Auswirkungen von Fehlern bzw. Änderungen der Bilanzierungs- bzw. Bewertungsmethoden werden allerdings nur nachrichtlich angegeben. Lediglich im Anhang sind Kapitaltransaktionen zwischen Eigentümern und Unternehmen sowie Ausschüttungen, der Betrag des angesammelten Ergebnisses zu Beginn und Ende des Berichtszeitraums sowie sämtliche Bewegungen während des Geschäftsjahres und eine Überleitung der Buchwerte jeder Kategorie des gezeichneten Kapitals, der Kapitalrücklage und sämtlicher weiterer Rücklagen vom Beginn bis zum Ende des Berichtszeitraums anzugeben. Die zweite umfangreichere Alternative der Darstellung einer Eigenkapitalveränderungsrechnung erfasst auch die bei der ersten Alternative lediglich im Anhang ausgewiesenen Informationen in der Eigenkapitalveränderungsrechnung. Bei dieser Alternative ist für die Vorperiode eine vergleichbar gegliederte Eigenkapitalveränderungsrechnung zu erstellen. Der Informationswert dieser Darstellungsform der Eigenkapitalveränderungsrechnung ist damit ungleich viel höher. Dies erklärt vielleicht, warum die erste weniger umfangreiche Darstellungsalternative jedenfalls in Deutschland und Österreich kaum Verwendung findet²³⁹.

Nach dem HGB war eine Eigenkapitalveränderungsrechnung nur für börsennotierte Konzernmutterunternehmen vorgegeben und auch für diese erst seit 2002 (§ 297 I 2 HGB). Inhaltliche Unterschiede ergeben sich dabei zu den IFRS-Vorschriften nicht, da sich der einschlägige DRS 7, der die Richtlinien für die HGB-Eigenkapitalveränderungsrechnung für die börsennotierten Konzernmutterunternehmen vorgegeben hat, an IAS 1 orientiert hat.

(v) Kapitalflussrechnung

Nächster Bestandteil des Jahresabschlusses nach IFRS ist die Kapitalflussrechnung. Die Kapitalflussrechnung dient dem Zweck, die Finanzlage des Unternehmens abzubilden. Die Abschlussadressaten sollen darüber informiert werden, auf welche Weise in dem Unternehmen liquide Mittel erwirtschaftet und verwendet wurden. Durch Abbildung der finanziellen Lage und Informationen über die Fähigkeit des Unternehmens, Überschüsse an liquiden Mitteln zu erwirtschaften und den Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, soll die Bewertung der Liquidität und Solvenz des Unternehmens ermöglicht werden. Zusätzlich dient die

²³⁸ Vgl. Pellens/ Fülber/ Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 161.

Kapitalflussrechnung auch der Abschätzung des künftigen Liquiditätsbedarfs²⁴⁰. Die Kapitalflussrechnung bildet hierbei Zahlungen ab, was sie von bilanzpolitischen Maßnahmen weitgehend unabhängig macht.

Die Kapitalflussrechnung ist nach dem Bruttoprinzip zu erstellen, dies bedeutet, dass Ein- und Auszahlungen unsaldiert abzubilden sind²⁴¹. Ausnahmen gibt es von diesem Bruttoprinzip nur für Ein- und Auszahlungen, die im Namen von Kunden durchgeführt werden und die eher auf Aktivitäten von Kunden als auf solche des Unternehmens zurückzuführen sind und für Ein- und Auszahlungen mit besonderer Umschlagshäufigkeit, großen Beträgen und kurzen Laufzeiten²⁴². Beide Ausnahmen betreffen in der Hauptsache Finanzinstitute²⁴³ und wurden an sich speziell für deren Kapitalflussrechnung konzipiert.

In der Kapitalflussrechnung werden Veränderungen der liquiden Mittel im Berichtszeitraum detailliert beschrieben. Zu den liquiden Mitteln gehören bei einer Kapitalflussrechnung nach IFRS nicht nur Zahlungsmittel, sondern auch Zahlungsmitteläquivalente. Im Einzelnen sind darunter Kassenbestände, Sichtguthaben bei Kreditinstituten, Postwertzeichen bzw. Guthaben von Frankiermaschinen, noch nicht eingelöste Bar- und Verrechnungsschecks, Finanzinvestitionen, die eine Laufzeit von höchstens drei Monaten aufweisen, ohne weiteres in Zahlungsmittel umgewandelt werden können und nur unwesentlichen Wertschwankungen unterliegen und auch Kontokorrentkredite zu subsumieren, sofern diese integraler Bestandteil der Zahlungsmitteldisposition des Unternehmens sind.

Innerhalb der Kapitalflussrechnung ist dann in drei große Bereiche zu unterteilen, erstens in den Kapitalfluss aus betrieblicher Tätigkeit, zweitens in den Kapitalfluss aus Investitionstätigkeit und drittens in den Kapitalfluss aus Finanzierungstätigkeit²⁴⁴. Alle Ein- und Auszahlungen sind einem der drei Bereiche zuzurechnen und bei diesem abzubilden. Zuordnungsprobleme zu den einzelnen Bereichen ergeben sich insbesondere bei Zins- und Dividendenzahlungen. Hier ergibt sich für das erstellende Unternehmen ein Wahlrecht zwischen allen drei Bereichen²⁴⁵. Allerdings besteht diese Wahlmöglichkeit im Grundsatz nur einmal, da dann das Stetigkeitsgebot greift und die einmal getroffene Zuordnung beibehalten

²³⁹ Vgl. Haller/ Schloßgangl, Notwendigkeit einer Neugestaltung des Performance Accounting nach International Accounting (Financial Reporting Standards), KoR 03, 323.

²⁴⁰ Vgl. Pellens/ Fülbier/ Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 163.

²⁴¹ Vgl. IAS 7.21.

²⁴² Vgl. IAS 7.22, 7.23.

²⁴³ Die zweite Ausnahme meint nach IAS 7.23 z. B. Darlehensbeträge gegenüber Kreditkartenkunden.

²⁴⁴ Vgl. IAS 7.6.

²⁴⁵ Vgl. IAS 7.31.

werden muss. Für die Kapitalflussrechnung gibt IAS 7 im Übrigen weder eine besondere Präsentationsform noch eine Mindestgliederungstiefe vor.

Zusätzlich zur Kapitalflussrechnung erfordert IAS 7 die Ausweisung vielfältiger zusätzlicher Anhangsangaben²⁴⁶. Im Einzelnen gehören hierzu die Zusammensetzung der Zahlungsmittel und Zahlungsäquivalente, die Überleitung der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente aus der Kapitalflussrechnung auf die entsprechenden Bilanzpositionen, die Offenlegung von Änderungen in der Zusammensetzung des Finanzmittelfonds der Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, die Angabe der wesentlichen Anteile an Zahlungsmitteln und Zahlungsmitteläquivalenten, über die der Konzern nicht frei verfügen kann, die separate Angabe außerordentlicher Zahlungsvorgänge aufgeschlüsselt nach den drei Kapitalflussbereichen und die Angabe nicht zahlungswirksamer Investitions- und Finanzierungsvorgänge.

Im Unterschied zu den IFRS-Grundsätzen schreibt das HGB die Erstellung einer Kapitalflussrechnung ausdrücklich erst seit 2002 und nur für kapitalmarktorientierte Konzernmutterunternehmen vor²⁴⁷. Vorgaben zur Kapitalflussrechnung ergeben sich aus dem HGB nicht, vielmehr ergeben sich solche aus DRS 2, der die Kapitalflussrechnung nach dem HGB reguliert und sich dabei stark an IAS 7 orientiert. Es ergeben sich damit nur geringe Unterschiede zur Kapitalflussrechnung nach IFRS. In DRS 2 wird ein detailliertes Gliederungsschemata vorgegeben. Nach DRS 2.37 müssen Dividenden der Finanzierungstätigkeit zugerechnet werden, im Gegensatz zu den IFRS-Vorschriften gibt es kein Wahlrecht. Die Zusatzangaben im Anhang sind nach DRS 2 umfangreicher; verpflichtend ist auch die Angabe der Ein- und Auszahlungen an Minderheitsgesellschafter von Konzernunternehmen, der Zahlungsvorgänge im Investitionsbereich nach Komponenten des Anlagevermögens und der Ein- und Auszahlungen aufgrund von Finanzmittelanlagen innerhalb der kurzfristigen Finanzmitteldispositionen.

(vi) Offenlegung der Vorstandsgehälter

Ab dem Geschäftsjahr 2006 ist die individualisierte Offenlegung der Vorstandsgehälter einer börsennotierten Aktiengesellschaft erforderlich²⁴⁸. Zweck des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes ist die erleichterte Angemessenheitskontrolle durch die Aktionäre und die dämpfende Wirkung auf das allgemeine Vergütungsniveau; insbesondere erhofft man sich

²⁴⁶ Vgl. IAS 7.45ff.

²⁴⁷ Vgl. § 297 I HGB.

²⁴⁸ Vgl. Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG, BGBl I 2005, 2267; § 285 S.1 Nr. 9 lit. a, § 314 I Nr. 6 HGB.

aber einen verbesserten Anlegerschutz durch die feinmaschigere Organpublizität²⁴⁹. Die Bezüge jedes einzelnen Vorstandsmitglieds sind gesondert unter Namensnennung im Jahresabschluss (sowohl im Einzel- als auch im Konzernabschluss) zu veröffentlichen²⁵⁰. Unter Bezügen sind erfolgsunabhängige sowie erfolgabhängige Komponenten, als auch Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung zu verstehen. Alle Komponenten sind gesondert aufzuführen. Ebenso sind alle diejenigen Leistungen aufzuführen, die dem Vorstandsmitglied für den Fall der – regulären oder vorzeitigen – Beendigung seiner Tätigkeit angeboten worden sind, insbesondere also Pensionszusagen und Abfindungsregelungen. Zusätzlich sind noch Leistungen anzuführen, die dem einzelnen Vorstandsmitglied im Hinblick auf seine Vorstandstätigkeit von einem Dritten gewährt oder zugesagt wurden. Von der Verpflichtung zur individualisierten Offenlegung der Vorstandsbezüge kann der Vorstand durch die Hauptversammlung mit einer Dreiviertelmehrheit befreit werden²⁵¹.

Als unmittelbare Sanktion sieht das Gesetz Bußgelder bis zu 50000 Euro gegen jedes Vorstandsmitglied vor²⁵².

Für Aufsichtsratsmitglieder gilt das Gesetz allerdings nicht.

(vii) Lagebericht

Neben dem Jahresabschluss ist der Lagebericht zu veröffentlichen. Der Lagebericht bringt zusätzliche Informationen zum Jahresabschluss, insbesondere über den Geschäftsverlauf und die Lage der Gesellschaft, wobei dieser Bericht in der Regel in Wirtschafts- und Risikobericht sowie Nachtragsbericht, Entwicklungsprognose und Forschungs- und Entwicklungsbericht aufgegliedert wird. Im Lagebericht sind der Geschäftsverlauf einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage der Kapitalgesellschaft so darzustellen, dass "ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild" vermittelt wird. Diese Vorschrift aus § 289 Abs. 1 HGB lehnt sich damit an die Grundsätze der ordnungsgemäßen Buchführung nach §238 HGB an. Der Lagebericht hat daher auch eine ausgewogene und umfassende, dem Umfang und der Komplexität der Geschäftstätigkeit entsprechende Analyse des Geschäftsverlaufes und der Lage der Gesellschaft zu enthalten. Je größer ein Unternehmen ist und je umfangreicher seine Geschäftstätigkeit ist, desto komplexer muss auch der Lagebericht sein.

²⁴⁹ Vgl. zu den Zwecken des VorstOG Fleischer, DB 05, 1611 (1613).

²⁵⁰ Vgl. hierzu eingehend Leuring/ Simon, NZG 05, 945; Baums, ZHR 169 (2005), 299, Fleischer, DB 05, 1611; Spindler, NZG 05, 689; Thüsing, ZIP 05, 1389.

²⁵¹ Vgl. § 286 V HGB.

²⁵² Vgl. §§ 334 III, 340n III, 341n III HGB.

In der Analyse des Geschäftsverlaufes sind jetzt ausdrücklich auch die für die Geschäftstätigkeit bedeutsamen finanziellen Leistungsindikatoren einzubeziehen und unter Bezugnahme auf die im Jahresabschluss ausgewiesenen Beträge und Angaben zu erläutern. Diese Neuregelung macht also auch eine Kennzahlenrechnung verpflichtend.

Nach dem neu gefassten § 289 Abs. 1 Satz 4 Halbs. 1 HGB ist im Lagebericht nunmehr auch die voraussichtliche Entwicklung des Geschäftsverlaufs mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken zu beurteilen und zu erläutern; außerdem gebietet § 289 Abs. 1 Satz 4 Halbs. 2 HGB, die zugrunde liegenden Annahmen anzugeben. Ausweislich der Regierungsbegründung will die Neuregelung den Gehalt des Lageberichts an entscheidungsrelevanten Informationen erhöhen und dem Investor einen Soll-Ist-Vergleich ermöglichen²⁵³. Hinsichtlich der Ausgestaltung der zukunftsorientierten Lageberichterstattung haben sich schon bisher weithin anerkannte Leitlinien herausgebildet, die nun teilweise fortentwickelt werden: Der Prognoseinhalt liegt nach verbreiteter Ansicht im pflichtgemäßen Ermessen der Unternehmensleitung²⁵⁴. Die herrschende Lehre ließ hier bisher verbale Angaben genügen²⁵⁵, und auch nach dem BilReG sollen keine zahlenmäßigen Prognosen in Form von Planbilanzen oder Planerfolgsrechnungen erforderlich sein²⁵⁶. Als sinnvollen Prognosezeitraum sieht man eine Spanne von zwei Jahren an²⁵⁷. Als Prognosekennzeichnung verlangt der vom Deutschen Rechnungslegungs-Standards Committee im Januar 2005 veröffentlichte Deutsche Rechnungslegungs-Standard Nr. 15 zur Lageberichterstattung (DRS 15)²⁵⁸, dass der Lagebericht den Prognosecharakter der Darstellung erkennen lässt. Die Prognosebasis ist nach der Gesetzesänderung - im Gegensatz zur bisherigen Rechtslage - offen zu legen, so dass sich die Lageberichtsadressaten ein eigenes Bild von der Plausibilität der Annahmen machen können²⁵⁹. Durch die Neuregelung ab 2005 wurde die Verpflichtung zur Risikoberichterstattung jedoch auch dahingehend erheblich verschärft, dass nun die Inhalte der Risikoberichterstattung durch § 289 Abs. 2 Nr. 2 HGB vorgegeben werden. Der Lagebericht muss zwingend auch auf die Risikomanagementziele und -methoden der Gesellschaft eingehen, einschließlich ihrer Methoden zur Absicherung aller wichtigen Arten von Transaktionen, die im Rahmen der Bilanzierung als Sicherungsgeschäfte erfasst werden. Die Verpflichtung zur Führung eines Risikomanagementsystems tritt damit

²⁵³ Vgl. Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3419, 30.

²⁵⁴ Vgl. MüKo/Lange, § 289 HGB Rdn. 87; Baumbach/Hopt/ Merkt, § 289 Rdn. 2.

²⁵⁵ Vgl. BeckBilanzKomm/ Ellrott, § 289 HGB Rdn. 35 (5. Auflage, 2002).

²⁵⁶ Vgl. Kaiser, WPg 2005, 405 (416 f.); Ellrott in BeckBilanzKomm, § 289 HGB Rdn. 39 (6. Aufl. 2006).

²⁵⁷ Vgl. Ellrott in BeckBilanzKomm, § 289 HGB Rdn. 37, (6. Aufl. 2006); MüKo/Lange, § 289 HGB Rdn. 97; Baumbach/Hopt/ Merkt, § 289 HGB Rdn. 2.

²⁵⁸ Vgl. DRS Nr. 15.86.

²⁵⁹ Vgl. Kaiser, WPg 2005, 405 (414); Kajüter, DB 2004, 197 (202).

noch deutlicher hervor; dem Risikomanagementsystem wird zugleich ein Mindestrahmen gegeben. Eine systematische Risikoanalyse muss nunmehr mindestens die Preisänderungs-, Ausfall- und Liquiditätsrisiken sowie die Risiken aus Zahlungsstromschwankungen umfassen, denen die Gesellschaft hinsichtlich des Einsatzes von Finanzinstrumenten ausgesetzt ist. Insofern schreibt der Gesetzgeber aber nur einen Mindestumfang vor, über den zu berichten ist. Besondere Haftungsregeln für Prognosen gibt es im deutschen Kapitalmarktrecht bezüglich der Prospekt-, Jahres- und Übernahme publizität nicht. Dies ist im Hinblick auf Prognosen im Lagebericht insofern unproblematisch, als die Voraussetzungen einer Haftung wegen Fehlinformationen im Lagebericht ohnehin schwer nachzuweisen sind, da bislang Vorsatz auf Seiten des Emittenten erforderlich ist. Dies wird sich allerdings spätestens 2007 mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie ändern, die in ihrem Art. 7 die Einführung einer unmittelbaren Haftung für fehlerhafte Regelpublizität vorsieht²⁶⁰.

Auch in §289 Abs. 2 HGB gibt es eine Verschärfung, denn der Lagebericht soll nunmehr auch auf die "Grundzüge des Vergütungssystems" für die im Anhang offenlegungspflichtigen Entgeltempfänger eingehen. Diese Angaben können, wenn sie den Umfang der Angaben nach § 285 Satz 1 Nr. 9 HGB haben, die entsprechende, sonst im Jahresabschluss erforderliche Anhangsangabe auch ganz ersetzen, d.h. die Offenlegung kann wahlweise im Anhang und im Lagebericht oder nur im Lagebericht erfolgen. Die bisherige Praxis zeigt allerdings, dass der Vergütungsbericht eher dazu gedacht ist, die variablen Gehaltsbestandteile transparenter zu machen, und sich in der Regel nur auf die Gesamtbezüge des Vorstands bezieht.

(viii) Weitere Pflichtangaben und Ausblick

Verpflichtend im Rahmen der jährlichen Berichterstattung von börsennotierten Unternehmen ist zusätzlich auch die Mitteilung über die Einberufung von Hauptversammlungen und Dividendenausschüttungen²⁶¹.

Durch die Umsetzung der Übernahmerichtlinie werden im Jahr 2006 zusätzliche Pflichtbestandteile für den Lagebericht festgesetzt werden²⁶².

(ix) Publikationsform und Publikationsfrist

Die Jahresberichterstattung eines Unternehmens muss zunächst im Bundesanzeiger bekannt gegeben werden und dann dem zuständigen Handelsregister eingereicht werden²⁶³. Zusätzlich

²⁶⁰ Vgl. Art. 7 der EU-Richtlinie 2004/109/EG.

²⁶¹ Vgl. § 63 I BörsZulVO

²⁶² Siehe hierzu unter näher unter H. I.1.g., S. 191f.

gibt es für Aktionäre noch die Haus- oder Gesellschaftsblätterpublizität, die Aktionären entweder das Recht gibt, die Unterlagen bei dem Unternehmen einzusehen bzw. sich die Unterlagen auf Verlangen zusenden zu lassen oder das Unternehmen verpflichtet, die Veröffentlichung in bestimmten, durch Gesetz oder Satzung vorgegebenen Zeitungen vorzunehmen²⁶⁴.

Änderungen sind hier allerdings absehbar. Mit dem Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) soll das deutsche Registerwesen umfassend reformiert und an das "Internetzeitalter" angepasst werden²⁶⁵. Ab dem 1. Januar 2007 sollen alle deutschen Handels-, Genossenschafts- und Partnerschaftsregister über Internet einsehbar sein. Unterlagen zur Eintragung in eines dieser Register sollen in Zukunft auch elektronisch beim zuständigen Amtsgericht eingereicht werden können. Ab spätestens Ende 2009 soll nur noch eine elektronische Einreichung beim Registergericht möglich sein. Die Bekanntmachung der Registereintragungen wird künftig ebenfalls über das Internet erfolgen, die bisher üblichen Bekanntmachungen in Tageszeitungen werden voraussichtlich mittelfristig entfallen. Darüber hinaus wird unter der Domäne www.unternehmensregister.de ein neues zentrales Unternehmensregister geschaffen, über das ebenfalls per Internet alle wesentlichen publikationspflichtigen Daten eines Unternehmens, die bisher im Gesellschaftsregister veröffentlicht werden, einsehbar sein werden. Um die Amtsgerichte zu entlasten, sieht der Gesetzentwurf als inhaltliche Änderung zur bestehenden Rechtslage vor, dass für die Speicherung und Veröffentlichung des Jahresabschlusses eines Unternehmens künftig nicht mehr das Amtsgericht, sondern der elektronische Bundesanzeiger zuständig ist.

Die Jahresberichterstattung muss unverzüglich nach ihrer Feststellung veröffentlicht werden. Festgestellt werden muss der Jahresabschluss spätestens sieben Monat nach dem Ende des Geschäftsjahres²⁶⁶. Mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie wird die Veröffentlichungsfrist für die Jahresberichterstattung allerdings auf vier Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres gekürzt werden müssen²⁶⁷.

²⁶³ Vgl. § 325 II HGB.

²⁶⁴ Vgl. § 175 II, 106 i.V.m. §25 AktG.

²⁶⁵ Der Entwurf des EHUG ist im Internet abrufbar unter <http://www.bmj.de/media/archive/1083.pdf>.

²⁶⁶ Die Hauptversammlung muss nach § 175 I AktG spätestens nach acht Monaten stattfinden, zieht man die Einberufungsfrist von einem Monat ab, § 123 I AktG, zu deren Beginn bereits ein Abschluss vorliegen muss, so ergibt sich die siebenmonatige Einberufungsfrist.

²⁶⁷ Vgl. Art. 4 (1) der Richtlinie 2004/109/EG vom 15.12.04.

b. Jährliches Dokument nach § 10 WpPG:

Emittenten von Wertpapieren sind nach § 10 WpPG verpflichtet, ihre Anleger durch ein „jährliches Dokument“ über alle im Verlauf der letzten zwölf Monate durch den Emittenten veröffentlichten wichtigen Informationen in Kenntnis setzen. Aufzulisten sind also beispielsweise alle Ad-hoc-Mitteilungen, alle Veröffentlichungen über „directors’ dealings“, alle Mitteilungen über wesentliche Beteiligungen, ebenso alle Quartals- oder Halbjahresberichte.

Nach § 10 I WpPG genügt es, wenn auf die in das Dokument aufzunehmenden Informationen verwiesen wird. In diesem Fall ist lediglich anzugeben, wo die genannte Information zugänglich ist²⁶⁸. Es genügt also den Anforderungen des § 10 WpPG, wenn das „jährliche Dokument“ bloß eine Liste andernorts erfolgter Veröffentlichungen unter Verweis auf dort erhältliche Informationen enthält. Soweit der Inhalt der Veröffentlichungen veraltet ist, muss hierauf hingewiesen werden²⁶⁹, eine Pflicht zur Aktualisierung der veröffentlichten Meldungen besteht allerdings im Rahmen des jährlichen Dokuments nach § 10 WpPG nicht.

Das jährliche Dokument muss innerhalb von zwanzig Arbeitstagen nach Veröffentlichung des Jahresabschlusses publiziert werden²⁷⁰. Dabei kann der Emittent zwischen verschiedenen alternativen Publikationsformen wählen. Der Emittent muss das jährliche Dokument entweder in einer oder mehreren Wirtschafts- oder Tageszeitungen abdrucken lassen oder durch Vorhaltung des gedruckten Dokuments zur kostenlosen Ausgabe bei den zuständigen Stellen des organisierten Marktes, beim Emittenten, bei den Konsortialbanken oder bei den Zahlstellen, durch Bereithaltung auf der Internetseite des Emittenten, der Konsortialbanken oder der Zahlstellen oder durch Bereitstellung auf der Internetseite des organisierten Marktes zugänglich machen. Denkbar und besonders aktionärfreundlich scheint dabei die Einbeziehung des jährlichen Dokuments in den Geschäftsbericht²⁷¹. Dieser wird den Aktionären regelmäßig unmittelbar nach Veröffentlichung des Jahresabschlusses zugänglich gemacht. Der Aktionär muss sich dann die ihn interessierenden Informationen nicht aus mehreren Dokumenten zusammensuchen.

²⁶⁸ Vgl. § 10 II 2 WpPG.

²⁶⁹ Vgl. Art. 27 III der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, Amtsblatt Nr. L 149 vom 30/04/2004 S. 0001 - 0137, berichtigte Fassung, Amtsblatt Nr. L 215 vom 16/06/2004 S. 0003 - 0103

²⁷⁰ Vgl. Art. 27 II der VO (EG) Nr. 809/2004.

²⁷¹ Vgl. Kaum/ Zimmermann, BB 05, 1466 (1468).

Das jährliche Dokument muss nach § 10 II 1 WpPG auch bei der BaFin hinterlegt werden. Für diese Hinterlegung ergibt sich allerdings aus dem Gesetz keine zeitliche Frist.

c. Zwischenberichte und Quartalsberichte:

Die Zwischenberichterstattung ist in Deutschland im Gegensatz zur Jahresberichterstattung ausschließlich kapitalmarktrechtlich reguliert. Für diese Zwischenberichterstattungspflicht ist ebenso wie bei der Zulassung der Wertpapiere zwischen amtlichem und geregelter Markt zu unterscheiden.

Emittenten, deren Aktien für den amtlichen Handel zugelassen sind, sind nach § 40 BörsG i. V. m. §§ 53-62 BörsZulVO verpflichtet, innerhalb des Geschäftsjahres regelmäßig mindestens einen Zwischenbericht zu veröffentlichen. Dieser Bericht tritt neben die Jahresabschlusspublizität. Er muss wie auch die handelsrechtliche Rechnungslegung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Finanzlage und des allgemeinen Geschäftsgangs des Emittenten vermitteln²⁷². Der Bericht soll sowohl Zahlenangaben als auch Erläuterungen enthalten, damit die Geschäftstätigkeit des Unternehmens in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres beurteilt werden kann. Der Inhalt des Zwischenberichts ist in den §§ 53 ff. BörsZulVO geregelt. Erforderliche Angaben sind mindestens die Umsatzerlöse sowie das Ergebnis vor und nach Steuern²⁷³. Die Betragsangaben sind mit einer Vergleichszahl für den entsprechenden Vorjahreszeitraum zu versehen, § 54 I 2 BörsZulVO. Bei geprüften Zahlenangaben ist auch über den Bestätigungs- bzw. Versagungsvermerk zu informieren; eine Verpflichtung zur Prüfung gibt es allerdings nicht. Ein Jahres- oder Konzernabschluss wird auch in gekürzter Form nicht gefordert. Zusätzlich zu den Zahlenangaben werden nach § 55 BörsZulVO Informationen zu Umsatzsegmentierung, Auftragslage, Kostenentwicklung, Zahl der Arbeitnehmer, Investitionen und eigenen Aktien verlangt. Zu berichten ist insbesondere auch über Vorgänge von besonderer Bedeutung und Aussichten für das laufende Geschäftsjahr²⁷⁴.

Der Zwischenbericht muss entweder durch Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder im Bundesanzeiger veröffentlicht oder in gedruckter Form den Aktionären auf Verlangen kostenlos zur Verfügung gestellt werden.

Zusätzlich hat das Deutsche Rechnungslegungs-Standards Committee e. V. mit dem DRS 6 „Zwischenberichterstattung“²⁷⁵ mit Beginn des Jahres 2001 Grundsätze einer

²⁷² Vgl. hierzu Schwark/Heidelberg, § 40 BörsG Rdn. 5; Siebel/Gebauer, AG 99, 385 (386).

²⁷³ Vgl. § 54 BörsZulVO.

²⁷⁴ Vgl. § 55 S. 4 BörsZulVO.

²⁷⁵ Vgl. Bekanntmachung durch das BMJ vom 02.02.2001, Bundesanzeiger vom 13.02.2001, Beilage 30a.

ordnungsgemäßen Zwischenberichterstattung aufgestellt, die über den nach § 40 BörsG i.V.m. §§ 53-62 BörsZuIVO geforderten Inhalt hinausgehen. Der DRS 6 ist durch seine Bekanntmachung durch das Bundesjustizministerium gemäß § 342 II HGB für in Deutschland zur Konzernbilanzierung verpflichtete Unternehmen verbindlich, da seine Übereinstimmung mit den deutschen Grundsätzen ordnungsgemäßer Konzernrechnungslegung nach dieser Vorschrift vermutet wird²⁷⁶. Diese Unternehmen waren durch DRS 6 zur Quartalsberichterstattung verpflichtet. Seit Beginn des Jahres 2005 hat DRS 6 allerdings keine Bedeutung mehr, da die betroffenen Unternehmen nunmehr zur IFRS-Rechnungslegung verpflichtet sind, die einen eigenen Standard zur Zwischenberichterstattung mit IAS 34 vorgibt. Aus IAS 34 ergibt sich keine explizite Aufstellungspflicht, vielmehr gilt IAS 34 für Unternehmen, die nach nationalem Recht zur Erstellung eines Zwischenberichts und zusätzlich zur IFRS-Rechnungslegung verpflichtet sind. Aus nationalem Recht ergibt sich in Deutschland aus § 40 BörsG die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Halbjahresberichten. IAS 34 gilt zusätzlich auch für freiwillige Zwischenberichte. Damit gilt IAS 34 in jedem Fall auch für Quartalsberichte, die entweder freiwillig oder, um den Anforderungen des Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zu entsprechen, erstellt werden.

Nach IAS 34 sind zu jedem Veröffentlichungszeitpunkt sowohl Zahlen für die aktuelle Berichtsperiode als auch Zahlen für den Zeitraum vom Beginn des Geschäftsjahres bis zum Ende der Berichtsperiode zu veröffentlichen. IAS 34.8 gibt vor, dass für den unterjährigen Berichtszeitraum ein komprimierter „Jahresabschluss“ gemäß IAS 1 veröffentlicht werden muss. Damit ist eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung, eine Kapitalflussrechnung und eine Eigenkapitalveränderungsrechnung auf konsolidierter Basis zu veröffentlichen. Ergänzend dazu sind Angaben erforderlich, die es den Berichtsadressaten ermöglichen, die Zahlen in Verbindung mit dem Konzernjahresabschluss zu interpretieren. Das Ergebnis je Aktie muss angegeben werden. Umsätze und Ergebnisse für die primären Segmente sind zu publizieren. Der Zwischenbericht ist in der Bewertung einzelner Vorgänge eigenständig wie ein Jahresabschluss zu erstellen²⁷⁷.

Eine Veröffentlichungsfrist wird in IAS 34 nicht vorgeschrieben. Empfohlen wird die Einhaltung einer 60-Tagesfrist. Eine Prüfungspflicht für den Zwischenbericht ergibt sich aus IAS 34 nicht.

Für alle Aktienemittenten ist in der Transparenzrichtlinie, die zum 20.01.2007 umgesetzt werden muss, die Verpflichtung vorgesehen, zusätzliche Berichte innerhalb eines Halbjahres zu

²⁷⁶ Vgl. Baumbach/Hopt, § 342 HGB Rdn 2.

veröffentlichen, die aber lediglich qualitative Informationen über die wesentlichen Ereignisse und Geschäftsvorfälle im betreffenden Zeitraum sowie deren voraussichtlichen Einfluss auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage enthalten müssen, ohne auf dem Rechenwerk des Unternehmens aufzubauen. Darüber hinaus soll die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens und seiner Tochtergesellschaften in allgemeiner Form beschrieben werden; fraglich ist, ob es sich bei dem dann zu erstellenden Bericht um einen solchen im Sinne des IAS 34 handelt, so dass dieser Accounting Standard Anwendung finden würde. Denkbar wäre zu argumentieren, dass es sich nicht um einen solchen Zwischenbericht handelt, da der nach der Transparenzrichtlinie zu erstellende Bericht gerade nicht auf dem betrieblichen Rechenwerk aufbaut.

d. Marktsegmente Prime Standard – General Standard:

Sowohl der geregelte als auch der amtliche Markt unterteilen sich an der für Deutschland bedeutenden Frankfurter Wertpapierbörse durch die Börsenordnung in die Marktsegmente „Prime Standard“ und „General Standard“. Die Marktsegmente unterscheiden sich im Bereich der Zulassungsfolgepflichten, insbesondere auch in der Zwischenberichterstattung.

Was die unterschiedlichen Folgepflichten in den unterschiedlichen Marktsegmenten Prime Standard und General Standard innerhalb des amtlichen Marktes betrifft, so müssen Unternehmen, die im General Standard des amtlichen Marktes gelistet sind, nur die genannten gesetzlichen Verpflichtungen des amtlichen Marktes bzw. geregelten Marktes erfüllen, also einen Halbjahresbericht veröffentlichen, während Unternehmen, die im Prime Standard gelistet sind, zusätzlich öffentlich-rechtlich dazu verpflichtet sind, Quartalsberichte zu erstellen, einen internationalen Rechnungslegungsabschluss nach IAS oder US-GAAP vorzulegen, einen Unternehmenskalender vorzulegen, mindestens eine Analystenkonferenz im Jahr abzuhalten und die Ad-hoc-Mitteilungen sowohl in Englisch wie auch in Deutsch vorzulegen.

Der Inhalt des Quartalsberichts im Prime Standard wird durch § 63 BO vorgegeben. Die Vorschrift legt fest, dass der Quartalsbericht eine Bilanz zum Quartalsstichtag mit Vorjahresvergleichszahlen enthalten muss, eine Gewinn- und Verlustrechnung für das aktuelle Quartal und für den Zeitraum vom Geschäftsjahresbeginn bis zum Quartalsstichtag einschließlich entsprechender Vorjahresvergleichszahlen, eine Eigenkapitalveränderungsrechnung für den Zeitraum vom Geschäftsjahresbeginn bis zum Quartalsstichtag einschließlich entsprechender Vorjahresvergleichszahlen, eine Kapitalflussrechnung für den Zeitraum von Geschäftsbeginn bis Quartalsstichtag ebenfalls

²⁷⁷ Vgl. IAS 34.28.

einschließlich entsprechender Vorjahresvergleichszahlen, zusätzlich die entsprechenden Anhangsangaben und eine Segmentberichterstattung²⁷⁸. Weitere erforderliche Angaben sind Dividendeninformationen, Angaben zum Bestand eigener Aktien und zu Bezugsrechten von Organmitgliedern und Arbeitnehmern sowie Angaben zu Managementwechseln, ferner die Arbeitnehmerzahl und Erläuterungen zur Geschäftsentwicklung im Quartal²⁷⁹. Zwingender Bestandteil des Quartalsberichts im Prime Standard ist auch eine prognostische Darstellung der Geschäftsaussichten für das laufende Geschäftsjahr²⁸⁰. Diese Anforderungen an den Quartalsbericht gehen über die Anforderungen nach § 40 BörsG i. V. m. §§ 53ff. BörsZulVO hinaus, so dass die börsengesetzlichen Anforderungen an den Halbjahresbericht durch die Veröffentlichung des zweiten Quartalsberichts vollumfänglich erfüllt werden und der Halbjahresbericht somit für Unternehmen, die Quartalsberichte veröffentlichen ersetzt wird.

Zusätzlich muss sich der Quartalsbericht auch an IAS 34 orientieren, allerdings gehen die Anforderungen dieses Standards nicht über die Anforderungen des § 63 BO hinaus, so dass sich im Hinblick auf die Quartalsberichterstattung durch die Geltung der IFRS nichts ändert.

e. Folgepflichten am geregelten Markt:

Die Publikation des Jahresabschlusses ist auch für am geregelten Markt notierte Unternehmen vorgeschrieben. Ein Unterschied zwischen geregeltem und amtlichem Markt ergibt sich im Hinblick auf die jährliche Berichterstattung nicht. Vielmehr gelten die oben dargestellten Grundsätze auch für die Unternehmen des geregelten Marktes.

Die halbjährliche Zwischenberichterstattung nach § 40 BörsG ist für Papiere des geregelten Marktes nicht vorgeschrieben. Damit ergibt sich für diese Unternehmen auch durch die Anwendung der IFRS-Rechnungslegungsgrundsätze und speziell des IAS 34 keine Änderung der bisherigen Lage. Börsennotierte Unternehmen, die bislang durch nationales Recht nicht verpflichtet sind, Halbjahresberichte zu veröffentlichen, werden allerdings durch die neue EU-Transparenzrichtlinie²⁸¹ verpflichtet, den Anlegern Zwischenberichte vorzulegen, wobei allerdings wie oben bereits dargestellt noch fraglich ist, ob der IAS 34 auf diese Zwischenberichte Anwendung findet²⁸². Diese Richtlinie ist bis zum 20.01.2007 in deutsches Recht umzusetzen.

²⁷⁸ Vgl. § 63 III BO.

²⁷⁹ Vgl. § 63 IV BO.

²⁸⁰ Vgl. § 63 IV Nr. 6 BO.

²⁸¹ Vgl. Richtlinie 2001/34/EG, KOM (2003).

²⁸² Siehe hierzu oben unter C.I.1.c., S. 68.

Emittenten von Wertpapieren am geregelten Markt unterliegen gemäß § 15 WpHG allerdings nach der Zulassung den gleichen Ad-hoc-Publizitätspflichten wie die Emittenten von Wertpapieren, die zum amtlichen Markt zugelassen sind.

Was die Unterscheidung der Marktsegmente Prime Standard und General Standard im geregelten Markt betrifft, so gilt wiederum, dass für die Aufnahme in den General Standard nur die gesetzlichen Pflichten des geregelten Marktes zu erfüllen sind, während bei einem Listing im Prime Standard die bereits oben beim amtlichen Markt aufgeführten zusätzlichen Pflichten hinzutreten.

2. US-amerikanisches Recht:

Der S.E.A.'34 stellt verschiedene Pflichten zur Regelpublizität auf. Sec. 13(a)(2) des S.E.A.'34 legt fest, dass alle bei der SEC registrierten Unternehmen, die Wertpapiere auflegen, Jahresabschluss- und Quartalsberichte zu veröffentlichen haben. Verpflichtet zur laufenden Publizität sind sowohl Unternehmen, deren Aktien an der Börse gehandelt werden, als auch solche, deren Anteile im over-the-counter-Markt (OTC) (vergleichbar mit dem deutschen Freiverkehr) vertrieben werden, sofern die Zahl der Anteilseigner mindestens 500 und das Unternehmenskapital mindestens 5 Millionen Dollar beträgt. Offenzulegen sind nach Sec. 13 (a) S.E.A. ein Jahresbericht auf Formblatt 10-K und Quartalsberichte auf Formblatt 10-Q. Diese Pflichten und die diesbezügliche Haftung sind Ende Juli 2002 in Reaktion auf Enron, Worldcom und Tyco durch den sogenannten Sarbanes-Oxley-Act („Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act“) erweitert worden²⁸³.

a. Jahresbericht nach 10-K:

Börsennotierte US-amerikanische Unternehmen haben jährliche Berichtspflichten gegenüber der SEC und ihren Aktionären zu beachten²⁸⁴. Der Jahresbericht gegenüber der SEC ist auf Formblatt 10-K anzufertigen und der SEC innerhalb von 90 Tagen nach Ende eines jeden Geschäftsjahres einzureichen. Für große Unternehmen mit Wertpapieren im Wert von mehr als 75.000.000 US\$ im Publikumsbesitz gilt eine verkürzte Frist von nur 60 Tagen.

Auf Formblatt 10-K muss zunächst die Geschäftstätigkeit während des vergangenen Jahres detailliert beschrieben werden²⁸⁵. Einzugehen ist dabei insbesondere auf die allgemeine Geschäftsentwicklung, also auf alle wesentlichen Ereignisse des zurückliegenden

²⁸³ Vgl. hierzu Coffee/ Seligman, Securities Regulation 2003 Supplement, S. 2 f.

²⁸⁴ Neben dem Jahresbericht auf Formblatt 10-K ist hier an den Annual Report gegenüber den aktuellen Aktionären und die Proxy Statements zur Vorbereitung einer Hauptversammlung zu denken, die an anderer Stelle unter D. Proxy, S. 92ff. behandelt werden.

²⁸⁵ Vgl. Item 1 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 101 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101).

Geschäftsjahres, beispielsweise Akquisitionen oder Desinvestitionen, Konkurs eines Tochterunternehmens etc.²⁸⁶. Weiterhin muss eine Segmentberichterstattung erfolgen²⁸⁷. Zusätzlich ist eine detaillierte Beschreibung des Geschäfts im Hinblick auf wichtige Produkte, ihren Umsatzbeitrag, den Entwicklungsstand angekündigter Produkte, die Quelle und die Verfügbarkeit von Rohstoffen, die Bedeutung von Patenten und Handelsmarken etc., die Abhängigkeit von Großkunden, der Auftragsbestand, die wesentlichen Änderungen von Vertragsbedingungen, die Wettbewerbssituation, die Ausgaben für Auftragsforschung in den letzten drei Jahren, die erwarteten Auswirkungen von Umweltschutzauflagen, die Zahl der Arbeitnehmer, die eventuelle Saisonabhängigkeit von Segmenten sowie die eventuellen Besonderheiten im Hinblick auf Vorratshaltung und Umlaufvermögenspositionen erforderlich²⁸⁸. Auch ein nach Ländern gegliederter Bericht bezogen auf das abgelaufene Geschäftsjahr ist einzureichen, soweit der berichtende Emittent international aufgestellt ist²⁸⁹. Weiterhin sind die wesentlichen Anlagen und Betriebsstätten zu beschreiben²⁹⁰. Schwebende und im vierten Quartal des abgelaufenen Geschäftsjahres beendete Gerichtsverfahren sind, soweit sie von Bedeutung sind, ebenfalls offen zu legen und zu beschreiben²⁹¹. Soweit eine Aktionärsversammlung im vierten Quartal des abgelaufenen Jahres Entscheidungen getroffen hat, ist über diese ebenfalls Bericht zu erstatten²⁹². Anzugeben ist in diesem Falle auch das Datum der Aktionärsversammlung und ob es sich um eine reguläre Hauptversammlung oder um eine außerordentlich einberufene Aktionärsversammlung handelte. Weiterhin ist über Marktpreise und Dividenden der Stammaktien zu berichten²⁹³. Dabei ist auf Marktinformationen und insbesondere auf Höchst- und Tiefstpreise je Quartal für die letzten zwei Jahre einzugehen²⁹⁴. Die Zahl der Aktionäre je Gattung von Stammaktien ist zu nennen²⁹⁵. Auch die Dividendenhöhe und die Dividendenhäufigkeit in den letzten zwei Jahren

²⁸⁶ Vgl. Item 1 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 101(a)(1) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(a)(1)).

²⁸⁷ Vgl. Item 1 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 101(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(b)).

²⁸⁸ Vgl. Item 1 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 101(c) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(c)).

²⁸⁹ Vgl. Item 1 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 101(d) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.101(d)).

²⁹⁰ Vgl. Item 2 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 102 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.102).

²⁹¹ Vgl. Item 3 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 103 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.103).

²⁹² Vgl. Item 4 des Formblatt 10-K.

²⁹³ Vgl. Item 5 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 201, 701, 703 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.201, 701, 703).

²⁹⁴ Vgl. Item 5(a) des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 201(a) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.201(a)).

²⁹⁵ Vgl. Item 5(a) des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 201(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.201(b)).

sind anzugeben²⁹⁶. Anzugeben sind auch Ankäufe eigener Aktien durch den Emittenten unmittelbar oder durch mit ihm verbundene Unternehmen²⁹⁷.

Ausgewählte Finanzdaten sind sogar für die letzten fünf Jahre oder erforderlichenfalls auch mehr Jahre anzugeben²⁹⁸. Je nach Emittent kann es sich bei diesen Finanzdaten, die in tabellarischer Form den Vergleichsjahren gegenübergestellt werden müssen, beispielsweise um den Netto-Umsatz, den operativen Erfolg, Gewinne oder Verluste aus den laufenden Geschäften insgesamt oder bezogen auf die einzelne Aktie, die Höhe des Gesamtvermögens und die langfristigen Verbindlichkeiten handeln.

Als nächstes ist dann eine MD&A erforderlich²⁹⁹. Diese muss, wie schon im Zulassungsantrag und dem Prospekt, Auskunft zu Liquidität, Kapitalquellen und Ertragslage geben. Zweck der MD&A ist dabei, "to give the investor an opportunity to look at the company through the eyes of management by providing both a short and a long-term analysis of the business of the company"³⁰⁰. Die MD&A darf sich dabei nicht auf eine Darstellung des Geschäftsverlaufs in der Vergangenheit beschränken, sondern muss auch eine Darstellung und Analyse der geplanten Geschäfte und damit eine Prognose beinhalten³⁰¹. Diese Verpflichtung zur Abgabe einer Prognose ist so weitgehend, dass eine Veröffentlichungspflicht im Rahmen der MD&A dann besteht, wenn ein Trend, eine kommende Nachfragesituation, ein in der Zukunft liegendes Ereignis oder eine Unwägbarkeit der Geschäftsleitung zur Zeit der Abfassung des Berichts bekannt sind und es wahrscheinlich ist, dass sie auf die finanziellen Verhältnisse des Emittenten oder sein Ergebnis erheblichen Einfluss haben könnten³⁰². Einer Gerichtsentscheidung zufolge bezieht sich die Bezeichnung "known trends and uncertainties" allerdings nur auf solche Entwicklungen, die sich allein aus harten Informationen erschließen lassen³⁰³. Die MD&A bezieht sich sowohl auf Liquidität als auch auf Kapitalquellen und die Ertragslage. In Bezug auf die Liquidität ist über Trends und Ereignisse zu berichten, die wahrscheinlich zu einer Verbesserung oder zu einer Verschlechterung der Liquidität führen werden. Interne und externe Quellen der Liquidität sind ebenso wie die Liquiditätsreserven darzustellen. Bezüglich der Kapitalquellen ist über finanzielle Verpflichtungen zu berichten. Trends in der Kapitalversorgung sind zu benennen, ebenso erwartete Änderungen in der Kapitalstruktur und

²⁹⁶ Vgl. Item 5(a) des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 201(c) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.201(c)).

²⁹⁷ Vgl. Item 5(c) des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 703 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.703).

²⁹⁸ Vgl. Item 6 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 301 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.301).

²⁹⁹ Vgl. Item 7 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 303 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.303).

³⁰⁰ Vgl. SEC Litigation Release No. 12743 (December 21, 1990).

³⁰¹ Vgl. Item 11(h) des Formblatt S-1 i.V.m. Sec. 303 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.303).

³⁰² Vgl. SEC Financial Reporting Release No. 36, 6 Fed. Sec. L. Rep. (1989).

³⁰³ Vgl. *Glassmann v. Computervision Corp.*, 90 F.3d 617, (1st Cir. 1996).

den Kapitalkosten. Hinsichtlich der Ertragslage ist der Ergebnisbeitrag ungewöhnlicher Ereignisse und Transaktionen offen zu legen. Trends und Ungewissheiten in Bezug auf Umsatz und ordentliches Ergebnis sind darzustellen. Einzugehen ist auch auf die Ursachen bedeutender Umsatzsteigerungen und den Einfluss der Inflation auf die Ertragslage in den letzten drei Jahren.

Darüber hinaus ermutigt die SEC die Berichtspflichtigen im Rahmen der Jahrespublizität auf Formblatt 10-K zu freiwilligen zukunftsgerichteten Informationen, für die sie eine eigene Safe-Harbor-Regel bereitstellt³⁰⁴. Außerdem empfiehlt sie für freiwillige Prognosen eine Reihe von Leitlinien³⁰⁵: Erstens sollen die Prognosen auf einer vernünftigen Basis beruhen; zweitens sollen die Anleger unterrichtet werden, auf welchen Annahmen die Prognosen basieren und wie diese Annahmen begründet werden; drittens sind Chancen und Risiken, positive und negative Entwicklungen der Gewinnkomponenten gleichermaßen anzuführen; viertens soll sich der Prognosezeitraum an den jeweiligen Unternehmensbesonderheiten orientieren; fünftens soll eine systematische Abweichungsanalyse zwischen den tatsächlich erzielten und den vorhergesagten Ergebnissen erfolgen.

Der Jahresbericht muss auch zu quantitativen und qualitativen Marktrisiken Stellung nehmen³⁰⁶. Hiermit sind, soweit zutreffend, Risiken wie das Währungsrisiko oder das Rohstoffpreisrisiko gemeint, die sowohl in tabellarischer Form als auch in erläuternden Ausführungen darzulegen sind.

Ein Jahres- bzw. Konzernabschluss ist ebenfalls auf Formblatt 10-K zu veröffentlichen³⁰⁷. Die Pflicht zur Aufstellung eines Konzernabschlusses ergibt sich dabei aus Art. 3-01 und 3-02 der Regulation S-X³⁰⁸.

(i) Konsolidierungskreis

Die inhaltliche Frage des Konsolidierungskreises regeln demgegenüber die US-GAAP. Die US-GAAP-Vorschriften sind älter als die entsprechenden IFRS-Vorschriften und diese wurden stark den US-GAAP-Vorschriften nachgebildet, so dass sich nur geringe Abweichungen zu den bereits dargestellten IFRS-Vorschriften ergeben. Auch nach US-GAAP richtet sich die Frage der Vollkonsolidierung nach der Beherrschungsmöglichkeit, wobei ebenfalls in der Regel das

³⁰⁴ Vgl. Instruction 7 zu Sec. 303 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.303) und die dazugehörigen Safe-Harbor-Vorschriften Rule 175 zum S.A.'33 und Rule 3b-6 zum S.E.A.'34.

³⁰⁵ Vgl. zu den Rahmenprinzipien Sec. 10(b) der Reg. S-K (17 C.F.R. § 229.10(b)).

³⁰⁶ Vgl. Item 7A des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 305 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.305).

³⁰⁷ Vgl. Item 8 des Formblatt 10-K i.V.m. Regulation S-X (17 C.F.R. § 210) und Sec. 302 der Regulation S-K (17. C.F.R. § 229.302).

³⁰⁸ Vgl. 17 C.F.R. § 210. 3-01; 3-02.

Vorliegen einer Stimmrechtsmehrheit die Beherrschungsmöglichkeit indiziert³⁰⁹. Ebenso wie nach den IFRS-Vorschriften kann eine Beherrschung aber auch ohne Stimmrechtsmehrheit möglich sein, wenn bestimmte zusätzliche Kriterien vorliegen³¹⁰.

Aus den US-GAAP ergibt sich ein Bilanzierungsverbot für den Fall einer tatsächlich nicht mehr bestehenden Einflussmöglichkeit. Dies betrifft insbesondere die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens³¹¹. Aufgehoben wurde dagegen ein Konsolidierungsverbot für Tochtergesellschaften, die wegen bestehender Veräußerungsabsicht nur kurzfristig beherrscht werden³¹². Solche sind nunmehr zu konsolidieren.

Der bereits bei der Darstellung der IFRS-Vorschriften erläuterten Problematik der SPEs hat sich das FASB auch zugewandt. Zur Frage der Konsolidierung dieser Zweckgesellschaften wurde im Januar 2003 die Interpretation Nr. 46 veröffentlicht, die im Dezember 2003 erneut überarbeitet und als Interpretation Nr. 46R (FIN 46R) neu veröffentlicht wurde. Die SPE wird hiernach bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen als „Variable Interest Entity“ behandelt, die von ihrem Hauptbegünstigten in dessen Konzernabschluss einzubeziehen ist. Hauptbegünstigter einer „Variable Interest Entity“ ist, wer hauptsächlich an den Chancen und/oder Risiken beteiligt ist³¹³. Eine „Variable Interest Entity“ liegt dabei vor, wenn der Eigenkapitalgeber bei wirtschaftlicher Betrachtung nicht als Hauptrisikoträger gelten kann, da auf Grund der rechtlichen Ausgestaltung das Haftungskapital der Gesellschaft nicht ausreicht, um ihre Geschäftstätigkeit zu finanzieren, also um die künftig erwarteten Verluste zu decken³¹⁴. Dies wird widerlegbar vermutet, wenn das Eigenkapital weniger als 10 % des Gesamtkapitals ausmacht. Ein anderer Fall der „Variable Interest Entity“ liegt vor, wenn die Eigenkapitalgeber die Gesellschaft trotz Mehrheitsbeteiligung bei wirtschaftlicher Betrachtung nicht beherrschen³¹⁵. Weiterhin kann auch ein fehlender Residualanspruch auf das Vorliegen einer „Variable Interest Entity“ hindeuten.

(ii) Bilanz

Die Bestandteile des US-amerikanischen Konzernabschlusses sind ebenso wie beim Konzernabschluss nach IFRS-Rechnungslegungsgrundsätzen in Deutschland die Bilanz, die

³⁰⁹ Vgl. SFAS 94.1; 94.2.

³¹⁰ Vgl. SFAS 94.10; Art. 3A-02 der Regulation S-X (17.C.F.R. § 210.3A-02).

³¹¹ Vgl. SFAS 94.13.

³¹² Vgl. SFAS 144.

³¹³ Vgl. FIN 46R.14.

³¹⁴ Vgl. FIN 46R.5a.

³¹⁵ Vgl. FIN 46R.5b.

Gewinn- und Verlustrechnung, die Eigenkapitalveränderungsrechnung und die Kapitalflussrechnung.

Bilanzen sind als Bestandteil der Jahresberichterstattung auf Formblatt 10-K für die letzten zwei Jahre vorzulegen. Sowohl die Staffel- als auch die Kontoform sind als Darstellungsform gebräuchlich. Die Mindestgliederungstiefe ist in den USA ebenso wie bei einer Bilanz nach IFRS-Rechnungslegungsgrundsätzen vorgegeben³¹⁶. Vorgegeben sind bei den Vermögenswerten die Posten Umlaufvermögen untergliedert in flüssige Mittel, kurzfristige, marktfähige Wertpapiere, Forderungen aus Lieferungen bzw. Leistungen und sonstige Forderungen, Vorräte und Abgrenzungsposten sowie Anlagevermögen untergliedert in Wertpapiere des Anlagevermögens, Beteiligungen, Ausleihungen, nicht betriebsnotwendiges Sachanlagevermögen, Grundstücke, Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögenswerte. Diese Aktiva werden so nach abnehmender Liquidierbarkeit geordnet. Die Passiva werden nach zunehmender Fristigkeit geordnet und gliedern sich so in Schulden, die in kurzfristige und langfristige unterteilt werden und das Eigenkapital, welches in Vorzugsaktienkapital, Stammaktienkapital, Kapitalrücklagen und Gewinnrücklagen gegliedert wird. Die aktiven und passiven Abgrenzungsposten werden wie bei der IFRS-Bilanz als Vermögenswerte bzw. Schulden erfasst und in die Bilanz eingestellt. Im Unterschied zur IFRS-Bilanz ist allerdings in der Bilanz nach US-GAAP keine gesonderte Bilanzposition für Rückstellungen vorgesehen. Rückstellungen finden sich in der US-Bilanz entweder bei den langfristigen unsicheren Außenverpflichtungen oder bei den Abgrenzungsposten. Während Erstere alle Außenverpflichtungen erfassen, bei denen Unsicherheit über die Höhe oder die Wahrscheinlichkeit der konkreten Inanspruchnahme besteht, grenzen die Abgrenzungsposten im Voraus vereinnahmte Erträge ab³¹⁷. Rückstellungen für Innenverpflichtungen sind allerdings in einer Bilanz nach US-GAAP ebenso wenig zulässig wie in einer IFRS-Bilanz. Etwaige Unterdeckungen bei bestehenden Pensionsverpflichtungen werden allerdings bei den Abgrenzungsposten miterfasst und auch insgesamt als Außenverpflichtungen behandelt und dementsprechend als langfristige Schulden abgebildet.

(iii) Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnungen müssen im Rahmen des Formblatts 10-K für die letzten drei Jahre eingereicht werden. Anders als die IFRS-Vorschriften geben die US-GAAP für die Aufstellung der Gewinn- und Verlustrechnung zwingend die Staffelform und die Gliederung

³¹⁶ Vgl. Rule 5-02 der Regulation S-X (17 C.F.R. § 210.5-02)

³¹⁷ Vgl. Pellens/ Fülbier/ Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 183.

nach Funktionsbereichen vor. Die Gewinn- und Verlustrechnung enthält danach zunächst für den Bereich der Betriebstätigkeit die Umsatzerlöse von denen Rabatte, Skonti und Retouren ausgewiesen und abgezogen werden, so dass sich der Nettoumsatzerlös ergibt. Weiter werden dann die Herstellungskosten der zur Erzielung der Umsatzerlöse erbrachten Leistungen oder Waren ausgewiesen und abgezogen, was das Bruttoumsatzergebnis ergibt. Von diesem werden Vertriebskosten und Verwaltungskosten ausgewiesen und abgezogen, was dann das Betriebsergebnis ergibt. Dieses wird für den Bereich der nicht eigentlichen Betriebstätigkeit zugrunde gelegt. Diesem Betriebsergebnis werden Zinserträge und Zinsaufwendungen zugerechnet bzw. abgezogen, desgleichen Beteiligungserträge und –aufwendungen, weiter sonstige betriebliche Erträge oder Aufwendungen. Diese werden anders als bei der IFRS-Gewinn- und Verlustrechnung und bei der HGB-Gewinn- und Verlustrechnung nicht der eigentlichen Betriebstätigkeit zugerechnet. Nach diesem Posten wird durch Saldierung das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ausgewiesen. Weiter werden dann außergewöhnliche Ergebnisse aus dem Verkauf von Anlagegegenständen oder Unternehmensbereichen einbezogen, ebenso andere ungewöhnliche und seltene Ergebnisse, Steuern und Ergebnisse durch den Wechsel der Bilanzierungsmethoden. Nach erneuter Saldierung ergibt sich das Periodenergebnis, das insgesamt und heruntergerechnet auf die einzelne Aktie ausgewiesen werden muss. Die nicht-gewöhnlichen Ergebnisse aus der Aufgabe von Geschäftsbereichen oder dem Verkauf von Anlagegegenständen, aus ungewöhnlichen und seltenen Sachverhalten, und aus dem Wechsel von Bilanzierungsmethoden müssen im Anhang erläutert werden³¹⁸.

(iv) Eigenkapitalveränderungsrechnung

Als nächstes sind als Bestandteil der Jahresabschlussdaten auf Formblatt 10-K auch Eigenkapitalveränderungsrechnungen für die letzten drei Jahre einzureichen. In der Eigenkapitalveränderungsrechnung müssen Sachverhalte dargestellt werden, die auf Währungsumrechnungsdifferenzen beruhen³¹⁹, unrealisierte Gewinne oder Verluste aus Finanzinstrumenten³²⁰, Mindestrückstellungen im Zusammenhang mit Pensionsverpflichtungen³²¹, oder Marktwertänderungen von „cashflow hedges“³²². Für die Eigenkapitalveränderungsrechnung wird kein Darstellungsformat vorgeschrieben, sondern es

³¹⁸ Vgl. APB Opinion 30.

³¹⁹ Vgl. SFAS 52.

³²⁰ Vgl. SFAS 115.

³²¹ Vgl. SFAS 87.

³²² Vgl. SFAS 133.

werden drei unterschiedliche Varianten vorgeschlagen³²³. Die drei Varianten unterscheiden sich im Umfang, die erste, der „two statement approach“ entspricht im Wesentlichen der weniger umfangreichen Darstellungsvariante nach IFRS; die zweite bedeutet als „single statement approach“ eine Integration der darzustellenden Sachverhalte in die Gewinn- und Verlustrechnung, die dritte Variante entspricht schließlich weitgehend der umfangreicheren Darstellungsvariante nach IFRS, hierbei werden sämtliche Eigenkapitalveränderungen in einer umfassenden Eigenkapitalveränderungsrechnung festgehalten. Das FASB rät zur Nutzung der ersten Variante, da sie dieser den größten Informationswert beimisst und davon ausgeht, dass die beiden anderen Varianten zur Verwirrung führten³²⁴.

(v) Kapitalflussrechnung

Erforderlich sind zusätzlich als Bestandteil der Jahresabschlusszahlen, die auf Formblatt 10-K einzureichen sind, noch Kapitalflussrechnungen für die letzten drei Jahre. Die Kapitalflussrechnung nach US-GAAP war Vorbild für die oben dargestellte Kapitalflussrechnung nach IAS 7³²⁵. Beide Kapitalflussrechnungen gleichen sich daher weitestgehend. Unterschiede ergeben sich insoweit, als nur Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente zum Finanzmittelfonds zählen, nicht aber wie nach IAS 7.8 auch Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten³²⁶. Zusätzlich bestehen nach US-GAAP keine Wahlrechte, Zinsein- und -auszahlungen und Ertragsteuern müssen der betrieblichen Tätigkeit zugerechnet werden³²⁷, gezahlte Dividenden der Finanzierungstätigkeit³²⁸. Die Zusatzangaben im Anhang zur Kapitalflussrechnung sind nach US-GAAP geringer als nach IFRS. Es besteht keine Verpflichtung zum Ausweis des Gesamtbetrages der Einnahmen und Ausgaben aus dem Kauf bzw. Verkauf von Tochterunternehmen oder Geschäftsbereichen. Auch die Gesamtsumme aller Kauf- und Verkaufspreise muss nach US-GAAP nicht angegeben werden.

Zusätzlich sind im Rahmen der auf Formblatt 10-K einzureichenden Jahresabschlussdaten ein Anhang und Quartalsinformationen für die letzten zwei Jahre vorzulegen. Die Quartalsinformationen müssen jeweils zu Umsatz, Bruttoergebnis vom Umsatz, EBIT oder EBITDA, Ergebnis je Aktie und evtl. Auswirkungen von Betriebsveräußerungen Stellung nehmen.

³²³ Vgl. SFAS 130.22-23.

³²⁴ Vgl. SFAS 130 Appendix A Par. 96-99.

³²⁵ Die IAS 7 entsprechende US-amerikanische Vorschrift ist SFAS 95.

³²⁶ Vgl. SFAS 95.7.

³²⁷ Vgl. SFAS 95.21-23.

³²⁸ Vgl. SFAS 95.20.

Weiterhin muss über Wechsel von Wirtschaftsprüfern und Meinungsverschiedenheiten mit Wirtschaftsprüfern in den letzten zwei Jahren Auskunft gegeben werden³²⁹.

Auch über die Einrichtung und Effektivität von internen Kontrollen der Offenlegung von Finanzdaten ist zu berichten³³⁰. Dabei ist neben der Einschätzung der Geschäftsleitung insbesondere auch ein Testat des Wirtschaftsprüfers, der den Emittenten geprüft hat, in Bezug auf die Einschätzung der Geschäftsleitung erforderlich.

Im Anschluss sind Ad-hoc-Meldungen zu veröffentlichen, die während des letzten Quartals hätten auf Formblatt 8-K hätten veröffentlicht werden müssen, aber nicht veröffentlicht worden sind³³¹.

(vi) Angaben zur Geschäftsleitung

Erforderlich sind auch Angaben zur Geschäftsleitung, dabei ist neben den persönlichen Angaben insbesondere auf Verwandtschaftsbeziehungen zwischen den Mitgliedern der Geschäftsleitung, die Berufserfahrung in den letzten fünf Jahren, das Innehaben von weiteren Geschäftsleitungsstellen in anderen Unternehmen sowie für die Geschäftsleitungsmitglieder relevante Gerichtsverfahren in den letzten fünf Jahren einzugehen³³². Zusätzlich sind diejenigen Personen namentlich zu benennen, die als Anteilseigner von 10 % oder mehr der ihnen obliegende Veröffentlichungspflicht für von ihnen getätigte Geschäfte nach Sec. 16(a) S.E.A.'34 nicht oder nicht rechtzeitig nachgekommen sind³³³. Zusätzlich ist in den Jahresbericht ein Hinweis aufzunehmen, ob ein Ethikkodex besteht und dass dieser jedermann auf Anfrage kostenfrei zugesandt oder überreicht wird³³⁴.

Die Vergütung der Geschäftsleitung ist offen zu legen, dabei ist die Vergütung jeder Person die im abgelaufenen Geschäftsjahr als CEO fungierte, und der vier bestbezahlten Geschäftsleitungsmitglieder mittels einer Tabelle für die letzten drei Geschäftsjahre darzustellen³³⁵. Zusätzlich sind gewährte und ausgeübte Aktienoptionen und aktienkursabhängige Tantiemenansprüche sowie Vergütungen aus langfristigen Anreizplänen und Pensionsansprüche zu benennen³³⁶.

³²⁹ Vgl. Item 9 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 304(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.304(b)).

³³⁰ Vgl. Item 9A des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 307 und 308 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.307, 308).

³³¹ Vgl. Item 9B des Formblatt 10-K.

³³² Vgl. Item 10 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 401 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.401).

³³³ Vgl. Item 10 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 405 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.405).

³³⁴ Vgl. Item 10 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 406 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.406).

³³⁵ Vgl. Item 11 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 402 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.402).

³³⁶ Vgl. Item 11 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 402(b)(2)(iii)(C) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.402(b)(2)(iii)(C)).

Geplant ist in dieser Hinsicht, die Offenlegung noch auszubauen. Offen gelegt werden sollen auch die Gehälter der bis zu drei bestbezahlten Mitarbeiter des Unternehmens, sofern ihnen mehr als einem der genannten Vorstandsmitglieder gezahlt wird³³⁷. Dem liegt zugrunde, dass der Aktionär bei der Offenlegung der Gehaltszahlen in der Regel davon ausgeht, dass es sich beim Vorstand um die bestbezahlten Mitarbeiter eines Unternehmens handelt. Diese Annahme ist aber bei Unternehmen, die professionelle Sportmannschaften halten, Fernsehsendern oder anderen Branchen, in denen einzelne Stars sehr viel Geld verdienen nicht unbedingt richtig. Zugleich soll im Rahmen dieser geplanten Änderung auch die Offenlegung der Vorstandsgehälter noch transparenter werden³³⁸. Dies gilt insbesondere für die Angabe von bestimmten Boni, wie der privaten Nutzung eines Firmenwagens, Firmenflugzeugs oder Clubmitgliedschaften. Umstritten ist zwischen der SEC und Betroffenen sowie Praktikern zurzeit die Frage der jährlichen Wertangabe für von Vorstandsmitgliedern gehaltene Optionen. Anzugeben ist weiterhin im Jahresbericht auf Formblatt 10-K, in welcher Höhe die Aktionäre die Ausgabe von Aktien als Bestandteil der Bezahlung genehmigt haben und wie viele dieser Aktien bereits ausgegeben wurden bzw. noch ausgegeben werden können³³⁹. Anzugeben ist ebenfalls die Zahl derjenigen Aktien, die bei Ausübung von Optionen ausgegeben werden müssen, und der durchschnittliche Umwandlungskurs von Option zu Aktie.

Es sind alle diejenigen Personen zu benennen, die mehr als 5 % der stimmberechtigten Anteile des Emittenten besitzen³⁴⁰. Zusätzlich ist der Aktienanteil des CEO und der vier bestbezahlten Führungskräfte einzeln sowie aller Geschäftsleitungsmitglieder und leitenden Angestellten insgesamt ohne Aufschlüsselung nach einzelnen Personen anzugeben³⁴¹. Anzugeben ist auch, ob beispielsweise durch Verpfändung von Anteilen eines Hauptaktionärs ein Kontrollwechsel des Emittenten zu erwarten ist³⁴².

Wie schon im Zulassungsantrag S-1 sind auch auf Formblatt 10-K die Transaktionen mit Unternehmensinsidern, also Geschäftsleitungsmitgliedern, leitenden Angestellten oder Anteilseignern mit einer Beteiligung von über 5 %, die im Wert 60.000 \$ betragen oder

³³⁷ Vgl. SEC Press Release vom 17. Januar 2006, abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/press/2006-10.htm>; Speech by SEC Chairman: Chairman's Opening Statement; Proposed Revisions to the Executive Compensation and Related Party Disclosure Rules abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/speech/spch011706cc.htm>.

³³⁸ Vgl. SEC Press Release vom 17. Januar 2006, abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/press/2006-10.htm>; Speech by SEC Chairman: Chairman's Opening Statement; Proposed Revisions to the Executive Compensation and Related Party Disclosure Rules abrufbar unter <http://www.sec.gov/news/speech/spch011706cc.htm>.

³³⁹ Vgl. Item 12 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 201(d) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.201(d)).

³⁴⁰ Vgl. Item 12 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 403(a) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.403(a)).

³⁴¹ Vgl. Item 12 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 403(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.403(b)).

³⁴² Vgl. Item 12 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 403(c) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.403(c)).

übersteigen, zu benennen³⁴³. Ebenso ist auch jährlich offen zu legen, ob Geschäftsbeziehungen zu einem Unternehmen unterhalten werden, bei dem ein Geschäftsleitungsmitglied des Emittenten gleichzeitig Führungskraft ist³⁴⁴. Die Verschuldung von Geschäftsleitungsmitgliedern oder leitenden Angestellten ist ebenfalls anzugeben, soweit sie 60.000 \$ beträgt oder übersteigt³⁴⁵.

Ausdrücklich aufzuführen sind auch die Honorare, die in den zurückliegenden zwei Jahren an Wirtschaftsprüfer und Steuerberater gezahlt wurden³⁴⁶.

Zusätzlich sind im Anhang die erforderlichen Anlagen, Dokumente und Tabellen zu veröffentlichen, beispielsweise bedeutende Verträge, eine Liste der Tochtergesellschaften und Tabellen zum Jahresabschluss³⁴⁷.

Einige Unternehmen senden ihren Aktionären den umfangreichen 10-K Bericht, um sie mit der gesamten jährlichen Informationsmenge zu versorgen. Zwingend ist dies allerdings nicht die Unternehmen können ihren Aktionären auch den erheblich weniger umfangreichen Annual Report zur Verfügung stellen, dabei aber mit dem Hinweis, dass ein 10-K Bericht auf Anfrage kostenlos zur Verfügung gestellt wird. Der 10-K Bericht ist allerdings auch für jedermann über das EDGAR-System zugänglich.

Für Small Business Issuer besteht die Möglichkeit, ihre Jahresberichterstattung auf Formblatt 10-KSB statt auf Formblatt 10-K vorzulegen. Die Jahresberichterstattung auf diesem Formblatt beinhaltet im Wesentlichen dieselben Punkte wie die Berichterstattung auf Formblatt 10-K. Unterschiede ergeben sich lediglich in den Detailanforderungen, die bei Formblatt 10-KSB geringer sind. Ein wesentlicher Unterschied ergibt sich allerdings insofern, als mit Formblatt 10-KSB lediglich die Bilanz für das letzte Geschäftsjahr (auf Formblatt 10-K für die letzten zwei Geschäftsjahre) vorgelegt werden muss und die Gewinn- und Verlustrechnung, die Eigenkapitalveränderungsrechnung und die Kapitalflussrechnung jeweils nur für die letzten zwei Geschäftsjahre (Formblatt 10-K drei Jahre)³⁴⁸. Erforderlich ist jedoch auch bei den Small Business Issuern eine MD&A, die von den Voraussetzungen her derjenigen auf Formblatt 10-

³⁴³ Vgl. Item 13 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 404(a) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.404(a)).

³⁴⁴ Vgl. Item 13 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 404(b) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.404(b)).

³⁴⁵ Vgl. Item 13 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 404(c) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.404(c)).

³⁴⁶ Vgl. Item 14 des Formblatt 10-K.

³⁴⁷ Vgl. Item 15 des Formblatt 10-K i.V.m. Sec. 601 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.601).

³⁴⁸ Vgl. Item 7 des Formblatt 10-KSB i.V.m. Sec. 310(a) der Regulation S-B (17 C.F.R. § 228.310(a)).

K entspricht. Die Anforderungen an die Offenlegung sind damit bei einer Jahresberichterstattung auf Formblatt 10-KSB insgesamt lediglich etwas geringer.

Für ausländische Emittenten, die an einer US-amerikanischen Börse notiert sind, ist Formblatt 20-F das Äquivalent zu Formblatt 10-K. Formblatt 20-F basiert auf Formblatt 10-K erhält aber Erleichterungen speziell für ausländische Emittenten. Dies betrifft insbesondere den testierten Jahresabschluss, der für Formblatt 10-K nach US-GAAP erstellt sein muss und der für Formblatt 20-F nach heimischen Rechnungslegungsregeln erstellt werden kann, solange in einer zusätzlichen Überleitungsrechnung das Eigenkapital und das Ergebnis offen auf US-GAAP übergeleitet werden. Darüber hinaus existieren weitere Erleichterungen, die zum Teil sogar bilateral zwischen der SEC und dem Emittenten ausgehandelt werden.

b. Quartalsberichte:

Neben der jährlichen Berichterstattung sind börsennotierte US-amerikanische Unternehmen auch zur regelmäßigen Quartalsberichterstattung auf Formblatt 10-Q verpflichtet.

Formblatt 10-Q besteht aus zwei Teilen. Im ersten Teil wird ein Quartalsbericht³⁴⁹ gefordert, der in verkürzter Form eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung, eine Kapitalflussrechnung und eine ebenfalls verkürzten MD&A³⁵⁰ sowie eine Analyse der quantitativen und qualitativen Risiken³⁵¹ beinhaltet. Weiterhin muss eine Einschätzung der zuständigen Geschäftsleitungsmitglieder zur Frage der Effektivität der internen Kontrollen für die korrekte Befolgung der Publizitätsvorschriften und jegliche Veränderung dieser internen Kontrollen im ersten Teil des Quartalsbericht angegeben werden³⁵². Der zweite Teil fordert weitere Angaben zum abgelaufenen Quartal. Hierzu gehören Angaben zu den laufenden Gerichtsverfahren³⁵³, Ankäufe von eigenen Wertpapieren durch den Emittenten sowie Ausgabe von nicht bei der SEC zugelassenen Wertpapieren³⁵⁴, Zahlungsverzug bei wesentlichen Verbindlichkeiten oder der Vorzugsdividende³⁵⁵ und Abstimmungsgegenstände und – ergebnisse im letzten Quartal abgehaltener Aktionärsversammlungen³⁵⁶. Weiterhin müssen Emittenten Ereignisse veröffentlichen, die an sich eine Ad-hoc-Meldung auf Formblatt 8-K

³⁴⁹ Vgl. Item 1 des Teil I des Formblatt 10-Q i.V.m. Rule 10-01 der Regulation S-X (17 C.F.R. § 210.10-01).

³⁵⁰ Vgl. Item 2 des Teil I des Formblatt 10-Q i.V.m. Sec. 303 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.303).

³⁵¹ Vgl. Item 3 des Teil I des Formblatt 10-Q i.V.m. Sec. 305 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.305).

³⁵² Vgl. Item 4 des Teil I des Formblatt 10-Q i.V.m. Sec. 307, 308(c) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.307, 308(c)).

³⁵³ Vgl. Item 1 des Teil II des Formblatt 10-Q i.V.m. Sec. 103 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.103).

³⁵⁴ Vgl. Item 2 des Teil II des Formblatt 10-Q i.V.m. Sec. 701 und 703 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.701 und 703).

³⁵⁵ Vgl. Item 3 des Teil II des Formblatt 10-Q.

erfordert hätten, soweit diese nicht bereits mit einer Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurden³⁵⁷. Anzuzeigen sind auch Veränderungen in den formalen Anforderungen nach denen Aktionäre Personen für die Wahl zum Geschäftsleitungsmitglied vorschlagen können³⁵⁸. In der Anlage sind zusätzlich alle wesentlichen Dokumente, Verträge etc. anzufügen³⁵⁹.

Finanzielle Angaben im Quartalsbericht müssen im Gegensatz zu denjenigen in einem Zulassungsantrag oder im Jahresbericht nach 10-K nicht durch Wirtschaftsprüfer testiert werden. Die der SEC eingereichten Quartalsberichte müssen jedoch von einem Wirtschaftsprüfer durchgesehen worden sein.

Bezüglich des Inhalts der Quartalsberichte fällt auf, dass die quantitativen Informationen, also die Angaben, die aus dem betrieblichen Rechnungswesen abgeleitet sind, deutlich überwiegen. Die meisten qualitativen Informationen, also verbale Beschreibungen und Erläuterungen, sind nur jährlich im Rahmen der 10-K-Berichterstattung anzugeben.

Die Quartalsberichte sind der SEC jeweils innerhalb von 45 Tagen nach dem Ende eines der ersten drei Quartale eines Geschäftsjahres einzureichen. Für große Unternehmen mit Wertpapieren im Wert von mehr als 75.000.000 US\$ im Publikumsbesitz gilt eine verkürzte Frist von nur 35 Tagen. Da nach dem vierten und letzten Quartal der Jahresabschluss aufzustellen und zu veröffentlichen ist, erübrigt sich hierfür der Quartalsbericht.

Eine unmittelbar an die Aktionäre gerichtete Quartalsberichterstattung wird von Seiten der SEC nicht verlangt. Allerdings existiert eine solche Verpflichtung auf privater Ebene von Seiten der Börsen.

Small Business Issuer können statt der umfangreichen Quartalsberichte auf Formblatt 10-Q auch etwas weniger detailreiche Quartalsberichte auf Formblatt 10-QSB einreichen. Unterschiede ergeben sich zwischen diesen beiden Formblättern nur im Hinblick auf die Detailanforderungen. Neben den Finanzinformationen, die auch bei Small Business Issuern von einem Wirtschaftsprüfer durchgesehen worden sein müssen, haben Small Business Issuer insbesondere auch eine MD&A einzureichen.

Ausländische Emittenten unterliegen nicht der Pflicht zur Quartalsberichterstattung. Sie müssen allerdings alle Zwischenberichte, die sie nach den Vorschriften ihrer Heimatbörsen erstellen, auf Formblatt 6-K der SEC einreichen.

³⁵⁶ Vgl. Item 4 des Teil II des Formblatt 10-Q.

³⁵⁷ Vgl. Item 5(a) des Teil II des Formblatt 10-Q.

³⁵⁸ Vgl. Item 5(b) des Teil II des Formblatt 10-Q i.V.m. Sec. 401(j) der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.401(j)).

³⁵⁹ Vgl. Item 6 des Teil II des Formblatt 10-Q i.V.m. Sec. 601 der Regulation S-K (17 C.F.R. § 229.601).

II. Vergleich:

Bei der Jahresberichterstattung fällt der im Vergleich erheblich geringere deutsche Publizitätsaufwand deutlich auf. Während die jährliche Berichterstattung in den USA durch das Formblatt 10-K, die Hauptversammlungsunterlage (Annual Report) und das Proxy Statement³⁶⁰ mehrere Instrumente zur Information der Anleger und Vergrößerung der Transparenz bedienen muss, die nebeneinander stehen, sind die deutschen Publizitätspflichten erheblich geringer. Der geringere Umfang der Publizitätspflichten fällt allerdings auch dann deutlich auf, wenn man lediglich die Publizität auf Formblatt 10-K mit dem deutschen Jahresabschluss vergleicht. Abgesehen von den Pflichtmitteilungen über die Einberufung von Hauptversammlungen oder Dividendenausschüttungen konzentriert sich sowohl die gesellschaftsrechtliche- als auch die kapitalmarktrechtliche Jahresberichterstattung nur auf die im Einzel- oder Konzernabschluss dargelegten Zahlen und den Lagebericht. Die große Menge sonstiger quantitativer und auch qualitativer Daten und Informationen, die auf Formblatt 10-K offen gelegt werden müssen, bleibt nach deutschem Recht unveröffentlicht.

Interessant ist in diesem Zusammenhang auch die Gegenüberstellung von Lagebericht und MD&A. Die MD&A ist nicht nur Bestandteil des amerikanischen Zulassungsantrags, sondern auch der Jahresabschlüsse und Quartalsberichte. Sie entspricht trotz wesentlicher und weitreichender Unterschiede in Bezug auf die enthaltene Information nach Sinn und Zweck dem bei der deutschen Börsenzulassung und als Anhang des Jahresabschlusses erforderlichen Lagebericht.

Im Hinblick auf die inhaltliche Breite ist der Lagebericht der allein auf Liquiditäts-, Kapital-, und Ertragssituation fokussierten MD&A überlegen.

Der Zweck des Lageberichts unterscheidet sich nicht wesentlich von dem der MD&A, Investoren alle wesentlichen vergangenheits- und zukunftsbezogenen Informationen zu geben, die es ihnen ermöglichen, die Finanz- und Ertragslage sowie die Zukunftsaussichten des Unternehmens aus Sicht der Unternehmensleitung zu beurteilen. Zu beachten ist allerdings, dass sich der Adressatenkreis des Lageberichts von dem der MD&A unterscheidet. Während sich die MD&A primär an den Kapitalmarkt richtet, ist der Adressatenkreis des Lageberichts (der ja schon gemäß § 264 I HGB von allen großen und mittelgroßen Kapitalgesellschaften aufzustellen ist) größer, es kommen insbesondere Gesellschafter, Gläubiger, Geschäftspartner, Lieferanten und Arbeitnehmer hinzu.

³⁶⁰ Zu diesen beiden Publikationen siehe oben unter

Die Informationsdichte des Lageberichts ist nicht die gleiche wie die der MD&A. Dies liegt insbesondere daran, dass die Anforderungen an den Lagebericht gemäß § 289 I HGB relativ abstrakt sind, während die SEC Regulation S-K zusammen mit den erklärenden Anweisungen der SEC sehr konkret bestimmte Inhaltspunkte fordert. Wesentlich ist insbesondere auch die Darstellung und Analyse der geplanten Geschäfte und damit eine Prognose. Die Verpflichtung zur Abgabe einer Prognose geht weit. Eine Veröffentlichungspflicht im Rahmen der MD&A besteht etwa auch dann, wenn ein Trend, eine kommende Nachfragesituation, ein in der Zukunft liegendes Ereignis oder eine Unwägbarkeit dem Vorstand zur Zeit der Abfassung des Berichts bekannt sind und es wahrscheinlich ist, dass sie auf die finanziellen Verhältnisse des Emittenten oder sein Ergebnis erheblichen Einfluss haben könnten³⁶¹. Beim Lagebericht besteht demgegenüber ein weitgehendes Ermessen des publizierenden Unternehmens im Hinblick auf die Vermittlung relevanter Informationen. Empirische Untersuchungen signalisieren insoweit zumindest für die Vergangenheit ein Auseinanderklaffen von Anspruch und Wirklichkeit³⁶². Abzuwarten bleibt, ob sich die Verschärfung der Anforderungen an den Lagebericht durch das Bilanzrechtsreformgesetz hier positiv auswirkt. Notwendiger Bestandteil des Lageberichts ist allerdings auch ein Risikobericht, der explizit die Risiken künftiger Entwicklungen aufzeigt und insoweit Prognosen enthält. In diesem Bereich ist aus Haftungsgründen nicht mit Beschönigungen oder Auslassungen zu rechnen.

Es besteht zwar nunmehr die Verpflichtung, wegen des Erfordernisses der Angabe finanzieller Leistungsindikatoren in den Lagebericht auch Vorjahreszahlen aufzunehmen, diese Verpflichtung betrifft allerdings wohl nur die Zahlen des unmittelbar vorhergehenden Jahres. Im Gegensatz dazu umfasst die Analyse der Finanz- und Ertragslage in der MD&A grundsätzlich die letzten drei Geschäftsjahre. Mangels detaillierter Vergleichszahlen der letzten drei Geschäftsjahre fehlt dem Lagebericht damit ein wichtiger Bestandteil für die detaillierte Analyse von Trends³⁶³.

Ein weiterer wesentlicher Unterschied zwischen Lagebericht und MD&A besteht darin, dass die MD&A die Bilanzen sehr ausführlich erläutert, während die gesetzlichen Vorgaben für Erläuterungen zur Vermögens-, Finanz- und Ertragslage im Lagebericht nur abstraktere Auskünfte verlangen.

³⁶¹ Vgl. SEC Financial Reporting Release No. 36, 6 Fed. Sec. L. Rep. (1989).

³⁶² Vgl. Pellens/ Fülbier/ Gassen, Internationale Rechnungslegung, S. 824; Krumbholz, Die Qualität publizierter Lageberichte; Selchert, FS für Claus- Peter Weber, S. 232f.; Kajüter, DB 04, 197ff.

³⁶³ Vgl. Kopp, RIW 02, 661 (668).

Festzuhalten bleibt, dass sich Unterschiede insbesondere hinsichtlich der in beiden Publikationen erforderlichen Prognosen ergeben. Im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht werden die Emittenten ausdrücklich zu freiwilligen Prognosen aufgefordert; und als besonderer Anreiz werden sie weitgehend von einer Haftung, die sich aus falschen Prognosen ergeben könnte, freigestellt. Zudem sind auch die Anforderungen an die zwingend zu erstellenden Prognosen sehr konkret, während im deutschen Lagebericht lediglich allgemein auf den zukünftigen Geschäftsverlauf einzugehen ist, wobei der tatsächliche Inhalt der Prognose im Ermessen der Unternehmensleitung liegt.

Eine Reihe von international tätigen deutschen Großunternehmen, insbesondere denjenigen, die auch an einer US-Börse notiert sind, haben ihre Berichterstattung im Lagebericht den Erfordernissen der MD&A angeglichen, da sich durch eine MD&A der Lagebericht ersetzen lässt und die Daten so nicht zwei Mal aufgearbeitet werden müssen.

Der Anhang der Kapitalflussrechnung ist in den USA im Umfang geringer, allerdings handelt es sich bei den in Deutschland dort anzugebenden Daten um solche, die in den USA ad-hoc auf Formblatt 8-K veröffentlicht werden müssen. Insofern ergibt sich zwischen den tatsächlich für das Publikum zugänglichen veröffentlichten Daten kein Unterschied.

Ein weiterer wesentlicher Unterschied ergibt sich im Hinblick auf prognostische Aussagen sowohl in der Jahresberichterstattung als auch in der unterjährigen Berichterstattung. In der unterjährigen Berichterstattung gibt es in Deutschland keine Verpflichtung Prognosen abzugeben. Weiterhin wird in Deutschland den Emittenten von Seiten der BaFin nicht zur Abgabe zusätzlicher freiwilliger Prognosen geraten, auch dies ist in den USA anders. Es stellt sich insofern die Frage, ob man die in Deutschland schon bestehende gesetzliche Prognosepflicht weiter ausbauen sollte. Dagegen wird teilweise angeführt, dass Prognosen wenig belastbar sind und für den Markt damit auch wenig entscheidungsrelevant sind³⁶⁴. Dagegen steht allerdings der Einwand, dass protokollierte Treffermaße lediglich den Erfolg von Prognosen in der Vergangenheit darstellen und aus verschiedenen Gründen für eine Qualitätsbeurteilung ex ante ungeeignet sind. Unabhängig davon belegen Ergebnisstudien, dass Managementprognosen eine höhere Trefferquote aufweisen als zeitgleiche

³⁶⁴ Vgl. zur geringen Trefferquote FAZ Nr. 214 vom 14.9.2005, S. 23: "Geringe Trefferquote bei Gewinnprognosen" und auf derselben Seite der Artikel von James Montier, Analyst bei Dresdner Kleinwort Wasserstein.

Analystenberichte³⁶⁵. Vor diesem Hintergrund hat Judge Easterbrook, eine Schlüsselfigur im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, in einer Entscheidung des 7. US-Bundesgerichts aus dem Jahre 2004 die Notwendigkeit von Managementprognosen noch einmal nachdrücklich hervorgehoben: "If enterprises cannot make predictions about themselves, then securities analysts, newspaper columnists, and charlatans have protected turf. There will be predictions by persons whose access to information is not as good as the issuer's. When the issuer adds its information and analysis to that assembled by outsiders, the collective assessment will be more accurate even though a given projection will be off the mark."³⁶⁶

Dass es auch in Deutschland den Emittenten freisteht, Gewinn- oder Umsatzprognosen in Prospekt, Lagebericht oder Angebotsunterlage aufzunehmen, sofern sie durch Tatsachen hinreichend gedeckt und kaufmännisch vertretbar sind, wird allseits zugestanden³⁶⁷. Die Debatte entzündet sich eher daran, ob der Gesetzgeber über den bisherigen Stand hinausgehen und zusätzliche Pflichtprognosen einführen sollte, wie dies teilweise befürwortet wird³⁶⁸. Auf der anderen Seite wird allerdings darauf hingewiesen, dass beim gegenwärtigen Entwicklungsstand keine gravierende Unterversorgung des Marktes mit zukunftsgerichteter Information zu beobachten sei: Der sanfte Druck von Finanzanalysten, Ratingagenturen und Wirtschaftsmedien Sorge offensichtlich für ein Mindestmaß an freiwilliger Vorschauanalyse³⁶⁹. Rechtspolitisch stellt sich schließlich die Frage, ob auch der deutsche Gesetzgeber ein Prognoseprivileg nach US-amerikanischem Vorbild einführen sollte. Man könnte einwenden, dergleichen sei entbehrlich, weil die Rechtsprechung schon gegenwärtig eine Erfolgshaftung für Prognosen ablehne³⁷⁰. Indes liegt bislang nur ein höchstrichterliches Urteil zur Prognosehaftung vor, welches auch nur den Kapitalmarkt betrifft³⁷¹. Eine präzisierende Gesetzesregelung verspricht deshalb einen Zugewinn an Rechtssicherheit, die gerade im Aktien- und Kapitalmarktrecht einen hohen Stellenwert einnimmt. Denkbar ist allerdings auch der Missbrauch einer solchen Haftungsfreistellungsregelung. Für die USA gilt allerdings, dass dort nach Einführung der Safe-Harbor-Regeln die freiwilligen Gewinn- und Umsatzprognosen

³⁶⁵ Vgl. Kyrwood, 16 . C. S. L. J. 350, (351ff.) (1998) m.w.N.; ferner Metcalfe, *Forecasting Profits*, 1995, S. 292 f.

³⁶⁶ Vgl. *Asher v. Baxter Int'l, Inc.*, 377 F.3d 727 (734) (7th Cir. 2004).

³⁶⁷ Vgl. Assmann in Assmann/Lenz/Ritz; § 13 VerkProspG Rdn. 39; Fleischer, *Gutachten F für den 64. DJT*, 2002, F 48; Siebel/Gebauer, *WM* 2001, 173, 182.

³⁶⁸ Vgl. Moxter, *Grundsätze ordnungsgemäßer Rechnungslegung*, 2003, S. 251 ff.; s. ferner Claussen, *BB* 2002, 105, 109, wonach verlässliche Zukunftsbeurteilung "zentrale Vorstandspflicht" ist und für "Berührungsgängste mit der Rechtspflicht zur Prognose" kein Anlass besteht.

³⁶⁹ Vgl. Fleischer, *AG* 06, 2 (11f.).

³⁷⁰ Vgl. Dühn, *Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformation*, 2003, S. 271 f.; Zimmer, *WM* 2004, 9 (18).

deutlich zugenommen haben, ohne dass sich die Prognosequalität verschlechtert hat³⁷². Vor diesem Erfahrungshintergrund erscheint es erwägenswert, auch den deutschen Gesetzgeber zur Einführung eines Prognoseprivilegs zu ermuntern³⁷³.

Unterschiede zwischen der deutschen und der US-amerikanischen Jahresberichterstattung liegen auch in der Art und Weise der Informationsveröffentlichung. Eine US-amerikanischen Veröffentlichung hat einerseits über die für jedermann leicht und kostenfrei zugängliche SEC-Datenbank EDGAR und andererseits über eine unmittelbare Berichterstattung an die aktuellen Aktionäre zu erfolgen. Eine derartige unmittelbare Information der Aktionäre ohne vorherige Anforderung kennt das deutsche Recht bislang nicht.

Auch die Fristen unterscheiden sich. Die US-amerikanischen Unternehmen müssen ihre Jahresberichte und –abschlüsse innerhalb von 60 bis 90 Tagen einreichen, während die deutschen Unternehmen hierzu von Gesetzes wegen wie dargestellt 7 Monate Zeit haben. In den letzten Jahren ist allerdings auch in Deutschland zu beobachten, dass insbesondere große kapitalmarktorientierte Unternehmen eine immer frühere Veröffentlichung ihrer Jahresabschlüsse bzw. Geschäftsberichte anstreben.

In Bezug auf die unterjährige Berichterstattung ergibt sich zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht zunächst insofern ein Unterschied, als das US-amerikanische Kapitalmarktrecht selbstverständlich die Erstellung von Quartalsberichten durch alle Unternehmen fordert, während die Pflicht zur Erstellung von Quartalsberichten in Deutschland lediglich im prestigeträchtigen Börsensegment, dem „Prime Standard“ verlangt wird. In Bezug auf diesen Punkt unterscheiden sich allerdings auch die Philosophien beider Länder zur Unternehmenstransparenz diametral. Während man in Deutschland den Informationswert von Quartalsberichten generell anzweifelt und davon ausgeht, dass lediglich die Qualität des Managements beeinträchtigt wird, wenn dieses sehr kurzfristig immer wieder Zahlen für die Anleger präsentieren muss, zweifelt in den USA niemand ernsthaft am Sinn und Zweck der Erstellung von Quartalsberichten.

³⁷¹ Vgl. BGH, WM 1982, 862 (865); AG 1982, 278.

³⁷² Vgl. Johnson/Kaszniak/Nelson, 39 J. A. R. 297, 323 (2001): "[W]e find evidence of a significant post-Act increase in both the frequency of firms issuing forecasts and the mean number of forecasts issued (...) We find no evidence that the increase in the quantity of forward-looking disclosures was accompanied by a significant decrease in the bias and accuracy of forecast information, holding other factors constant. Thus, although there was no improvement in forecast quality following enactment of the safe harbor, there was also no deterioration as was feared by the Act's critics."

³⁷³ Ebenso Fleischer, AG 06, 2 (16); Baums, ZHR 167 (2003), 139, (164 f.); Sauer, Haftung für Falschinformation des Sekundärmarktes, S. 289 f.

Der deutsche Halbjahresbericht nach § 40 BörsG und IAS 34 enthält einen summarischen Abschluss bezogen auf das abgelaufene halbe Geschäftsjahr und ist damit weniger aussagekräftig als ein US-amerikanischer Quartalsbericht, der neben den Finanzdaten immer eine MD&A mit prognostischem Charakter enthalten muss.

Soweit Quartalsberichte zu erstellen sind, gilt Gleiches auch für die deutschen Quartalsberichte, sie sind im Umfang erheblich geringer als die US-amerikanischen Quartalsberichte. Dies gilt sowohl dann, wenn sie freiwillig entsprechend IAS 34 erstellt werden, als auch dann, wenn sie im Rahmen einer Notierung im Prime Standard nach § 63 BO erstellt werden. Die Quartalsberichte nach § 63 BO liegen allerdings von ihren inhaltlichen Anforderungen her näher bei Formblatt 10-Q als die übrige deutsche Zwischenberichterstattung. Zu bedenken ist allerdings, dass der Bericht auf Formblatt 10-Q auch in diesem Vergleich noch erheblich umfangreicher ist, da er eine MD&A enthält und Informationen über Marktrisiken bietet. Einen weiteren Unterschied bedeutet die erheblich kürzere Einreichungsfrist des Quartalsberichts auf Formblatt 10-Q gegenüber dem deutschen Quartalsbericht mit einer zweimonatigen Einreichungsfrist.

Die Durchsicht durch einen Wirtschaftsprüfer ist für deutsche Quartalsberichte zwar nicht wie in den USA vorgeschrieben, wird aber häufig auf freiwilliger Basis durchgeführt.

Die in Deutschland durch die Umsetzung der Prospektrichtlinie in § 10 WpPG eingeführte Pflicht, jährlich ein Dokument zu veröffentlichen, das alle im vorangehenden Jahr veröffentlichten Pflichtpublikationen erfasst und auf diese verweist, gibt es im US-amerikanischen Recht nicht.

In den USA sind für Small Business Issuer alle Anforderungen an die Regelpublizität etwas geringer, was für diese Emittenten die Berichterstattung etwas vereinfacht. Derartige graduelle Herabstufungen für kleine Emittenten gibt es im deutschen Recht nicht. In Deutschland, gibt es lediglich für alle Emittenten die Möglichkeit, sich für eine Notierung im Prime Standard oder dagegen zu entscheiden, wobei erst die Wahl des Prime Standard überhaupt die Verpflichtung zu Quartalsberichten für alle Unternehmen nach sich zieht. Ebenso können Unternehmen für eine Notierung im geregelten Markt statt im amtlichen Markt optieren, was bis zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie im nächsten Jahr die Zwischenberichtspflicht insgesamt entfallen lässt. In Deutschland besteht damit größenunabhängig für jeden Emittenten die Möglichkeit, bestimmte Publizitätspflichten durch Wahl eines bestimmten Börsensegments zu vermeiden.

Demgegenüber besteht in den USA nur die Möglichkeit für kleinere Unternehmen ihre Regelberichterstattung in einem inhaltlich geringeren Umfang zu veröffentlichen. Zu beachten ist allerdings auch für Deutschland, dass auch der geregelte Markt durch die Umsetzung der Transparenzrichtlinie ab dem 20.01.2007 höhere Regelpublizitätspflichten aufweisen wird und der Unterschied zum amtlichen Markt damit wieder ein Stück weiter nivelliert wird.

III. Fazit:

Der Unterschied im inhaltlichen Umfang der jährlichen Publizitätsvorschriften im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht gegenüber denjenigen im deutschen Kapitalmarktrecht ist auffällig. Obwohl der Lagebericht in Deutschland in den letzten Jahren kontinuierlich ausgebaut und erweitert wurde, reichen die qualitativen Informationen, die dem deutschen Jahresabschluss entnommen werden können, lange nicht an diejenigen heran, die in einen US-amerikanischen Jahresabschluss auf Formblatt 10-K aufgenommen werden müssen. Allein die Masse an Informationen ist allerdings für die Transparenz nicht entscheidend. Wichtig ist vielmehr, dass der Aktionär die für ihn relevanten Informationen in einer für ihn geeigneten Form präsentiert bekommt. Nicht alle Informationen, die in den USA Anlegern präsentiert werden sind für diese wirklich entscheidend. Ob beispielsweise tatsächlich jeder Anleger wissen muss, welche Honorare Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer in den letzten zwei Jahren bezogen haben, bleibt zu bestreiten. Der deutsche Lagebericht scheint hier mit den Erweiterungen, die er in den letzten Jahren erfahren hat, durchaus ausreichend.

Auszubauen wäre allerdings noch die Pflicht zur Abgabe von Prognosen. Insbesondere sollten hier konkrete Vorgaben gemacht werden, worauf sich Prognosen beziehen müssen und was ihr Gegenstand sein sollte.

Zu bedenken ist an dieser Stelle dann allerdings auch, dass in 2007 mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie die Haftung für Angaben in der Regelpublizität erheblich verschärft werden wird. Hier sollte bei der Umsetzung darüber nachgedacht werden, ob man europarechtskonform eine Safe-Harbor-Regel für Prognosen analog derjenigen der SEC fassen kann, so dass Unternehmen weiterhin nicht für das Nichteintreffen einer Prognose in Anspruch genommen werden können.

Weitere positive Aspekte der US-amerikanischen Regelberichterstattung betreffen insbesondere die Formalien. Die US-amerikanische Jahres- und Quartalsberichterstattung unterliegt erheblich kürzeren Fristen als die deutsche. In Bezug auf die Jahresberichterstattung wird die Transparenzrichtlinie allerdings die Frist auf drei Monate verkürzen. In den USA

beträgt die Frist je nach Größe des Unternehmens 60 bis 90 Tage, so dass insofern mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie eine Angleichung stattfindet. Weiterhin anzugleichen wäre die Frist für die Einreichung der Quartalsberichte, denn diese ist in Deutschland bisher erheblich länger als in den USA. Die zeitnahe Information der Aktionäre ist aber für einen transparenten Kapitalmarkt essentiell. Nur zeitnahe Informationen sind auch wirklich wertvolle Informationen für Aktionäre und das Anlagepublikum.

Bezüglich der Veröffentlichungsform ist zu überlegen, ob man nicht ähnlich wie in den USA auch in Deutschland eine gesetzliche Pflicht für die Unternehmen einführen sollte, ihren Aktionären die Jahresberichterstattung zuzusenden. Es ist an sich nicht einzusehen, warum sich der Aktionär im Prinzip selbst darum kümmern muss, die für ihn relevanten Informationen zu erhalten. Da letztlich das Management eines Unternehmens quasi treuhänderisch mit fremdem Geld arbeitet, ist es notwendig, dass gegenüber den Geldgebern Auskunft über die Verwendung und Nutzung des Geldes Rechenschaft gegeben wird. Die Zusendung der Informationen sollte daher nicht nur auf Anforderung der Aktionäre erfolgen.

Zu überdenken wäre auch in Deutschland, ob man für kleinere Unternehmen die Möglichkeit schafft, ihre Regelpublizität in einem inhaltlich geringeren Umfang zu erstatten, wie dies in den USA für Small Business Issuer der Fall ist. Dies könnte eine gute Möglichkeit sein, kleineren Unternehmen den Weg auf den Kapitalmarkt zu eröffnen, ohne den Anleger zu viele Informationen zu verweigern. Dies gilt insbesondere deshalb, weil mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie alle Unternehmen zur unterjährigen Berichterstattung verpflichtet werden und damit der prinzipielle Unterschied im Hinblick auf die Publizitätspflichten zwischen dem amtlichen und dem geregelten Markt entfällt.

Wichtig wäre in Deutschland, insbesondere wenn im Jahre 2007 durch die Umsetzung der Transparenzrichtlinie auch für Unternehmen am geregelten Markt die unterjährige Zwischenberichterstattung verpflichtend wird, die Einführung von Vereinfachungen der Anforderungen an die Publizität kleinerer und mittlerer Unternehmen, die durch die Publizitätskosten besonders belastet werden und für die der Kapitalmarkt dadurch unattraktiv wird. Zu denken wäre hier an eine größenabhängige Abstufung der Publizitätspflichten, so wie es das US-amerikanische Recht für die sog. Small Business Issuer vorsieht. Der Vorteil dieser Lösung gegenüber dem derzeitigen deutschen System ist, dass es dann nicht mehr in der Wahl des Emittenten liegt, welchem Segment er zugehören will und welche Folgepflichten sich damit für ihn anschließen. Entlastet werden vielmehr gerade diejenigen, die aufgrund ihrer geringeren Größe durch die Publizitätspflichten über Gebühr belastet werden. Gut ist an der US-

amerikanischen Lösung auch, dass sie lediglich den Umfang der einzelnen Publikationen verringert, nicht aber wie die bisherige deutsche Lösung ganze Publizitätspflichten entfallen lässt.

D. Proxy:

I. Bestandsaufnahme:

1. US-amerikanisches Recht:

Eine Besonderheit des US-amerikanischen Wertpapierrechts stellen die durch die Bewerbung um Stimmrechtsvollmachten, sogenannte „Proxies“, ausgelösten Veröffentlichungspflichten dar. Am US-amerikanischen Kapitalmarkt ist es üblich, dass der Vorstand oder Dritte die Anleger um Erteilung einer Stimmrechtsvollmacht ersuchen. Werden diese Stimmrechtsvollmachten erteilt, so übt der Bevollmächtigte bei der Hauptversammlung das Stimmrecht für den Vollmachtgeber aus. Die Bewerbung um Stimmrechtsvollmachten löst grundsätzlich Veröffentlichungspflichten aus. Eine Veröffentlichung muss erfolgen, wenn der Vorstand oder andere Aktionäre eines Unternehmens oder auch sonstige Dritte im Vorfeld einer Hauptversammlung die Aktionäre kontaktieren, um sich von ihnen Stimmrechtsvollmachten ausstellen zu lassen mit dem Ziel, für diese bei der Hauptversammlung zu stimmen. Alle Unterlagen, die den Aktionären im Rahmen dieser Kontaktaufnahme übermittelt werden sollen, müssen vorher veröffentlicht werden³⁷⁴. Unter dem Stichwort „Solicitation of Proxies“ wird im US-amerikanischen Wertpapierrecht grundsätzlich die Kontaktaufnahme des Vorstands mit den Aktionären im Vorfeld einer Hauptversammlung behandelt und zwar selbst dann, wenn gerade keine Stimmrechtsvollmachten eingeworben werden³⁷⁵. So müssen nach Sec. 14 (a), (c) S.E.A.’34 bereits alle den Aktionären zur Abstimmung gestellten Fragen im Vorfeld einer Hauptversammlung durch den Vorstand in einer allen Aktionären übermittelten Hauptversammlungsunterlage (Annual Report) vorgestellt werden. Diese wird allerdings auch der SEC eingereicht und damit über die Edgar-Datenbank allgemein für jeden zugänglich gemacht. Durch diese Pflichten zur Veröffentlichung soll Transparenz für den Anleger geschaffen werden, wobei ganz verschiedene Aspekte diesen Veröffentlichungspflichten

³⁷⁴ Vgl. Sec. 14 (a) S.E.A.’34.

³⁷⁵ Dies hängt damit zusammen, dass der US-amerikanische Bundesgesetzgeber für den Bereich des Wertpapierrechts zuständig ist, soweit die Wertpapiere nicht nur in einem Bundesstaat gehandelt werden, das Gesellschaftsrecht aber eine Domäne der Einzelstaaten ist.

zugrunde liegen. Einerseits sollen Anleger und potentielle Anleger durch die Veröffentlichung der Hauptversammlungsunterlage über alle diejenigen Punkte informiert werden, die auf einer anstehenden Hauptversammlung zur Abstimmung der Aktionäre gestellt werden. Andererseits sollen diese auch durch Veröffentlichung der Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten über Machtkämpfe zwischen Großaktionären oder Großaktionären und Vorstand innerhalb einer Gesellschaft aufgeklärt werden. Weiterhin muss der Vorstand Stellungnahmen von Aktionären zu bestimmten Tagesordnungspunkten ebenso wie Vorschläge von Aktionären in seine Hauptversammlungsunterlagen aufnehmen und so auch hierüber umfassend informieren. Diese Veröffentlichungspflicht soll der Stärkung der Aktionärsdemokratie dienen.

Regelwerk 14A der SEC³⁷⁶ legt fest, wie den Veröffentlichungspflichten der Sec. 14 (a) S.E.A.'34 genügt werden kann. Diese greifen, wie dargelegt, einerseits für den Fall, dass Stimmrechtsvollmachten durch Dritte eingeworben werden und andererseits für den Vorstand eines Unternehmens im Vorfeld einer Hauptversammlung hinsichtlich jeder Mitteilung an die Aktionäre.

Abzustecken ist also, welche Form der Kontaktaufnahme mit einem Aktionär eine Bewerbung um eine Stimmrechtsvollmacht darstellt. Die SEC fasst den Begriff sehr weit und schließt so jedwede Mitteilung an einen Aktionär ein, die dazuführen kann, dass dieser sein Stimmrecht zunächst nicht ausübt³⁷⁷. Zusätzlich kann schon eine Veröffentlichung in einer werbenden Anzeige in einer überregionalen Zeitung als Mitteilung an die Aktionäre gewertet werden³⁷⁸; auch offene Briefe etwa an Organe des betroffenen Emittenten oder Behörden können ausreichen³⁷⁹.

Um die Beteiligung von Aktionären zu erhöhen und damit die Aktionärsdemokratie zu stärken, hat die SEC ihre Regeln dahingehend verändert, dass seit 1992 Aktionäre ohne weitere Veröffentlichungspflichten im Vorfeld ankündigen dürfen, wie sie bei bestimmten

³⁷⁶ Regulation 14A; 17 C.F.R. § 240.14a; für den Fall, dass der Vorstand eines Unternehmens lediglich seine Anteilsinhaber informieren möchte ohne jedoch selbst Stimmrechte einzuwerben, erfolgt die Veröffentlichung nach Regulation 14C auf dem Formblatt 14C; sowohl das Regelwerk als auch das Formblatt stimmen jedoch weitgehend mit denjenigen nach 14A überein, und verweisen auf diese. Nicht erfasst von der Verweisung in Formblatt 14C sind lediglich Item 1(c), 2, 4 und 5 des Formblatt 14A, die sich entweder speziell auf die Einwerbung der Stimmrechtsvollmacht beziehen oder anderweitig aufgegriffen werden. So müssen die bei bestimmten Abstimmungen bestehenden etwaigen persönlichen Interessen von Gremienmitgliedern und leitenden Angestellten sowie von Personen, die für diese Posten vorgeschlagen sind nach Item 3 von Formblatt 14C auch hier genannt werden.

³⁷⁷ Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-1(f).

³⁷⁸ Vgl. Long Island Lighting Co. v. Barbash, 779 F.2d 793 (2nd Cir. 1985).

³⁷⁹ Vgl. Brown v. Chicago, Rock Island & Pacific Railroad Co., 328 F.2d 122 (7th Cir. 1964); Gillette Co. v. RB Partners, 693 F.Supp. 1266 (D.Mass.1988).

Tagesordnungspunkten einer Hauptversammlung stimmen werden³⁸⁰. Vor 1992 wäre auch eine derartige Mitteilung als Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten angesehen worden und hätte damit die Veröffentlichungspflichten des Sec. 14 (a) S.E.A.'34 ausgelöst. Ebenso dürfen Aktionäre nunmehr miteinander kommunizieren, ohne die Veröffentlichungsanforderungen des Sec. 14 (a) S.E.A.'34 zu erfüllen, solange nicht tatsächlich Stimmrechtsvollmachten verlangt oder erteilt werden³⁸¹. Eine weitere Ausnahme von den Veröffentlichungspflichten der Sec. 14 (a) S.E.A.'34 gilt für das Werben um Vollmachten für die Stimmrechte von weniger als 10 Personen, wenn diese nicht vom Emittenten und nicht von einem Aktionär ausgeht, der selbst Inhaber von 5 % oder mehr der Stimmrechte des Emittenten ist³⁸².

Um den Veröffentlichungspflichten nach Sec. 14 (a) S.E.A.'34 und des dazu erlassenen Regelwerks 14A zu genügen, müssen das Formblatt 14A der SEC sowie Kopien der Unterlagen, die den Aktionären übermittelt werden sollen, eingereicht werden. Dies gilt sowohl für Dritte, die Stimmrechtsvollmachten einwerben, als auch für den Vorstand des Unternehmens selbst, unabhängig davon, ob Stimmrechte eingeworben werden oder lediglich die Hauptversammlungsunterlagen veröffentlicht werden sollen. Auf Formblatt 14A muss zunächst festgehalten werden, wann und wo die betreffende Hauptversammlung stattfindet³⁸³. Weiterhin muss unmittelbar auf der ersten Seite angegeben werden, an welchem Tag die Unterlagen den Aktionären zugänglich gemacht werden oder wurden³⁸⁴. Angegeben werden muss auch, bis zu welchem Stichtag Vorschläge und Eingaben der Aktionäre für die nächste Hauptversammlung einzureichen sind³⁸⁵. Offen gelegt werden muss, ob die eingeworbenen Stimmrechtsvollmachten widerruflich oder unwiderruflich sind³⁸⁶ und wie der Widerruf einer Stimmrechtsvollmacht vorgenommen werden kann³⁸⁷. Es muss erläutert werden, ob sich bei bestimmten zur Abstimmung stehenden Sachverhalten für nicht zustimmende Aktionäre Barabfindungsrechte³⁸⁸ oder ähnliche Rechte ergeben und ob für die spätere Geltendmachung dieser Rechte eine Enthaltung bei der Abstimmung genügt oder ob dies als Verzicht auf die Rechte ausgelegt wird³⁸⁹. Weiterhin muss auf Formblatt 14A die die Stimmrechtsvollmachten

³⁸⁰ Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-1.

³⁸¹ Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-2(b)(1).

³⁸² Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-2(b)(2).

³⁸³ Vgl. Formblatt 14A, Item 1(a).

³⁸⁴ Vgl. Formblatt 14A, Item 1(b).

³⁸⁵ Vgl. Formblatt 14A, Item 1(c).

³⁸⁶ Nach dem Recht der US-amerikanischen Bundesstaaten ist die Widerruflichkeit der Regelfall, vgl. James D. Cox, Thomas Lee Hazen & F. Hodge O'Neal, Corporations, § 13.23.

³⁸⁷ Vgl. Formblatt 14A, Item 2.

³⁸⁸ So beispielsweise nach US-amerikanischem Aktienrecht im Falle einer zur Abstimmung stehenden Fusion.

³⁸⁹ Vgl. Formblatt 14A, Item 3.

einwerbende Person klar benannt werden und auch dargelegt werden, wer die Kosten der Einwerbung der Stimmrechtsvollmachten trägt³⁹⁰. Zusätzlich ist offen zu legen, inwieweit Organmitglieder oder sonst an der Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten Beteiligte³⁹¹ ein persönliches Interesse an bestimmten Abstimmungsgegenständen haben³⁹². An dieser Stelle müssen Vereinbarungen für den Fall eines bestimmten Abstimmungsausgangs dargelegt werden, aber auch die Höhe der durch die genannten Personen gehaltenen Beteiligungen ist zu offenbaren. Auf Formblatt 14A sind allerdings ohnehin die Gesamtzahl der Stimmrechte des Unternehmens und die Großaktionäre mit ihren jeweiligen Beteiligungen anzugeben³⁹³. Sollen auf der betreffenden Hauptversammlung neue Organmitglieder gewählt werden, so sind detaillierte Angaben im Hinblick auf die zur Wahl stehenden Personen insbesondere auch insoweit erforderlich, ob Verbindungen zu verbundenen Unternehmen bestehen oder ob sich in irgendeiner Form ein Interessenkonflikt der zur Wahl stehenden Personen mit denen des Unternehmens ergeben könnte³⁹⁴. Wird das Formblatt 14A durch den Vorstand des Unternehmens eingereicht, muss zusätzlich das Gehalt der Organmitglieder und der Angestellten der obersten Führungsebene³⁹⁵ offen gelegt werden³⁹⁶. Bei dieser Veröffentlichung sind zunächst die direkten und indirekten Zahlungen an die Führungskräfte offen zu legen. Weiter ist eine Darstellung beizufügen, die die Entwicklung der Gehälter in Relation zum Aktienkurs des Unternehmens für den zurückliegenden 5-Jahreszeitraum deutlich macht und mit denen von ähnlichen Unternehmen vergleicht. Zusätzlich sind die Kriterien offen zu legen, nach denen die Gehälter der Führungskräfte bestimmt werden. Angegeben werden muss auf Formblatt 14A weiterhin, ob in Verbindung mit der Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten ein unabhängiger Wirtschaftsprüfer beauftragt wurde, wobei auch angegeben werden muss, in welcher Höhe der Wirtschaftsprüfer dem Unternehmen seine Leistungen in Rechnung gestellt hat³⁹⁷. Gleiches gilt betreffs eines zur Abstimmung stehenden Tagesordnungspunktes. Prämien- oder Betriebsrentensysteme, die zur Abstimmung gestellt werden, müssen im Detail dargestellt werden, wobei auch auszubehende Optionen oder andere Bezugsrechte beschrieben werden müssen³⁹⁸. Neu aufzulegende und auszubehende

³⁹⁰ Vgl. Formblatt 14A, Item 4.

³⁹¹ Dies schließt nach 17 C.F.R. § 240. 14a-101 auch Personen ein, die die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten finanzieren oder lediglich dem Einwerbenden einen Kredit geben.

³⁹² Vgl. Formblatt 14A, Item 5.

³⁹³ Vgl. Formblatt 14A, Item 6.

³⁹⁴ Vgl. Formblatt 14A, Item 7.

³⁹⁵ Sog. „Executive Officers“.

³⁹⁶ Vgl. Formblatt 14A, Item 8.

³⁹⁷ Vgl. Formblatt 14A, Item 9.

³⁹⁸ Vgl. Formblatt 14A, Item 10.

Wertpapiere müssen ebenfalls im Detail erläutert werden³⁹⁹, ebenso Veränderungen oder Austausch von bereits ausgegebenen Wertpapieren⁴⁰⁰. Soll die Hauptversammlung der Ausgabe neuer Wertpapiere oder dem Umtausch bzw. der Veränderung von Wertpapieren zustimmen, so sind Bilanzen und Rechnungsabschlüsse, die diese Vorhaben betreffen, dem Formblatt 14A beizufügen⁴⁰¹. Außergewöhnliche Geschäftsvorgänge, die durch die Aktionäre zu prüfen sind, sind zu beschreiben⁴⁰². Sofern außergewöhnliche Geschäftsvorgänge wie Fusionen, Konsolidierungen oder Unternehmenskäufe zur Abstimmung stehen, haben entsprechende Veröffentlichungen zu erfolgen. Soll über Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Bestandteile des Betriebsvermögens abgestimmt werden, ist dieses genau zu beschreiben, ebenso die Vertragsbedingungen des Erwerbs oder der Veräußerung⁴⁰³. Angegeben werden muss auch, wenn bestimmte Abstimmungen bzw. Abstimmungsergebnisse Bilanzberichtigungen nach sich ziehen könnten⁴⁰⁴. Bildet ein Geschäfts- oder Rechenschaftsbericht die Grundlage für eine Abstimmung, so ist dieser zu erläutern⁴⁰⁵. Werden Geschäftsvorgänge zur Abstimmung der Aktionäre gestellt, die in der Regel einer Zustimmung der Aktionäre nicht bedürfen, muss erklärt werden, warum sie in diesem Fall zur Abstimmung gestellt werden⁴⁰⁶. Soll die Satzung der Gesellschaft durch die Hauptversammlung verändert werden, so ist die vorgeschlagene Veränderung zu begründen⁴⁰⁷. Schließlich sind alle diejenigen weiteren zur Abstimmung stehenden Themen zu erläutern, die nicht bereits gesondert aufgeführt wurden⁴⁰⁸. Wichtig ist hierbei, dass jeder genannte Punkt gesondert aufzuführen und darzulegen ist; das Zusammenfassen mehrerer Einzelpunkte macht das Formblatt 14A irreführend und kann damit zur Haftung führen⁴⁰⁹. Zu jedem einzelnen Abstimmungsthema ist ausdrücklich anzugeben, welche Zustimmungsquote für eine Annahme des vorgestellten Vorschlags erforderlich ist⁴¹⁰.

³⁹⁹ Vgl. Formblatt 14A, Item 11.

⁴⁰⁰ Vgl. Formblatt 14A, Item 12.

⁴⁰¹ Vgl. Formblatt 14A, Item 13.

⁴⁰² Vgl. Formblatt 14A, Item 14.

⁴⁰³ Vgl. Formblatt 14A, Item 15.

⁴⁰⁴ Vgl. Formblatt 14A, Item 16.

⁴⁰⁵ Vgl. Formblatt 14A, Item 17.

⁴⁰⁶ Vgl. Formblatt 14A, Item 18.

⁴⁰⁷ Vgl. Formblatt 14A, Item 19.

⁴⁰⁸ Vgl. Formblatt 14A, Item 20.

⁴⁰⁹ Vgl. Koppel v. 4987 Corp., 167 F.3d 125 (2nd Cir. 1999).

⁴¹⁰ Vgl. Formblatt 14A, Item 21.

Die Offenlegung ist sowohl durch den Vorstand als auch durch Dritte auf Formblatt 14A vorzunehmen. Wird das Formblatt 14A vom Vorstand im Vorfeld der regulären jährlichen Hauptversammlung eingereicht, ist ihr ein Jahresabschluss beizufügen⁴¹¹.

Formblatt 14A muss in der Regel zehn Tage, bevor es an Anleger übermittelt wird, der SEC eingereicht werden⁴¹². Dabei ist der Entwurf einer einzuwerbenden Stimmrechtsvollmacht, die an die Aktionäre übersandt werden soll, beizufügen. Formblatt 14A und der Vollmachtentwurf sind als Entwürfe zu kennzeichnen. Weitere Unterlagen, deren Versendung an die Aktionäre beabsichtigt ist, müssen seit 1992 nicht mehr im Entwurf eingereicht werden⁴¹³. Soweit allen Veröffentlichungspflichten nach Sec. 14 (a) S.E.A.'34 genügt wurde, ist seit diesem Zeitpunkt einem Einwerber von Stimmrechtsvollmachten gestattet, Pressemitteilungen, die diese Einwerbung von Stimmrechten bzw. die anstehende Hauptversammlung betreffen, ohne vorherige Einreichung bei der SEC zu veröffentlichen⁴¹⁴. Diese Lockerungen der Regulierung beim Einwerben von Stimmrechtsvollmachten sollte institutionelle Anleger motivieren, sich stärker einzubringen und das betroffene Unternehmen zu überwachen⁴¹⁵.

Sobald mit der Übermittlung der Hauptversammlungsunterlagen an die Aktionäre begonnen wurde, ist zusätzlich das tatsächlich versandte Material sowie das endgültige Formblatt 14A der SEC einzureichen, wobei auf Unterschiede zu den Entwürfen hinzuweisen ist, soweit diese verändert wurden. Zusätzlich müssen diese Unterlagen auch bei allen Börsen, an denen die Wertpapiere gehandelt werden, eingereicht werden. Abweichend davon ist es allerdings zulässig, auf das Einreichen von Entwürfen zu verzichten, wenn die Veröffentlichung lediglich eine reguläre jährliche Hauptversammlung betrifft und nur die Wahl von Gremienmitgliedern, die Entlastung von Wirtschaftsprüfern und Vorschläge der Anleger zur Abstimmung stehen⁴¹⁶. Die Hauptversammlungsunterlagen oder die Unterlagen zur Einwerbung einer Stimmrechtsvollmacht dürfen den Anlegern in elektronischer Form übermittelt werden, wenn diese zuvor der Übermittlung in elektronischer Form zugestimmt haben⁴¹⁷.

⁴¹¹ 17 C.F.R. § 240.14a-3(b).

⁴¹² Vgl. zur Durchführung der Veröffentlichung 17 C.F.R. § 240.14a-5.

⁴¹³ Vgl. 17 C.F.R. §§ 240.14a-3(a), 240.14a-4; Exch. Act Rel. No. 34-31326, (1992 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 85,051 (SEC Oct. 16, 1992).

⁴¹⁴ Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-3(f).

⁴¹⁵ Vgl. Hazen, § 10.2(2).

⁴¹⁶ Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-6(a).

⁴¹⁷ Vgl. Use of Electronic Media, Sec. Act Rel. No. 33-7856, 2000 WL 502290 (SEC April 28, 2000)

Viele Wertpapiere werden durch „broker-dealer“⁴¹⁸ oder Banken treuhänderisch für ihre Kunden gehalten⁴¹⁹. In diesem Falle verpflichtet 14 (b) S.E.A.’34 die Banken und „broker-dealer“ die „Proxy-Unterlagen“ an ihre Kunden zu übermitteln.

Der Emittent muss den Aktionären auf ihre Anforderung hin entweder eine Liste mit allen Adressen, an die „Proxy-Unterlagen“ zu versenden sind, zukommen lassen oder alternativ die Versendung auf Kosten eines Aktionärs für diesen an alle Empfänger von derartigen Unterlagen vornehmen⁴²⁰. Ein einzelner Aktionär kann dabei alle Materialien verschicken oder verschicken lassen, die andere Aktionäre in Bezug auf ihre Stimmrechte interessieren könnten⁴²¹. Weiterhin steht es den Aktionären frei, selbst Vorschläge für die Hauptversammlung zu machen, die grundsätzlich durch den Vorstand in die Hauptversammlungsunterlagen des Vorstands aufgenommen werden müssen⁴²². Voraussetzung für diese Verpflichtung des Vorstands ist, dass die Abstimmung über den vorgeschlagenen Punkt nach dem Recht des Sitzstaates und dem Bundesrecht zulässig ist und der Aktionär seit mindestens einem Jahr Inhaber von stimmberechtigten Wertpapieren mit einem Anteil von entweder einem Prozent der Anteile oder tausend Dollar Marktwert ist, wobei jeweils der geringere Betrag maßgeblich ist. Außerdem muss der Vorschlagende selbst an der Hauptversammlung teilnehmen oder ordentlich vertreten sein.

Formblatt 14A und die beigelegten Unterlagen werden, nachdem sie eingereicht worden sind, durch die SEC in ihre Edgar Datenbank eingespeist und so allgemein zugänglich gemacht.

Regel 14a-9 der SEC⁴²³ verbietet erhebliche Fehldarstellungen und Auslassungen bei der Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten bzw. bei der Übersendung von Hauptversammlungsunterlagen. Diese Vorschrift bildet eine Anspruchsgrundlage für Privatpersonen, die durch eine derartige falsche oder unterlassene Veröffentlichung geschädigt wurden, wobei es nicht darauf ankommt, dass der Geschädigte Wertpapiere des betreffenden Unternehmens hält⁴²⁴. Notwendig für die Begründung ist allerdings der Nachweis von fahrlässigem Verhalten bei der Veröffentlichung; Wissentlichkeit ist nach überwiegender

⁴¹⁸ An amerikanischen Börsen sind das Kursmakler die als Käufer und Verkäufer für ihre Kunden auftreten, insbesondere auch im Freiverkehr.

⁴¹⁹ Vgl. Hazen, § 10.10.

⁴²⁰ Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-7(b),(c).

⁴²¹ Vgl. Hazen, § 10.7.

⁴²² Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-8.

⁴²³ Vgl. 17 C.F.R. § 240.14a-9.

⁴²⁴ Vgl. Capital Real Estate Investors Tax Exempt Fund Limited Partnership v. Schwartzberg, 929 F.Supp. 105 (S.D.N.Y.1996); zulässiger Kläger war hier eine Gesellschaft die Stimmrechtsvollmachten eingeworben hat, die allerdings selbst keine Anteile an der betroffenen Gesellschaft hielt; vgl. auch Ameribanc Investors Group v. Zwart, 706 F. Supp. 1248 (E.D. Va. 1989) wonach auch die betroffene Gesellschaft selbst Kläger sein kann.

Ansicht nicht erforderlich⁴²⁵. Zusätzlich ist allerdings darzulegen, dass der Schaden auf der Fehlinformation beruht, was nur dann der Fall sein kann, wenn die Gegenseite nicht nachweisen kann, dass sie ohnehin die nötige Anzahl von Stimmen für einen entsprechenden Abstimmungsausgang sicher hatte⁴²⁶ bzw. dass der Abstimmungsausgang für die Entstehung des Schadens irrelevant war⁴²⁷. Gerichte haben auf derartige Klagen nicht nur auf Schadensersatz geurteilt, sondern auch die Durchführung einer neuen Hauptversammlung⁴²⁸ bzw. die Wiederherstellung des status quo vor Durchführung der durch die fehlerhafte Offenlegung beeinträchtigten Abstimmung⁴²⁹ angeordnet.

2. Deutsches Recht:

Auch in Deutschland ist es jedenfalls seit der Klarstellung durch das NaStraG im Jahr 2001 zulässig, dass der Unternehmensvorstand einen Treuhänder benennt, der von den Aktionären der Gesellschaft zur Vertretung ihrer Stimmrechte bevollmächtigt wird, vgl. § 134 III 3 AktG. Diese Möglichkeit der Verwaltungsvollmacht wird durch die großen Publikumsgesellschaften bereits praktiziert.

Besondere Veröffentlichungspflichten für den gesamten Kapitalmarkt ergeben sich hieraus jedoch im Unterschied zu den USA nicht. Allerdings ist umstritten, ob die Bevollmächtigung von Gesellschaftsvertretern nur zulässig ist, wenn der Aktionär Weisungen zu den einzelnen Punkten der Tagesordnung erteilt⁴³⁰, oder ob eine pauschale Bevollmächtigung zur Abstimmung nach den Vorschlägen der Verwaltung möglich ist⁴³¹.

Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang noch darauf, dass das Aktiengesetz dem Vorstand der Gesellschaft vorschreibt, die Einladung zur Hauptversammlung einschließlich der

⁴²⁵ Vgl. Hazen, § 10.3(3); Hershkowitz v. Nutri/System, Inc., 857 F.2d 179, (189f.), (3rd Cir. 1988); Wilson v. Great American Industries, Inc., 855 F.2d 987, 995 (2nd Cir. 1988); Gould v. American-Hawaiian Steamship Co., 535 F.2d 761 (3rd Cir. 1976); Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc., 478 F.2d 1281 (2nd Cir. 1973); a.A. Adams v. Standard Knitting Mills, Inc., 623 F.2d 422 (6th Cir. 1980).

⁴²⁶ Vgl. Thouret v. Hudner, 1996 WL 38824 (1995-1996 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 99,037 (S.D.N.Y.1996).

⁴²⁷ Vgl. Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg, 501 U.S. 1083, 111 S.Ct. 2749, 115 L. Ed. 2d 929 (1991), wo nicht eine Fusion selbst zur Abstimmung stand, sondern lediglich die Wahl eines weiteren Vorstandsmitglieds zur Auflösung eines Interessenkonflikts. Hier konnte der Vorstand zur Überzeugung des Gerichts darlegen, dass unabhängig von der Person des weiteren Vorstandsmitglieds die Fusion ohnehin durchgeführt worden wäre.

⁴²⁸ Vgl. Fradkin v. Ernst, 571 F. Supp. 829 (N.D. Ohio 1983); GAF Corp. v. Heymann, 559 F.Supp. 748 (S.D.N.Y. 1983) aus anderen Gründen hatte die Berufung Erfolg 724 F.2d 727 (2nd Cir. 1983); Bertoglio v. Texas International Co., 488 F. Supp. 630 (D.Del.1980).

⁴²⁹ Vgl. Crouch v. Prior, 905 F.Supp. 248 (D.Vi. 1995).

⁴³⁰ Vgl. Hüffer, AktG, § 134 Rdn. 26b; Hüther, AG 01, 68 (71ff.); Noack, ZIP 01, 57 (62); Zetzsche, ZIP 01, 682 (684).

⁴³¹ Vgl. MüKo-AktG/ Volhard, § 134 Rdn. 39; Bachmann, AG 01, 635 (638f.); Hanloser, NZG 01, 355; Riegger, ZHR 165 (2001), 204 (214f.).

Tagesordnung und der zugehörigen Vorschläge zur Beschlussfassung von Vorstand und Aufsichtsrat in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen⁴³². Die Veröffentlichung hat durch den elektronischen Bundesanzeiger sowie weitere durch die Gesellschaftssatzung bestimmte elektronische oder gedruckte Medien zu erfolgen⁴³³. Zweck dieser Veröffentlichung ist es einerseits, den Aktionären eine sachgemäße Vorbereitung auf die Hauptversammlung zu ermöglichen, andererseits soll den Aktionären, die nicht an der Hauptversammlung teilnehmen wollen oder können, die Möglichkeit eingeräumt werden, ihren Stimmrechtsvertretern in der Hauptversammlung vorab eine eindeutige Weisung zur Ausübung des Stimmrechts zu erteilen⁴³⁴.

Inhaltlich müssen Vorstand und Aufsichtsrat grundsätzlich zu jedem Tagesordnungspunkt einen Vorschlag zur Beschlussfassung unterbreiten. Vorstand und Aufsichtsrat sind grundsätzlich beide zu einem Vorschlag verpflichtet, bei inhaltlicher Deckungsgleichheit, die in der Praxis der Regelfall ist, werden diese jedoch zusammengefasst. Ein tauglicher Verwaltungsvorschlag muss so bestimmt sein, dass er als Beschlussantrag auf der Hauptversammlung eingebracht werden kann⁴³⁵. Eine Pflicht zur Begründung eines Verwaltungsvorschlags ergibt sich allerdings nicht. Bei Tagesordnungspunkten, die nur auf Verlangen einer Minderheit auf die Tagesordnung gekommen sind, besteht keine Vorschlagspflicht. Ein Unterschied zu den Bekanntmachungsvorschriften in den USA besteht dementsprechend insoweit, als der Veröffentlichungsumfang deutlich geringer ist und es keine gemeinsame kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtliche Datenbank gibt. Ein wesentlicher Unterschied besteht auch darin, dass gerade bei Namensaktien, bei denen der Vorstand überhaupt Stimmrechte einwerben kann, der Vorstand wählen kann, ob er im Bundesanzeiger und den Gesellschaftsblättern publiziert oder ob er die Aktionäre mittels eingeschriebener Briefe kontaktiert. Das letztgenannte, durchaus kostspielige Verfahren kommt insbesondere dann in Betracht, wenn um die Möglichkeit, einen von der Gesellschaft benannten Generalvertreter mit der Wahrnehmung der Stimmrechte zu beauftragen, geworben werden

⁴³² Vgl. §§ 121, 124 AktG; eine andere Möglichkeit ergibt sich allerdings wenn die Aktionäre der Gesellschaft namentlich bekannt sind, also insbesondere bei Namensaktien. Die Gesellschaft kann in diesem Fall auch auf die Publikation in den Gesellschaftsblättern verzichten und Einberufung der Hauptversammlung und Tagesordnung mittels eingeschriebenem Brief mitteilen, vgl. §§ 121 III 1, 124 I 1 AktG. Dieser Weg dürfte allerdings bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft erheblich kostenintensiver sein als die Veröffentlichung in den Gesellschaftsblättern.

⁴³³ Vgl. § 25 AktG.

⁴³⁴ Vgl. MüKo-AktG/ Kubis, § 124 Rdn. 42.

⁴³⁵ Vgl. MüKo-AktG/ Kubis, § 124 Rdn. 50; Hüffer, AktG, § 124 Rdn 12.

soll. Eine Information für das über die Aktionäre hinausgehende Anlagepublikum gibt es in diesem Fall nach deutschem Recht nicht⁴³⁶.

Die Vollmachtserteilung an einen anderen Aktionär oder einen Dritten ist auch in Deutschland grundsätzlich möglich. Im Gegensatz zum US-amerikanischen Recht kann ein Aktionär allerdings von der Aktiengesellschaft nicht die Mitteilung der Namen und Adressen der übrigen Aktionäre oder die Versendung seiner Einwerbungsunterlagen auf seine Kosten verlangen. Der Aktionär kann nach dem Aktiengesetz nur Auskunft über eigene, im Aktienregister gespeicherte Daten erlangen, nicht aber über fremde⁴³⁷. Tatsächlich ist die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten in Deutschland wohl bislang nur für den Vorstand eines Unternehmens möglich. Die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten soll sich allerdings in Deutschland als auf dem Vormarsch befinden⁴³⁸. Zu beachten ist auch, dass sich ein Dritter natürlich an die nach dem WpHG publizitätspflichtigen Großaktionäre oberhalb der 5%-Schwelle wenden kann, ein Zusammenschluss institutioneller Investoren ist daher auch in Deutschland denkbar.

II. Vergleich und Fazit:

Ein Vergleich macht deutlich, dass die Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten in den USA kapitalmarktrechtliche allgemeine Veröffentlichungspflichten auslöst, während das in Deutschland bislang jedenfalls nicht der Fall ist. Dabei ist zu beachten, dass in den USA das Wertpapierrecht nicht zuletzt auch zur bundeseinheitlichen Regelung gesellschaftsrechtlicher Sachverhalte genutzt wird, da es sich bei dem Wertpapierrecht um Bundesrecht handelt, beim Gesellschaftsrecht aber grundsätzlich um originäres Recht der Einzelstaaten. Das US-amerikanische Wertpapierrecht sieht traditionell die Verpflichtung zur Offenlegung und damit eben auch die allgemeine Veröffentlichung über die Edgar-Datenbank als ihr wichtigstes Instrument zur Beeinflussung des Kapitalmarktes an.

Ob eine derartig breite Veröffentlichung, wie das Regelwerk 14A der SEC sie im Fall der Einwerbung von Stimmrechtsvollmachten vorschreibt, tatsächlich notwendig ist, bleibt fraglich. Es lässt sich allerdings nicht in Abrede stellen, dass der potentielle Anleger in seiner Anlageentscheidung durchaus davon beeinflusst werden kann, welche Pläne das Management offenbart, bzw. ob in einem Unternehmen „Grabenkämpfe“ zwischen Großaktionären und

⁴³⁶ Vgl. §§ 121 III 1, 124 I 1 AktG.

⁴³⁷ Vgl. § 67 VI AktG.

⁴³⁸ Die HV-Präsenz ist nur wenig präsent, Börsenzeitung vom 11.07.2002; Zielorientierte Proxy-Solicitation als Bestandteil der HV-Organisation nicht als kurzfristige isolierte Einzelmaßnahme verstehen, Börsenzeitung vom 28.08.04.

Management oder zwischen Großaktionären stattfinden. Andererseits ist allerdings zu bedenken, dass sowohl hinter der deutschen wie auch hinter der amerikanischen Offenlegungsregel ein einheitlicher Zweck steht, nämlich den Aktionären die Bevollmächtigung dritter Personen zur Teilnahme an der Hauptversammlung zu ermöglichen. Hierzu muss der Aktionär im Wesentlichen wissen, worüber bei der Hauptversammlung gesprochen wird, also die Tagesordnung, und welche Anträge insbesondere von Seiten der Verwaltung gestellt werden. Dafür reicht auch die deutsche Offenlegungsregel. Nachzudenken sein könnte allenfalls darüber, ob eine Begründung der Anträge von Vorstand und Aufsichtsrat nicht gesetzlich vorgegeben werden sollte. Dem Aktionär zuzumuten, sich im Zweifel ohne Begründung des Antrags eine Meinung zu bilden und dementsprechende Weisungen zu erteilen, dürfte insbesondere dann etwas weit gehen, wenn die Gesellschaft einen eigenen Stimmrechtsvertreter benennt und wie in den USA Stimmrechte einwirbt.

Eine andere Frage ist, ob die Information der potentiellen Anleger und des Kapitalmarkts durch eine allgemeine Veröffentlichung der Einberufung zur Hauptversammlung sowie der Tagesordnung und der Anträge auch in Deutschland anzuraten ist, da sie die Transparenz des Kapitalmarktes stärkt, oder ob darauf verzichtet werden kann. Bisher besteht eine solche Verpflichtung dann nicht, wenn die Aktionäre namentlich bekannt sind. Diese Unterscheidung macht Sinn, solange einziges Ziel die Information der aktuellen Aktionäre ist und die Information des Kapitalmarktes nicht für wichtig erachtet wird. Aus Sicht des Marktes mutet die Unterscheidung allerdings merkwürdig an. Im Falle einer Gesellschaft, die Inhaberaktien ausgibt, können die Informationen leicht über den elektronischen Bundesanzeiger abgerufen werden, während sie im Falle einer Gesellschaft, die Namensaktien ausgibt, unter Umständen gar nicht zugänglich sind. Es gibt keinen Grund, warum potentielle Anleger sich besser über Gesellschaften informieren können sollten, die keine Namensaktien ausgeben. Eine Aufhebung dieses Unterschieds ist daher vorzuschlagen.

E. Ad-hoc-Publizität:

I. Bestandsaufnahme:

1. Deutsches Recht:

Neben die Regelpublizität tritt die Ad-hoc-Publizität. Die Ad-hoc-Publizität soll dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dienen, indem eine Übervorteilung gegenwärtiger und möglicher Anleger durch Zurückhaltung wichtiger, kursrelevanter Informationen

verhindert werden und so zu einer Bildung „realistischer“ Wertpapierpreise beigetragen werden soll⁴³⁹. Die realistische Preisbildung bezweckt zudem durch die damit einhergehende bessere Vergleichbarkeit der verschiedenen Anlagen eine Erhöhung des Vertrauens der Anleger, was ebenfalls der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes dienen soll. Die Ad-hoc-Publizität zielt auch auf die Verhinderung von Insidergeschäften, was letztlich ebenfalls das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt steigern soll⁴⁴⁰.

Die Ad-hoc-Publizität hat durch die Einführung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes im Jahre 2004 zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie⁴⁴¹ erhebliche Veränderungen erfahren. Der Emittent von zugelassenen Wertpapieren oder solchen, für die die Zulassung beantragt ist, muss nunmehr „Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen“, § 15 WpHG. Solche, den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformationen liegen dabei nach § 15 I 2 WpHG insbesondere dann vor, wenn die Insiderinformationen „sich auf Umstände beziehen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind“.

Nach § 15 I 1 WpHG sind Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen, ad-hoc-mitteilungspflichtig. Eine Insiderinformation ist in § 13 I WpHG definiert als „eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.“ Nach der Gesetzesbegründung ist eine Information dann konkret, wenn damit Umstände oder Ereignisse gemeint sind, die bereits existieren oder eingetreten sind oder bei denen man vernünftigerweise davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft eintreten bzw. existieren werden⁴⁴². Damit werden auch Prognosen, Planungen, Strategien und überprüfbare Werturteile erfasst⁴⁴³.

Nach dem alten Recht war höchst streitig, wann Kursbeeinflussungspotential angenommen werden kann⁴⁴⁴. Auch nach neuem Recht erfordert eine Insiderinformation

⁴³⁹ Vgl. Schwark/ Zimmer, § 15 WpHG Rdn. 8f.

⁴⁴⁰ Vgl. Assmann, ZGR 94, 494 (527f.); Hopt, ZGR 91, 17 (50); Schneider, DB 93, 1429 (1431f.); Pellens, AG 91, 62 (63); Pellens/ Fülber, DB 94, 1381 (1384); Waldhausen, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, S. 28ff.

⁴⁴¹ RiLi 2003/6/EG vom 28.01.2003.

⁴⁴² Vgl. Begr. RegE BT-Dr 15/3174, S. 33.

⁴⁴³ Vgl. Weber, NJW 04, 3674, (3676); Ziemons, NZG 04, 537 (538).

⁴⁴⁴ Vgl. zu dem Streit und der Vielfalt der Meinungen Kümpel, AG 97, 66 (67f.); Schäfer/ Geibel, § 15 Rdn. 94ff.; v. Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 133; 145f.; Dickersbach, Das neue Insiderrecht, S. 170; Fürhoff/ Wölk, WM 97, 449 (454f.); Schwark/ Zimmer, § 15 WpHG Rdn. 104ff.; Assmann/Schneider/ Assmann, § 13 Rdn. 65eff.; Waldhausen, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, S. 267f.; Kleinmann, Ausgestaltung der Ad-

Kursbeeinflussungspotential. Die Änderungen des Anlegerschutzgesetzes haben allerdings dazu geführt, dass der alte Streit darüber, wann ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential vorliegt, obsolet geworden ist. § 13 I 2 WpHG legt fest, dass ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential anzunehmen ist, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung (wahrscheinlich) berücksichtigen würde.

Das Tatbestandsmerkmal des unmittelbaren Emittentenbezugs liegt vor, wenn sich die Insiderinformation auf einen Umstand bezieht, der im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist, § 15 I 2 WpHG. Dies ist beispielsweise bei Vorstands- und Aufsichtsratsbeschlüssen, beim Abschluß von Verträgen und bei Ergebniszahlen der Fall. Ein unmittelbarer Bezug auf den Emittenten oder seine Wertpapiere kann außerdem auch bei unternehmensexternen Umständen vorliegen, so beispielsweise bei der Entscheidung des Kartellamts, einer Gerichtsentscheidung, der Herauf- oder Herabstufung durch eine Ratingagentur oder dem Empfang eines Übernahmeangebots durch die Zielgesellschaft bzw. einem Squeeze-Out, ebenso bei sonstigen wesentlichen Veränderungen in der Aktionärsstruktur⁴⁴⁵. Der Emittent im Konzern kann zusätzlich auch durch Ereignisse bei Mutter- bzw. Tochtergesellschaften unmittelbar betroffen sein, eine Ad-hoc-Pflicht ergäbe sich beispielsweise bei der Insolvenz der Muttergesellschaft, bei Abschluss und Beendigung von Beherrschungsverträgen, ebenso bei Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz. § 15 I 1 WpHG enthält damit, soweit mehrere Konzernunternehmen börsennotiert sind, eine konzerndimensionale Erstreckung⁴⁴⁶. Im Falle des gleichzeitigen Entstehens der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Mutter- und Tochtergesellschaft müssen beide eine im Zweifel gleichlautende Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen. Eine Ad-hoc-Mitteilung einer der beiden Gesellschaften ist nicht ausreichend, da der Aktionär sich in der Regel speziell über Ad-hoc-Meldungen seiner Gesellschaft informieren wird⁴⁴⁷. Die doppelte Meldung eines Sachverhalts ist damit im Dienste größerer Transparenz hinzunehmen. Kein unmittelbarer Emittentenbezug und damit auch keine Ad-hoc-Publizitätspflicht ergibt sich bei unternehmensexternen Umständen, die nicht geeignet sind, den Börsenkurs des Unternehmens anders als über die allgemeine Entwicklung zu beeinflussen. Hiermit sind Insiderinformationen gemeint, die die

hoc-Publizitätspflicht, S. 42; Weber, BB 95, 157 (164); DeutscheBörse AG/ BaWe, Leitfaden, S. 39; Pananis, WM 97, 460 (464); Burgard, ZHR 162 (1998), 51 (71); Wölk, AG 97, 73 (80); Pellens/Fülbier, DB 94, 1381 (1387f.); Pellens, AG 91, 62 (67); Gehrt, Die neue Ad-hoc-Publizität, S. 154f.; Loistl, Die Bank, 232 (235f.); ders. in Claussen/Schwark, Insiderrecht für Finanzanalysten, 80 (94f.); da auch Schwark, S. 32 (43); Schäfer/Geibel, § 15 Rdn. 98; Assmann, AG 94, 237 (244), ders. ZGR 94, 494 (515); Caspari, ZGR 94, 530 (540f.); Vaupel WM 99, 521 (530f.); Weber, BB 95, 157 (164); Gruson/Wiegmann, AG 95, 173 (180).

⁴⁴⁵ Vgl. Weber, NJW 04, 3674, (3676f.).

⁴⁴⁶ Vgl. hierzu Spindler/Speier, BB 05, 2031.

Preisbildung als solche beeinflussen können, wie etwa allgemeine Wirtschaftsdaten, Arbeitslosenzahlen, die Ölpreisentwicklung etc. Das Kriterium der Unmittelbarkeit ist bei diesen Beispielen allerdings nicht das alleinige Abgrenzungsmerkmal. Daten wie die genannten sind schon deshalb ungeeignet als Insiderinformationen klassifiziert zu werden, weil sie für gewöhnlich öffentlich bekannt sind und es ihnen an der Kursrelevanz im Hinblick auf ein spezielles Unternehmen fehlt. Dem Merkmal des unmittelbaren Emittentenbezugs kommt damit keine besondere Abgrenzungsfunktion zu⁴⁴⁸.

Die Abgrenzung, wann ein ad-hoc-publizitätspflichtiger Umstand vorliegt, bleibt schwierig. Eine Hilfestellung gibt der im Juli 2005 veröffentlichte Emittentenleitfaden der BaFin, der die Bestimmungen des WpHG für kapitalmarktorientierte Unternehmen erläutert⁴⁴⁹. Dieser enthält auch einen Katalog an sich ad-hoc-publizitätspflichtiger Sachverhalte⁴⁵⁰. Der Emittentenleitfaden ist zwar an sich für die Unternehmen nicht zwingend, da es sich lediglich um eine norminterpretierende Verwaltungsvorschrift handelt, er muss allerdings von den Mitarbeitern der BaFin einheitlich angewendet werden, so dass er in der Praxis weitgehende Beachtung finden wird, da sich andere Ansichten zunächst nur im Gerichtswege werden durchsetzen lassen⁴⁵¹. Bedeutung hat der Emittentenleitfaden für die Emittenten auch, weil sich durch dessen Beachtung eine Haftung nach § 37b WpHG wegen unterlassener Ad-hoc-Mitteilung vermeiden lassen wird. In denjenigen Fällen, in denen die Nichtveröffentlichung eines Sachverhalts mit der Ansicht der BaFin konform geht, wird sich nämlich zumindest mit dem Vorliegen eines unvermeidbaren Rechtsirrtums argumentieren lassen. Geplant ist allerdings auch, den Emittentenleitfaden unter Beachtung der Bedürfnisse der Praxis fortzuentwickeln. Eine weitere Hilfestellung bei der Abgrenzung, welche Informationen ad-hoc-publizitätspflichtig sind und welche der Ad-hoc-Publizität nicht unterliegen, ergibt sich aus den CESR-Empfehlungen vom Dezember 2002⁴⁵². Diese Empfehlungen sind zu der dem § 15 WpHG zugrundeliegenden EU-Richtlinie ergangen und können daher für seine Interpretation herangezogen werden.

Die Veröffentlichung nach § 15 I 1 WpHG muss die Überschrift „Ad-hoc-Meldung nach § 15 I WpHG“ aufweisen, außerdem als Betreff ein zusammenfassendes Schlagwort, Namen und

⁴⁴⁷ Vgl. Spindler/Speier, BB 05, 2031 (2034).

⁴⁴⁸ Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, S. 40; Merkner/ Sustmann, NZG 05, 729(735); Spindler, NJW 04, 3449 (3451).

⁴⁴⁹ Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin in der Fassung vom 15.07.2005, veröffentlicht unter www.bafin.de.

⁴⁵⁰ Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, S. 43.

⁴⁵¹ Vgl. hierzu Claussen/ Florian, AG 05, 745 (747); Merkner/ Sustmann, NZG 05, 729 (730).

⁴⁵² Vgl. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, Ziff. 34ff., S. 11ff. Abrufbar unter <http://www.cesr-eu.org>.

Anschrift des Emittenten, die internationalen Wertpapierkennnummern der Aktien und Schuldverschreibungen des Emittenten, die zu veröffentlichende Information, das Datum des Eintritts der der Information zugrundeliegenden Umstände, eine kurze Erläuterung zum unmittelbaren Emittentenbezug der Information und eine Erläuterung zur Eignung der Information, den Marktpreis erheblich zu beeinflussen⁴⁵³. Sofern wegen erheblicher Veränderungen einer bereits veröffentlichten Information erneut eine Veröffentlichung nach § 15 I WpHG zu erfolgen hat, so muss diese die Überschrift „Ad-hoc-Aktualisierung nach § 15 WpHG“ und neben den oben genannten Angaben den Zeitpunkt der Veröffentlichung der früheren Ad-hoc-Publikation und das hierbei genutzte Informationsverbreitungssystem enthalten⁴⁵⁴.

Die Veröffentlichung muss über ein elektronisches Informationsverbreitungssystem vorgenommen werden⁴⁵⁵. Als elektronisches Informationsverbreitungssystem hat sich die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP) etabliert⁴⁵⁶. Die DGAP ist eine private Organisation, die den deutschen Markt für Ad-hoc-Publizität dominiert. Dieses System bietet jedem Interessierten die Möglichkeit, sich schnell und kostenlos über die Ad-hoc-Meldungen am Kapitalmarkt zu informieren. In der Datenbank kann auch nach zurückliegenden Meldungen bestimmter Unternehmen gesucht werden.

Zusätzlich muss die Ad-hoc-Mitteilung mindestens einen Monat lang in Internet unter der Adresse des Emittenten abrufbar sein⁴⁵⁷. Die Veröffentlichung muss unverzüglich an die Geschäftsführungen der betroffenen Börsen und die BaFin übersandt werden, wobei der Zeitpunkt der Veröffentlichung angegeben werden muss⁴⁵⁸.

Eine Befreiungsmöglichkeit von der breiten Veröffentlichungspflicht des § 15 I 1 WpHG ergibt sich aus § 15 III WpHG für den Fall, dass es der Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Der Emittent trifft für diesen Fall selbst die Entscheidung, dass alle Tatbestandsmerkmale für eine Befreiung vorliegen und publiziert dann dementsprechend nicht. Eine unverzügliche Mitteilung an die BaFin ist für diesen Fall nicht vorgesehen.

⁴⁵³ Vgl. hierzu § 4 I WpAIV (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung vom 13.12.2004) und den Emittentenleitfaden der BaFin, S. 56ff.

⁴⁵⁴ Vgl. hierzu § 4 II WpAIV.

⁴⁵⁵ Vgl. hierzu § 5 I Nr. 1 WpAIV.

⁴⁵⁶ Vgl. www.dgap.de.

⁴⁵⁷ Vgl. hierzu § 5 I Nr. 2 WpAIV.

⁴⁵⁸ Vgl. hierzu § 5 III WpAIV.

Berechtigte Interessen können dabei vorliegen, wenn laufende Verhandlungen durch eine Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt würden, alternativ dann, wenn unternehmerische Ziele oder Entwicklungen durch die Veröffentlichung vereitelt würden, ebenso bei einer Existenzbedrohung wegen Gefährdung ernsthafter Sanierungschancen⁴⁵⁹. Nur der Fall der Beeinträchtigung laufender Verhandlungen im Falle einer Sanierung wird in der WpAIV als Regelbeispiel für den Fall überwiegender Geheimhaltungsinteressen aufgeführt. Die Aufzählung in der WpAIV beinhaltet allerdings nur Regelbeispiele und ist nicht abschließend, so dass das Vorliegen überwiegender Geheimhaltungsinteressen auch in anderen Fällen laufender Verhandlungen angenommen werden kann⁴⁶⁰. Je mehr der ad-hoc-pflichtige Sachverhalt allerdings dem Bereich der laufenden Geschäftsführung zuzuordnen ist, umso größer wird die Gefahr, dass die Befreiung als grob fehlerhaft und mit dem Normzweck nicht vereinbar bewertet wird.

Durch den Emittenten ist für das Vorliegen einer Befreiung zunächst festzustellen, dass ein an sich veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt, dass also beispielsweise Verhandlungen ein Stadium erreicht haben, bei dem mit hinreichender Wahrscheinlichkeit mit einem Abschluss zu rechnen ist. Bloße Vorgespräche oder der Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung sind hierfür in der Regel zu vage, anders ist die Situation bei Einigung auf einen Letter of Intent oder ein Memorandum of Understanding, die die Grundzüge der Transaktion festlegen, ebenso bei zufriedenstellendem Abschluss der Due Diligence für beide Seiten oder Gewährung von Exklusivität gegenüber einem Interessenten, wobei allerdings immer zu bedenken ist, dass letztlich die Umstände des Einzelfalls ausschlaggebend sind⁴⁶¹. Der Emittent muss, wenn er von einer an sich ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformation ausgeht, eine sorgfältige Abwägung seiner Aufschubinteressen mit den Interessen der Anleger an einer zeitnahen Information über kursrelevante Umstände durchführen.

Ein Aufschub nach § 15 III WpHG kann nur dann in Anspruch genommen werden, wenn neben den berechtigten Aufschubinteressen des Emittenten keine Irreführung der Öffentlichkeit vorliegt. Eine Irreführung der Öffentlichkeit entsteht allerdings nicht allein dadurch, dass eine Veröffentlichung aufgeschoben wurde, denn wäre die daraus resultierende Fehlvorstellung des Marktes gemeint, würden die Voraussetzungen für eine Befreiung nach § 15 III WpHG nie

⁴⁵⁹ Vgl. hierzu § 6 Nr. 1 WpAIV.

⁴⁶⁰ Vgl. Nietsch, BB 05, 785 ; vgl. hierzu auch den Emittentenleitfaden der BaFin, S. 54f., der sich ausdrücklich von der restriktiven Auslegung der berechtigten Interessen distanziert.

⁴⁶¹ Vgl. hierzu Emittentenleitfaden der BaFin, S. 19f., 52; Veith, NZG 05, 254 (255); Merkner/ Sustmann, NZG 05, 729 (736), vgl. auch insgesamt zur Problematik der Ad-hoc-Publizität im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, Brandt/ Süßmann, AG 04, 642.

vorliegen. Von einer Irreführung der Öffentlichkeit ist nur dann auszugehen, wenn im Markt konkrete Informationen vorliegen, die mit der zu veröffentlichenden Insiderinformation in Widerspruch stehen⁴⁶².

Die bloße Tatsache, dass der Aufsichtsrat einer Maßnahme noch nicht zugestimmt hat, genügt im Gegensatz zur h. M. zu § 15a WpHG a.F. vor Änderung der Ad-hoc-Publizität durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz für den Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung nicht mehr, vielmehr stellt dies nunmehr lediglich einen Beispielsfall⁴⁶³ der berechtigten Interessen dar. Hinzukommen muss in solchen Fällen jetzt, dass die vorherige Veröffentlichung der Vorstandsentscheidung zu einer Irreführung des Marktes führen würde. Nach der Begründung der WpAIV⁴⁶⁴ des Bundesministeriums der Finanzen soll ein Irreführungspotential im Regelfall angenommen werden, solange die Aufsichtsratsentscheidung noch aussteht, da bei einer vorzeitigen Information des Kapitalmarktes mit einer Verunsicherung der Anleger zu rechnen sei und die Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrates sowie die Erfüllung seiner gesetzlichen Überwachungsfunktion beeinträchtigt sei⁴⁶⁵. Auch die BaFin ist der Ansicht, dass eine Schwächung der Position des Aufsichtsrats durch eine restriktive Handhabung des Regelbeispiels nicht im Interesse der Kapitalmarktteilnehmer sei⁴⁶⁶. Ein Fehlen des Irreführungspotentials und damit eine Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung müsste m.E. aber angenommen werden, wenn der Aufsichtsrat sich bereits während der laufenden Verhandlungen mit einer bestimmten Transaktion befasst und seine Zustimmung signalisiert hat⁴⁶⁷.

Insbesondere im Sanierungsfall ist es für den Emittenten sehr schwierig abzuschätzen, ob sich durch den Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung eine Irreführung des Marktes ergibt. Schlagen beispielsweise Sanierungsverhandlungen fehl, so liegt der Vorwurf nahe, die aufgeschobene Veröffentlichung sei irreführend gewesen. Entscheidend für die Frage der Haftung bleibt zwar die ex-ante-Prognose, unsicher bleibt aber, wie die Rationalität dieser ex-ante-Prognose ex post im Falle des Fehlschlags beurteilt wird⁴⁶⁸.

⁴⁶² Vgl. Veith, NZG 05, 254 (257).

⁴⁶³ Vgl. hierzu § 6 Nr. 2 WpAIV.

⁴⁶⁴ Vgl. Begründung zu einer Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz vom Dezember 2004, S. 7f.

⁴⁶⁵ Für ein generelles Aufschubinteresse bei fehlender Zustimmung des Aufsichtsrats wohl Diekmann/Sustmann, NZG 04, 929 (936).

⁴⁶⁶ Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, S. 46.

⁴⁶⁷ Vgl. Veith, NZG 05, 254 (256); Brandi/ Süßmann, AG 04, 642 (649)..

⁴⁶⁸ Vgl. hierzu auch Ziemons, NZG 04, 537 (542).

Der Emittent muss, wenn er sich für eine Befreiung von der Veröffentlichungspflicht entscheidet, laufend kontrollieren, dass die Vertraulichkeit der nichtveröffentlichten Insiderinformation gewährleistet ist. Zu beachten ist, dass bei einem „Informationsleck“ sofort eine Publizitätspflicht entsteht, unabhängig vom Aufschubinteresse. Gerüchte am Markt, die nicht vom Emittenten ausgehen, führen allerdings grundsätzlich nicht zu einer Veröffentlichungspflicht⁴⁶⁹. Geht das Gerücht allerdings vom Emittenten aus, so muss davon ausgegangen werden, dass er die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleisten kann, eine Publikationspflicht ohne Aufschubmöglichkeit ist die Folge. Die Quelle des Gerüchts hat damit enorme Bedeutung⁴⁷⁰. Der Emittent muss aus diesem Grunde nachweisen können, dass er die erforderlichen Maßnahmen ergriffen hat um zu verhindern, dass im Unternehmen vorhandene Insiderinformationen nach außen dringen. Die Kontrolle der Vertraulichkeit muss aus diesem Grunde dokumentiert werden.

Fallen die Aufschubgründe zu einem späteren Zeitpunkt weg, ist die Veröffentlichung nach § 15 III 2 WpHG unverzüglich nachzuholen. Erst zusammen mit dieser nunmehr vorzunehmenden Veröffentlichung muss der Emittent der BaFin mitteilen, dass zuvor Aufschubgründe vorlagen und zu welchem Zeitpunkt über den Aufschub entschieden wurde⁴⁷¹. Fraglich ist bezüglich dieser nachträglichen Veröffentlichungspflicht, ob es sich bei § 15 III 2 WpHG um eine Rechtsgrund- oder eine Rechtsfolgenverweisung auf § 15 I 1 WpHG handelt. Der Unterschied liegt darin, dass im Falle einer Rechtsgrundverweisung eine erneute Prüfung zu erfolgen hätte, ob es sich bei der zurückgehaltenen Information noch um eine kursrelevante Insiderinformation handelt, während sie im Falle der Rechtsfolgenverweisung ohne weitere Prüfung veröffentlicht werden müsste. Ein Unterschied in der Praxis ergibt sich beispielsweise im Falle einer abgewendeten Insolvenz oder bei der nicht erfolgreichen Teilnahme an einem Bieterverfahren. Bei diesen Umständen stellt sich die Frage, welches Interesse der Kapitalmarkt an bereits veralteten Informationen haben kann. Dies spricht für eine Rechtsgrundverweisung. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätsvorschriften ist es, die Anleger mit wesentlichen Informationen zu versorgen; die Veröffentlichung veralteter Informationen verwirrt und ist daher nicht vorzunehmen⁴⁷². Selbst eine Mitteilung über den

⁴⁶⁹ Vgl. Emittentenleitfadens der BaFin, S. 56; Diekmann/Sustmann, NZG 04, 929 (936).

⁴⁷⁰ Vgl. Merkner, Sustmann, NZG 05, 729 (731).

⁴⁷¹ Vgl. § 15 III 4 WpHG.

⁴⁷² So auch Schneider, BB 05, 897 (901); Merkner/ Sustmann, NZG 05, 729(738); Diekmann/Sustmann, NZG 04, 929 (936).

vorhergehenden Aufschub und den zugrundeliegenden Sachverhalt an die BaFin ist nach Ansicht der BaFin nicht erforderlich⁴⁷³.

Aus § 15 I 3 WpHG ergibt sich eine spezielle Ad-hoc-Publizitätspflicht für den Fall, dass Insiderinformationen aus dem Umfeld des Emittenten weitergegeben wurden. Eine Veröffentlichung hat hiernach unverzüglich zu erfolgen, wenn der Emittent oder in seinem Auftrag oder auf seine Rechnung handelnde Personen im Rahmen ihrer Befugnisse einem anderen Insiderinformationen mitgeteilt oder zugänglich gemacht haben, es sei denn, der Empfänger der Insiderinformationen ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Da der Emittent durch § 15 I 1 WpHG ohnehin zur Ad-hoc-Publikation von ihm unmittelbar betreffenden Insiderinformationen verpflichtet ist, sofern kein Aufschubinteresse im Sinne des § 15 III WpHG besteht, kann sich diese Publizitätspflicht nur auf die Informationen beziehen, die den Emittenten nicht unmittelbar betreffen. Sofern nämlich ein Aufschubinteresse besteht und die an sich publizitätspflichtige Information zurückgehalten wird, aber gleichwohl an jemanden weitergegeben wird, der selbst nicht zur Vertraulichkeit verpflichtet ist, resultiert die Publikationspflicht nicht aus § 15 I 3 WpHG, sondern bereits aus § 15 I 1 WpHG, da die Aufschubmöglichkeit nach § 15 III WpHG wegfällt, wenn die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet werden kann. Die Publikationspflicht des § 15 I 3 WpHG greift damit nur für Insiderinformationen, die den Emittenten nicht unmittelbar betreffen, da der Vorschrift sonst kein eigener Anwendungsbereich verbleibt. Zwar muss der Emittent ihn nicht unmittelbar betreffende Informationen nicht nach § 15 I 1 WpHG ad hoc publizieren, jedoch darf er sie dann nach § 14 I Nr. 2 WpHG auch nicht unbefugt weitergeben. Gibt er sie im Rahmen seiner Befugnisse jemandem weiter, der nicht rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet ist, entspricht es dem Zweck der Insidervorschriften, dass auch die Öffentlichkeit zeitgleich von der Insiderinformation in Kenntnis zu setzen ist. Insgesamt bleibt der Anwendungsbereich der Veröffentlichungspflicht des § 15 I 3 WpHG jedoch sehr schmal. Es sind praktisch keine Fälle denkbar, in denen der Emittent oder ein anderer in seinem Auftrag Insiderinformationen befugt weitergibt, der Informationsempfänger aber rechtlich nicht zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. Der Fall der befugten Weitergabe von Insiderinformationen an nicht zur Vertraulichkeit verpflichtete Personen kann in der Praxis eigentlich nicht vorkommen⁴⁷⁴.

Die Ad-hoc-Mitteilung muss nach § 15 I 4 WpHG „übliche“ Kennzahlen enthalten. Dies bezweckt, dass die Kapitalmarktteilnehmer ein klares Bild von der kursrelevanten Tatsache

⁴⁷³ Vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, S. 53.

⁴⁷⁴ Vgl. Falkenhausen/Widder, BB 05, 225 (227f.), Leuering, NZG 05, 12 (16)..

erhalten und der Vergleich mit früheren Kennzahlen ermöglicht wird. Grundsätzlich sind dabei Kennzahlen zu verwenden, die von der BaFin in einem Rundschreiben als „üblich“ gewertet worden sind⁴⁷⁵. Bei entsprechender Verwendung können aber auch andere Kennzahlen als üblich gelten⁴⁷⁶. Wichtig ist, dass in jeder Publikation dieselben Kennzahlen verwendet werden und so Kontinuität und Vergleichbarkeit besteht. Sollen aus bestimmten Gründen abweichende Kennzahlen verwendet werden, ist dies zu begründen; die Vergleichszahlen müssen dann gesondert ausgewiesen werden.

Zu beachten ist, dass überflüssige Ad-hoc-Meldungen und überflüssige Angaben in Ad-hoc-Meldungen verboten sind, § 15 II 1 WpHG. Dieses Verbot wurde eingeführt, da Ad-hoc-Mitteilungen verschiedentlich als Marketinginstrument missbraucht wurden. Die Ad-hoc-Meldung muss so gestaltet sein, dass sie auch von privaten Anlegern verstanden wird und dabei möglichst knapp und prägnant sein.

Unwahre Ad-hoc-Mitteilungen sind nach § 15 II 2 WpHG unverzüglich zu berichtigen. Die Berichtigungspflicht stellt eine selbständige Veröffentlichungspflicht dar. Die Berichtigung muss die Überschrift „Ad-hoc-Berichtigung nach § 15 WpHG“ tragen, die unrichtige Ad-hoc-Meldung in Bezug nehmen und die unzutreffende Tatsachenbehauptung erkennen lassen; zusätzlich muss der Zeitpunkt der Veröffentlichung der unwahren Information und das hierbei genutzte Informationsverbreitungssystem genannt werden⁴⁷⁷. Darüber hinaus ist auch eine kurze Darstellung der zutreffenden Tatsache für eine vollständige Berichtigung erforderlich.

Die Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit, §§ 15, 39 WpHG. Verletzen die Mitglieder des Vorstands des Emittenten ihre Pflicht, so droht auch ihnen eine Bußgeldfestsetzung gegen sie persönlich⁴⁷⁸. Die Anleger können im Falle unterlassener oder unwahrer Ad-hoc-Mitteilungen nach §§ 37 b, c WpHG von der Gesellschaft Schadensersatz verlangen, sofern das Fehlverhalten von Seiten der Gesellschaft auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht. Problematisch sind bei diesen Anspruchsgrundlagen allerdings nach wie vor der Nachweis und die Berechnung des entstandenen Schadens. Zunächst ist schon streitig, ob der Schaden sich als Differenz zwischen tatsächlichem Kursverlauf und Kursverlauf bei rechtzeitiger bzw. richtiger Publikation der Ad-hoc-Mitteilung oder als Kauf der Aktien überhaupt darstellt. Im einen Fall wäre nur die Kursdifferenz zu ersetzen, im anderen der Kaufpreis für die Aktien Zug um Zug gegen Rückgabe der Aktien.

⁴⁷⁵ Hierzu BaFin, Schreiben vom 26.11.2002 (Geschäftszeichen: WA 22 § 2310 18/2002); veröffentlicht unter www.bafin.de.

⁴⁷⁶ Vgl. Grimme/ v. Buttlar, WM 03, 901 (902).

⁴⁷⁷ Vgl. § 4 III WpAIV.

Solange die Anspruchsgrundlagen der §§ 37 b, c WpHG nicht eingeführt waren und die Haftung über § 826 BGB konstruiert werden musste, war die Naturalrestitution, also die Rückgabe der Aktien Zug- um- Zug gegen Zahlung des Kaufpreises für die Aktien nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung der gebotene Schadensersatz⁴⁷⁹. § 37 b, c WpHG sollen nach h. M. allerdings demgegenüber nur auf Ersatz des Differenzschadens gerichtet sein, dies sei einerseits in den Gesetzesmaterialien angelegt, andererseits entspreche es einer angemessenen Risikoallokation⁴⁸⁰. Es bleibt darauf hinzuweisen, dass bei Vorliegen entsprechender Tatbestandsvoraussetzungen, namentlich der Absicht sittenwidriger Schädigung, die Anspruchsgrundlage des § 826 BGB weiterhin neben den Anspruchsgrundlagen der §§ 37 b, c WpHG und steht und im Gegensatz zu diesen auch die direkte Inanspruchnahme der Vorstandsmitglieder und eine Naturalrestitution ermöglicht⁴⁸¹.

Unklar bleibt bislang, inwieweit die Schadensersatzhaftung auch bei Unterlassen oder Unrichtigkeit von Prognosen eingreifen kann. Die Tatbestände der §§ 37 b, c WpHG waren bereits vor der Ausdehnung der Ad-hoc-Publizitätsvorschriften von der Insiderinformation auf die Insiderinformation in Kraft. Trotzdem kann das Fehlen einer Ausnahmeregelung für Prognosen nicht zwingend als gesetzgeberisches Versehen gedeutet werden. Vielmehr muss davon ausgegangen werden, dass ohnehin nur diejenigen Prognosen veröffentlichungspflichtig sind, deren Eintreten wahrscheinlich und die von einem Tatsachekern getragen werden. Dann ist aber auch eine Haftung wegen unzutreffender zugrunde liegender Tatsachen beziehungsweise des Unterlassens der Veröffentlichung einer Prognose trotz hinreichender zugrunde liegender Tatsachen denkbar und dem Emittenten gegenüber nicht unbillig⁴⁸².

Die weitere Rechtsentwicklung durch die Rechtsprechung zur neuen Ad-hoc-Publizität bleibt abzuwarten.

⁴⁷⁸ Vgl. Thümmel, DB 01, 2331 (2332).

⁴⁷⁹ Vgl. BGH, AG 05, 609; BGH, AG 04, 546.

⁴⁸⁰ Vgl. Schwark/ Zimmer, § 37b, 37c WpHG Rdn. 86 ff.; Fleischer, BB 02, 1869 (1872 ff.); Fuchs/Dünn, BKR 02, 1063 (1069); Müllert, JZ 02, 826 (835); a. A. Möllers/Leisch, BKR 02, 1071 (1073ff.); Rössner/Bolkart, ZIP 02, 1471 (1475).

⁴⁸¹ Vgl. Schwark/ Zimmer, §§ 37 b, 37 c, Rdn. 117f., 127ff; zur direkten Inanspruchnahme von Vorstandsmitgliedern auch Duve/ Basak, BB 05, 2645 (2646), Kieth, NZG 05, 333 (336) und insbesondere Schäfer, NZG 05, 985.

⁴⁸² Vgl. zu diesem Komplex Nietsch, BB 05, 78.

2. US-Amerikanisches Recht:

a. 8-K:

Dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht liegt, wie bereits in der Einleitung dargelegt, die „Disclosure Philosophy“ zugrunde. Der Kapitalmarkt soll danach mit allen für die Bewertung der gehandelten Wertpapiere bedeutsamen Informationen zeitnah versorgt werden. Entsprechend gibt es in den USA neben der Regelpublizität auch eine unregelmäßige Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Eintritt besonderer Unternehmensereignisse. Ad-hoc-Publizität sieht das US-amerikanische Wertpapierrecht allerdings nur bei bestimmten Ereignissen auf Formblatt 8-K der SEC zwingend vor. Die Aufzählung der Ereignisse ist abschließend. Alle anderen Umstände müssen nicht veröffentlicht werden, sondern können lediglich freiwillig auf Formblatt 8-K ad hoc veröffentlicht werden. Eine allgemeine Pflicht, gute oder schlechte Nachrichten, die den Börsenkurs erheblich beeinflussen, zu veröffentlichen, gibt es nicht. Die SEC versucht allerdings auf die Veröffentlichung wesentlicher Ereignisse hinzuwirken⁴⁸³. Die Verzögerung der Veröffentlichung von wesentlichen Ereignissen, deren Veröffentlichung nicht zwingend erforderlich ist, bis zum nächsten Quartalsbericht kann allerdings für die Geschäftsleitung aus taktischen Gründen durchaus Sinn machen.

Die Liste der Ereignisse, die eine Veröffentlichung erforderlich machen, ist im Rahmen der Veränderungen des US-amerikanischen Wertpapierrechts durch den Sarbanes-Oxley-Act in der Folge der vorangegangenen Wertpapierskandale erheblich erweitert worden. Mit der Final Rule 33-8400⁴⁸⁴ hat die SEC Form 8-K zur Ad-hoc-Berichterstattung überarbeitet und dabei die Einreichungsfrist grundsätzlich verkürzt, einige Angabepflichten ausgeweitet und acht neue Sachverhalte definiert, die offen zu legen sind. Die Überarbeitung der Form 8-K wird mit der Anforderung der Sec. 409 des Sarbanes-Oxley Act⁴⁸⁵ begründet, dass Informationen kurzfristig und aktuell (on a rapid and current basis) offen zu legen sind. Bei einigen dieser neuen Sachverhalte wird es für die Unternehmen schwierig sein abzugrenzen, wann es sich um einen berichtspflichtigen Sachverhalt handelt. Sie haben allerdings die Möglichkeit, eine Auskunft bei der SEC darüber einzuholen, ob diese einen bestimmten Sachverhalt für publizitätspflichtig hält oder nicht (No-Action-letter⁴⁸⁶).

⁴⁸³ Vgl. SEC, Exch. Act Rel. No. 34-8995 (Oct. 15, 1970).

⁴⁸⁴ Vgl. SEC, Exch. Act Rel. No. 33-8400 (August 23, 2004).

⁴⁸⁵ Vgl. Sec. 409 des Sarbanes-Oxley Act wurde als Sec. 13(l) dem S.E.A.'34 hinzugefügt. Danach müssen Unternehmen schnell und stetig alle zusätzlichen Informationen, die wichtige Veränderungen der finanziellen Situation oder der Geschäfte eines Unternehmens betreffen veröffentlichen, soweit die SEC dieses im öffentlichen Interesse und zum Schutz der Anleger für nötig hält.

⁴⁸⁶ Siehe hierzu oben B.I.a.(i), S. 6.

Ereignisse, die grundsätzlich eine Ad-hoc-Veröffentlichung auf Formblatt 8-K erforderlich machen, sind vielfältig:

Nach der Erweiterung der Liste der veröffentlichungspflichtigen Ereignisse ist das Eingehen bzw. die Veränderung eines wesentlichen Vertrages außerhalb des üblichen Geschäftsgangs mitteilungsspflichtig, sofern der Vertrag eine wesentliche Verpflichtung oder Berechtigung für das Unternehmen enthält⁴⁸⁷. Als außerhalb des üblichen Geschäftsgangs geschlossen wird ein Vertrag für diesen Zweck auch dann gewertet, wenn sein Vertragsgegenstand innerhalb des üblichen Geschäftsganges liegt, er aber durch die Identität seiner Vertragsparteien ungewöhnlich ist, wenn also beispielsweise Vorstandsmitglieder oder Hauptaktionäre Partei des Vertrages sind⁴⁸⁸. Außerdem gehören zu den berichtspflichtigen wesentlichen Verträgen solche Verträge, von denen das Unternehmen des Emittenten abhängig ist, beispielsweise wesentliche Lizenzverträge, sowie Verträge, die den Erwerb oder die Veräußerung von Vermögensgegenständen bzw. Immobilien betreffen, die 15 % des Wertes der Vermögensgegenstände des Emittenten ausmachen, sowie Leasingverträge über wesentliche Vermögensgegenstände⁴⁸⁹. Offen zu legen sind im Falle des Eingehens bzw. der Veränderung wesentlicher Verträge die Vertragsparteien, deren Verhältnis zum berichtenden Unternehmen, das Datum und die Bestimmungen und Konditionen des Vertrages. Auch die Auflösung eines solchen Vertrages ist auf Form 8-K mitzuteilen, sofern sich die Auflösung wesentlich auf das Unternehmen auswirkt⁴⁹⁰. Der reguläre Ablauf von Verträgen ist kein auslösendes Ereignis und daher auch nicht berichtspflichtig im Rahmen der Form 8-K-Berichterstattung. Die Offenlegungspflicht beinhaltet in diesem Falle die Vertragsparteien, deren Verhältnis zum berichtenden Unternehmen, das reguläre Ablaufdatum des Vertrages, die Bestimmungen und Konditionen des Vertrages, die Umstände der Auflösung und die wesentlichen damit zusammenhängenden Vertragsstrafen.

Veröffentlichungspflichtig auf Formblatt 8-K ist auch die Insolvenz oder die Anordnung der Zwangsverwaltung⁴⁹¹. Offenbart werden müssen in diesem Fall der Name oder das Aktenzeichen, unter dem das Verfahren läuft, das Gericht oder die Behörde, bei der die Sache anhängig ist, das Datum an dem das Verfahren eingeleitet wurde, der Name des Zwangs- oder Insolvenzverwalters und das Datum seiner Ernennung; soweit ein Gericht oder eine dazu befugte Behörde bereits einem Sanierungs- oder Liquidationsplan zugestimmt hat, ist das

⁴⁸⁷ Vgl. Item 1.01 des Formblatt 8-K.

⁴⁸⁸ Vgl. Item 1.01 des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229.601 (b)(10)(ii)(A)

⁴⁸⁹ Vgl. Item 1.01 des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229.601 (b)(10)(ii)(B-D)

⁴⁹⁰ Vgl. Item 1.02 des Formblatt 8-K.

Gericht bzw. die Behörde anzugeben, ebenso das Datum, an welchem dem Plan zugestimmt wurde, sowie eine Zusammenfassung seiner wesentlichen Inhalte, die Zahl außenstehender Anteile sowie die Zahl von im Rahmen des Plans zu emittierenden Anteilen und die Gesamtzahl der Anteile, außerdem das Betriebsvermögen und Verbindlichkeiten des Unternehmens am Tage der Zustimmung zum Plan.

Auch der Erwerb oder die Veräußerung von wesentlichen Vermögensgegenständen außerhalb des üblichen Geschäftsverlaufs sind wesentliche Ereignisse, die eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auf Formblatt 8-K auslösen⁴⁹². Wesentlich ist ein Vermögensgegenstand in dieser Hinsicht dann, wenn sein Buchwert oder Kauf- bzw. Verkaufspreis entweder 10% der Vermögensgegenstände des Emittenten und seiner Tochterunternehmen übersteigt oder es sich um einen wesentlichen Betriebsteil handelt⁴⁹³. Zu veröffentlichen sind das Datum der Transaktion, eine Kurzbeschreibung der betroffenen Vermögensgegenstände, die Personen, von denen die Vermögensgegenstände erworben oder an die sie veräußert wurden sowie deren Beziehung zum Emittenten oder einem seiner leitenden Angestellten. Ebenso ist die Art und die Höhe der Gegenleistung anzugeben und, wenn eine Beziehung zwischen an der Transaktion beteiligten Personen angegeben wurde, muss auch angegeben werden, wie die Höhe der Gegenleistung berechnet wurde. Wird ein Erwerb angezeigt, ist auch die Herkunft der Gegenleistung anzugeben, außer es handelt sich um ein Bankdarlehen, welches von der Bank im ordentlichen Geschäftsgang gegeben wurde, und der Emittent beantragt die Vertraulichkeit und legt der SEC den Namen der Bank gesondert offen. Eine Veröffentlichung muss nicht erfolgen, wenn der Erwerb oder die Veräußerung des Vermögensgegenstandes zwischen dem Emittenten und einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft oder zwischen zwei oder mehr hundertprozentigen Tochtergesellschaften erfolgte. Von der Veröffentlichungspflicht ausgenommen sind ebenso der Erwerb und die Veräußerung von Wertpapieren des Emittenten. Ein wesentliches Ereignis im Sinne des Formblatt 8-K liegt nunmehr auch dann vor, wenn der Emittent oder jemand, der für ihn handelt, öffentlich zu Quartals- oder Jahresabschlusszahlen oder zur finanziellen Situation des Unternehmens Stellung nimmt oder die Zahlen veröffentlicht, wenn eine Veröffentlichung im Rahmen der Regelpublizität noch nicht erfolgt ist⁴⁹⁴. Offen gelegt werden muss in diesem Fall das Datum einer solchen Veröffentlichung sowie eine Kurzbeschreibung des Inhalts und der Text der Veröffentlichung als Anhang. Die

⁴⁹¹ Vgl. Item 1.03 des Formblatt 8-K.

⁴⁹² Vgl. Item 2.01 des Formblatt 8-K.

⁴⁹³ Vgl. Item 2.01,4. des Formblatt 8-K.

⁴⁹⁴ Vgl. Item 2.02 des Formblatt 8-K.

vorzunehmenden Veröffentlichungen müssen GAAP-konform erfolgen, anderenfalls besteht erheblicher Erklärungs- und Dokumentationsbedarf für ein Abweichen von den GAAP-Standards.

Weiterhin muss nun das Eingehen einer unmittelbaren finanziellen Verbindlichkeit, d.h. einer kurzfristigen Verbindlichkeit außerhalb der üblichen Geschäftstätigkeit des Unternehmens, einer langfristigen Finanzverpflichtung oder einer wesentlichen Capital- oder Operating-Lease-Verpflichtung ad-hoc auf Formblatt 8-K offen gelegt werden⁴⁹⁵. Auch wesentliche Verpflichtungen des berichtenden Unternehmens, die bei nicht bilanzierungspflichtigen Gestaltungen (off-balance-sheet arrangements) entstehen, lösen eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auf Formblatt 8-K aus. Dies gilt selbst dann, wenn das berichtende Unternehmen nicht an der der Verpflichtung zugrunde liegenden Transaktion beteiligt ist⁴⁹⁶. Nichtbilanzierungspflichtige Gestaltungen sind in diesem Zusammenhang insbesondere die Verpflichtung als Bürge, die Anwartschaft an auf ein nicht verbundenes Unternehmen übertragenen Vermögenswerten, die dieses als Sicherheit einsetzt, sowie mögliche Verpflichtungen aus Verknüpfungen mit einem nicht konzerngebundenen Unternehmen, das für den Emittenten wesentlich ist und von diesem gehalten wird (sog. „Special Purpose Entity“, SPE). Offen zu legen sind bei derartigen Verpflichtungen des Unternehmens der Zeitpunkt und die Höhe der Verpflichtung, eine Beschreibung der Transaktion, die Bestimmungen, nach denen die Tilgungszeit verkürzt wird oder der Tilgungsbetrag erhöht werden kann sowie weitere wesentliche Konditionen. Ist das Unternehmen nicht an der der Verpflichtung zugrunde liegenden Transaktion beteiligt, beginnt die Einreichungsfrist bei der SEC für die Ad-hoc-Mitteilung auf Formblatt 8-K mit Ereignissen wie etwa der Kenntnis des Führungsgremiums des berichtenden Unternehmens über die Verpflichtung. Anzugeben ist die maximale zukünftige (Brutto-)Inanspruchnahme aus der Verpflichtung sowie die oben genannten Informationen.

Zusätzlich müssen Ereignisse, die den Eintritt einer derartigen Verpflichtung beschleunigen oder den Umfang der Verpflichtung erhöhen, offen gelegt werden⁴⁹⁷. Auslösende Ereignisse sind hier beispielsweise Verzug, vorzeitige Fälligkeit oder andere vertraglich vereinbarte Ereignisse, die eine Tilgungszeitverkürzung oder eine Tilgungsbetragserhöhung mit wesentlicher Auswirkung zur Folge haben. Dies beinhaltet auch den Fall, dass dem berichtenden Unternehmen aus einer nichtbilanzierungspflichtigen Gestaltung eine

⁴⁹⁵ Vgl. Item 2.03 des Formblatt 8-K.

⁴⁹⁶ Vgl. Item 2.03 des Formblatt 8-K.

⁴⁹⁷ Vgl. Item 2.04 des Formblatt 8-K.

bilanzierungspflichtige Schuld entsteht, wie etwa ein drohender Verlust⁴⁹⁸. Auf Formblatt 8-K anzugeben sind eine Beschreibung der Transaktion und des auslösenden Ereignisses, die Art und der Betrag der Verpflichtung sowie die weiteren wesentlichen Verpflichtungen, die eine Tilgungszeitverkürzung oder eine Tilgungsbetragserhöhung bewirken oder eine direkte finanzielle Verpflichtung des berichtenden Unternehmens nach sich ziehen würden.

Offen gelegt werden müssen auch wesentliche Kosten im Zusammenhang mit der Einstellung von Unternehmensbereichen⁴⁹⁹, insbesondere für den Ausstieg aus bestimmten Dauerschuldverhältnissen wie Arbeits- oder Pachtverträgen⁵⁰⁰. Offen gelegt werden muss auch das Datum, an welchem die Einstellung des Betriebsbereichs beschlossen wurde, das erwartete Abschlussdatum der Transaktion, eine Beschreibung der Transaktion sowie die der Entscheidung zugrundeliegenden Tatsachen und Gesamtumstände, die größeren Kostenblöcke sowie eine Schätzung der Gesamtkosten und eine Schätzung der nach Abschluss der Transaktion noch einzuplanenden zukünftigen Kosten.

Auch wesentliche Beeinträchtigungen oder Verschlechterungen von wesentlichen Unternehmensbestandteilen, Wertpapieren oder des Goodwill müssen auf Formblatt 8-K veröffentlicht werden⁵⁰¹. Ausgelöst wird diese Ad-hoc-Publizitätspflicht, wenn der Vorstand, einer seiner Ausschüsse oder ein entsprechend autorisierter Entscheidungsträger feststellt, dass es bei einem oder mehreren Vermögenswerten zu einer wesentlichen Wertminderung gekommen ist. Mitzuteilen sind in diesem Fall das Datum der Feststellung, eine Beschreibung der wertgeminderten Vermögenswerte, eine Beschreibung der Art der Wertminderung, der Betrag der außerplanmäßigen Abschreibung und die zukünftigen Barmittelabflüsse in Zusammenhang mit der Wertminderung. Ist ein Unternehmen nicht in der Lage, den zukünftigen Barmittelabfluss zuverlässig zu schätzen, so ist eine Mitteilung auf Formblatt 8-K spätestens vier Tage, nachdem die Schätzung zuverlässig durchgeführt werden kann, einzureichen.

Der Emittent muss auch dann eine Veröffentlichung auf Formblatt 8-K vornehmen, wenn er von einer Börse die Nachricht erhält, dass er oder seine Wertpapiere den Anforderungen der Börse nicht genügen und diese bei der SEC den Antrag auf Aufhebung der Notierung gestellt

⁴⁹⁸ Vgl. hierzu FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 5, wonach drohende Verluste veröffentlicht werden müssen, wenn es wahrscheinlich ist, dass eine Verpflichtung besteht und die Verlustsumme geschätzt werden kann.

⁴⁹⁹ Vgl. Item 2.05 des Formblatt 8-K.

⁵⁰⁰ Vgl. hierzu § 8 FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 146 (Costs Associated with Exit or Disposal Activities) (SFAS No. 146).

⁵⁰¹ Vgl. Item 2.06 des Formblatt 8-K.

hat oder wenn ihm die Börse einen öffentlichen Tadel schickt⁵⁰². Ebenso muss es der Emittent der Öffentlichkeit mitteilen, wenn er die Börse benachrichtigt hat, dass er bestimmte Börsenpflichten nicht einhalten kann oder wenn seine Geschäftsleitung beschlossen hat, die Aufhebung der börslichen Notierung anzustreben. Mitgeteilt werden muss in diesen Fällen einerseits das Datum, an dem der Emittent die Nachricht erhielt oder weitergab, und die Regel, die der Emittent nicht einhalten kann oder nicht eingehalten hat, und andererseits die vom Emittenten geplante Reaktion auf das Problem.

Werden neue Aktien ohne Zulassung bei der SEC emittiert, so muss der Emittent auf Formblatt 8-K das Datum, die Anzahl und die Wertpapierkennnummer der verkauften Aktien sowie die Gegenleistung und eventuelle Rabatte gegenüber der Emissionsbank sowie die Ausnahme, aufgrund deren keine Zulassung erforderlich war, veröffentlichen⁵⁰³. Sofern es sich bei den Wertpapieren um Optionen oder Wandelanleihen handelt, müssen auch die Bedingungen veröffentlicht werden, zu denen diese in Aktien umgewandelt bzw. getauscht werden können. Eine Veröffentlichung ist nicht erforderlich, wenn seit dem letzten zu diesem Thema veröffentlichten Formblatt 8-K oder seit dem letzten Zwischenbericht insgesamt weniger als 1 % der außenstehenden Wertpapiere veräußert wurden.

Erhebliche Veränderungen der Aktionärsrechte müssen mit dem Datum und einer kurzen Erläuterung der Änderung ad hoc veröffentlicht werden⁵⁰⁴. Unter diesem Punkt sind auch jegliche wesentliche Veränderungen mit Bezug auf die Dividende zu veröffentlichen, beispielsweise Beschränkungen des Nettoumlaufvermögens.

Legt der unabhängige Wirtschaftsprüfer sein Mandat nieder oder wird der Vertrag mit ihm beendet, so ist dies auf Formblatt 8-K offen zu legen⁵⁰⁵. Offen zu legen ist in diesem Falle auch jedwede Meinungsverschiedenheit mit diesem Wirtschaftsprüfer innerhalb der letzten zwei Jahre, wobei diesem immer auch Gelegenheit zur Stellungnahme gegeben werden muss⁵⁰⁶. Auch die Bestellung eines neuen Wirtschaftsprüfers muss mitgeteilt werden⁵⁰⁷.

Stellt die Geschäftsleitung fest, dass veröffentlichte Darstellungen zur finanziellen Situation des Unternehmens Fehler enthalten, so muss eine Kurzbeschreibung der entsprechenden Fakten veröffentlicht werden, außerdem der Zeitpunkt, zu dem die Geschäftsleitung den Fehler festgestellt hat, welche Finanzdarstellung er betrifft und ob die Feststellung des Fehlers mit

⁵⁰² Vgl. Item 3.01 des Formblatt 8-K.

⁵⁰³ Vgl. Item 3.02 des Formblatt 8-K.

⁵⁰⁴ Vgl. Item 3.03 des Formblatt 8-K.

⁵⁰⁵ Vgl. Item 4.01 des Formblatt 8-K.

⁵⁰⁶ Vgl. 17 C.F.R. § 229.304(a)(1).

⁵⁰⁷ Vgl. Item 4.01(b) des Formblatt 8-K.

dem Wirtschaftsprüfer besprochen wurde⁵⁰⁸. Wenn der Wirtschaftsprüfer auf Fehler in bereits veröffentlichten Finanzdarstellungen hinweist, so ist das Datum, an dem der Emittent von der Fehlerhaftigkeit erfahren hat, eine klare Bezeichnung der fehlerhaften Finanzdarstellung und eine Erläuterung der von dem Wirtschaftsprüfer mitgeteilten Informationen offen zu legen. In diesem Falle muss der Emittent die Veröffentlichung auf Formblatt 8-K spätestens am Tag der Veröffentlichung seinem unabhängigen Wirtschaftsprüfer übersenden und von diesem eine Stellungnahme erbitten, ob die Darstellung der Fakten korrekt ist. Diese Stellungnahme des Wirtschaftsprüfers muss dann als Anhang zu Formblatt 8-K der SEC eingereicht werden.

Auf Formblatt 8-K ad hoc zu publizieren ist auch ein Kontrollwechsel beim Emittenten⁵⁰⁹. Offen zu legen sind dabei die Person, die die Kontrolle über den Emittenten erlangt hat, das Datum und eine Kurzbeschreibung der Transaktion, die zum Kontrollwechsel geführt hat, die Grundlage der Kontrolle unter Angabe der Prozentzahl der gehaltenen stimmberechtigten Anteile, die im Rahmen der Transaktion gewährte Gegenleistung und die Herkunft dieser Gegenleistung, außer es wurde ein banküblicher Kredit genutzt. In diesem Fall kann auf Antrag der Person, die die Kontrolle erlangt hat, der Name der Bank ungenannt bleiben, sofern dieser der SEC gesondert bekannt gemacht wird. Zu offenbaren sind auch Verpfändungsvereinbarungen, die Aktien des Emittenten betreffen und zu einem späteren Zeitpunkt einen Kontrollwechsel beim Emittenten herbeiführen können⁵¹⁰. In diesem Fall ist die Verpfändungsvereinbarung kurz zu erläutern.

Auf Formblatt 8-K ist ein Wechsel im Management unabhängig vom Grund des Wechsels anzugeben⁵¹¹. Anzugeben sind das Datum, an dem der Wechsel im Management bekannt wurde, die Position des betreffenden Mitglieds der Geschäftsleitung in der Geschäftsleitung sowie in den Ausschüssen und eine Kurzbeschreibung der Umstände, die zu dem Wechsel führten, wobei eine Kopie der Korrespondenz mit dem Mitglied der Geschäftsleistung beizufügen ist, sofern eine solche existiert. Die Veröffentlichung auf Formblatt 8-K ist dem betreffenden Mitglied der Geschäftsleitung spätestens am Tag ihrer Einreichung bei der SEC bekannt zu machen, wobei dem betreffenden Mitglied der Geschäftsleitung die Möglichkeit gegeben werden muss, zu dieser Veröffentlichung Stellung zu nehmen. Die Stellungnahme ist der SEC innerhalb von zwei Werktagen als Anhang zu der Veröffentlichung einzureichen. Bei leitenden Angestellten muss lediglich die Tatsache, dass diese kündigen, ihnen gekündigt wird,

⁵⁰⁸ Vgl. Item 4.02 des Formblatt 8-K.

⁵⁰⁹ Vgl. Item 5.01 des Formblatt 8-K.

⁵¹⁰ Vgl. Item 5.01(b) des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229.403(c).

⁵¹¹ Vgl. Item 5.02 des Formblatt 8-K.

sie in den Ruhestand treten oder sich einer Wiederwahl nicht stellen und das Datum, an dem dieses bekannt wurde, veröffentlicht werden. Wird ein neuer leitender Angestellter ernannt, sind sein Name, sein Alter, seine Stellung sowie sein Werdegang im Unternehmen und das Datum seiner Ernennung anzugeben. Für die letzten fünf Jahre vor der Ernennung ist ein detaillierter beruflicher Werdegang zu veröffentlichen⁵¹². Besteht eine familiäre Beziehung zu einem Mitglied der Geschäftsleitung oder einem anderen leitenden Angestellten, so ist dieses offen zu legen⁵¹³. Ebenso sind die wesentlichen Inhalte des Anstellungsvertrages zu veröffentlichen. Anzugeben ist auch, ob der neu ernannte leitende Angestellte in anderen bei der SEC zugelassenen, also kapitalmarktorientierten Gesellschaften als Mitglied der Geschäftsleitung fungiert oder zumindest designiert ist⁵¹⁴. Zusätzlich sind Geschäfte des neu ernannten leitenden Angestellten oder seiner nahen Familienangehörigen mit dem Emittenten innerhalb des letzten Geschäftsjahres anzugeben, sofern sie ein Gesamtvolumen von 60.000 \$ übersteigen⁵¹⁵.

Wenn ein neues Mitglied der Geschäftsleitung auf andere Weise als durch Wahl der Aktionäre auf einer Hauptversammlung bestimmt wird, ist auch für dieses neue Mitglied der Geschäftsleitung eine Mitteilung auf Formblatt 8-K einzureichen, auf dem der Name und das Datum der Bestimmung, ebenso eine Kurzbeschreibung der Vereinbarung zwischen dem neuen Mitglied der Geschäftsleitung und anderen Personen, die zu der Bestellung zum Mitglied der Geschäftsleitung geführt hat, anzugeben sind. Das gilt auch für die Ausschüsse, denen es angehört. Zusätzlich sind ebenso wie bei der Neuernennung leitender Angestellter Geschäfte des neu ernannten Mitglieds der Geschäftsleitung oder seiner nahen Familienangehörigen mit dem Emittenten innerhalb des letzten Geschäftsjahres anzugeben, sofern sie ein Gesamtvolumen von 60.000 \$ übersteigen⁵¹⁶.

Veränderungen von Bestimmungen, die in der Gründungsurkunde festgelegt sind oder der Satzung eines Emittenten, müssen ebenfalls auf Formblatt 8-K angezeigt werden, wenn nicht bereits vor der Änderung der entsprechende Vorschlag über die SEC veröffentlicht wurde⁵¹⁷. Das Gleiche gilt für eine Veränderung des Geschäftsjahres⁵¹⁸. Mitgeteilt werden muss jeweils das Datum, an dem die Veränderung beschlossen wurde, und eine Kurzbeschreibung der

⁵¹² Vgl. Item 5.02(c)(2) des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229. 401(e).

⁵¹³ Vgl. Item 5.02(c)(2) des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229. 401(d).

⁵¹⁴ Vgl. Item 5.02(c)(2) des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229. 401(e)(2).

⁵¹⁵ Vgl. Item 5.02(c)(2) des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229. 404(a).

⁵¹⁶ Vgl. Item 5.02(d)(4) des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. § 229. 404(a).

⁵¹⁷ Vgl. Item 5.03 des Formblatt 8-K.

⁵¹⁸ Vgl. Item 5.03(b) des Formblatt 8-K.

Veränderung. Es ist eine Kopie der veränderten Gründungsurkunde bzw. der veränderten Satzung einzureichen.

Bekannt gemacht werden müssen auch Handelsbeschränkungen im Zusammenhang mit betrieblichen Pensionsplänen⁵¹⁹.

Ebenso müssen auch Änderungen des Verhaltenskodex für Vorstand und leitende Angestellte offenbart werden, sofern sie sich auf wesentlichen Punkte des Verhaltenskodex oder die internen Überwachungsmechanismen beziehen⁵²⁰. Die Änderungen sind dabei kurz zu beschreiben. Auch Befreiungen einzelner Personen von bestimmten Auflagen des Verhaltenskodex sind mitzuteilen. Die Änderung des Verhaltenskodex kann auch über das Internet auf der Website des Emittenten veröffentlicht werden, wenn dieser diese Vorgehensweise für Veränderungen des Verhaltenskodex in der letzten Jahresberichterstattung unter Angabe der Internetadresse angekündigt hat und die Informationen dort mindestens für einen Zeitraum von zwölf Monaten zugänglich sind.

Der Sachverhaltskatalog bezieht sich in allen beschriebenen Situationen, die sich nicht offensichtlich nur auf den Emittenten beziehen, auch auf verbundene Unternehmen. Die Veröffentlichung ist jeweils innerhalb von vier Werktagen nach dem Ereignis vorzunehmen.

Auch die nach Regelwerk FD erforderlichen Mitteilungen werden in der Regel auf Formblatt 8-K ad hoc bekannt gemacht⁵²¹.

Andere Ereignisse sind durch Anbieter so genannter Asset Backed Securities anzuzeigen, die von der Veröffentlichungspflicht bei den meisten oben genannten Ereignissen ausgenommen sind⁵²². Hierbei handelt es sich um Wertpapiere, die bisher nicht liquide Vermögensgegenstände in festverzinsliche, handelbare Wertpapiere umwandeln⁵²³. Zu den speziellen Anforderungen an die Offenlegung für diese Gesellschaften kann an dieser Stelle nicht Stellung genommen werden, da dies den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.

Im Rahmen der Darstellung des Sachverhaltskataloges zu Formblatt 8-K wurden jeweils die Offenlegungsanforderungen für reguläre Emittenten aufgeführt. Etwas anders stellen sich die Offenlegungsanforderungen für sog. Small Business Issuer dar, also diejenigen US-

⁵¹⁹ Vgl. Item 5.04 des Formblatt 8-K.

⁵²⁰ Vgl. Item 5.06 des Formblatt 8-K i.V.m. 17 C.F.R. 229.406(b).

⁵²¹ Vgl. hierzu unten E.2.b. S. 124.

⁵²² Vgl. Item 6 des Formblatt 8-K; Asset-Backed Issuer müssen bei den Ereignissen nach Item 2.01, 2.02, 2.03, 2.04, 2.06, 3.01, 3.02, 4.01, 4.02, 5.01, 5.02, 5.04, 5.05 nicht veröffentlichen.

⁵²³ Hierbei werden bestimmte Finanzaktiva eines Unternehmens in einen Forderungspool eingebracht, der treuhänderisch von einer Finanzierungsgesellschaft verwaltet wird (z.B. Kreditkartenforderungen, Autoleasingforderungen etc.).

amerikanischen Emittenten⁵²⁴, die einen Umsatz von weniger als 25.000.000 \$ im Jahr haben, bei denen der Wert der außenstehenden Aktien unterhalb von 25.000.000 \$ liegt und bei denen es sich nicht um Kapitalanlagegesellschaften oder Tochtergesellschaften eines regulären Emittenten handelt. Die Unterschiede der Veröffentlichungsanforderungen im Bezug auf die Ad-hoc-Publizität auf Formblatt 8-K sind nicht groß. Small Business Issuer müssen bei denselben Ereignissen publizieren, insoweit gibt es keine Unterschiede. Auch die Veröffentlichungsinhalte gleichen sich im Wesentlichen. Die Veröffentlichungsanforderungen für Small Business Issuer sind lediglich insofern etwas abgestuft, als diese etwas summarischere und weniger detaillierte Mitteilungen machen können.

Auch soweit keine Veröffentlichungspflicht auf Formblatt 8-K statuiert ist, können alle diejenigen Ereignisse, die der Emittent aber für veröffentlichungswert hält, auf Formblatt 8-K veröffentlicht werden⁵²⁵. In diesem Fall müssen die Vorgaben für eine Veröffentlichung nichtöffentlicher Informationen aus Regelwerk FD der SEC eingehalten werden⁵²⁶.

Wenn ein Ereignis, das eine Veröffentlichung auf Formblatt 8-K erfordert, innerhalb von vier Tagen vor einer Regelveröffentlichung eintritt, kann dieses im Rahmen der Regelveröffentlichung mitgeteilt werden. Eine gesonderte Veröffentlichung auf Formblatt 8-K ist nur bei Wechsel des Wirtschaftsprüfers und entdeckten Fehlern in bereits veröffentlichten Finanzdarstellungen erforderlich.

Das ausgefüllte Formblatt 8-K ist der SEC in achtfacher Ausfertigung einzureichen, wobei Anhänge nur in dreifacher Ausfertigung eingereicht werden müssen. Zusätzlich muss mindestens eine Ausfertigung jeder Börse, an der das betroffene Wertpapier gehandelt wird, eingereicht werden. Mindestens je eine Ausfertigung, die der SEC beziehungsweise die einer einzelnen Börse eingereicht wird, muss von Hand unterschrieben sein.

Zu bedenken ist bei der Betrachtung der US-amerikanischen Ad-hoc-Publizität noch, das alle großen US-amerikanischen Börsen in ihren Börsenordnungen ausdrücklich verlangen, das Unternehmen alle diejenigen Informationen zeitnah offen legen, die für vernünftige Anleger wesentlich sind⁵²⁷.

Im Grundsatz gilt für alle Verfehlungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität die allgemeine Haftungsregel des S.E.A'34, also Sec. 10(b) S.E.A'34 und die dazu erlassene Rule 10b-5 der

⁵²⁴ Oder kanadische Emittenten, die generell wie US-amerikanische Emittenten behandelt werden.

⁵²⁵ Vgl. Item 8.01 des Formblatt 8-K.

⁵²⁶ Vgl. hierzu unten E.2.b. S. 124.

⁵²⁷ Vgl. N.Y.S.E. Company Manual, § 202.05, abrufbar unter <http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/about/listed/1022221393251.html>; American Stock

SEC. Diese bilden für Anleger eine Anspruchsgrundlage auf Schadensersatz, soweit dafür die jeweiligen Voraussetzungen erfüllt sind. Problematisch ist insoweit, dass auf dieser Grundlage nur ein Anspruch für Käufer oder Verkäufer von Wertpapieren entstehen kann, nicht aber für jemanden, der aufgrund einer Fehlinformation nicht verkauft oder nicht gekauft hat. Außerdem muss dem Beklagten Wissenslichkeit im Hinblick auf den Verstoß gegen die Vorschriften der Ad-hoc-Publizität vorzuhalten sein. Hierfür lassen einige untere Bundesgerichte Eventualvorsatz bzw. bewusste Fahrlässigkeit ausreichen⁵²⁸.

Die Ausweitung der meldepflichtigen Ereignisse zur Umsetzung des Sarbanes-Oxley Act hat dazu geführt, dass verschiedene Ereignisse berichtspflichtig wurden, die für die Geschäftsleitung schwierig einzuschätzen sind. Aus diesem Grund hat die SEC für die Berichtspflicht in Bezug auf bestimmte Ereignisse eine Safe-Harbor-Regel erlassen. Zu nennen sind insoweit das Eingehen eines wesentlichen Vertrages, die Auflösung eines wesentlichen Vertrages, das Eingehen einer unmittelbaren finanziellen Verpflichtung oder einer Verpflichtung aus einem nicht bilanzierungspflichtigen Geschäft, Beschleunigungen oder Vergrößerungen einer derartigen Verpflichtung, Kosten für Ausstiegsaktivitäten, erhebliche Beeinträchtigungen wesentlicher Betriebsbestandteile oder Fehlerhaftigkeit bereits veröffentlichter Zahlen. Nach dieser Safe-Harbor-Regel kann das Unterlassen einer Veröffentlichung bei Vorliegen eines der genannten Ereignisse nicht als Verstoß gegen Wertpapierrecht im Sinne der Haftungsregel der Sec. 10 (b) S.E.A.'34 und der SEC Rule 10b-5 gewertet werden. Zusätzlich können die Zulassungsanträge S-2 und S-3 auch nach einer derartigen Unterlassung noch genutzt werden. Verstöße werden damit in diesem Bereich nur mit Geldstrafen von Seiten der SEC und damit für US-amerikanische Verhältnisse sehr gering geahndet. Für Fehldarstellungen oder Auslassungen in einem veröffentlichten Formblatt 8-K gilt dies jedoch nicht, so dass in derartigen Fällen die Haftungsregeln auch bei Vorliegen eines der genannten Ereignisse gelten.

b. FD:

Nach Regelwerk FD muss eine Veröffentlichung erfolgen, wenn vom Emittenten oder einem Dritten für den Emittenten eine nicht öffentliche Information über wesentliche Umstände an bestimmte Personen weitergegeben wird.

Exchange Company Guide, § 401 abrufbar unter

<http://wallstreet.cch.com/AmericanStockExchangeAMEX/AmexCompanyGuide/default.asp> .

⁵²⁸ Vgl. Hollinger v. Titan Capital Corporation, 914 F.2d 1564, 1569 (9th Cir. 1990); Sanders v. John Nuveen & Co., Inc., 554 F.2d 790, 793 (7th Cir. 1977); Lanza v. Drexel & Co., 419 F.2d 1277, 1306 n. 98 (2nd Cir. 1973); Stern v. American Bankshares., 429 F.Supp. 818 (E.D. Wis.1977).

Zweck dieser Veröffentlichungspflicht ist es, die Marktintegrität zu wahren und ein gleiches Informationsniveau für alle Marktteilnehmer zu schaffen. Es soll nicht möglich sein, dass Emittenten oder für sie handelnde Dritte Analysten oder institutionelle Investoren bei wesentlichen Veränderungen in Gewinnprognosen oder ähnlich wesentlichen Umständen warnen. In diesen Fällen sind nämlich nach US-amerikanischem Recht die Voraussetzungen für einen strafbewehrten Insiderrechtsverstoß nicht gegeben, wenn die Information nicht zum persönlichen Vorteil durch die informierten natürlichen Personen genutzt wird. Als persönlicher Vorteil zählt dabei nach US-amerikanischem Recht nicht die berufliche Nutzung der Information durch Analysten oder Mitarbeiter institutioneller Investoren. Aus diesem Grund ist in den USA die Weitergabe an und Nutzung der Information durch Analysten oder institutionelle Investoren realistisch und praktisch relevant. Neben diesem Zweck, Informationsunterschiede abzubauen, soll zusätzlich durch die Veröffentlichungspflicht nach Regelwerk FD der Druck auf Analysten verringert werden, positiv über ein Unternehmen zu berichten um weiterhin vorab an Informationen zu gelangen.

Das Regelwerk FD wurde im Jahr 2000 durch die SEC eingeführt. Eine Vorgängerregelung mit ähnlichem Regelungsgehalt gab es beispielsweise in der Börsenordnung der NYSE (New York Stock Exchange)⁵²⁹.

Die Veröffentlichungspflicht nach Regelwerk FD greift, wenn wesentliche nicht öffentlich bekannte Umstände entweder Börsenmaklern, Wertpapierhändlern, Anlageberatern, Fondsmanagern, Anlagegesellschaften, mit den Vorgenannten verbundene Personen oder Aktionären des Emittenten mitgeteilt werden, soweit vorhersehbar ist, dass diese eine Kauf- oder Verkaufsentscheidung auf Grundlage der Information treffen werden. Ausdrücklich ausgenommen ist nach dem Regelwerk FD die Weitergabe nicht öffentlicher Informationen an Personen, die dem Emittenten gegenüber zur Vertraulichkeit verpflichtet sind⁵³⁰.

Ein Umstand ist in diesem Zusammenhang dann wesentlich, wenn ein vernünftiger Anleger ihn für seine Anlageentscheidung als wesentlich ansehen würde und die Kenntnis von dem Umstand das sich aus den insgesamt über einen Emittenten verfügbaren Informationen ergebende Bild signifikant verändert hätte⁵³¹. Die SEC hat verschiedene wesentliche Umstände als Beispiele aufgezählt: Gewinninformationen, Fusionen, Unternehmenskäufe,

⁵²⁹ Vgl. N.Y.S.E. Company Manual, § 202.02, abrufbar unter <http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/about/listed/1022221393251.html>

⁵³⁰ Vgl. 17 C.F.R. § 243.100(b)(2)-(3) wo Rechtsanwälte, Investment Banker und Wirtschaftsprüfer als Beispiele genannt werden.

⁵³¹ Vgl. Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Exchange Act Release No. 43154 (2000), 2000 SEC LEXIS 1672.

Übernahmeangebote, Joint Ventures oder wesentliche Veränderungen im Betriebsvermögen, neue Produkte, Erfindungen, Entwicklungen, die Kunden oder Lieferanten betreffen, Kontrollwechsel oder Managementwechsel, Wechsel der Wirtschaftsprüfer, Ereignisse, die die Wertpapiere des Emittenten betreffen, Insolvenz oder Zwangsverwaltung⁵³².

Der Zeitpunkt, zu dem die Veröffentlichung nach Regelwerk FD gemacht werden muss, hängt davon ab, ob die Weitergabe von Informationen absichtlich oder ohne Absicht erfolgt. Erfolgt die Weitergabe von Informationen absichtlich oder leichtfertig, so muss zeitgleich bereits die allgemeine Veröffentlichung gemacht werden. Erfolgt eine unabsichtliche Weitergabe von Informationen, so muss die Veröffentlichung lediglich unverzüglich danach erfolgen. Unverzüglich bedeutet in diesem Falle spätestens nach 24 Stunden oder mit dem Beginn des nächsten Börsentages an der NYSE⁵³³.

Die Veröffentlichungspflicht des Regelwerks FD kann durch jede Veröffentlichungsart erfüllt werden, die geeignet ist, die breite Öffentlichkeit zu erreichen⁵³⁴. Der Emittent kann also Formblatt 8-K⁵³⁵ bei der SEC einreichen oder eine Pressemitteilung verfassen, eine Pressekonferenz abhalten oder ähnliches, solange der Emittent davon ausgehen darf, dass seine Veröffentlichung die Öffentlichkeit erreicht. Die Veröffentlichung auf der Homepage des Emittenten wird dabei allerdings nicht als ausreichend gesehen⁵³⁶.

Das Regelwerk FD findet keine Anwendung, wenn die Weitergabe von Informationen im Zusammenhang mit der Neuemission von Wertpapieren steht⁵³⁷. Dies gilt allerdings nicht für die Vorausregistrierung von Aktien oder die Emission von nicht bei der SEC registrierten Aktien⁵³⁸.

Der Verstoß gegen das Regelwerk FD kann eine Unterlassungsverfügung der SEC und eine Bußgeldverhängung nach sich ziehen. Ein individueller Anspruch auf Schadensersatz kann sich allerdings nicht aus dem Unterlassen einer Veröffentlichung nach Regelwerk FD ergeben. Das Unterlassen einer nach Regelwerk FD erforderlichen Veröffentlichung führt auch nicht dazu, dass der verpflichtete Emittent für Neuemissionen von Aktien als Emittent behandelt wird, der sich bereits ein Fehlverhalten hat zuschulden kommen lassen. Die Sanktionen des Regelwerks FD sind damit insgesamt weniger schwerwiegend.

⁵³² Vgl. Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Exchange Act Release No. 43154 (2000), 2000 SEC LEXIS 1672.

⁵³³ Vgl. 17 C.F.R. § 243.101(d).

⁵³⁴ Vgl. 17 C.F.R. § 243.101(e)(2).

⁵³⁵ Vgl. Item 7.01 des Formblatt 8-K.

⁵³⁶ Vgl. Steinberg, Understanding Securities, § 10.08 (E).

⁵³⁷ Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Exchange Act Release No. 43154 (2000), 2000 SEC LEXIS 1672.

II. Vergleich:

Anders als bei Formblatt 8-K nach US-amerikanischem Recht liegt mit § 15 WpHG im deutschen Recht kein abschließender Sachverhaltskatalog vor. Die Unternehmen befinden sich damit in Deutschland in einer gewissen Rechtsunsicherheit, da sie einerseits das Vorliegen einer Insiderinformation mit dem dafür erforderlichen Kurs- und Marktbeeinflussungspotential und andererseits auch das etwaige Vorliegen einer Befreiungsmöglichkeit wegen berechtigter Interessen des Unternehmens selber feststellen müssen.

Allerdings sind auch die Sachverhalte, die dem Katalog des Formblatts 8-K unterfallen, so offen formuliert und so wenig greifbar, dass auch für US-amerikanische Emittenten Rechtsunsicherheiten und Abgrenzungsschwierigkeiten bestehen. Anhaltspunkte ergeben sich sowohl im US-amerikanischen als auch im deutschen Recht aus Gesetzesauslegenden Veröffentlichungen der beiden Aufsichtsbehörden, also einmal den Safe-Harbor-Rules der SEC und andererseits dem Emittentenleitfaden der BaFin. Ein wesentlicher Unterschied ergibt sich allerdings daraus, dass die US-amerikanischen Unternehmen die institutionalisierte Möglichkeit haben, der SEC einen bestimmten Sachverhalt zu präsentieren und abzuwarten, ob diese einen No-action-Letter für diesen speziellen Sachverhalt erlässt oder eine Veröffentlichung für erforderlich hält. Diese Möglichkeit besteht bei der BaFin bislang nicht. Diese Möglichkeit ist aber für den Emittenten bei komplizierten Sachverhalten eine nicht zu unterschätzende Hilfeleistung, da sich die Einholung und Befolgung einer derartig qualifizierten Meinung immer auch auf mögliche Haftungsfolgen auswirken wird. Zudem besteht durch die Veröffentlichung der No-action-letter für die Aufsichtsbehörde ein Mittel, Vorgaben für Handhabung der Ad-hoc-Publizität zu machen und so auf ein einheitliches Vorgehen am Markt zu dringen. Die Einführung solcher No-action-letter oder Freibriefe ist daher auch für Deutschland zu bedenken.

Das Formblatt 8-K deckt mit seinem umfangreichen Sachverhaltskatalog alle wesentlichen Fälle ab, bei denen in Deutschland eine Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG besteht. Ein Unterschied ergibt sich insoweit auch nicht aus dem in den USA fehlenden Merkmal der Kursrelevanz, da dieses durch die jeweils bei den einzelnen Tatbeständen des Formblatts 8-K vorgegebenen Anforderungen an die Wesentlichkeit ersetzt wird. Ein Sachverhalt, der die Definition eines Tatbestands nach 8-K erfüllt, wird in aller Regel immer auch Kursrelevanz haben.

⁵³⁸ Vgl. Steinberg, Understanding Securities, § 10.08 (F).

Unterschiede zwischen beiden Rechtskulturen im Bezug auf Sachverhalte, die publikationspflichtig sind, ergeben sich speziell da, wo tatsächliche Mentalitäts- und Kulturunterschiede bestehen. So ist in den USA eine Veränderung des Verhaltenskodex für Vorstandsmitglieder und leitende Angestellte ad-hoc-publizitätspflichtig. Ob demgegenüber eine Änderung des Corporate Governance Kodex in Deutschland eine Ad-hoc-Publikationspflicht auslösen würde, scheint demgegenüber sehr fraglich. In der Regel wird es an der nötigen Kursrelevanz fehlen.

In den USA gibt es viel genauere Detailvorgaben, was in den einzelnen Veröffentlichungen anzugeben ist. Es müssen mehr Details und konkretere Informationen als in Deutschland veröffentlicht werden. In Deutschland ist demgegenüber vorgegeben, dass die Ad-hoc-Meldung möglichst knapp und prägnant sein muss und keine überflüssigen Inhalte haben darf. Ein erheblicher Unterschied ergibt sich beispielsweise zwischen einer deutschen und einer US-amerikanischen Ad-hoc-Meldung zum Wechsel eines Vorstandsmitglieds: Bei einem deutschen im Prime Standard notierten Unternehmen enthält eine solche Meldung lediglich den Namen des ausscheidenden Mitglieds sowie seine bisherige Zuständigkeit und den Namen des neuen Vorstandsmitglieds. In den USA sind demgegenüber erhebliche zusätzliche Informationen sowohl zu den Umständen des Ausscheidens des bisherigen Vorstandsmitglieds als auch zur Person und zum Lebenslauf des neuen Vorstandsmitglieds erforderlich. Solche erheblichen Unterschiede in der Veröffentlichungsbreite ergeben sich auch bei anderen ad-hoc-publikationspflichtigen Sachverhalten. Fraglich ist allerdings, ob die weiteren Informationen, die eine US-amerikanische Ad-hoc-Meldung zu enthalten hat, für den aktuellen oder potentiellen Anleger tatsächlich von Interesse sind. Natürlich können zusätzliche Informationen für den interessierten Anleger immer einen Nutzwert haben, zu bedenken ist aber, dass auch die deutsche Forderung nach möglichst kurzen, prägnanten Ad-hoc-Meldungen ihren Sinn hat. Es soll so vermieden werden, dass die Ad-hoc-Meldung durch Rand- und Zusatzinformationen, die vom wichtigsten Informationsgehalt ablenken, verwässert wird. Dieses Ziel ist wichtig, die Anreicherung der Ad-hoc-Meldung durch weitere Detailinformationen ist daher für das deutsche Kapitalmarktrecht nicht zu empfehlen.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen beiden Formen der Ad-hoc-Publizität ergibt sich auch dadurch, dass in den USA auf Formblatt 8-K jedes Ereignis publiziert werden kann, dass der Emittent für veröffentlichenswert hält. Im Unterschied dazu dürfen in Deutschland nur diejenigen Insiderinformationen, die § 15 I WpHG unterfallen, ad hoc publiziert werden. Die Publikation anderer Informationen und Ereignisse ad hoc ist durch § 15 II 1 WpHG

ausdrücklich untersagt. Das Instrument der Ad-hoc-Publikation soll den Anleger nach deutschem Verständnis darauf hinweisen, dass sich etwas Mitteilenswertes, was die Entscheidung des Anlegers, seine Anlage zu veräußern, zu vergrößern oder zu halten, beeinflussen könnte. Dieses Instrument würde seine Warnfunktion einbüßen, wenn der Emittent jegliche Art von Informationen veröffentlichen könnte, denn dann könnte eine Fülle unwichtiger Informationen unter dem Titel Ad-hoc-Meldung veröffentlicht werden und der Anleger würde nicht mehr aufmerken, wenn eine echte Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wird.

Mit der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP) hat sich eine private Organisation gebildet, deren internetgestütztes Online-Informationssystem⁵³⁹ den Veröffentlichungsmarkt für Ad-hoc-Meldungen dominiert. Ähnlich dem Edgar-System der SEC wird jedem Interessierten via Internet die Möglichkeit geboten, sich schnell und kostenlos über die aktuellen Meldungen am Kapitalmarkt zu informieren. In einer Datenbank können daneben auch gezielt Mitteilungen zu bestimmten Unternehmen recherchiert werden. Das Veröffentlichungssystem, das die DGAP auf privater Ebene zur Ad-hoc-Publizität anbietet, ist letztlich die einzige Offenlegungsplattform, die mit dem Edgar-System der SEC vergleichbar ist.

Die deutsche Vorschrift des § 15 I 3 WpHG wurde als Nachbildung des US-amerikanischen Regelwerks FD erlassen ohne zu bedenken, dass es in Deutschland andere Haftungsvorschriften gibt und insbesondere die Möglichkeit der befugten Weitergabe von Insiderinformationen an Personen, die nicht zur Vertraulichkeit verpflichtet sind, in Deutschland praktisch nicht existiert. Die Vorschrift entspricht damit einer US-amerikanischen Regel ohne allerdings deren Anwendungsbereich zu haben.

III. Fazit:

Zu empfehlen wäre für die deutsche Ad-hoc-Publizität die Schaffung der Möglichkeit der Einholung einer verbindlichen Auskunft der BaFin in dem Falle, dass für das Unternehmen die Frage, ob ein publikationspflichtiger Sachverhalt vorliegt oder nicht oder ob einer Befreiung nach § 15 III WpHG möglich ist oder nicht, ohne fachkundigen Rat schwer zu treffen ist. Die Kosten, die eine derartige Möglichkeit auf Seiten der BaFin verursacht, könnten über Gebühren gedeckt werden, da ein derartige verbindliche Auskunft für Unternehmen einen monetären Gegenwert hat, da das Haftungs- und Bussgeldrisiko durch die Auskunft minimiert werden kann. Die Figur einer verbindlichen Auskunft ist dem deutschen Recht auch nicht völlig fremd. Eine verbindliche Auskunft gibt es im deutschen Steuerrecht, dort besteht die

Möglichkeit einen Sachverhalt bei den Finanzämtern zu präsentieren und dazu vorab von diesen eine verbindliche Auskunft einzuholen⁵⁴⁰.

Im Übrigen sind die Systeme der Ad-hoc-Publizität sehr unterschiedlich. Im Einzelfall können die größeren Detailinformationen in einer US-amerikanischen Ad-hoc-Meldung von Vorteil sein. Insgesamt steigen aber durch die höhere Informationsdichte in einer Ad-hoc-Meldung auch die Möglichkeiten, die tatsächliche Information zu verwässern, zu beschönigen oder die Meldung als PR-Maßnahme zu nutzen. Insgesamt ist daher die Erweiterung der Detailanforderungen in einer Ad-hoc-Meldung abzulehnen.

Die Vorschrift des § 15 I 3 WpHG, die dem US-amerikanischen Regelwerk FD entspricht, hat in Deutschland keinen Anwendungsbereich, sie sollte daher abgeschafft werden.

F. Directors' Dealings:

I. Bestandsaufnahme:

1. Deutsches Recht:

Nach § 15a WpHG besteht eine gesetzliche Pflicht für Personen mit Führungsaufgaben bei börsennotierten Gesellschaften, An- und Verkäufe von Aktien „ihrer“ Gesellschaft und sich auf die Aktien beziehenden Finanzinstrumenten, also z. B. Optionen, „ihrer“ Gesellschaft offen zu legen. Diese gesetzliche Offenlegungspflicht wurde in Deutschland zunächst als Verpflichtung für die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder börsennotierter Gesellschaften zum 01.07.2002 normiert. Die Regelung wurde dann durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz im Jahre 2004 dahingehend überarbeitet, dass nunmehr generell Personen mit Führungsaufgaben erfasst sind. Die Regelung des § 15a WpHG verfolgt vier Ziele: Förderung der Kapitalmarkttransparenz, informierte Transaktionsentscheidungen der Anleger, Anlegergleichbehandlung und Marktintegrität⁵⁴¹.

§ 15a WpHG unterwirft alle Personen mit Führungsaufgaben bei einem Emittenten einer Meldepflicht. Hierunter sind nach § 15a II WpHG neben persönlich haftenden Gesellschaftern und Mitgliedern des Vorstands oder Aufsichtsrats auch sonstige Personen zu verstehen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.

⁵³⁹ <http://www.dgap.de>.

⁵⁴⁰ Vgl. §§ 204 ff. AO, § 42e EStG sowie BMF v. 29.12.2003 - IV A 4 - S 0430 - 7/03, BStBl 2003 I S. 742.

Teilweise wird davon ausgegangen, dass weiterhin lediglich die Organmitglieder von der Meldepflicht betroffen seien⁵⁴². Dieser Ansicht kann im Hinblick auf den Gesetzeswortlaut, der explizit sonstige Personen neben den Organmitgliedern aufführt, nicht gefolgt werden. Teilweise wird § 15a II WpHG auch so verstanden, dass jedenfalls die leitenden Angestellten im Sinne des § 5 III 2 BetrVG betroffene „sonstige Personen“ sind⁵⁴³. Leitende Angestellte sind nach dem BAG nämlich stets als zu unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt anzusehen⁵⁴⁴. Die einfache Übertragung dieses Begriffs erscheint jedoch insofern problematisch, als er bereits durch die arbeitsrechtliche Rechtsprechung entscheidend vorgeprägt ist. So kommt beispielsweise der Personalverantwortung in Kombination mit einem signifikanten Aufgabengebiet entscheidende Bedeutung zu⁵⁴⁵, diese kann aber für § 15a WpHG keine alleinentscheidende Bedeutung haben. Entscheidend für die Abgrenzung des von § 15a WpHG betroffenen Personenkreises muss eine abstrakte Wahrscheinlichkeit des Kontakts zu Insiderinformationen sein, die sich insbesondere aus bestimmten Tätigkeiten ergibt⁵⁴⁶. Neben den Organmitgliedern sind das hier also speziell die Leiter für Finanzen bzw. Controlling oder der Leiter der Rechtsabteilung, aber nicht aus jeder Funktion, die ein leitender Angestellter unter arbeitsrechtlichen Gesichtspunkten innehaben kann, ergibt sich eine entsprechende Kenntnis. Die jeweiligen Sachbearbeiter der genannten Bereiche kommen zwar ebenfalls bestimmungsgemäß mit Insiderwissen in Kontakt, allerdings fehlt ihnen in der Regel die Kompetenz zu eigenen wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen. Eine Ausweitung der Meldepflicht auch auf diese Personen ist daher vom Gesetzgeber in § 15a WpHG nicht gefordert.

Diskutiert wird bezüglich des Begriffs „eigene Geschäfte“ der Führungskraft, inwieweit die Beauftragung eines Vermögensverwalters, der mit entsprechender Vollmacht und ohne vorherige Rücksprache Aktien an- und verkauft, die Führungskraft von der Veröffentlichungspflicht befreit, da die Geschäfte dann nicht mehr selbst initiiert sind⁵⁴⁷. Diese einschränkende Auslegung ist jedoch abzulehnen, da so eine einfache Umgehungsmöglichkeit

⁵⁴¹ Vgl. Schwark/ Zimmer, § 15a Rdn. 6ff.; Fischer zu Cramburg/ Hannich in v. Rosen (Hrsg.), *Director's Dealings*, S. 9; Fleischer, ZIP 02, 1217 (1218); Hutter/Leppert, NZG 02, 649 (655 f.); Schneider, AG 02, 473 (474); Posegga, BKR 02, 697ff.

⁵⁴² Vgl. Koch, DB 05, 267 (273); v. Buttler, BB 03, 2133 (2135f.).

⁵⁴³ Vgl. Kuthe, ZIP 04, 883 (886).

⁵⁴⁴ Vgl. BAG, BB 95, 1645.

⁵⁴⁵ Vgl. BAG, DB 2002, 1163; BAGE 32, 381, 386 ff..

⁵⁴⁶ Vgl. Weber, NJW 04, 3674 (3676)

⁵⁴⁷ Vgl. Anmerkung zu Art. 1 Ziff. 5 der Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins durch den Handelsrechtsausschuss zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz) vom Juni 2004.

geschaffen würde und erhebliche Abgrenzungsprobleme entstünden⁵⁴⁸. Der mitteilungspflichtigen Person ist es außerdem möglich und zumutbar, dem Vermögensverwalter Vorgaben hinsichtlich des Emittenten zu machen, so dass die Führungskraft nicht vom getätigten Erwerb oder Verkauf von Aktien des eigenen Unternehmens überrascht wird.

Daneben sind nach § 15a III 1 auch Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtignte Kinder sowie Verwandte, die seit mindestens einem Jahr in einem Haushalt der Personen mit Führungsaufgaben leben, nach § 15a III 3 WpHG zur Mitteilung verpflichtet. Gleiches gilt für juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Person mit Führungsaufgaben oder einem Angehörigen dieser Führungsperson kontrolliert werden, die zu Gunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen denen einer solchen Person entsprechen. In § 15a III 2 WpHG werden zusätzlich noch diejenigen juristischen Personen erfasst, bei denen Personen mit Führungsaufgaben bzw. diesen nahe stehende Personen Leitungsaufgaben wahrnehmen⁵⁴⁹. Auch diese sind zur Mitteilung verpflichtet⁵⁵⁰.

Die in § 15a III WpHG aufgeführten Personen sind jeweils selbst meldepflichtig. Eine Zurechnung zur originär meldepflichtigen Person ist im Unterschied zu den Mitteilungen nach §§ 22 ff. WpHG nicht vorgesehen.

§ 15a WpHG enthält nur eine eingeschränkte konzerndimensionale Erstreckung. Dies ist schon vor der Änderung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz bemängelt worden⁵⁵¹. § 15a III 2 enthält nunmehr eine Erstreckung auf den Fall, dass eine Person mit Führungsaufgaben beim

⁵⁴⁸ Vgl. hierzu Pluskat, BKR 04, 467 (470).

⁵⁴⁹ Vom Wortlaut des § 15a III 2 nicht erfasst ist der Fall, dass die juristische Person direkt oder indirekt von einer dem Meldepflichtigen nahe stehenden Person kontrolliert wird. Dieser Fall wurde allerdings von der Marktmissbrauchsrichtlinie erfasst. Die deutsche Umsetzung bleibt also hinter der Richtlinie zurück. Hier ist zu differenzieren. Eine teleologische Auslegung dergestalt, dass die Fälle entgegen dem Wortlaut des Gesetzes erfasst würden, kommt wegen der Bußgeldbewehrung zumindest im Hinblick auf die Sanktionierung nicht in Betracht. Diese einfache Umgehungsmöglichkeit des § 15a WpHG bleibt vom Gesetzgeber de lege ferenda noch zu schliessen.

⁵⁵⁰ Dies ist problematisch und nicht unumstritten, denn damit wären auch sämtliche Geschäfte von Banken oder Versicherungen als Directors' Dealings mitteilungspflichtig, sofern in ihrem Aufsichtsrat ein Vorstandmitglied einer börsennotierten Gesellschaft sitzt. Diese Mitteilungen würden einerseits wenig Sinn machen, da sie kaum von Insiderwissen bestimmt sind und würden andererseits wegen ihrer Häufigkeit das Auffinden von „echten“ Mitteilungen erheblich erschweren. Werden nämlich sämtliche Mitteilungen auf der Homepage unter einer Gesamtüberschrift „Directors' Dealings“ veröffentlicht, ist für den Anleger kaum mehr herauszufinden welche Mitteilungen tatsächlich von Interesse sind, da er von der Flut von Mitteilungen vermutlich überwältigt wird. Für die geplante Verordnung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz wird deshalb schon über einer Ausnahme für Geschäfte im Handelsbestand der Banken nachgedacht. Das Problem stellt sich allerdings parallel auch für Versicherungen und den Anlagebestand der Banken. Es bleibt abzuwarten, wie hiermit in Zukunft umgegangen wird.

⁵⁵¹ Vgl. Schneider, AG 02, 473.

Emittenten eine Leitungsaufgabe bei einer anderen juristischen Person wahrnimmt. Diese Mitteilungspflicht betrifft allerdings nur die juristische Person, bei der die Führungskraft ebenfalls als Führungskraft tätig ist. Eine echte konzerndimensionale Erstreckung ergibt sich daraus allein noch nicht. Weiterhin nicht erfasst sind Organmitglieder von Tochter- bzw. Mutter- oder Schwestergesellschaften. Sie sind keine Führungskräfte des Emittenten und damit auch von der jetzigen weiteren Definition der Meldepflichtigen nicht erfasst. Sie nehmen keine Führungsaufgaben beim Emittenten, sondern bei der jeweiligen Mutter-, Tochter- oder Schwestergesellschaft wahr und werden damit streng genommen nicht vom Wortlaut des § 15a II WpHG erfasst. Eine Erstreckung auf solche Personen im Wege der Analogie wird teilweise befürwortet⁵⁵², verbietet sich aber wegen der Bußgeldbewehrung des § 15a WpHG. Dies ist insofern problematisch, als solche Personen durchaus in signifikante Entscheidungen für den Emittenten eingebunden sein und Insiderwissen im Hinblick auf diesen haben können.

Eine Mitteilungspflicht besteht nur im Hinblick auf Eigengeschäfte mit Aktien oder Aktienderivaten des Emittenten, nicht aber in Bezug auf Geschäfte mit Anteilen an Beteiligungs- und Konzernunternehmen. Auch insoweit ergibt sich keine konzerndimensionale Erstreckung, obwohl diese auch hier unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes wünschenswert scheint.

Der Meldepflichtige hat den Erwerb oder die Veräußerung der Wertpapiere, also das schuldrechtliche Geschäft⁵⁵³, innerhalb von fünf Werktagen nach Vornahme des meldepflichtigen Geschäfts der Gesellschaft und der BaFin anzuzeigen. Die Mitteilung hat unter der Überschrift „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“ zu erfolgen. Sie muss die mitteilungspflichtige Person und den Emittenten klar erkennen lassen und kurz die Position der mitteilungspflichtigen Person bzw. ihre verwandtschaftliche Beziehung zu einer Führungskraft und das getätigte Geschäft beschreiben, wobei das Abschlussdatum, der Ort an dem das Geschäft getätigt wurde, der Kurs und das Geschäftsvolumen sowie die Art des Geschäfts anzugeben sind⁵⁵⁴. Eine Veröffentlichung dieser

⁵⁵² Vgl. Kuthe, ZIP 04, 883 (886).

⁵⁵³ Für § 15a WpHG a.F. vor der Novellierung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, war umstritten, ob das dingliche oder das schuldrechtliche Geschäft massgebend ist, vgl. hierzu Schwark/ Zimmer, § 15a Rdn. 25; Fleischer, ZIP 02, 1217 (1226); dieser Streit hat sich durch die Neufassung dahingehend erledigt, dass nunmehr „Geschäfte mit Aktien des Emittenten“ insgesamt anzeigepflichtig sind. Diskutiert wird nunmehr lediglich eine restriktive Auslegung unter Beachtung des Normzwecks, dahingehend, Vererbung und Schenkung zugunsten der Führungskraft von der Offenlegungspflicht auszunehmen, da diese Geschäfte nicht auf einem Willensakt der Führungskraft beruhen und aus diesem Grund auch weder unter Ausnutzung von Insiderinformationen erfolgen noch Signalwirkung haben können, vgl. hierzu Pluskat, BKR 04, 467 (471); v. Buttlar, BB 03, 2133 (2137).

⁵⁵⁴ Vgl. § 10 WpAIV.

Mitteilung erfolgt dann nach § 15a IV 1 WpHG unverzüglich nach Erhalt der Mitteilung durch den Emittenten. Die Veröffentlichungspflicht trifft demnach den Emittenten. Die Veröffentlichung muss für mindestens einen Monat auf der Homepage des Emittenten erfolgen⁵⁵⁵. Die Homepage ist dabei so zu gestalten, dass die Mitteilung auffindbar ist, insbesondere muss bereits die Hauptseite einen Hinweis auf die Seite mit den Informationen für Anleger enthalten. Daneben kann die BaFin auf ihrer Homepage eine Veröffentlichung vornehmen⁵⁵⁶. Für diese Veröffentlichungen hat die BaFin inzwischen eine für jedermann kostenfrei über das Internet zugängliche Datenbank eingerichtet⁵⁵⁷. Verfügt der Emittent nicht über eine Homepage, so ist es ihm gestattet, die Veröffentlichung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt vorzunehmen⁵⁵⁸. § 15a IV 2 WpHG schreibt vor, dass der Emittent der BaFin einen Beleg über die Veröffentlichung zu übersenden hat.

An die Unverzüglichkeit der Veröffentlichung durch den Emittenten sind höhere Anforderungen zu stellen als sie das Gesetz in §§ 21ff. WpHG für die Beteiligungspublizität aufstellt, denn auf Angabe einer Maximalfrist wurde im Gegensatz zu diesen Vorschriften gerade verzichtet. Zusätzlich spricht für eine strenge Auslegung, dass auf eine Pflicht zur Vorabveröffentlichung verzichtet wurde und erst das Tätigen des Geschäfts die Veröffentlichungspflicht auslöst⁵⁵⁹. Unverzüglich, also ohne schuldhaftes Zögern, bedeutet daher eine Veröffentlichung innerhalb von zwei bis drei Werktagen. Diese Auslegung wird zusätzlich dadurch unterstützt, dass das Bundesministerium der Finanzen in seiner Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) vorgibt, dass jedenfalls die ersatzweise Veröffentlichung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt spätestens am dritten nach Erhalt der Mitteilung erfolgen muss⁵⁶⁰.

Nach § 15a I 4 WpHG besteht die Meldepflicht für Directors' Dealings bereits ab der Antragstellung für eine Zulassung zum Amtlichen oder Geregelten Markt bzw. ab der öffentlichen Ankündigung der Antragstellung.

Das Gesetz sieht in § 15a I WpHG eine Ausnahme von der Mitteilungspflicht vor. Es handelt sich um eine Bagatellgrenze, die Geschäfte betrifft, deren Wert, bezogen auf die Gesamtzahl der durch eine Führungskraft und die ihr nahe stehenden Personen getätigten Geschäfte, 5.000 € bis zum Ende des Kalenderjahres nicht erreicht. Die Vorschrift ist problematisch, da sie eine

⁵⁵⁵ Vgl. § 13 I 1 WpAIV.

⁵⁵⁶ Vgl. § 13 I 2 WpAIV.

⁵⁵⁷ Diese ist unter <http://www.bafin.de/datenbanken/p15a.html> zu erreichen.

⁵⁵⁸ Vgl. § 13 I 3 WpAIV.

⁵⁵⁹ Vgl. Schwark/ Zimmer, § 15a WpHG Rdn. 38; Rudolph, BB 02, 1036 (1040); Hutter/Leppert, NZG 02, 649 (656); Weiler/Tollkühn, DB 02, 1923 (1924f.).

Zusammenrechnung aller von der Führungskraft und den ihr nahe stehenden Personen getätigten Geschäften verlangt. Eine Zusammenrechnung ist allerdings im Hinblick darauf schwierig, dass jede nahe stehende Person eine eigene Meldepflicht hat und die Führungskraft nicht notwendig von allen Mitteilungen Kenntnis erlangen muss. An dieser Stelle verlangt § 15a WpHG erstmals eine Abstimmung aller betroffenen Personenkreise; ob dies in der Praxis durchführbar ist, bleibt abzuwarten.

Der Verstoß gegen die Pflicht zur Veröffentlichung von Directors' Dealings ist nach §§ 15a, 39 WpHG sowohl für den Meldepflichtigen als auch für den Emittenten bezüglich ihrer jeweiligen Pflichten eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit. Schadensersatzpflichten kommen allenfalls unter den engen Voraussetzungen des § 826 BGB in Betracht. Eine zivilrechtliche Schadensersatzpflicht nach § 823 II BGB scheint schwierig herzuleiten. Problematisch ist der drittschützende Charakter von § 15a WpHG. Die Regelung wurde nicht zum Schutz des einzelnen Anlegers erlassen, sondern um die Kapitalmarktintegrität zu vergrößern und das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt zu stärken. Ein drittschützender Charakter der Vorschrift ließe sich allenfalls aus dem Normzweck der Ermöglichung informierter Transaktionsentscheidungen der Anleger herleiten⁵⁶¹. Selbst dieser Normzweck ist allerdings, wie das gesamte deutsche Kapitalmarktrecht, weniger auf den Individualschutz ausgerichtet als auf die Stärkung des Vertrauens in den Kapitalmarkt im Dienste der Sicherung der Stabilität des Marktes⁵⁶².

Denkbar ist bei einer unterlassenen Mitteilung durch einen Meldepflichtigen auch noch eine Nachforschungs- und Veröffentlichungspflicht des Emittenten, sofern ihm Anhaltspunkte für ein Geschäft des Meldepflichtigen vorliegen⁵⁶³.

Zu beachten ist noch, dass die Regelung auch diejenigen Emittenten betrifft, die im Inland ihren Sitz haben und die an einem organisierten Markt der EU oder des EWR zugelassen sind, vgl. § 15a I 3 Nr. 2 WpHG.

2. US-Amerikanisches Recht:

Im amerikanischen Kapitalmarktrecht wird die Offenlegung der Directors' Dealings dem Bereich der Insiderhandels zugerechnet; die Regelung bezweckt die Prävention von Insidergeschäften. Ziel ist aber auch, den Anlegern informierte Transaktionsentscheidungen zu ermöglichen, durch größere Transparenz das Vertrauen in den Kapitalmarkt zu stärken und die

⁵⁶⁰ Vgl. § 13 I 3 WpAIV.

⁵⁶¹ Vgl. Fleischer, ZIP 02, 1217 (1229).

⁵⁶² Vgl. Schwark/ Zimmer, § 15a WpHG Rdn. 47.

⁵⁶³ Vgl. hierzu Bednarz, AG 05, 835.

makrofinanzielle Stabilität zu sichern. Im US-amerikanischen Recht existiert die Offenlegungspflicht für Directors' Dealings schon seit langem.

Sec. 16 S.E.A. '34 gilt für alle Wertpapiere (equity securities = Dividendenwerte, also Aktien, aktiengleiche Rechte, Optionen und Wandelschuldverschreibungen), die bei der SEC nach Sec. 12 S.E.A.'34 zugelassen wurden, die also entweder an einer Börse gehandelt werden oder bei denen der Emittent ein Aktivvermögen 10 Mio. \$ oder mehr als 500 Anteilseigner hat⁵⁶⁴. Ein großer Teil der Emittenten des Freiverkehrs ist damit ebenfalls von der Regelung erfasst. Meldepflichtig sind nach Sec. 16 S.E.A.'34 die „directors“, „officers“ und zusätzlich die Eigentümer von 10 % oder mehr einer Wertpapiergattung des jeweiligen Emittenten.

Die Vorschrift hat drei separate Regelungsansätze, um das Hauptziel, die Verhinderung des Insiderhandels, zu erreichen.

Sec. 16 (a) S.E.A.'34 legt fest, dass derjenige, der „director“, „officer“ oder Eigentümer von 10% oder mehr einer Wertpapiergattung eines Emittenten wird, der SEC und der Börse, an der die Wertpapiere gehandelt werden, gegenüber offen zu legen hat, wie viele Anteile der Gesellschaft er hält. Zusätzlich ist jede Veränderung der gehaltenen Anteile der SEC innerhalb von zwei Tagen unter Verwendung elektronischer Formblätter anzuzeigen. Diese Information wird dann durch die SEC unmittelbar auf ihrer Internetseite veröffentlicht.

Sec. 16 (b) S.E.A.'34 beinhaltet ein Klagerecht der Gesellschaft oder eines einzelnen Aktionärs zugunsten der Gesellschaft, mit welchem Gewinne der „directors“, „officers“ oder Eigentümer von 10 % oder mehr abgeschöpft werden können, die durch Kauf und Verkauf (bzw. Verkauf und Kauf) innerhalb eines 6 Monatszeitraums erwirtschaftet wurden.

Sec. 16 (c) S.E.A.'34 verbietet den „directors“, „officers“ und Anteilseignern von 10% oder mehr⁵⁶⁵ Leerverkäufe.

„Director“ ist in Sec. 3 (a) (7) Securities Act (S.A.'33) legaldefiniert als Mitglieder des board of directors⁵⁶⁶ und kann nach der Rechtsprechung insbesondere auch eine juristische Person sein, die eines der board-Mitglieder entsendet⁵⁶⁷. „Officer“ ist nach Rule 16a-1 (f) der SEC der „president“, „principal financial officer“, „principal accounting officer“⁵⁶⁸, ein „vice president“

⁵⁶⁴ Für viele ausländische Emittenten gibt es Ausnahmen von den Anforderungen des Sec. 16 S.E.A.'34 Rule 3a12-3, 17 C.F.R. § 240.3a12-3.

⁵⁶⁵ Im Folgenden werden diese Personen als „Meldepflichtige“ bezeichnet, wobei auf die Anteilseigner von 10% oder mehr nicht mehr eingegangen wird.

⁵⁶⁶ Von den Aktionären gewählte höchste Aufsichts- und Verwaltungsinstanz der amerikanischen Aktiengesellschaft; formell die Führungsinstanz der Gesellschaft, die das Management bestellt und überwacht

⁵⁶⁷ Vgl. Hazen, § 13.3 (1)(A); Steinberg, Understanding Securities, § 11.09(B)(2); Blau v. Lehmann, 368 U.S. 403, 82 S.Ct. 451, 7 L.Ed.2d 403 (1962); Feder v. Martin Marietta Corp. 406 F.2d 260 (2d. Cir. 1969);

⁵⁶⁸ Gibt es einen solchen beim Emittenten nicht, sieht Rule 16a-1(f) vor, dass der Leiter des Controlling als „officer“ behandelt wird.

mit wichtiger Funktion, wobei speziell Vertrieb, Verwaltung und Finanzen als wichtige Funktionen genannt werden, sowie alle diejenigen Personen, die eine „policy-making function“ innehaben. Zusätzlich werden diejenigen als „officer“ des Emittenten behandelt, die „officer“ der Mutter- oder einer Tochtergesellschaft sind und eine „policy-making function“ für den Emittenten ausüben⁵⁶⁹. Es gibt also eine eingeschränkte konzerndimensionale Erstreckung.

Bei der Feststellung, wer eine „policy-making function“ innehat, kommt es darauf an, ob jemand unternehmerische Verantwortung trägt und unternehmerische Entscheidungen treffen kann⁵⁷⁰. Das Fehlen dieser Kompetenzen kann auch bei Führen eines der oben genannten Titel (etwa wenn dieser ehrenhalber geführt wird) dazu führen, dass derjenige nicht in den Anwendungsbereich des Sec. 16 S.E.A.'34 fällt⁵⁷¹. Andererseits kann jemand ohne einen der genannten Titel in den Anwendungsbereich des Sec. 16 S.E.A.'34 fallen, wenn er bestimmungsgemäß mit Insiderinformationen in Kontakt kommt, die auch für seine privaten Börsengeschäfte dienlich wären⁵⁷². Um festzustellen, wer eine „policy-making function“ innehat, wird also für die Zwecke des Sec. 16 S.E.A.'34 vor allem auf den bestimmungsgemäßen Kontakt mit Insiderinformationen abgestellt.

Zugerechnet werden dem Meldepflichtigen alle diejenigen Wertpapiere, die zwar nicht von ihm selbst gehalten werden, an denen er jedoch ein eigenes geldwertes Interesse (pecuniary interest) hat⁵⁷³. Dies sind insbesondere die von nahen Verwandten⁵⁷⁴ bzw. Ehegatten, die in einem Haushalt leben, gehaltenen Wertpapiere, die dem Meldepflichtigen nach der widerleglichen Vermutung der SEC Rule 16a-1(a)(2)(i)(A) zugerechnet werden und damit Sec. 16 (a) S.E.A.'34 unterfallen. Ähnliches gilt nach verschiedenen Gerichtsentscheidungen auch für Sec. 16 (b) S.E.A.'34⁵⁷⁵.

Sec. 16 (a) S.E.A.'34 fordert eine Eingangsberichterstattung, wenn der Status des Meldepflichtigen erlangt wird. Diese Eingangsberichterstattung hat auf Formblatt 3 zu erfolgen und muss den Bestand des Meldepflichtigen an Aktien und anderen Finanzinstrumenten seines Unternehmens offen legen⁵⁷⁶. Wird eine Gesellschaft neu nach Sec. 12 S.E.A.'34 zugelassen,

⁵⁶⁹ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-1(f).

⁵⁷⁰ Vgl. Hazen, § 13.1(2)(A); Steinberg, Understanding Securities, § 11.09 (B)(3); Colby v. Klune, 178 F.2d 872 (873) (2nd Cir. 1950).

⁵⁷¹ Vgl. hierzu Merrill Lynch, Pierce Fenner and Smith v. Livingstom, 566 F. 2d 1119 (1122).

⁵⁷² Vgl. Sec. Exch. Act Rel. No. 34-28869; Colby v. Klune, 178 F.2d 872 (873) (2nd Cir. 1949).

⁵⁷³ Konzept des Beneficial Ownership.

⁵⁷⁴ Hierzu gehören nach der amerikanischen Rechtsprechung auch Schwiegerkinder, Schwiegereltern und Schwager und Schwägerin.

⁵⁷⁵ Vgl. hierzu Whiting v. Dow Chemical Co., 523 F. 2d 680 (2nd Cir. 1975); C.B.I Industries, Inc. v. Horton, 682 F. 2d 433 643, (7th Cir. 1982).

⁵⁷⁶ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-3(a).

so müssen die Meldepflichtigen alle Transaktionen der letzten sechs Monate vor der Zulassung melden. Die fortlaufende Berichtspflicht des Sec. 16 (a) S.E.A.'34 erfordert, dass der Meldepflichtige jede Veränderung seines Anteilsbestandes innerhalb von zwei Werktagen auf Formblatt 4⁵⁷⁷ anzeigt⁵⁷⁸. Anzuzeigen sind im Rahmen dieses Formblatts die meldepflichtige Person sowie der betroffene Emittent und in tabellarischer Form die Einzelheiten des vorgenommenen Geschäfts. Meldepflichtig sind insbesondere auch der Erwerb und die Gewährung von Optionen.

Es gibt allerdings eine Bagatellgrenze, die bei einem Gesamttransaktionsvolumen von 10.000 \$ innerhalb von sechs Monaten liegt. Zusätzlich müssen Schenkung, Erbschaft und Verschmelzung nicht unmittelbar angezeigt werden⁵⁷⁹. Sowohl die Geschäfte unterhalb der Bagatellgrenze als auch die weiteren von der laufenden Meldepflicht ausgenommenen Erwerbsformen müssen jedoch innerhalb von 45 Tagen nach Abschluss des Kalenderjahres auf Formblatt 5⁵⁸⁰ gesondert gemeldet werden. Auf Formblatt 5 sind dabei dieselben Angaben erforderlich wie auf Formblatt 4, insbesondere ist die getätigte Transaktion auch auf Formblatt 5 kurz tabellarisch darzustellen. Geschäfte unterhalb der Bagatellgrenze müssen sogar bei der nächsten Transaktion, die der laufenden Berichtspflicht unterfällt, mit erwähnt werden, wenn diese Meldung vor der Meldung auf Formblatt 5 erfolgt⁵⁸¹.

Weiterhin sind die Betroffenen verpflichtet, die Transaktionen offen zu legen, die stattfinden nachdem sie ihren Status als Meldepflichtiger verlieren, solange zwischen der letzten Transaktion als Meldepflichtiger und der Transaktion danach nicht mehr als 6 Monate liegen⁵⁸².

Verstöße gegen Sec. 16 (a) S.E.A.'34 werden durch einstweilige Verfügungen⁵⁸³ sowie Geldbußen zwischen 5.000 und 50.000 \$ geahndet. Zusätzlich muss der Emittent Verstöße der Meldepflichtigen unter voller Namensnennung in seinem jährlichen 10-K-Bericht veröffentlichen⁵⁸⁴. Zivilrechtlicher Schadensersatz kommt nicht in Betracht.

⁵⁷⁷ Einsehbar unter <http://www.sec.gov/about/forms/form4.pdf>.

⁵⁷⁸ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-3(f); 17 C.F.R. § 240.16a-6(a); Sec. 403(a) Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act.

⁵⁷⁹ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16b-5.

⁵⁸⁰ Einsehbar unter <http://www.sec.gov/about/forms/form5.pdf>.

⁵⁸¹ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-6.

⁵⁸² Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-2(b).

⁵⁸³ Hier handelt es sich nicht um eine einstweilige Verfügung nach deutschem Verständnis, sondern um eine Vorgehensweise der SEC.

⁵⁸⁴ Vgl. 17 C.F.R. § 229.405.

Sec. 16 (b) S.E.A.'34 kodifiziert einen Anspruch des Emittenten auf Abschöpfung des durch einen Meldepflichtigen im Rahmen eines 6-Monatszeitraums erzielten Gewinns bei Transaktionen mit Wertpapieren des Emittenten („short swing profits“).

Sec. 16 (b) S.E.A.'34 enthält eine unwiderlegbare Vermutung, dass es sich um verbotenen Insiderhandel handelt, wenn einer der Meldepflichtigen innerhalb von sechs Monaten erwirbt und verkauft oder verkauft und erwirbt. Mit derartigen Geschäften erwirtschafteter Gewinn kann durch die Gesellschaft abgeschöpft werden. Zur Berechnung des Gewinns gibt es eine sehr streng angewandte Formel, bei der alle Käufe bzw. Verkäufe innerhalb des fraglichen Zeitraums zusammengerechnet werden und die dann den niedrigsten Kaufpreis dem höchsten Verkaufspreis im entsprechenden Zeitraum gegenüberstellt und so den höchsten möglicherweise erzielten Gewinn ergibt; mittels dieser Formel kann unter Umständen sogar dann ein Gewinn berechnet werden, wenn tatsächlich insgesamt ein Verlustgeschäft vorlag⁵⁸⁵. Im Rahmen dieser Formel werden auch Aktien- und Optionsgeschäfte einander gegenübergestellt, wobei der unterschiedliche Marktwert von Aktien und Optionen fiktiv korrigiert wird⁵⁸⁶. Eine Haftung nach Sec. 16 (b) S.E.A.'34 erfordert kein Vertretenmüssen, dieses wird unwiderlegbar vermutet. Auch ob tatsächlich Insiderwissen genutzt wurde, ist irrelevant. Die erste der beiden erforderlichen Transaktionen kann auch vor der Zulassung nach Sec. 12 S.E.A.'34 liegen.

Problematisch ist die Definition des Erwerbs in Sec. 16 (b) S.E.A.'34. Bloße Umwandlungen von Aktien sind nicht erfasst. Geschäfte mit Optionen sind allerdings erfasst. Streitig ist, ob auch ein Aktientausch infolge einer Fusion erfasst ist. Hier wird von der Mehrzahl der Gerichte bei der Beurteilung ein subjektiver Ansatz gewählt⁵⁸⁷. Das heißt, das Geschäft ist zwar erfasst, aber in diesem Sonderfall wird tatsächlich geprüft, ob eine Ausnutzung von Insiderwissen vorlag.

Sec. 16 (b) S.E.A.'34 erfasst alle Geschäfte, die während der Zeit als Meldepflichtiger und in den sechs Monaten nach dem letzten Geschäft vor dem Ausscheiden aus einer meldepflichtigen Position getätigt werden⁵⁸⁸.

⁵⁸⁵ Vgl. hierzu *Arrow Distributing Corp. v. Baumgartner*, 783 F. 2d 1274, 1277-1278 (5th Cir. 1986); *Whittaker v. Whittaker Corp.*, 639 F. 2d 516, 530-532 (9th Cir. 1981); Hazen, *The Law of Securities Regulation*, § 13.2 (7).

⁵⁸⁶ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16b-6(c).

⁵⁸⁷ Vgl. hierzu *Kern County Land Co. v. Occidental Petroleum Corp.*, 411 U.S. 582 (594f.)(1973); *Texas International Airlines v. National Airlines, Inc.*, 714 F.2d 533 (5th Cir. 1983); *Heublein, Inc. v. General Cinema Corp.*, 722 F.2d 29 (2nd Cir. 1983); *Gold v. Sloan*, 486 F.2d 340 (4th Cir. 1973).

⁵⁸⁸ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-2(b).

Ausgenommen von Sec. 16 (b) S.E.A.'34 sind qualifizierte Arbeitnehmeraktien, sofern diese Wertpapiere für mindestens sechs Monate gehalten werden, vgl. SEC Rule 16b-3. Im Rahmen der Umsetzung des Sarbanes-Oxley Acts wurde allerdings eine Offenlegungspflicht nach Sec. 16 (a) S.E.A.'34, also innerhalb von zwei Werktagen, für diese Wertpapiere eingeführt. Vorher waren sie lediglich auf Formblatt 5, also entweder zum Jahresabschluss oder in der nächsten Pflichtmitteilung, offen zu legen.

Bei Sec. 16 (b) S.E.A.'34 handelt es sich um ein eigenes Klagerecht des Aktionärs (im Sinne einer *actio pro socio*), wenn die Gesellschaft auf Verlangen des Aktionärs nicht innerhalb einer 60-Tagesfrist gegen den Betroffenen vorgeht oder wenn ein Verlangen des Aktionärs wegen des Eigeninteresses des Betroffenen nicht sinnvoll erscheint⁵⁸⁹. Im Falle einer Fusion geht der Anspruch der Gesellschaft auf die neue Gesellschaft und damit auch auf deren Aktionäre über.⁵⁹⁰

Die Haftung nach Sec.16 (b) S.E.A.'34 verjährt innerhalb von zwei Jahren ab dem Datum der zweiten Transaktion, allerdings wird die Verjährung gehemmt, wenn die Transaktionen nicht ordnungsgemäß im Sinne des Sec. 16 (a) S.E.A.'34 offen gelegt werden⁵⁹¹.

Sec. 16 (c) S.E.A.'34 verbietet den Meldepflichtigen Leerverkäufe und „sales against the box“, also solche Verkäufe, bei denen der Verkäufer in der Hoffnung, dass die verkauften Wertpapiere im Wert sinken, die Lieferung erheblich verzögert. Nach Rule 16e-1 der SEC sind den „directors“ und „officers“ auch Arbitragegeschäfte verboten.

Alle der SEC einzureichenden Formblätter müssen via Internet übermittelt werden und werden von der SEC unmittelbar, spätestens am nächsten Werktag, in ihre EDGAR Datenbank eingespeist, zu der jeder Internetnutzer kostenfreien einfachen Zugriff hat. Zusätzlich muss die Mitteilung auf der Website des Emittenten veröffentlicht werden.

Insgesamt ausgenommen von der Anwendbarkeit des Sec. 16 S.E.A.'34 sind Veränderungen, die alle Anteilshaber gleich betreffen, wie Sachdividenden und Aktienteilungen, etc. Zusätzlich sind nach Sec. 16 (d) S.E.A.'34 Marketmakergeschäfte von der Anwendung des Sec. 16 (a) – (c) S.E.A.'34 ausgenommen.

⁵⁸⁹ Vgl. Hazen, § 13.2 (4).

⁵⁹⁰ Vgl. Sec. 403(a) Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act; Coffee/Seligman, Securities Regulation, 2003 Supplement, S.13.

⁵⁹¹ Vgl. hierzu *Tristar Corp. v. Freitas*, 84 F. 3d 550 (2d Cir. 1996); *Morales v. Executive Telecard Ltd.*, 1998 WL 314734.

II. Vergleich:

Auf die Auslegung des Begriffs „policy-making function“ durch die amerikanischen Gerichte und die SEC kann zur Beleuchtung des durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz neu in das deutsche Recht eingefügten Begriff der Person mit Führungsaufgaben, die zu unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt ist, zurückgegriffen werden. Beide Begriffe weisen nämlich erhebliche Übereinstimmungen auf. Das US-amerikanische Abgrenzungskriterium des bestimmungsgemäßen Kontakts mit Insiderinformationen ist für den deutschen Kapitalmarkt sogar explizit in § 15 a II WpHG genannt. Interessant ist insofern insbesondere, welche Personen das amerikanische Recht in den Regeln der SEC zur Auslegung der Gesetzesbestimmung klar aufzählt, nämlich zum Beispiel die Leiter der Buchhaltung bzw. des Controlling und der Finanzen unabhängig davon, ob es sich hierbei um Organmitglieder handelt oder nicht.

Das US-Amerikanische Kapitalmarktrecht sieht, wie dargelegt nicht nur eine laufende auf einzelne Transaktionen bezogene Offenlegungspflicht für „directors' dealings“ vor, sondern im Gegensatz zum deutschen und europäischen Recht auch eine auf die Aufnahme der Tätigkeit als Meldepflichtiger bezogene Eingangsberichterstattung. Eine solche Eingangsberichterstattung ist auch in Deutschland de lege ferenda zu empfehlen. Zwar ist das Geheimhaltungsinteresse und die Privatsphäre der Betroffenen durchaus ein schützenswertes Gut. Überwiegend ist in diesem Falle aber das Interesse der Anleger an einer informierten Transaktionsentscheidung, welches dem Zweck des § 15a WpHG entspricht. Für eine informierte Transaktionsentscheidung kommt es jedoch nicht nur darauf an, dass ein Meldepflichtiger überhaupt eine Transaktion in einer bestimmten Höhe vornimmt, sondern auch darauf, welchen Stellenwert die Transaktion in Relation zu den durch den Meldepflichtigen gehaltenen Aktien und Optionen hat. Das Interesse des Anlegers an diesen Informationen ist durch den deutschen Gesetzgeber auch für den Prospekt bei der Neuemission von Aktien anerkannt worden. § 28 II BörsZulVO verlangt nämlich die Angabe der von Aufsichtsrat- und Vorstandsmitgliedern gehaltenen Aktien und Bezugsrechte auf Aktien.

Im Lichte des dem Anleger möglichen Vergleichs zwischen dem Bestand des jeweiligen Meldepflichtigen und dem nunmehr vorgenommen Geschäft macht es natürlich auch Sinn, dass das US-amerikanische Kapitalmarktrecht vorgibt, dass auch prinzipiell nicht meldepflichtige Geschäfte wie Geschäfte unterhalb der Bagatellgrenze bzw. ausgenommene Rechtsgeschäfte (z.B. Schenkungen) bei der nächsten Pflichtmitteilung bzw. am Ende des Kalenderjahres

mitgeteilt werden müssen. Nur so kann die Aktualität des dem Anleger zur Verfügung gestellten Zahlenmaterials gewährleistet werden. Eine vergleichbare Regelung gibt es in Deutschland nicht. Sie ist auch nicht nötig, solange eine Eingangsberichterstattung nicht vorgesehen ist, denn die ausgenommenen Geschäfte sind ja gerade deshalb ausgenommen, weil man davon ausgeht, dass sie wegen ihrer Größenordnung oder wegen ihrer Art für den Anleger nicht interessant sind.

Eine weiterer bedeutsamer rechtstechnischer und praktischer Unterschied zwischen deutschem und US-amerikanischem Kapitalmarktrecht ist, dass dem Meldepflichtigen nach US-amerikanischem Recht die von nahe stehenden natürlichen oder juristischen Personen gehaltenen Aktien zugerechnet werden, so dass dieser Transaktionen, die diese Anteile betreffen, zu melden hat und sich über derartige Anteile informieren muss. Nach deutschem Recht wird die nahe stehende Person selbst auskunftspflichtig, so dass ein Auskunftsrecht des ursprünglich Meldepflichtigen weder besteht noch erforderlich ist. Im deutschen Recht bedeutet dies allerdings, dass die eventuell meldepflichtigen nahe stehenden Personen selbst bedenken müssen, dass bei von ihnen getätigten Geschäften eventuelle Meldepflichten in Betracht kommen.

Schwierig zu beurteilen ist nach deutschem Recht deshalb die Bagatellgrenze, denn um diese in Anspruch zu nehmen, müssen alle Geschäfte des Meldepflichtigen und der ihm nahe stehenden natürlichen bzw. juristischen Personen zusammengerechnet werden.

Die Zurechnung bedeutet natürlich, dass der Meldepflichtige Auskunftsansprüche gegen die ihm nahe stehenden Personen haben muss und nachhalten muss, inwieweit von diesen Personen Geschäfte getätigt werden. Dies ist für den einzelnen Meldepflichtigen zwar schwieriger, nimmt aber den an sich unbeteiligten Personen die Last, sich selbst kümmern zu müssen. Vor unüberwindbare Schwierigkeiten stellt diese Regelung aber auch den Meldepflichtigen nicht. Ein derartiger Ansatz wurde in den §§ 21 ff. WpHG für die Beteiligungspublizität auch gewählt, was zeigt, dass auch der Gesetzgeber die sich ergebenden Schwierigkeiten nicht für überwiegend hielt. De lege ferenda wäre eine solche Regelung zu bevorzugen, da sie auch für den Anleger eine größere Übersichtlichkeit bedeutet.

Eine konzerndimensionale Erstreckung ist im deutschen Recht, wie dargelegt zwar wünschenswert aber aufgrund der Bußgeldbewehrung de lege lata nicht im Wege der Auslegung zu erreichen. Im US-amerikanischen Recht besteht eine derartige konzerndimensionale Erstreckung für diejenigen Personen, die zwar einer Mutter-, Tochter- oder Schwestergesellschaft zugerechnet werden, aber eine „policy-making function“ für den

Emittenten ausüben. Eine derartige Regelung wäre auch in Deutschland einer größeren Kapitalmarkttransparenz zuträglich.

In den USA müssen Verstöße gegen die Offenlegungsvorschrift des Sec. 16 (a) S.E.A.'34 unter voller Namensnennung des säumigen Meldepflichtigen in den Jahresabschluss aufgenommen werden. Eine vergleichbare Vorgabe gibt es im deutschen Recht nicht. Es handelt sich um eine zusätzliche Offenlegungsvorschrift, die einen Sanktionscharakter hat, weil die Aktionäre über Fehlverhalten eines Meldepflichtigen klar informiert werden. Problematisch ist dies insofern, als ja nicht nur das Fehlverhalten von Organmitgliedern, sondern auch das von Angestellten, die lediglich eine „policy-making function“ innehaben, veröffentlicht wird und dies auch dann, wenn dieses Fehlverhalten auf leichter bzw. mittlerer Fahrlässigkeit beruht. Auch unter arbeitsrechtlichen Gesichtspunkten, insbesondere im Hinblick auf die Schutzpflicht des Arbeitgebers, scheint eine derartige Regelung für Deutschland nicht machbar. Der Sanktionscharakter dieser Vorschrift ist zu wenig differenziert und kann der Schwere des Vergehens nicht angepasst werden. Es ergibt sich eine ungute Prangerwirkung. Aus diesem Grund muss das Interesse des einzelnen Meldepflichtigen an der Wahrung seiner Privatsphäre wohl höher gewichtet werden als das Interesse der Anleger an einer Veröffentlichung. Eine vergleichbare Vorschrift wäre damit für den deutschen und europäischen Rechtskreis nicht geeignet; anders wäre dies zu betrachten, wenn man die Veröffentlichung des Namens auf Vorsatzfälle begrenzt. In diesem Falle wäre allerdings mit erheblichen Beweis- und Abgrenzungsschwierigkeiten zu rechnen, so dass auch in diesem Fall der praktische Nutzen der Vorschrift wohl nicht überwiegt.

Die BaFin-Datenbank für die Veröffentlichungen der Director's Dealings ist für jedermann zugänglich und leicht zu durchsuchen, allerdings beinhaltet sie ausschließlich die Veröffentlichungen nach § 15a WpHG, also die Director's Dealings. Empfehlenswert wäre allerdings die Übernahme eines Systems wie der Edgar Datenbank, wo zentral alle Veröffentlichungen, die für den Anleger von Interesse sind durch eine neutrale Stelle ins Internet eingestellt werden. Das deutsche und europäische System der Veröffentlichung auf der Homepage des jeweiligen Emittenten ist wenig anlegerfreundlich. Dem in Europa im Vordergrund stehenden Ziel des einheitlichen Veröffentlichungsortes für alle Finanzinformationen über einen Emittenten könnte damit ebenfalls genügt werden, sofern die allgemeine Datenbank zur Publizitätsform für die verschiedenen Publizitätspflichten des Kapitalmarktrechts wird. Eine Zusammenfassung der Daten in einer allgemeinen kostenfrei zugänglichen Datenbank der BaFin für alle Veröffentlichungspflichten oder ein Ausbau des

elektronischen Bundesanzeigers könnte den Zugriff auf Informationen speziell für den Kleinanleger erheblich vereinfachen.

Auch die kürzere Frist von zwei Werktagen im amerikanischen Recht ist anlegerfreundlicher und dem Ziel, dem Anleger informierte Transaktionsentscheidungen zu ermöglichen und den Kapitalmarkt transparent zu machen, eher dienlich als die deutsche Regelung in § 15a WpHG mit ihrem zweistufigen Weg zur Veröffentlichung. Bei einer Fünftagesfrist zur Meldung durch den Meldepflichtigen und einer unverzüglichen Veröffentlichung durch den Emittenten auf der zweiten Stufe können zwischen meldepflichtiger Transaktion und Veröffentlichung sieben bis acht Tage vergehen. Dies ist im Hinblick auf die anerkannte Indikatorwirkung von Insidergeschäften für die Marktentwicklung zu lang.

Die Nachpflicht von sechs Monaten nach dem Ausscheiden aus einer Position als Meldepflichtiger für das Offenlegen von Directors' Dealings im US-amerikanischen Recht ist sinnvoll, da für einen derartig überschaubaren Zeitraum tatsächlich noch ein erheblicher Wissensvorsprung gegenüber dem übrigen Anlegerpublikum in Betracht kommt und dementsprechend eine solche Veröffentlichung tatsächlich noch dem Ziel der Kapitalmarkttransparenz und der informierten Anlegerentscheidung dienlich ist. Die Schaffung einer vergleichbaren Regel im deutschen und europäischen Recht wäre dementsprechend empfehlenswert.

Die Abschöpfung des Gewinns nach Sec. 16 (b) S.E.A.³⁴ zugunsten der Gesellschaft käme nach deutschem Recht allenfalls aus § 93 AktG in Betracht. Dies erscheint allerdings schon deshalb fernliegend, weil dann der Gesellschaft aus der Handlung des Organmitglieds ein unmittelbarer Schaden entstanden sein müsste. Dies kommt allenfalls bei tatsächlicher Ausnutzung von Insiderinformationen in Betracht, und selbst dann ist kaum eine Situation denkbar, bei der ein bezifferbarer Schaden der Gesellschaft eintritt. Geschädigt wäre allenfalls der unmittelbare Vertragspartner des Insidergeschäfts. In Anbetracht der Tatsache, dass Aktiengeschäfte jedoch nur selten face-to-face durchgeführt werden, ist auch in diesem Verhältnis meist kein Anspruch gegeben. Ein Schadensersatzanspruch gegen den Insider besteht damit nach deutschem Recht also in der Regel nicht.

Eine der amerikanischen Abschöpfungsvorschrift nahe kommende Vorschrift gibt es nicht. Die Vorschrift ist allerdings durch die unwiderlegliche Vermutungswirkung in Bezug auf die Nutzung von Insiderwissen und die äußerst extensive Formel zur Berechnung des Gewinns auch sehr problematisch. Es lässt sich aber nicht verkennen, dass ihr eine Präventionswirkung in Bezug auf Insidergeschäfte zukommt. Eine Übertragung auf das deutsche Recht ist für eine

solche Vermutungshaftung ohne Vertretenmüssen gleichwohl nicht wünschenswert. Zu denken wäre jedoch an die Schaffung einer klaren Abschöpfungsvorschrift zugunsten der Gesellschaft für die Fälle der tatsächlich vorsätzlichen bzw. grob fahrlässigen Verwendung von Insiderwissen. Es ergeben sich natürlich wieder Beweis- und Abgrenzungsschwierigkeiten, die in Kauf zu nehmen sind. Eine Geltendmachung durch ein Aktionärsquorum käme dann nach § 93 AktG ebenfalls in Betracht. Anders als in den USA sollte allerdings nicht ein einzelner Anleger zur Geltendmachung des Anspruchs der Gesellschaft befugt sein. Dies scheint nämlich im Hinblick auf räuberische bzw. querulatorische Aktionäre nicht sinnvoll.

Im US-amerikanischen Kapitalmarktrecht werden den Meldepflichtigen explizit bestimmte Geschäfte verboten, die der Ausnutzung von Insiderinformationen besonders zugänglich sind, wie Leerverkäufe. Derartige Geschäfte sind in Deutschland Privatpersonen ohne besondere Handelszulassung ohnehin nicht gestattet, die Grundsituation ist damit in beiden Ländern nicht vergleichbar.

III. Fazit:

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die deutschen und europäischen Regeln zur Offenlegung der „Directors’ Dealings“ in ganz verschiedenen Punkten hinter den vergleichbaren amerikanischen Offenlegungsvorschriften zurückbleiben. In einigen Punkten wäre es allerdings zur Erreichung der dem § 15a WpHG zugrundeliegenden Ziele wünschenswert, wenn man bestimmte zusätzliche Offenlegungspflichten hinzufügen würde. Zu denken ist insbesondere an eine Eingangsberichterstattung, die konzerndimensionale Erstreckung und eine Nachpflicht nach dem Ausscheiden. Insgesamt lässt sich erkennen, daß der amerikanischen und der deutschen Regelung die gleichen Ziele zugrunde liegen, auch wenn in den USA der Schwerpunkt erheblich stärker auf der Prävention des Insiderhandels liegt.

G. Beteiligungspublizität:

I. Bestandsaufnahme:

1. Deutsches Recht:

Im deutschen Recht ergeben sich Vorschriften zur Beteiligungspublizität für börsennotierte Gesellschaften sowohl aus dem Bilanz- und Gesellschaftsrecht als auch aus dem Kapitalmarktrecht. Diese richten sich sowohl an die Gesellschaft als auch an die Anteilseigner. So betreffen die bilanz- und gesellschaftsrechtlichen Beteiligungspublizitätsregeln die Offenlegung des Beteiligungsbesitzes der Gesellschaft selbst, während die

Offenlegungsvorschriften des WpHG in erster Linie eine Meldepflicht der Anteilseigner über ihren Beteiligungsbesitz an der Gesellschaft bedeuten. Die Meldungen der Anteilseigner müssen allerdings von der börsennotierten Gesellschaft veröffentlicht werden. Insofern besteht auch für diese Form der Beteiligungspublizität eine Publizitätspflicht der Gesellschaft. Grundsätzlich gibt es für Aktiengesellschaften auch gesellschaftsrechtliche Beteiligungspublizitätspflichten aus dem AktG. Die gesellschaftsrechtlichen Beteiligungspublizitätspflichten nach den §§ 20ff. AktG gelten allerdings nach §§ 20 VIII, 21 IV AktG nicht für Aktien bzw. Anteile einer börsennotierten Gesellschaft, so dass hier nicht näher darauf eingegangen werden kann.

a. Bilanzrechtliche Beteiligungspublizität:

Nach §§ 285 Nr. 11, 286 I, III, 287, 313 II Nr. 4 HGB besteht eine bilanzrechtliche Beteiligungspublizitätspflicht, wenn ein Unternehmen 20 % der Anteile an einem anderen Unternehmen bzw. ein börsennotiertes Unternehmen 5 % der Stimmrechte an einer anderen großen Kapitalgesellschaft hält. Die Aufstellung des entsprechenden Anteilsbesitzes ist Bestandteil des Anhangs des Jahresabschlusses. Sie ist mit diesem dem Handelsregister einzureichen und dort einsehbar. Zusätzlich wird der Jahresabschluss durch die Gesellschaft veröffentlicht.

b. Gesellschaftsrechtliche Beteiligungspublizität:

Der Anspruch des Aktionärs auf Information über die Geschäfte der Gesellschaft könnte ebenfalls einen Anspruch auf Beteiligungspublizität bedeuten. Die Rechtsprechung leitet aus diesem Grund aus dem Auskunftsrecht des Aktionärs nach § 131 AktG eine eigene Form der Beteiligungspublizität her. Danach ist jedem Aktionär auf Verlangen in der Hauptversammlung Auskunft über den Beteiligungsbesitz der Gesellschaft zu geben, soweit dies zur sachgemäßen Beurteilung eines Tagesordnungspunktes von Bedeutung ist⁵⁹². Zur sachgerechten Beurteilung der Tagesordnungspunkte, wie zum Beispiel der Vorlage des Jahresabschlusses, der Entlastung des Vorstands und der Entlastung des Aufsichtsrates, können die Informationen über den relevanten Beteiligungsbesitz der Gesellschaft für den Aktionär dabei immer erforderlich sein. In welchen Grenzen Auskunft über Existenz und Umfang von Minderheitsbeteiligungen zu geben ist, ist nicht ausdiskutiert. In der älteren aber noch geltenden Rechtsprechung wird von zwei Schwellenwerten ausgegangen. Zum einen besteht ein Auskunftsrecht bei einer Beteiligung in Höhe von mindestens 10 % der Stimmrechte, zum anderen dann, wenn der

⁵⁹² Vgl. LG Berlin, ZIP 93, 1632; KG, ZIP 93, 1618; .

börsennotierte Wert dieses Anteils im Verhältnis zur Bilanzdimension der Aktiengesellschaft eine Einfluss ermöglichende Größenordnung erreicht hat⁵⁹³. Die Auskunft über das Vorhandensein einer Beteiligung in Höhe von mindestens 10 % der Stimmrechte zum Bilanzstichtag in der Hauptversammlung ist mittlerweile durch die Schaffung des § 21 WpHG nicht mehr interessant, da bei Überschreiten der 10 %-Schwelle das Anlegerpublikum ohnehin und unmittelbar durch eine Veröffentlichung informiert werden muss. Anders sieht es allerdings in Bezug auf die Alternative des relativen Werts bezogen auf die Bilanzdimension der Gesellschaft selbst aus, denn hiernach kann eine Auskunft bereits weit unterhalb der durch § 21 WpHG gezogenen 5 %-Schwelle erforderlich sein⁵⁹⁴. Damit bedeutet das Auskunftsrecht des § 131 AktG eine echte zusätzliche Publizitätspflicht.

c. Beteiligungspublizität im Prospekt:

Der Beteiligungsbesitz einer Gesellschaft ist ebenso wie bekannte Beteiligungen an der Gesellschaft, die über 5 % der Stimmrechte oder des gezeichneten Kapitals betragen, auch im Emissionsprospekt bei der Aktienemission zu veröffentlichen. Hierzu wird allerdings an anderer Stelle gesondert Stellung genommen⁵⁹⁵.

d. Beteiligungspublizität nach §§ 21, 22 WpHG:

Eine andere Form der Beteiligungspublizität, nämlich die Publikation von Beteiligungen an der Gesellschaft durch die Gesellschaft bzw. bestimmte Aktionäre, betreffen die §§ 21ff. WpHG. Die §§ 21ff. WpHG beruhen auf der EU-Richtlinie über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichen Informationen⁵⁹⁶. Der Richtlinienggeber bezweckte, durch angemessene Information den Schutz der Anleger auf dem Wertpapiersektor zu verbessern und ihr Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken, um dadurch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu verbessern⁵⁹⁷. Der deutsche Gesetzgeber wollte zusätzlich durch größere Transparenz dem Missbrauch von

⁵⁹³ Im Hinblick auf die Siemens AG wurde davon ausgegangen, dass eine Beteiligung, die zum Bilanzstichtag einen Wert von mindestens 50 Mio. € (100 Mio. DM) erreicht, eine derart Einfluss ermöglichende Größe hat, vgl. KG Berlin, BB 93, 2036 (2037).

⁵⁹⁴ Vgl. hierzu auch LG Berlin, ZIP 93, 1632; KG, ZIP 93, 1618

⁵⁹⁵ Siehe hierzu unter B. I.1.a. S.124ff.

⁵⁹⁶ Sog. Transparenzrichtlinie, RiLi 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 ABl. Nr. L 348 vom 17.12.1988, S. 62.

⁵⁹⁷ Siehe Einleitungstext der Transparenzrichtlinie, RiLi 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 ABl. Nr. L 348 vom 17.12.1988.

Insiderinformationen entgegenwirken und dem Emittenten einen besserer Überblick über seine Aktionärsstruktur und die Beherrschungsverhältnisse verschaffen⁵⁹⁸.

Die Mitteilungspflicht nach §§ 21ff. WpHG ist zweistufig aufgebaut. Zunächst sehen §§ 21, 22 WpHG vor, dass derjenige, der durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 5 %, 10 %, 25 %, 50 % oder 75 % der Stimmrechte an einer börsennotierten Gesellschaft erlangt, über- oder unterschreitet, der Gesellschaft und der BaFin unverzüglich - innerhalb von sieben Tagen - Mitteilung zu machen hat. Eine Mitteilungspflicht besteht nach § 21 Ia WpHG auch, wenn dem Betroffenen im Zeitpunkt der erstmaligen Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt 5 % oder mehr der Stimmrechte zustehen. Auf der zweiten Stufe besteht sodann eine Pflicht der Gesellschaft, die Information in einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen und der BaFin von dieser Veröffentlichung Kenntnis zu verschaffen, § 25 WpHG.

Mitteilungspflichtig gegenüber der Gesellschaft und der BaFin sind zunächst nach § 21 WpHG alle natürlichen und juristischen Personen, die einen relevanten Stimmrechtsanteil erlangen, über- oder unterschreiten. Auch OHG, KG und nichteingetragene Vereine sind mitteilungspflichtig, ebenso die GbR sofern die Aktien zum Gesamthandsvermögen gehören. Auf das Bestehen einer Erbengemeinschaft oder einer Gütergemeinschaft muss in der Mitteilung hingewiesen werden. Diese Gemeinschaften sind jedoch nicht selbst mitteilungsfähig. Auch ausländische Aktionäre sind mitteilungspflichtig. Eine Ausnahme statuiert § 26 WpHG für Aktionäre einer im Inland börsennotierten Gesellschaft mit Sitz im Ausland.

Ausgelöst wird die Mitteilungspflicht durch Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Schwellenwertes durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise. Fraglich ist, ob das Berühren der Schwellen durch „Erwerb“ oder „Veräußerung“ sich auf das Verpflichtungsgeschäft bezieht oder ob – so die absolut h. M.⁵⁹⁹ – das dingliche Verfügungsgeschäft hinzukommen muss. Wird das Verpflichtungsgeschäft als ausschlaggebend gesehen, so bedeutet dies insbesondere, dass Optionen bereits meldepflichtig sind, während dies bei einem Abstellen auf das Verfügungsgeschäft nicht der Fall ist. Aus diesem Grunde spricht die Schutzfunktion für den Anleger und das Ziel der größeren Transparenz dafür, bereits auf das Verpflichtungsgeschäft abzustellen. Zu bedenken ist insoweit auch, dass die

⁵⁹⁸ Vgl. BT-Drs. 12/6679, S. 52.

⁵⁹⁹ Vgl. Assmann/Schneider/ Schneider, § 21 Rdn. 41 ff.; Hüffer, AktG, Anh. § 22, § 21 WpHG, Rdn. 8; Schwark/ Schwark, § 21 Rdn. 12; Cahn, AG 97, 502 (507f.); Nottmeier/Schäfer, AG 97, 87 (88); Sudmeyer, BB 02, 685 (689).

Vorschrift auf einer EU-Richtlinie beruht und andere EU-Mitgliedsstaaten das Abstraktionsprinzip nicht kennen und damit dort die Publizitätspflicht mit dem Verpflichtungsgeschäft ausgelöst wird, da dieses das Verfügungsgeschäft notwendig beinhaltet⁶⁰⁰. §§ 21 ff. WpHG stellen jedoch spezifisch auf Stimmrechte und nicht lediglich auf eine Beteiligung ab. Zudem würde das Abstellen auf das Verpflichtungsgeschäft insofern zu Schwierigkeiten führen, als der potentielle Erwerber schon mitteilungsspflichtig wäre, obwohl der Veräußerer noch derjenige ist, dem alle Rechte aus den Aktien zustehen⁶⁰¹. Für die h. M. ist deshalb ausschlaggebend, dass Stimmrechte und andere Rechte aus Aktien nur vom Eigentümer ausgeübt werden können. Darum sollten letztlich nur diese in den Anwendungsbereich der §§ 21 ff. WpHG fallen. Das dingliche Verfügungsgeschäft ist damit entscheidend für das Entstehen der Meldepflicht.

Die Feststellung, ob eine Schwelle berührt wurde, setzt voraus, dass der relevante Stimmrechtsanteil bestimmt wird. Diese Bestimmung wirft verschiedene Schwierigkeiten auf. Der relevante Stimmrechtsanteil errechnet sich aus dem Verhältnis der dem Meldepflichtigen zustehenden und nach § 22 WpHG zuzurechnenden Stimmrechte zur Gesamtzahl der Stimmrechte der Gesellschaft⁶⁰².

Bei der Berechnung der Summe der Stimmrechte ist zu bedenken, dass sich diese durch Kapitalmaßnahmen ohne Zutun des Meldepflichtigen ändern können⁶⁰³. Beispielsweise wirkt sich eine Kapitalerhöhung in jedem Fall auf die Gesamtzahl der Stimmrechte der Gesellschaft aus. Alle Beteiligungen verändern, je nachdem in welcher Form Bezugsrechte ausgeübt werden, ihren relativen Wert. Derartige Kapitalmaßnahmen ziehen aus diesem Grund gegebenenfalls zahlreiche Meldepflichten nach sich.

Ebenfalls von Bedeutung für die Feststellung der Gesamtzahl der Stimmrechte ist die Frage nach bestehenden Mehrstimmrechten und stimmrechtslosen Vorzugsaktien. Bestehende⁶⁰⁴ Mehrstimmrechte sind der Gesamtmenge hinzuzurechnen. Stimmrechtslose Vorzugsaktien sind grundsätzlich nicht zu berücksichtigen. Etwas anderes gilt allerdings dann, wenn den Vorzugsaktionären nach § 140 II AktG wegen der unterbliebenen Auszahlung von Vorzugsdividenden ein Stimmrecht zusteht.

⁶⁰⁰ Vgl. Assmann/Schneider/ Schneider, § 21 Rdn. 42f.

⁶⁰¹ Vgl. Cahn, AG 97, 502 (508).

⁶⁰² Vgl. Schwark/Schwark, § 21 WpHG Rdn. 7; Hüffer, AktG, Anh. § 22, § 21 WpHG Rdn. 6; Nottmeier/Schäfer, AG 97, 87 (92); Assmann/Schneider/ Schneider, § 21 Rdn. 26f.; Falkenhagen, WM 95, 1005 (1008).

⁶⁰³ Vgl. Sudmeyer, BB 02, 685 (687).

⁶⁰⁴ Vgl. § 5 EG AktG.

Problematisch ist die Frage, ob es sich auf die Gesamtzahl der Stimmrechte auswirkt, dass Stimmrechte nach § 28 WpHG entfallen, weil Mitteilungspflichten nicht erfüllt wurden. Nach h. M. ändert dieses Nichtbestehen von Stimmrechten nichts an der Gesamtzahl der Stimmrechte, da § 21 WpHG nur auf das abstrakte Bestehen, nicht aber auf die Ausübbarkeit von Stimmrechten abstellt⁶⁰⁵. Die h. M. ist insofern zu hinterfragen, als § 28 WpHG selbst das Nichtbestehen der Rechte anordnet, so dass die Begründung der h. M. mit dem Wortlaut des § 28 WpHG nicht in Einklang zu bringen ist⁶⁰⁶. Der h. M. ist allerdings zugute zu halten, dass die Berechnung der Gesamtstimmrechte machbar und für den Meldepflichtigen verlässlich bleiben muss. Gerade das Nichtbestehen von Stimmrechten nach § 28 WpHG wegen Nichterfüllung von Mitteilungspflichten ist aber für außenstehende dritte Aktionäre bis zur Nachholung der erforderlichen Mitteilung kaum zu entdecken und damit auch für die Beurteilung eigener Mitteilungspflichten nicht zu beachten. Exakt parallel stellt sich das Problem für Stimmrechte, die wegen einer Verletzung der Veröffentlichungs- oder Angebotspflicht nach § 59 WpÜG entfallen. § 59 WpÜG ist dem § 28 WpHG nachgebildet.

Problematisch ist bei der Berechnung der Gesamtstimmrechte weiterhin die Behandlung selbstgehaltener Anteile der Aktiengesellschaft, aus denen dieser nach § 71b AktG keine Rechte, insbesondere keine Stimmrechte, zustehen. Nach h. A. sind die auf diese Anteile entfallenden Stimmrechte in der Gesamtzahl der Stimmrechte mitzuzählen mit dem Argument, dass § 21 WpHG eben nur auf das abstrakte Bestehen der Stimmrechte abstellt⁶⁰⁷. Zusätzlich wird für diese Ansicht angeführt, dass es dem einzelnen Aktionär nicht zuzumuten sei, den jeweiligen Bestand von der Gesellschaft selbst gehaltener Aktien zu ermitteln, wenn er feststellen will, ob er meldepflichtig ist oder nicht. Nach anderer Ansicht widerspricht dies dem Zweck des § 21 WpHG, die Stimmrechtsmacht außerhalb der AG stehender Dritter offen zu legen, da selbstgehaltene Aktien der AG damit zu einer Reduktion der Meldepflichten führen könnten⁶⁰⁸. Aus diesem Grund seien eigene Aktien der AG in Abzug zu bringen. Dem ist entgegenzuhalten, dass insbesondere aufgrund der Bußgeldbewehrung dem Mitteilungspflichtigen erlaubt sein muss, eine feststehende Gesamtsumme der Aktien zugrunde zu legen. Die Eigenbeteiligung einer börsennotierten Aktiengesellschaft ist durch die Gesellschaft in Jahres- und Zwischenberichten zu veröffentlichen. Die Nachhaltung von

⁶⁰⁵ Vgl. Schwark/ Schwark, § 21 WpHG Rdn. 8; Assmann/Schneider/ Schneider, § 21 Rdn. 22, 35; Burgard, BB 95, 2069 (2071); a.A. Sudmeyer, BB 02, 685 (687).

⁶⁰⁶ Vgl. hierzu Sudmeyer, BB 02, 685 (687)

⁶⁰⁷ Vgl. Assmann/Schneider/ Schneider, § 21 Rdn. 33ff.; Burgard, BB 95, 2069 (2070); Cahn, AG 97, 502 (504ff.); Falkenhagen, WM 95, 1005 (1008); Witt, WM 98, 1153 (1159); Sudmeyer, BB 02, 685 (687).

⁶⁰⁸ Vgl. Schwark/Schwark, § 21 WpHG, Rdn. 9.

Aktualisierungen sind grundsätzlich zumutbar. Damit ist es dem Aktionär in aller Regel möglich, die Eigenbeteiligung der Gesellschaft unter Zugrundelegung des zuletzt veröffentlichten Anteils bei der Beurteilung seines eigenen Stimmrechtsanteils von der Gesamtsumme der Aktien abzuziehen. Nicht zuzumuten ist allerdings, dass der mitteilungspflichtige Anleger selbst tagtäglich nachvollziehen muss, wie der Bestand an eigenen Aktien der Gesellschaft aussieht, wenn diese gerade ein Aktienrückkaufprogramm durchführt. Wenn die Gesamtzahl der Stimmrechte festgestellt ist, ist diese zur Berechnung des relevanten Anteils in Relation zur Anzahl der vom Meldepflichtigen gehaltenen Stimmrechte zu setzen. Bei der Berechnung der dem Meldepflichtigen zustehenden Stimmrechte sind neben den Stimmrechten, die von den von ihm persönlich gehaltenen Anteilen vermittelt werden, unter bestimmten Voraussetzungen auch ihm zuzurechnende Stimmrechte nach § 22 WpHG zu berücksichtigen.

Eine Zurechnung nach § 22 I 1 Nr. 1 WpHG erfolgt für Tochterunternehmen, wobei zu beachten ist, dass nach § 22 I 2 WpHG auch solche Stimmrechte zugerechnet werden, die dem Tochterunternehmen selbst nach § 22 I 1 Nr. 2-6 WpHG zuzurechnen sind. Im Falle von Tochterunternehmen gibt es damit eine Kettenzurechnung. Tochterunternehmen sind in § 22 III WpHG legaldefiniert. Danach sind Tochterunternehmen Unternehmen, die nach § 290 HGB als Tochterunternehmen gelten bzw. auf die beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann.

§ 22 III, 1. Alt. WpHG nimmt also Bezug auf § 290 HGB. § 290 I HGB fordert für das Bestehen eines Tochterunternehmens eine einheitliche Leitung und eine Beteiligung an dem Tochterunternehmen, die der Herstellung einer dauernden, über die bloße Vermögensanlage hinausgehenden Geschäftsverbindung zu dienen bestimmt ist⁶⁰⁹. § 290 II HGB verlangt für das Bestehen eines Tochterunternehmens unterschiedliche Kontrollelemente (Mehrheit der Stimmrechte, Recht zur Bestellung oder Abberufung der Mehrheit der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane bei gleichzeitiger Gesellschafterstellung und das Recht zur Ausübung eines beherrschenden Einflusses auf Grund Beherrschungsvertrags oder Satzungsbestimmung). Streitig ist, ob durch vertragliche Überlassung der Stimmrechte des Meldepflichtigen an einen Dritten oder durch Verzicht der Stimmausübung gegenüber dem kontrollierten Unternehmen (Entherrschungsvertrag) die Meldepflicht hinsichtlich dieser Stimmrechte entfallen kann. Einerseits wird vertreten, die Annahme einer Stimmmehrheit mit der Folge der Zurechnung nach § 22 WpHG sei nicht geboten, wenn solche Verträge langfristig dazu führten, dass der

⁶⁰⁹ Bei Kapitalgesellschaften reicht ein Anteil von über 20% aus, vgl. § 271 I 3 HGB.

Meldepflichtige seine Stimmrechte nicht ausüben kann⁶¹⁰. Andererseits wird vertreten, dass ein derartiger Vertrag unbeachtlich sein müsse, da schuldrechtliche Verträge nicht das Stimmrecht ausschließen⁶¹¹. Der ersteren Ansicht ist beizupflichten, da derartige Verträge faktisch zu einer Nichtausübbarkeit der Stimmrechte führen und das Umgehungspotential in Bezug auf § 22 WpHG entsprechend gering ist.

§ 22 III, 2. Alt. WpHG ist ein Auffangtatbestand, der für das Vorhandensein eines Tochterunternehmens lediglich die Möglichkeit beherrschenden Einfluss auszuüben verlangt. Beherrschender Einfluss im Sinne dieser Vorschrift liegt vor, wenn das herrschende Unternehmen einen gesellschaftsrechtlich vermittelten, beständigen, nicht nur punktuellen Einfluss hat, so dass es das abhängige Unternehmen seinem unternehmerischen Willen unterwerfen kann⁶¹². Einen derartigen Einfluss kann ein Minderheitsgesellschafter beispielsweise schon dann haben, wenn dieser aufgrund niedriger Hauptversammlungspräsenzen regelmäßig die Mehrheit in der Hauptversammlung hat. Auch in diesem Falle würde dementsprechend eine Zurechnung nach § 22 I 1 Nr. 1 WpHG erfolgen.

Demgegenüber ist eine Zurechnung bei Gemeinschaftsunternehmen mehrerer Mütter nicht möglich, es sei denn, es besteht eine Abhängigkeit im Sinne des § 22 III WpHG zu einem der Mutterunternehmen. Dann ist eine Zurechnung zu diesem Unternehmen nach § 22 I 1 Nr. 1 WpHG natürlich geboten.

Ein weiterer Zurechnungstatbestand ergibt sich aus § 22 I 1 Nr. 2 WpHG. Nach § 22 I 1 Nr. 2 WpHG sind Stimmrechte zuzurechnen, die einem Dritten gehören und von diesem für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden. Dies ist dann der Fall, wenn der Meldepflichtige im Wesentlichen die wirtschaftlichen Chancen und Risiken trägt. Dies ist bei Verwaltungstreuhand und mittelbarer Stellvertretung in der Regel der Fall. Auch das „Parken“ eines Aktienpakets bei der Hausbank fällt hierunter. Inhaber von Depositary Receipts⁶¹³ sind ebenfalls wirtschaftlich Berechtigte, so dass die von der Depositärbank gehaltenen Aktienstimmrechte ihnen nach § 22 I 1 Nr. 2 WpHG zuzurechnen sind. Bei Vermögensverwaltungsgesellschaften und Holdings muss dagegen differenziert werden. Übt die Vermögensverwaltungsgesellschaft das übertragene Stimmrecht nur nach Weisung aus, sind die Stimmrechte den Treugebern entsprechend der Beteiligung zuzurechnen. Verwaltet sie demgegenüber die Beteiligungen selbständig und ergebnisorientiert, findet eine Zurechnung

⁶¹⁰ Vgl. Schwark/ Schwark, § 22 WpHG Rdn. 28; MüKo- AktG/ Bayer, Anh. § 22 AktG, § 22 WpHG Rdn. 20.

⁶¹¹ Vgl. Assmann/Schneider/ Schneider, § 22 Rdn. 57; Burgard, BB 95, 2069 (2074).

⁶¹² Vgl. Schwark/Schwark, § 22 WpHG Rdn. 31; Witt, AG 01, 233 (236f.).

⁶¹³ Aktienzertifikate, die von einer Bank für im Depot befindliche Aktien ausgestellt werden.

nicht statt. Holdings sind regelmäßig eigenständige Unternehmen, so dass eine Zurechnung der Stimmrechte ebenfalls nicht stattfindet.

§ 22 I 1 Nr. 3 WpHG, ein weiterer Zurechnungstatbestand, betrifft die Sicherungsübereignung von Aktien. Der Sicherungsnehmer wird in dieser Konstellation Aktieninhaber. Der Sicherungsgeber kann aber in der Regel Weisungen für die Stimmrechtsausübung erteilen. Die Stimmrechte werden ihm deshalb grundsätzlich zugerechnet. Eine Ausnahme ergibt sich lediglich für den Fall, dass der Sicherungsnehmer die Absicht kundtut, die Stimmrechte selbst auszuüben. Eine Zurechnung zum Sicherungsgeber erfolgt dann nicht.

Dem Nießbraucher werden nach § 22 I 1 Nr. 4 WpHG die Stimmrechte für die Aktien zugerechnet, an denen der Nießbrauch bestellt ist.

Nach § 22 I 1 Nr. 5 WpHG werden Aktienbestände, deren Erwerb dem Meldepflichtigen durch einseitige Willenserklärung jederzeit möglich ist, zugerechnet. Bis zum Inkrafttreten des WpÜG war streitig, ob auch Ansprüche aus schuldrechtlichen Verträgen, die einen Übereignungsanspruch enthalten, sowie Kaufoptionen einschließlich der börsengängigen Optionen hierunter fallen⁶¹⁴. Der Streit ist durch Einführung des WpÜG in der Weise entschieden worden, dass eine extensive Auslegung des § 22 I Nr. 5 WpHG nunmehr ausscheidet⁶¹⁵. Aus §§ 31 VI, 23 I 2, II 2 WpÜG, die ausdrücklich auf Übereignung gerichtete Vereinbarungen einbeziehen, ergibt sich e contrario, dass dies bei § 30 I Nr. 5 WpÜG und damit auch dem gleichlautenden § 22 I Nr. 5 WpHG, die jeweils keine ausdrückliche Nennung auf Übereignungen gerichteter Vereinbarungen beinhalten, ausgeschlossen sein soll. Dies bedeutet, dass schuldrechtliche Verträge, die einen Lieferanspruch begründen, und Optionsrechte oder börsengängige Optionen nicht unter § 22 I Nr. 5 WpHG fallen. Übereignungen, die einer Befristung oder Bedingung unterliegen, unterfallen schon dem Wortlaut nach nicht dem § 22 I Nr. 5 WpHG. Erfasst werden damit lediglich dingliche Rückübertragungsofferten etc.

Durch den Zurechnungstatbestand des § 22 I Nr. 6 WpHG werden schuldrechtliche und auch gesetzliche Verwahrverhältnisse erfasst, wobei allerdings die Stimmrechte dem Verwahrer nur dann zugerechnet werden, wenn ihm bei der Ausübung eigener Ermessensspielraum zusteht. Bei Vorliegen einer Vollmachtstreuhand, also der Erteilung einer Vollmacht zur Wahrnehmung der Stimmrechte, werden dem Treuhänder als Verwahrer die Stimmrechte nach § 22 I 1 Nr. 6

⁶¹⁴ Vgl. Assmann/Schneider/Schneider, § 22 Rdn. 95ff., 104, 111ff. (2. Auflage, 1999); Hüffer, AktG, Anh. § 22, § 22 WpHG, Rdn. 5 (4. Auflage); Burgard, BB 95, 2069 (2076); Schwark, ZBB 96, 261 (264); Steuer/Baur, WM 96, 1477 (1480); Heinsius, WM 96, 421 (423); Cahn, AG 97, 501 (508).

WpHG zugerechnet, wenn er etwa, weil der Treugeber keine Weisungen erteilt, nach eigenem Ermessen handeln kann. Nach der Gesetzesbegründung⁶¹⁶ und der h. M.⁶¹⁷ unterfallen die Vollmachtsstimmrechte der Kreditinstitute nicht dem § 22 I 1 Nr. 6 WpHG, da die Kreditinstitute grundsätzlich die Weisungen der Aktionäre befolgen müssen, und wenn diese fehlen, an ihre eigenen am Interesse der Aktionäre ausgerichteten Vorschläge gebunden sind, vgl. §§ 128, 135 AktG. Für die in § 135 IX AktG beschriebenen Personenkreise (Aktionärvereinigungen, geschäftsmäßig Handelnde, etc.) gilt bei der Stimmrechtsvertretung dasselbe wie für Kreditinstitute, da sie ebenfalls durch § 135 AktG in ihrer Stimmrechtsausübung beschränkt sind. Ein von der Gesellschaft benannter Stimmrechtsvertreter unterliegt nach § 134 III 3 AktG zwingend der ausdrücklichen Weisung des Aktionärs, so dass die vertretenen Stimmrechte nicht zugerechnet werden.

§ 22 II 1 WpHG enthält einen Auffangtatbestand für die Zurechnung von Stimmrechten und sieht die Zurechnung vor, wenn mehrere Aktionäre oder ihre Tochterunternehmen ihr Stimmpotential durch Vereinbarung oder in sonstiger Weise bündeln. Zu beachten ist auch, dass § 22 II WpHG nicht nur „Vereinbarungen“ erfasst, sondern „in sonstiger Weise“ abgestimmtes Verhalten genügen lässt, also das sog. „acting in concert“⁶¹⁸. Problematisch ist insoweit die Abgrenzung von abgestimmtem Verhalten und bloßem Parallelverhalten. Hierbei ist insbesondere zu beachten, dass es sich nicht um langfristige Absprachen handeln muss, ausgenommen ist lediglich die Vereinbarung im Einzelfall. Dies bedeutet, dass auch Stimmrechtsvereinbarungen, die zwar nur für eine Hauptversammlung, jedoch mit dem Ziel getroffen werden, die Verhaltenskoordinierung auch in Zukunft fortzusetzen, erfasst werden. Teilweise wird das Merkmal der abgestimmten Verhaltensweise des § 1 GWB zur Auslegung herangezogen⁶¹⁹, teilweise wird ein zumindest ideeller Druck, sich gleichförmig zu verhalten verlangt⁶²⁰. Die Schwelle dieses „ideellen Drucks“ soll unterhalb des Drucks liegen, der von einem ebenfalls rechtlich nicht bindenden „Gentlemen’s Agreement“ ausgeht⁶²¹. Eine irgendwie geartete Kontaktaufnahme und Absprache ist jedoch notwendig. Aus bloßem Parallelverhalten

⁶¹⁵ Vgl. Hüffer, AktG, Anh. § 22, § 22 WpHG Rdn. 5; Geibel/Süßmann/ Süßmann, WpÜG, § 30 Rdn. 20; Schwark/ Schwark, § 22, Rdn. 10; Witt, AG 01, 233 (237); a.A Franck, BKR 02, 709 (711f.).

⁶¹⁶ Vgl. BT-Drs. 12/6679, S. 54.

⁶¹⁷ Vgl. Assmann/Schneider/ Schneider, § 22 WpHG, Rdn. 118ff.; MüKo-AktG/ Bayer, Anh. § 22 WpHG Rdn. 38ff.; Hüffer, AktG, Anh. § 22 WpHG Rdn. 5; Hopt, ZHR 159 (1995), 135 (139); Falkenhagen, WM 95, 1005 (1007); a. A. Junge, FS Semler, 473 (481); Otto, AG 94, 167; Burgard, BB 95, 2069 (2076f.); Witt, AG 98, 171 (176f.); Hopt, ZHR 166 (2002), 383 (411).

⁶¹⁸ Vgl. Liebscher, ZIP 02, 1005 (1007f.); Witt, AG 01, 233 (238).

⁶¹⁹ Vgl. Liebscher, ZIP 02, 1005 (1008).

⁶²⁰ Vgl. MüKo-AktG/ Bayer, Anh. § 22 WpHG Rdn. 25.

⁶²¹ Vgl. Schwark/Schwark, § 22, Rdn. 20.

soll aufgrund der Bußgeldbewehrung nicht auf abgestimmtes Verhalten geschlossen werden können⁶²². Die Verhaltensabstimmung muss sich auf die börsennotierte Gesellschaft beziehen. Teilweise wird angenommen, dieses Merkmal sei weit auszulegen, erforderlich sei lediglich die Absicht der Erhaltung der Stimmrechtsmacht im Gegensatz zum „free float“⁶²³. Vertreten wird aber auch, das Merkmal sei zur Ein- und Abgrenzung aufgrund der Bußgeldbewehrung eng auszulegen⁶²⁴.

Bei Poolvereinbarungen und sonstigem abgestimmten Verhalten ist nach h. M. jeder gesondert mitteilungspflichtig⁶²⁵. Die Stimmrechte werden wechselseitig zugerechnet. Dies bedeutet, dass ein und dieselben Stimmrechte in zwei oder mehr Mitteilungen einfließen. Jede Bestandsänderung bei einem kann zu Folgemitteilungen bei allen übrigen Poolmitgliedern führen⁶²⁶. Fraglich ist, ob dies nicht dem Ziel der größeren Transparenz entgegensteht⁶²⁷. Besonders problematisch sind in dieser Hinsicht große Familienpools mit einer Vielzahl von Splitteraktionären. Für den Kapitalmarkt kann bei derartigen Pools durch die Folgemitteilungen eine unüberschaubare Zahl von Mitteilungen entstehen, die letztendlich alle über dieselbe Transaktion berichten. Dies kann zu einem Verlust an Transparenz für den Kapitalmarkt führen, so dass der Gesetzeszweck der größeren Transparenz an dieser Stelle verfehlt wird.

Grundsätzlich besteht in Deutschland eine Pflicht zur Veröffentlichung bei Gruppenbildung, wenn zu diesem Zeitpunkt bei Zusammenrechnung die Schwellenwerte überschritten werden. Diese Pflicht zur Veröffentlichung folgt daraus, dass nach der Gesetzesbegründung der Tatbestand des Erreichens oder Überschreitens der Schwellenwerte auf sonstige Weise insbesondere im Fall der Zurechnung nach § 22 WpHG und damit auch nach § 22 II 1 WpHG, also bei Gruppenbildung, erfüllt sein soll⁶²⁸.

§ 24 WpHG eröffnet Mutterunternehmen die Möglichkeit, Mitteilungspflichten für ihre Töchter zu übernehmen, verpflichtet sie aber nicht dazu. Nehmen Mutterunternehmen die

⁶²² Vgl. Schwark/Schwark, § 22, Rdn. 20; Liebscher, ZIP 02, 1005 (1009).

⁶²³ Vgl. Schwark/Schwark, § 22 Rdn. 21; Sudmeyer, BB 02, 685 (688)..

⁶²⁴ Vgl. Liebscher, ZIP 02, 1005 (1008).

⁶²⁵ Ganz h.M. Schwark/Schwark, § 22 WpHG, Rdn. 22f.; Falkenhagen, WM 95, 1005 (1007f.); Jäger, WM 96, 1356 (1358); Hopt, ZGR 1997, 1 (26f.); Nottmeier/Schäfer, AG 97, 87 (94); Assmann/Schneider/Schneider, § 22 Rdn. 85ff.; Sudmeyer, BB 02, 685 (688); Witt, AG 01, 233 (238); a. A. für eine Absorption der Stimmrechte durch Zurechnung Lange, ZBB 04, 22 (24f.).

⁶²⁶ Vgl. Schwark/Schwark, § 22 WpHG, Rdn. 22f.; Sudmeyer, BB 02, 685 (688).

⁶²⁷ Vgl. hierzu Burgard, BB 95, 2069 (2075); Falkenhagen, WM 95, 1005 (1007f.); Jäger, WM 96, 1356 (1358); Hopt, ZGR 1997, 1 (26f.); Nottmeier/Schäfer, AG 97, 87 (94); Assmann/Schneider/Schneider, § 22 Rdn. 85ff.; Sudmeyer, BB 02, 685 (688).

⁶²⁸ Vgl. BT-Drs.12/6679, S. 53.

Mitteilungspflicht für ihre Töchter wahr, so müssen sie alle Angaben machen, die das Tochterunternehmen selbst machen müsste⁶²⁹.

Aus § 23 WpHG ergeben sich Befreiungsmöglichkeiten von der Meldepflicht des § 21 WpHG. Nach § 23 I WpHG können börsennotierte Wertpapierdienstleistungsunternehmen eine Befreiung von der Meldepflicht für ihren Handelsbestand beantragen. Der Antrag kann nur von Unternehmen gestellt werden, die innerhalb der EU oder des EWR zum Börsenhandel zugelassen sind und Wertpapierdienstleistungen erbringen. Für die Frage, ob Aktien zum Handelsbestand gehören, ist sachlich entscheidend, ob die Aktien kurzfristig gehalten werden sollen oder zur dauerhaften Vermögensanlage bestimmt sind und damit dem Anlagebestand zuzurechnen sind. Die Befreiung gilt für sämtliche Meldeschwellen. Nach § 23 II WpHG können sonstige Unternehmen von der Meldepflicht bei der 5%-Schwelle befreit werden, sofern die Aktien der kurzfristigen Spekulation dienen. Die antragsberechtigten Unternehmen sind hier nicht nach dem Geschäftsgegenstand beschränkt, tatsächlich infrage kommen jedoch nur Versicherungsunternehmen oder große Industrieunternehmen, deren Finanzabteilungen Aktientrading betreiben. Die Voraussetzungen des spekulativen Tradings entsprechen denen des Handelsbestandes nach § 23 I WpHG, es kommt auch hier darauf an, dass aus dem Auf und Ab der Börsenpreise Gewinn gezogen werden soll. § 23 IV WpHG verbietet die Ausübung der Stimmrechte aus Aktien, die einer Befreiung nach § 23 I oder II WpHG unterfallen. Bisher ungeklärt ist die Frage, ob das Ausübungsverbot alle Stimmrecht erfasst (sog. große Lösung⁶³⁰) oder nur diejenigen Stimmrechte, mit denen jeweils eine Meldeschwelle berührt wird (sog. kleine Lösung⁶³¹). Wortlaut und Gesetzeszweck sprechen für die große Lösung, wohingegen sich für die kleine Lösung keine Anhaltspunkte aus dem Gesetz ergeben.

Die Mitteilung nach § 21 WpHG hat schriftlich unter Nennung der genauen Anschrift des Meldepflichtigen zu erfolgen, wobei die BaFin um Mitteilung per Telefax bittet⁶³², wohingegen diese Form der Übermittlung für die Mitteilung an die Gesellschaft nicht ausreichend ist⁶³³. Ob die Mitteilung der Zahl der Stimmrechte erforderlich ist, ist streitig⁶³⁴. Teilweise wird vertreten, es genüge die Angabe des prozentualen Anteils an der Gesamtzahl aller Stimmrechte der jeweiligen Gesellschaft. Nach herrschender Meinung ist dabei die Rundung auf zwei Nachkommastellen ausreichend, sofern nicht infolge der Rundung eine Meldeschwelle berührt

⁶²⁹ So h.M.: Schwark/ Schwark, § 24 WpHG Rdn. 3; Hüffer, AktG, Anh. § 22, § 24 WpHG Rdn. 3; Nottmeier/ Schäfer, WM 96, 513 (516); a.A. Falkenhagen WM 95, 1005 (1009).

⁶³⁰ Vgl. hierzu Schwark/ Schwark, § 23 Rdn. 20ff.; MüKo-AktG/ Bayer, Anh. § 22, § 23 WpHG Rdn. 20ff..

⁶³¹ Vgl. hierzu Assmann/Schneider/ Schneider, § 23 WpHG Rdn. 99 ff.; Cahn, AG 97, 502 (508ff.).

⁶³² Vgl. Ziff. 6 der Bekanntmachung des BaWe vom 29.12.1994, Bundesanzeiger 1995, Nr. 3, S. 76.

⁶³³ Vgl. Schwark/Schwark, § 21 WpHG, Rdn. 21.

wird⁶³⁵. Sind dem Anteilseigner Stimmrechte Dritter nach § 22 WpHG zuzurechnen, sind diese getrennt anzugeben, wobei allerdings der Name des Dritten nicht genannt werden muss.

Die Mitteilungsfrist beginnt mit Kenntnis oder Kennenmüssen der die Mitteilungspflicht begründenden Umstände. Die Mitteilung des Gesellschafters an die Gesellschaft und die BaFin hat unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Tagen zu erfolgen, wobei streitig ist, ob die Mitteilung auch innerhalb dieser Frist zugegangen sein muss. Eine dem § 121 I 2 BGB, der nur die rechtzeitige Absendung verlangt, entsprechende Vorschrift fehlt. Daraus wird zum Teil gefolgert, die Mitteilung müsse nach § 130 I 1 BGB innerhalb der Frist zugegangen sein⁶³⁶. Andererseits wird vertreten, die Vorschriften betreffen nur Willenserklärungen und seien daher auf den Fall der Wissenserklärungen nach § 21 WpHG nicht anwendbar. Da es auch ansonsten keine ausdrückliche Regelung dieser Frage gebe, könne der Mitteilungspflichtige nicht allein mit dem Verspätungsrisiko belastet werden, aus diesem Grunde müsse es ausreichen, wenn der Meldepflichtige rechtzeitig absende⁶³⁷.

Die Verletzung der Mitteilungspflicht ist nach § 28 WpHG durch Rechtsverlust sanktioniert, dies gilt insbesondere auch für nach § 22 I Nr. 1, III WpHG zugerechnete Stimmrechte von Tochterunternehmen und nach § 22 I Nr. 2, I 2 WpHG zuzurechnende Stimmrechte, die dem Meldepflichtigen oder seinem Tochterunternehmen wirtschaftlich zuzurechnen sind. Vom Rechtsverlust erfasst werden Stimmrechte, mit diesen verbundene Minderheitenrechte sowie sonstige Mitverwaltungsrechte, wie unter anderem auch das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung und auch die Vermögensrechte. Zusätzlich kann der Verstoß mit Strafsanktionen bzw. Bußgeldern geahndet werden, vgl. § 39 I Nr. 1c, 2b WpHG.

Die Gesellschaft hat die Mitteilung unverzüglich – innerhalb von neun Tagen - in einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu veröffentlichen, § 25 WpHG. Die Gesellschaft muss in der Veröffentlichung den Namen bzw. die Firma des Anteilseigners und den Wohnsitzstaat nennen, sodann müssen Angaben darüber enthalten sein, in welcher Weise und an welchem Tag der Stimmrechtsanteil welchen Schwellenwert erreicht, über- oder unterschritten hat. Die Veröffentlichung sollte die Mitteilung so weit wie möglich unverändert wiedergeben; eine Veränderung ergibt sich nur insoweit, als in der Veröffentlichung statt der genauen Adresse des Meldepflichtigen nur dessen Sitz bzw. Wohnsitzstaat bezeichnet werden muss.

⁶³⁴ Vgl. Sudmeyer, BB 02, 685 (689).

⁶³⁵ Vgl. Hüffer, AktG, Anh. § 22, § 21 WpHG Rdn. 9; MüKo-AktG/ Bayer, Anh. § 22, § 21 WpHG Rdn. 32; Schwark/ Schwark, § 21 WpHG Rdn. 19; Sudmeyer, BB 02, 685 (689); Nottmeier/Schäfer, AG 97, 87 (92); so insbesondere auch das Merkblatt der BaFin zur Mitteilung nach §§ 21ff. WpHG; a.A. Assmann/Schneider/ Schneider, § 21 Rdn. 78.

⁶³⁶ Vgl. Assmann/Schneider/ Schneider, § 21 Rdn. 86; ; MüKo-AktG/ Bayer, Anh. § 22, § 21 WpHG Rdn. 35.

Verletzt die Gesellschaft die Veröffentlichungspflicht nach § 25 WpHG, kann die BaFin die Veröffentlichung auf Kosten der Gesellschaft im Wege der Ersatzvornahme vornehmen, § 29 III WpHG. Darüber hinaus ist die Verletzung der Veröffentlichungspflicht eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit nach § 39 II Nr. 2 c i.V.m. IV WpHG. Einer nicht ordnungsgemäß handelnden Gesellschaft droht ein Bußgeld in Höhe von bis zu 50.000 €.

Streitig ist, ob auch zivilrechtliche Schadensersatzansprüche von Aktionären oder Dritten nach § 823 II BGB in Betracht kommen, ob also § 25 WpHG Schutzgesetzcharakter hat⁶³⁸. Ein Schutzgesetzcharakter der §§ 21 ff. WpHG und damit auch ein zivilrechtlicher Schadensersatzanspruch ist mit der h. M. abzulehnen, da die §§ 21ff. WpHG nur mittelbar dem Individualschutz dienen. Vordringliches Ziel ist die Markttransparenz.

Die Beteiligungspublizität soll durch die Umsetzung der Transparenzrichtlinie, die spätestens zum 20.01.07 erfolgen muss, verändert werden. Die Informationspflichten sollen differenzierter über bedeutende Beteiligungen Rechnung legen mit weiteren Beteiligungsschwellen, die Informationspflichten der Stimmrechtsinhaber auslösen und Investoren in die Lage versetzen sollen, sich umfassend über Emittenten und Anteilseignerstruktur zu informieren⁶³⁹.

e. Beteiligungspublizität nach § 25 I 3 WpHG:

Nach § 25 I 3 WpHG muss eine börsennotierte Gesellschaft auch beim Erwerb eigener Aktien das Erreichen, Über- bzw. Unterschreiten von Schwellen nach § 21 I WpHG innerhalb von neun Tagen veröffentlichen. Die Veröffentlichung hat derjenigen nach § 25 I 1, 2 WpHG zu entsprechen. Eine vorausgehende Mitteilung ist allerdings nicht vorgesehen, insbesondere auch nicht gegenüber der BAFin. Auch bei Verletzung des § 25 I 3 WpHG liegt eine bußgeldbewehrte Ordnungswidrigkeit nach § 39 WpHG vor. Einer nicht ordnungsgemäß handelnden Gesellschaft droht ein Bußgeld in Höhe von bis zu 50.000 €, vgl. § 39 II Nr. 2c i.V.m. IV WpHG.

2. US-Amerikanisches Recht:

Auch das US-amerikanische Kapitalmarktrecht kennt eine gesonderte Beteiligungspublizität. Sie ist in Sec. 13 (d), (e) und 16(a) S.E.A.'34 verankert. Zusätzlich ist es auch im amerikanischen Börsenrecht erforderlich, dass eine bei der SEC registrierte Gesellschaft ihren

⁶³⁷ Vgl. Schwark/ Schwark, § 21 WpHG, Rdn. 21; Hüffer, AktG, Anh. § 22, § 21 WpHG Rdn. 11.

⁶³⁸ Bejahend Assmann/Schneider/ Schneider, § 25 WpHG Rdn. 39; a.A. Schwark/ Schwark, § 25 Rdn. 10; Hüffer, Anh. § 22 AktG, § 21 WpHG, Rdn. 2; Schäfer/ Opitz, § 21 WpHG Rdn. 41.

⁶³⁹ Vgl. Weber, NJW 05, 3682 (3684).

relevanten Anteilsbesitz im Rahmen des Prospekts und der Regelberichterstattung offen legt. Dies wird allerdings an gesonderter Stelle behandelt⁶⁴⁰.

Die Bestimmungen Sec. 13 (d) und (e) S.E.A.'34 wurden durch den Williams Act 1968 eingeführt und zugleich mit weiteren Vorschriften der Wertpapierübernahmegesetzgebung in Kraft gesetzt, um Barangebote im Rahmen von Unternehmensübernahmen zu regulieren.

a. Beteiligungspublizität nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34:

Zweck der Bestimmung des Sec. 13 (d) S.E.A.'34 ist, den Markt über mögliche Verschiebungen der Machtverhältnisse innerhalb einer Gesellschaft aufzuklären⁶⁴¹. Die Bestimmung betrifft Anteilsinhaber aller Gesellschaften, die nach Sec. 12 S.E.A.'34 registriert sind⁶⁴². Eine Begrenzung auf börsennotierte Unternehmen gibt es nicht.

Grundsätzlich gilt, dass derjenige, der mehr als 5 % der Aktien einer Gesellschaft erworben hat, den Erwerb innerhalb von zehn Tagen bei der Gesellschaft, bei den Börsen an denen die Wertpapiere gehandelt werden und bei der SEC unter Benutzung des Formblatts 13 D anzeigen muss. Ab dem Überschreiten der 5 % - Grenze erfordert jeder weitere Erwerb von Aktien ebenfalls eine Meldung auf Formblatt 13 D, sofern der Erwerb eine wesentliche Veränderung des Aktienbestandes bedeutet. Eine wesentliche Veränderung wird durch die SEC bei einer Zu- oder Abnahme der Beteiligung um ein Prozent oder mehr angenommen. Jede derartige Verschiebung löst dementsprechend eine neue Meldepflicht aus. Ausdrücklich nicht mitteilungspflichtig sind allerdings nach Rule 13d-2b der SEC Veränderungen des Anteilsbestandes in Prozent, die sich allein aus einer Veränderung der Gesamtzahl der Anteile ergeben, also beispielsweise bei Kapitalerhöhungen. Ebenso sind nach Rule 13d-6 der SEC Aktienerwerbe von der Anwendung des Sec. 13d S.E.A.'34 ausgenommen, die allein auf der Ausübung von allgemeinen Bezugsrechten beruhen.

Die Meldefrist von zehn Tagen wird teilweise als erheblich zu lang angesehen, da innerhalb dieser Frist ohne Meldung bereits die Kontrolle über eine Gesellschaft erreicht werden kann, ohne dass der Markt dies bemerken konnte⁶⁴³. Zu beachten ist allerdings, dass dies häufig durch die Anwendung des Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act 1976 (HSR), der

⁶⁴⁰ Siehe hierzu Kapitel B.I. 2 (Zulassungspublizität nach US-amerikanischem Recht) und C.I.2.(Regelpublizität nach US-amerikanischen Recht).

⁶⁴¹ Vgl. GAF Corp. v. Milstein, 453 F 2d 709, 719 (2d Cir. 1971).

⁶⁴² Also auch Anleger von Gesellschaften, deren Wertpapiere im Freiverkehr gehandelt werden, die aber ein Aktivvermögen von mehr als 10 Mio. \$ besitzen und mindestens 500 Anteilseigner haben.

⁶⁴³ Vgl. Hazen, The Law of Securities Regulation, § 11.2(1); Steinberg, Understanding Securities, § 13.07.

Regeln für Publikationspflichten bei Unternehmensübernahmen enthält⁶⁴⁴, verhindert wird. Nach dem HSR muss nämlich eine Bietergesellschaft, die eine gewisse Größe hat, bereits vor Ankauf von über \$ 15.000.000 an stimmberechtigten Anteilen dem Department of Justice (DOJ) ihren Übernahmeplan mitteilen und diesen veröffentlichen. Nach der Mitteilung gilt zunächst eine 30-tägige Wartefrist, bis weitere Ankäufe möglich sind. Eine Verpflichtung zur Mitteilung von Übernahmeplänen kann demnach je nach Größe der Zielgesellschaft schon bestehen bevor die 5%-Schwelle des Sec. 13 (d) S.E.A.'34 überhaupt erreicht ist und ohne dass die 10-tägige Mitteilungsfrist des Sec. 13 (d) S.E.A.'34 dies verhindert. Zudem verlangt auch die zusätzliche Publikationspflicht des Sec. 16 (a) S.E.A.'34, die ab einer Beteiligung von mehr als 10 % gilt, Mitteilung innerhalb von zwei Werktagen.

Sec. 13 (d) S.E.A. betrifft alle mittelbaren und unmittelbaren Anteilseigner, wobei neben den tatsächlichen Anteilseignern nach der Vorgabe der Rule 13d-3a der SEC diejenigen erfasst werden, die durch Vertrag oder eine unterhalb eines Vertrages anzuesiedelnde Übereinkunft Stimmrechte oder Weisungsrechte über Stimmrechte bzw. die Verfügungsbefugnis über die Anteile haben. Ebenso werden den Anteilseignern diejenigen zugerechnet, die in der Absicht, die Offenlegungspflichten des Sec. 13 (d) S.E.A.'34 zu umgehen, ihre Anteile übertragen haben. Für die Anwendung des Sec. 13 (d) S.E.A.'34 wird bereits derjenige als Inhaber von Anteilen behandelt, der die Anteile innerhalb von 60 Tagen durch die Ausübung einer Option, die Umwandlung eines Wertpapiers oder einen Rückübertragungsanspruch erwerben kann. Nicht als Inhaber der Anteile wird dagegen derjenige behandelt, dem die Aktien verpfändet worden sind, außer es liegen alle Voraussetzungen vor, das Pfand zu verwerten, vgl. Rule 13d-3(d)(3).

Die Offenlegung nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34 erfolgt grundsätzlich auf Formblatt 13 D der SEC. Formblatt 13 D erfordert die Offenlegung des betroffenen Emittenten und des betroffenen Wertpapiers, insbesondere der Identität, des Wohnorts bzw. Sitzes, der Nationalität und des Hintergrunds⁶⁴⁵ (dies beinhaltet insbesondere die Offenlegung strafrechtlicher Verurteilungen und Gerichtsverfahren über Verletzungen des Wertpapierrechts in den letzten fünf Jahren vor der Veröffentlichung) der meldepflichtigen Personen. Angegeben werden müssen auch die Quelle und die Menge der eingesetzten Mittel, der Zweck der Transaktion und der Anteil des Meldepflichtigen an den Wertpapieren unter Einschluss einer Darstellung seiner Wertpapierhandelsgeschäfte der letzten 60 Tage sowie aller Verträge und Vereinbarungen der

⁶⁴⁴ Vgl. hierzu Easterbrook, Fischel, 80 Mich. L. Rev. 1155 (1982); Axinn, Fogg, Stoll, 24 N.Y.L.S. Rev. 857 (866f.).

⁶⁴⁵ Vgl. Schedule 13D, Item 2.

meldepflichtigen Person, die die Wertpapiere betreffen. Es muss sowohl die Zahl der vom Meldepflichtigen gehaltenen Stimmrechte als auch die Beteiligung in Prozent mitgeteilt werden. Für die Feststellung des Anteils in Prozent wird die Anzahl der gehaltenen Anteile im aktuellsten veröffentlichten Quartals- bzw. Jahresabschluss oder in der entsprechend aktuellsten veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilung enthaltenen der Anzahl der Gesamtanteile gegenüber gestellt. Nicht zur Gesamtzahl der Anteile zählen allerdings Anteile, welche durch den Emittenten oder Tochterunternehmen des Emittenten gehalten werden, vgl. Sec. 13(d)(4) S.E.A.'34. Die in der aktuellsten Publikation veröffentlichte Zahl dieser selbstgehaltenen Anteile ist dementsprechend von der Gesamtzahl der Anteile in Abzug zu bringen.

Von diesen Offenlegungspflichten gibt es allerdings eine weit reichende Ausnahme. Bestimmte institutionelle Investoren, also Banken, Wertpapierhändler Anlagegesellschaften, Pensionsfonds etc. können, sofern sie die Anteile im Rahmen ihrer gewöhnlichen Geschäftstätigkeit erwerben, statt des Formblatts 13 D das verkürzte Formblatt 13 G verwenden. In diesem Falle muss das Formblatt 13 G erst 45 Tage nach Abschluss des Kalenderjahres, in dem der Erwerb getätigt wurde, eingereicht werden, und dies auch nur, sofern in diesem Zeitpunkt die Voraussetzungen für eine Meldepflicht, also insbesondere mehr als 5 % der Anteile, noch vorliegen. Zusätzlich kann das Formblatt 13 G von jedem benutzt werden, der nicht die Ausübung von Kontrolle oder Einfluss auf den Emittenten plant; durch diese sonstigen passiven Investoren muss das Formblatt allerdings innerhalb von 10 Tagen nach der Transaktion eingereicht werden. Die Offenlegung im Rahmen des Formblattes 13 G ist im Vergleich zu Formblatt 13 D erheblich reduziert. Formblatt 13 G verlangt lediglich die Angabe von Name und Sitz des Emittenten, von Name und Sitz bzw. Wohnort des Meldepflichtigen sowie die Angabe, um welche Art von institutionellem Investor es sich handelt, wenn dies der Grund für die Nutzung des Formblatts 13 G ist, und die Menge der gehaltenen Stimmrechte und Anteile in Prozent, aufgeschlüsselt danach, ob diese allein oder gemeinsam mit anderen gehalten werden. Hält der Meldepflichtige eine Beteiligung von mehr als 10 % der Anteile eines Emittenten, so kann er das Formblatt 13 G bei Vorliegen der entsprechenden genannten Voraussetzungen zwar noch benutzen, aber er muss das Formblatt 13 G nunmehr, auch wenn es sich um einen institutionellen Investor handelt, innerhalb von 10 Tagen ab Erwerb bzw. Veräußerung von Anteilen einreichen. Erreicht ein Meldepflichtiger eine Beteiligung von 20 %, so kann er, unabhängig davon, ob es sich um einen institutionellen oder einen sonstigen passiven Investor handelt, das Formblatt 13 G nicht mehr benutzen, vielmehr muss er ab dem Erreichen dieser Grenze in jedem Fall das Formblatt 13 D mit seiner extensiveren Offenlegung einreichen. Wurde das Formblatt 13 G

gewählt und später ändert sich der Zweck der Beteiligung und es soll nunmehr Kontrolle und/oder Einfluss ausgeübt werden, so muss das Formblatt 13 D eingereicht werden. Ab der Einreichung gilt eine zehntägige Wartefrist, in der weder Stimmrechte ausgeübt werden dürfen noch weitere Erwerbe von Aktien oder Optionen des Emittenten oder einer den Emittenten kontrollierenden Gesellschaft getätigt werden dürfen. Verliert ein institutioneller Investor seine Eigenschaft als institutioneller Investor, so muss ebenfalls innerhalb von 10 Tagen das Formblatt 13 D eingereicht werden.

Die Meldepflicht auf Formblatt 13 D oder G besteht auch für Gruppen von Personen, die gemeinschaftliches Handeln im Hinblick auf die Wertpapiere vereinbart haben, vgl. Sec. 13(d)(3) S.E.A.'34⁶⁴⁶. Eine schriftliche Vereinbarung ist nicht erforderlich⁶⁴⁷, vielmehr kann allein das Muster der Aktienkäufe zur Annahme der Gruppeneigenschaft führen⁶⁴⁸. So wurde beispielsweise in einer Entscheidung das Innehalten um einige Hundertstel Prozentpunkte unterhalb der 5 %-Schwelle vor einem klaren Überschreiten dieser Schwelle als bewusste Entscheidung für die Gruppenbildung gewertet⁶⁴⁹.

Mehrere Personen, die eine Gruppe bilden, können entweder gemeinsam ein Formblatt 13 D bzw. G einreichen oder jeweils ein separates Formblatt unter Verweis auf die übrigen Gruppenmitglieder. Auch dann, wenn ein gemeinsames Formblatt eingereicht wird, besteht eine Haftung des Einzelnen immer nur für diejenigen Daten, die ihn selbst betreffen oder deren Unrichtigkeit ihm bekannt ist. Der Zeitpunkt, in dem eine Gruppe von Aktionären gebildet wird, gilt nach Rule 13d-5b der SEC ausdrücklich für die Gruppe auch als Erwerbszeitpunkt für Aktien, die den Gruppenmitgliedern gehören, so dass unmittelbar mit der Gruppenbildung eine Mitteilungspflicht entstehen kann.

Ausgenommen von der Meldepflicht sind Aktienkäufe, wenn die ankaufende Person im vor dem Transaktionsdatum liegenden 12-Monats-Zeitraum insgesamt nicht mehr als 2 % der Aktien dieser Aktiengattung erworben hat, vgl. Sec. 13 (d) (6) S.E.A.'34.

Die SEC macht die ihr gemeldeten Angaben sodann unmittelbar über die Edgar Datenbank der Öffentlichkeit zugänglich.

Die Verletzung der Verhaltenspflicht nach Sec. 13 (d) S.E.A. löst nicht unmittelbar zivilrechtlichen Schadensersatz einzelner Anleger aus⁶⁵⁰. Ein Anleger, der dadurch einen

⁶⁴⁶ Vgl. hierzu auch GAF Corp. v. Milstein, 453 F.2d 709 (2d Cir. 1971).

⁶⁴⁷ Vgl. SEC v. Drexel Burnham Lambert Inc., 837 F. Supp. 587 (S.D.N.Y. 1993).

⁶⁴⁸ Vgl. Corenco Corp. v. Schiavone & Sons, Inc., 488 F.2d 207 (215) (2d Cir. 1973); Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979).

⁶⁴⁹ Vgl. Corenco Corp. v. Schiavone & Sons, Inc., 488 F.2d 207 (215) (2d Cir. 1973).

⁶⁵⁰ Vgl. Stromfeld v. Great Atlantic and Pacific Tea Co, Inc. 484 F. Supp. 1264 (S.D.N.Y. 1980)

Schaden erleidet, dass er sich auf eine erhebliche Fehldarstellung in einer 13 D- oder 13 G-Veröffentlichung verlässt, kann seinen Schaden allerdings nach Sec. 18 (a) S.E.A.'34 liquidieren, wobei die Anspruchsgrundlage des Sec. 18 (a) S.E.A.'34 selten durchgreift, da der Anleger nachweisen muss, dass er sich auf die Dokumente, die bei der SEC eingereicht wurden, verlassen hat. Nicht ausreichend ist, dass der Anleger durch einen kommentierenden Zeitungsartikel davon erfährt. Entsteht der Schaden durch den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, kommt bei erheblichen Fehldarstellungen noch Rule 10b-5 der SEC in Betracht. Schadensersatzansprüche entstehen aber nicht, wenn das Fehlverhalten in dem Nichteinreichen einer Mitteilung oder einer Verspätung besteht.

Auf der anderen Seite sind Ansprüche des Emittenten gegen den Mitteilungspflichtigen zu bedenken. Dass der Emittent ein Klagerecht bei einem Verstoß gegen Sec. 13 (d) S.E.A.'34 hat, ist seit einer entsprechenden Supreme Court Entscheidung anerkannt⁶⁵¹. Der Emittent hat nach der einschlägigen Rechtsprechung einen Unterlassungsanspruch gegen den Meldepflichtigen, welcher im Eilverfahren durchgesetzt werden kann. Im Ergebnis kann der Meldepflichtige dazu verurteilt werden, seine bisherigen Veröffentlichung zu verändern bzw. eine erforderliche Veröffentlichung zu machen. Der weitere Erwerb von Wertpapieren des Emittenten kann ihm untersagt werden, bis diese Anforderungen erfüllt sind⁶⁵². Auch die Abschöpfung des durch das Unterbleiben der Mitteilung gemachten Gewinns wurde schon als Sanktion angeordnet⁶⁵³. Dies schien allerdings manchen Gerichten unzureichend, so dass die Verletzung der Sec. 13 (d) S. E. A.'34 auch schon damit sanktioniert wurde, dass das Stimmrecht entzogen und der Kauf weiterer Wertpapiere im Zeitraum der Falsch- bzw. Nichtmeldung für ungültig erklärt wurde⁶⁵⁴. In der amerikanischen Literatur werden diese Sanktionen teilweise als problematisch gesehen, da sie dem Vorstand der Zielgesellschaft Instrumente in die Hand geben, eine Zeitverzögerung herbeizuführen und damit eine feindliche Übernahme zu verhindern⁶⁵⁵.

Die SEC selbst hat ebenfalls Unterlassungs- und Richtigstellungsansprüche und kann Bußgelder verhängen. Daneben wird ggf. ebenfalls durch die SEC eine strafrechtliche Verfolgung eingeleitet.

⁶⁵¹ Vgl. *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 U.S. 49, 95 S.Ct. 2069, 45 L Ed.2d 12 (1975).

⁶⁵² Vgl. *Indiana National Corp. v. Rich*, 712 F. 2d 1180 (7th Cir. 1983); *CNW Corp. v. Japonica Partners, L.P.*, 874 F.2d 193 (3rd Cir. 1989); *Florida Commercial Banks v. Culverhouse*, 772 F. 2d 1513 (11th Cir. 1985); *Portsmouth Square, Inc. v. Shareholders Protective Committee*, 770 F.2d 866 (9th Cir. 1985); *Steinberg, Understanding Securities Law*, § 13.07.

⁶⁵³ Vgl. *SEC v. First City Financial Corp., Ltd.* 890 F.2d 1215 (D.C. Cir. 1989)

⁶⁵⁴ Vgl. *SEC v. First City Financial Corporation, Ltd.*, 688 F. Supp. 705 (D.D.C. 1988), aff'd; (1989-1990 Transfer Binder), Fed. Sec. L. Rep. (CCH), ¶ 94,801 (D.C. Cir. 1989).

b. Sec. 13 (e) S.E.A.'34:

Für den Kauf eigener Aktien durch den Emittenten gilt Sec. 13 (d) S.E.A. nicht⁶⁵⁶. Die unmittelbare Offenlegung von Transaktionen der Gesellschaft mit eigenen Aktien wird durch Sec. 13 (e) S.E.A.'34 geregelt. Diese Vorschrift soll die Transparenz für den Anleger vergrößern und Betrug verhindern. Der Emittent muss Ankäufe eigener Aktien danach gesondert außerhalb der Regelpublizität anzeigen, wenn entweder ein Übernahmeangebot angemeldet wurde, vgl. Rule 13e-1⁶⁵⁷, oder wenn durch den Erwerb der eigenen Aktien ein Rückzug vom Markt durchgeführt wird, wenn also nach dem Kauf keine Offenlegungspflichten nach dem S.E.A.'34 mehr bestehen, vgl. Rule 13e-3⁶⁵⁸. Dies ist dann der Fall, wenn der Emittent nach der Transaktion weniger als dreihundert Aktionäre hat. Die Prognose, wann ein Rückkaufangebot oder eine andere vergleichbare Transaktion zu diesem Ergebnis führen werden, ist schwierig⁶⁵⁹. Für Aktienkäufe am freien Markt gilt, dass das Formular 13E-3 bereits 30 Tage vor dem ersten entsprechenden Aktienkauf eingereicht werden muss. Das einzureichende Formblatt 13E-3 ist im Hinblick auf die Offenlegungspflichten mit Formblatt 13 D oder Formblatt TO vergleichbar. Die Veröffentlichung muss insbesondere eine Beschreibung der Vor- und Nachteile der Transaktion sowohl für den Emittenten als auch für die Anteilseigner, jegliche Stellungnahme eines außenstehenden Dritten zu dem Geschäft, die Pläne des Emittenten nach Abschluss der Transaktion, soweit sie eine Fusion, Reorganisation, Umstrukturierung oder den Verkauf von wesentlichen Unternehmensteilen beinhalten, finanzielle Informationen wie die Herkunft und die Summe der für die Transaktion erforderlichen Mittel, eine Prognose bezüglich der Kosten, eine Übersicht über alle Kredit- und Finanzierungsverträge sowie eine Stellungnahme zu der Frage, ob die Transaktion für fair gegenüber den unbeteiligten Anteilseignern gehalten wird und eine Begründung dieser Stellungnahme enthalten⁶⁶⁰. Formblatt 13E-3 wird durch die SEC über die Edgar Datenbank veröffentlicht.

Im Falle der Rule 13e-1, wenn also ein Übernahmeangebot von dritter Seite bereits angemeldet wurde, ist dem Emittenten der Ankauf eigener Aktien untersagt, wenn er der SEC nicht eine Mitteilung mit Bezeichnung der zu kaufenden Anteile, den Namen der Personen, von denen Anteile zurückgekauft werden, dem Zweck zu dem die Anteile gekauft werden sowie der

⁶⁵⁵ Vgl. Steinberg, *Understanding Securities*, § 13.07.

⁶⁵⁶ Auf sog. "Issuer self tender offer" also Übernahmeangebote durch den Emittenten selbst wird an anderer Stelle unter... eingegangen.

⁶⁵⁷ Siehe 17 C.F.R. § 240.13e-1, Hazen, *The Law of Securities Regulation*, § 11.8(1)(A).

⁶⁵⁸ Siehe 17 C.F.R. § 240.13e-3, Hazen, *The Law of Securities Regulation*, § 11.8(2)(A).

⁶⁵⁹ Vgl. *Shamrock Associates v. Horizon Corp.*, 632 F.Supp. 566 (S.D.N.Y. 1986).

Herkunft der Mittel, mit denen die Anteile zurückgekauft werden, zukommen lässt. Neben dieser Mitteilung müssen vom Emittenten auch die bei einem Übernahmeangebot von dritter Seite zwingende Veröffentlichung einer Stellungnahme zum Übernahmeangebot auf Formblatt 14D-9 und die an die Anteilsinhaber gerichtete Reaktion auf das Übernahmeangebot nach Rule 14e-2 der SEC eingereicht werden. Diese Mitteilungen werden durch die SEC über die Edgar Datenbank veröffentlicht. Zu beachten ist, dass die Veröffentlichungspflichten aus Rule 13e-1 und 13e-3 auch parallel nebeneinander bestehen können⁶⁶¹.

Im Gegensatz zu Sec. 13 (d) S.E.A.'34 ist für Sec. 13 (e) S.E.A.'34 anerkannt, dass die Vorschrift implizit eine Anspruchsgrundlage einzelner Anleger auf Schadensersatz beinhaltet, da sie ausdrücklich als anlegerschützende Vorschrift erlassen wurde⁶⁶². Zusätzlich gibt es für erhebliche Fehldarstellungen, die zu einem Schaden in Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren geführt haben, natürlich wiederum die allgemeine Anspruchsgrundlage der Rule 10b-5 der SEC.

c. Sec. 16 (a) S.E.A.'34:

Neben der Offenlegungspflicht aus Sec. 13 (d) S.E.A.'34 ergibt sich eine weitere Form der Beteiligungspublizität aus Sec. 16 (a) S.E.A.'34, die der Verhinderung des Insiderhandels dient. Nach Ansicht der SEC ist es Zweck der Sec. 16 (a), soweit sie Aktionäre betrifft, Sec. 13 (d) zu flankieren und diejenigen Personen zur Offenlegung zu verpflichten, von denen angenommen werden kann, dass sie Zugang zu Insiderinformationen haben, weil sie den Emittenten aufgrund der Höhe ihrer Beteiligung beeinflussen oder kontrollieren können⁶⁶³.

Nach Sec. 16 (a) S.E.A.'34 müssen Anteilseigner, die 10 % oder mehr der Anteile einer bei der SEC registrierten Gesellschaft erwerben, innerhalb von 10 Tagen das Überschreiten der 10%-Schwelle der SEC mitteilen. Die Offenlegungspflicht der Sec. 16 (a) S.E.A.'34 gilt dabei nur für solche Wertpapiere, an denen der Meldepflichtige ein direktes oder indirektes finanzielles Interesse hat, vgl. Rule 16a-1(a)(2). Von einem indirekten finanziellen Interesse wird dabei beispielsweise dann ausgegangen, wenn ein Teil der Anteile durch unmittelbare Familienangehörige gehalten werden, die im selben Haushalt wohnen. Ebenso wird von einem indirekten finanziellen Interesse allerdings auch bei leistungsbezogener Bezahlung von

⁶⁶⁰ Siehe Schedule 13E-3, 17 C.F.R. § 240.13e-100

⁶⁶¹ Vgl. *Maynard Oil Co. v. Deltec Panamerica, S.A.*, 630 F.Supp. 502 (S.D.N.Y. 1985).

⁶⁶² Vgl. SEC Exch. Act Rel. No. 34-16075 (SEC Aug. 2, 1979); SEC Exch. Act Rel. No. 34-14185 (SEC Nov. 17, 1977); *Howing Co. v. Nationwide Corp.*, 826 F.2d 1470 (6th Cir. 1987); *Fisher v. Plessey Co.*, 559 F. Supp. 442 (S.D.N.Y. 1983)

⁶⁶³ Vgl. SEC Exch. Act Rel. No. 34-28869 (1990-1991 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 84,709 (Feb. 8, 1991).

Börsenmaklern, Wertpapierhändlern, Anlageberatern, Anlageverwaltern und Vermögensverwaltern bzw. Treuhändern in Bezug auf die von diesen Personen für andere gehaltenen Anteile ausgegangen, vgl. Rule 16a-1(a)(2)(ii). Auch für diese Anteile können damit Meldepflichten entstehen.

Die Eingangsberichterstattung nach Sec. 16 (a) S.E.A.'34 bei Überschreiten der 10%-Schwelle hat auf Formblatt 3 zu erfolgen und muss den Bestand der Meldepflichtigen an Aktien und anderen Finanzinstrumenten des Unternehmens offen legen⁶⁶⁴. Zusätzlich müssen diese in der Folge jede Veränderung ihrer Beteiligung innerhalb von zwei Werktagen auf Formblatt 4 anzeigen⁶⁶⁵. Meldepflichtig sind insbesondere auch der Erwerb und die Gewährung von Optionen. Die Inhaberschaft von Aktien wird durch die SEC in Sec. 16 (a) und 13 (d) S.E.A.'34 parallel ausgelegt, dies bedeutet, dass auch für Sec. 16 (a) S.E.A.'34 mehrere Personen als eine „group“ gesehen werden können, so dass eine wechselseitige Zurechnung der jeweiligen Anteile erfolgt. Nach Rule 16a-1(a)(1) der SEC werden allerdings Aktien, die von den institutionellen Investoren im ordentlichen Geschäftsgang treuhänderisch gehalten werden und für die folglich für die Meldepflichten nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34 das Formblatt 13 G gewählt werden darf, für die Feststellung der Meldepflichten nach Sec. 16 (a) S.E.A.'34 nicht mitgerechnet.

Zu beachten ist allerdings, dass das Formblatt 4 eine Offenlegung in erheblich geringerem Umfang als Formblatt 13 D erfordert. Anzuführen ist neben den Angaben über den Meldepflichtigen lediglich der bisherige Bestand an Anteilen der Gesellschaft und die Veränderung, aufgrund deren die Mitteilung erfolgt. Weitere Hintergrund- oder Zweckinformationen, wie Formblatt 13 D sie verlangt werden nicht gefordert.

Es gibt eine Bagatellgrenze für die Meldepflicht, die bei einem Gesamttransaktionsvolumen von 10.000 \$ innerhalb von sechs Monaten liegt. Außerdem müssen Schenkung, Erbschaft und Verschmelzung nicht unmittelbar angezeigt werden⁶⁶⁶. Sowohl die Geschäfte unterhalb der Bagatellgrenze als auch die weiteren von der laufenden Meldepflicht ausgenommenen Erwerbsformen müssen jedoch innerhalb von 45 Tagen nach Abschluss des Kalenderjahres auf Formblatt 5 gesondert gemeldet werden. Geschäfte unterhalb der Bagatellgrenze müssen sogar bei der nächsten Transaktion, die der laufenden Berichtspflicht unterfällt, angegeben werden,

⁶⁶⁴ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-3(a).

⁶⁶⁵ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-3(f); 17 C.F.R. § 240.16a-6(a); Sec. 403(a) Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act.

⁶⁶⁶ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16b-5.

wenn diese Meldung vor der Jahresabschlussmitteilung auf Formblatt 5 erfolgt⁶⁶⁷. Insgesamt von den Meldepflichten nach Sec. 16 S.E.A.'34 ausgenommen sind nur Veränderungen, die alle Anteilhaber gleich betreffen, wie Sachdividenden, Aktienteilungen etc.⁶⁶⁸.

Verstöße gegen Sec. 16 (a) S.E.A.'34 werden durch einstweilige Verfügungen⁶⁶⁹ sowie Geldbußen zwischen 5.000 und 50.000 \$ geahndet. Zusätzlich muss der Emittent Verstöße der Meldepflichten unter voller Namensnennung in seinem jährlichen 10-K-Bericht⁶⁷⁰ veröffentlichen⁶⁷¹. Zivilrechtlicher Schadensersatz für einzelne Anleger kommt nicht in Betracht.

Sec. 16 (b) S.E.A.'34 kodifiziert zusätzlich einen Anspruch des Emittenten auf Abschöpfung des durch einen Meldepflichten im Rahmen eines 6-Monatszeitraums erzielten Gewinns bei Transaktionen mit Wertpapieren des Emittenten („short swing profits“)⁶⁷². Voraussetzung für ein Eingreifen des Sec. 16 (b) S.E.A.'34 ist, dass der Meldepflichtige zu den Zeitpunkten beider Transaktionen Inhaber von mehr als 10% der stimmberechtigten Anteile ist⁶⁷³. Im Gegensatz zu der im Übrigen parallelen Haftung für „directors“ und „officers“ aus Sec. 16 (b) S.E.A.'34 gibt es keine Nachhaftung für Inhaber von mehr als 10% der stimmberechtigten Anteile.

II. Vergleich:

In den USA ist ab der 5%-Schwelle jeder weitere Erwerb oder jede Veräußerung von 1% oder mehr der Anteile einer Gesellschaft mitteilungsspflichtig.

In Deutschland gibt es demgegenüber feste Schwellenwerte; lediglich das Erreichen bzw. Über- oder Unterschreiten der Schwellenwerte ist mitteilungsspflichtig, wobei es zwischen den Schwellenwerten teilweise erhebliche Abstände gibt, wie zwischen 10% und 25 % oder zwischen 25% und 50%⁶⁷⁴. Insbesondere zwischen den Schwellen von 10 % und 25 % der Stimmrechte besteht eine erhebliche Lücke, die der Transparenz abträglich ist. Gerade in der Phase, in der jemand eine Beteiligung hin zu 25 % aufbaut und damit erheblichen zusätzlichen Einfluss auf eine Aktiengesellschaft gewinnen will, ist Transparenz von besonderer Bedeutung.

⁶⁶⁷ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-6.

⁶⁶⁸ Vgl. 17 C.F.R. § 240.16a-9.

⁶⁶⁹ Siehe hierzu näher B.I. a.(ii), S. 7.

⁶⁷⁰ Siehe hierzu näher C. I.2.a.(vi), S. 79f.

⁶⁷¹ Vgl. 17 C.F.R. § 229.405.

⁶⁷² Siehe hierzu näher F.I.2. S. 138f.

⁶⁷³ Vgl. *Foremost-McKesson, Inc. v. Provident Securities Co.*, 423 U.S. 232 (250) (1976); *Reliance Electric Co. v. Emerson Electric Co.*, 404 U.S. 418 (421) (1972).

⁶⁷⁴ Vgl. hierzu MüKo-AktG/ Bayer, Anh. § 22 AktG, § 22 WpHG Rdn. 14; Witt, AG 01, 233 (241); Burgard, WM 00, 611 (615f.); Munscheck, RIW 95, 998 (1002).

Heimliches Vorgehen sollte verhindert werden. Auch zwischen den Beteiligungsschwellen von 25 % und 50 % sieht § 21 I WpHG keine Mitteilungspflicht vor. Hier sehen allerdings §§ 35 I, II und 29 II WpÜG bei Erreichen der 30 % - Schwelle eine weitere Veröffentlichungspflicht in Form des Pflichtangebotes vor. Nichtsdestotrotz ist das Ansteigen einer Beteiligung zwischen 25% und 50 % respektive zwischen 30 % und 50 % für andere Aktionäre von Interesse, da dieses Ansteigen den Erwerb von Kontrollrechten durch einen Aktionär zur Folge hat.

Das US-amerikanische Wertpapierrecht verlangt von den Inhabern einer Beteiligung in erheblich deutlicherem Umfang die Offenbarung der Steigerung ihres Anteils. Dies bedeutet eine erheblich höhere Transparenz für alle Anleger. Zu bedenken ist allerdings auch der Aufwand für die betroffenen Mitteilungspflichtigen, den die vom US-amerikanischen Wertpapierrecht verlangte extensive Offenlegung bei jeder einzelnen Transaktion im Wert von 1 % zur Folge hat. Der Aufwand für die Beteiligungspublizität ist damit erheblich größer als im deutschen Wertpapierrecht. Transaktionen in der Größenordnung von 1 % sind dabei für den Markt nicht so interessant, dass sie diesen erheblichen Aufwand rechtfertigen.

Der Transparenz dienlich und den Mitteilungspflichtigen zuzumuten wäre allerdings eine Publizitätspflicht bei jeder weiteren 5 % Schwelle ab 5 %, dies würde auch dazu führen, dass die weiten Lücken zwischen den einzelnen Schwellen geschlossen würden. Eine derartige Lösung sollte daher erwogen werden. Abzuwarten bleibt, inwieweit die Umsetzung der Transparenzrichtlinie hier Änderungen bringt. Nach Art. 9 der Transparenzrichtlinie müssen Mitteilungen nach Umsetzung der Transparenzrichtlinie mindestens bei Erreichen der Schwellenwerte von 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % und 75 % erfolgen, so dass bei wortlautgetreuer Umsetzung der Richtlinie zwar der bisher weite Sprung von 10 % auf 25 % geschlossen wird, nicht aber derjenige von 30 % auf 50 %. In diesem Bereich wäre demnach durchaus noch Verbesserungsbedarf anzumelden.

In Deutschland erfolgen Mitteilung und Veröffentlichung zweistufig. Der Mitteilungspflichtige ist lediglich zur Mitteilung gegenüber der Gesellschaft und der BaFin verpflichtet. Die Veröffentlichung obliegt dagegen der Gesellschaft. Demnach besteht in Deutschland tatsächlich auch in diesem Bereich eine Publizitätspflicht der börsennotierten Gesellschaft. Die Zweistufigkeit des Verfahrens ist in Deutschland bereits durch die europäische Transparenzrichtlinie vorgegeben⁶⁷⁵.

⁶⁷⁵ Vgl. Art. 4 und 10 der Transparenzrichtlinie (88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988).

In den USA handelt es sich demgegenüber bei den Publizitätspflichten aus Sec. 13 (d) und 16 (a) S.E.A.'34 um Publizitätspflichten der Aktionäre. Diese sind zur Veröffentlichung verpflichtet.

Die Last der Veröffentlichungskosten ist damit unterschiedlich verteilt. In Deutschland trägt der Emittent die Veröffentlichungskosten, während diese in den USA beim einzelnen Aktionär verbleiben. Zu bemerken ist allerdings, dass der Beteiligungsinhaber in den USA trotzdem nicht schwerer belastet ist als in Deutschland. Um der Publizitätspflicht zu genügen, ist in den USA nämlich lediglich die Einreichung des jeweiligen Formblatts 13 D oder G bei der SEC erforderlich. Die Publikation über das Internet wird dann von der SEC selbst vorgenommen, wobei die SEC an sich selbst den Anspruch stellt, die Einstellung in die Edgar Datenbank ohne Zeitverzug vorzunehmen. Zu diesem Zweck wird auch nur noch die Einreichung der Formblätter in elektronischer Form akzeptiert. In Deutschland muss der Beteiligungsinhaber seine Mitteilung auch gegenüber der BaFin abgeben. Die Veröffentlichung erfolgt dann allerdings durch und über die Gesellschaft.

In Deutschland ergibt sich durch die Zweistufigkeit der Veröffentlichung der Mitteilung die Möglichkeit, dass zwischen Berühren des Schwellenwertes und der Veröffentlichung 16 Tage liegen. Innerhalb dieses beträchtlichen Zeitraums können weitere meldepflichtige Stimmrechtsbündelungen vorgenommen werden, die dann in der ersten Veröffentlichung nicht einmal auftauchen müssen. Die Realisierung des Normzwecks droht hier unterlaufen zu werden. In den USA gibt es eine kürzere Frist von 10 Tagen. Selbst diese wird teilweise noch als zu lang empfunden. Allerdings gilt durch die zusätzliche Publizitätspflicht nach Sec. 16 (a) S.E.A.'34 ab einer Beteiligung in Höhe von 10 % nur noch eine zweitägige Frist von der Vornahme einer Transaktion bis zu ihrer Veröffentlichung. Hier ist zu beachten, dass der Umfang der Offenlegung im Rahmen des Sec. 16 (a) S.E.A.'34 erheblich geringer ist als im Rahmen des Sec. 13 (d) S.E.A.'34. Sie entspricht allerdings immer noch den Anforderungen der §§ 21ff. WpHG auf deutscher Seite.

Die Fristen zwischen Vornahme einer Transaktion und ihrer Veröffentlichung sind damit in den USA insgesamt erheblich kürzer; sie werden dem Ziel der größeren Transparenz besser gerecht. Zu überlegen wäre, ob nicht auch in Europa die Einrichtung einer allgemeinen, offiziellen Datenbank für alle Pflichtpublikationen börsennotierter Gesellschaften zu einer erheblich größeren Transparenz und zu einer Verkürzung des Zeitverzuges führen würde.

Die Veröffentlichungsinhalte einer Mitteilung nach §§ 21ff. WpHG und nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34 unterscheiden sich insofern, als die Mitteilung auf Formblatt 13 D erheblich weiter

geht und auch den Hintergrund einer Transaktion offen legt, während eine Mitteilung nach §§ 21ff. WpHG lediglich den Namen des Mitteilungspflichtigen und die Beteiligung in Prozent sowie die betroffene Schwelle offen legt. Der weitere Veröffentlichungsinhalt in den USA ist insbesondere mit Blick auf das Ziel zu erklären, frühzeitig über Verschiebungen der Machtverhältnisse innerhalb eines Unternehmens aufzuklären und dadurch sich anbahnende Unternehmensübernahmen offen zu legen. Insbesondere das Erfordernis den Zweck einer Transaktion offen zu legen, aber auch die Offenlegungspflichten in Bezug auf Menge, Quelle und Art der eingesetzten Mittel erklären sich hieraus. In Deutschland sind die Ziele insoweit anders gesteckt, als sich anbahnende Unternehmensübernahmen nicht primär in die Zielrichtung der §§ 21 ff. WpHG fallen. Zusätzlich sind diese Unterschiede in den Veröffentlichungsinhalten allerdings auch mit einer insgesamt unterschiedlichen Offenlegungskultur zu erklären. Eine Offenlegung von Zweck und Absichten wird in Deutschland generell als schwierig und problematisch gesehen, da es sich um zukunftsgerichtete, wenig greifbare und kaum nachprüfbare Informationen handelt, die damit zu veröffentlichen sind. Die Veröffentlichung von Menge, Quelle und Art der eingesetzten Mittel läuft der deutschen Ansicht, über Geld möglichst Stillschweigen zu wahren, zuwider. Der Nutzen von derartigen Informationen wird als erheblich geringer angesehen als der Schaden, der durch eine Veröffentlichung und ein „Breittreten“ von Informationen entstehen kann. In diesem Bereich bestehen insoweit auch erhebliche Kulturunterschiede.

Im amerikanischen Recht sind Tatbestände, die alle Anteilseigner gleich betreffen, wie Kapitalerhöhungen, aus der Veröffentlichungspflicht nach Sec. 13 (d), (e) und 16 (a) S.E.A.'34 herausgenommen. In Deutschland fehlt eine derartige Ausnahme. Über die Einführung einer solchen Ausnahme wäre nachzudenken, da Ereignisse, die alle gleich betreffen, wie etwa eine Kapitalerhöhung, kurzfristig zu einer ganzen Welle von Mitteilungen nach §§ 21 ff. WpHG führen können, die den Markt eher verwirren als Transparenz zu schaffen. Dies gilt insbesondere dann, wenn an einer betroffenen Gesellschaft auch noch mehrere Pools beteiligt sind, deren Mitglieder jeweils einzelne Mitteilungen machen müssen. Auch insoweit wäre an eine Einführung der amerikanischen Möglichkeit der gemeinsamen Erklärung für bloße Personengruppen zu denken. Durch derartige Maßnahmen könnte die Transparenz des Kapitalmarktes gesteigert und das Verwirrpotential verkleinert werden.

In den USA obliegt es dem Mitteilungspflichtigen, die eigenen Aktien des Emittenten unter Zugrundelegung der im letzten Quartalsbericht veröffentlichten Anzahl herauszurechnen, wenn er die Gesamtsumme der Anteile berechnet, denen er seine eigenen Anteile gegenüberstellt.

Für Deutschland geht die h. M. und insbesondere auch die BaFin demgegenüber davon aus, dass ein Herausrechnen selbstgehaltener Aktien der Aktiengesellschaft vom Gesetz nicht verlangt und für den Aktionär zu aufwändig ist. Da auch in Deutschland die Zahl selbstgehaltener Anteile im Rahmen der Regelpublizität zu veröffentlichen ist, kann sie allerdings auch in Deutschland mit verhältnismäßig geringem Aufwand herausgerechnet werden. Diese Herausrechnung ist auch vorzunehmen, denn sie führt zu einer realistischeren Abbildung der Machtverhältnisse innerhalb einer Gesellschaft. Eine Verpflichtung hierzu ergibt sich de lege lata bereits im Wege der Auslegung, denn es ist Zweck des § 21 WpHG, die Stimmrechtsmacht außerhalb der AG stehender Dritter wirklichkeitsgetreu abzubilden. Dieser Zweck würde verfehlt, wenn man die selbstgehaltenen Anteile der Gesellschaft in der Gesamtmenge mitzählt.

Die Ausnahme nach § 23 WpHG und das verkürzte Veröffentlichungsformblatt 13 G ähneln sich in Bezug auf die Voraussetzungen. § 23 WpHG ermöglicht Wertpapierdienstleistungsunternehmen bezogen auf ihren Handelsbestand und anderen Anlegern, sofern die 5 %-Schwelle betroffen ist und ihre Anteile lediglich zur kurzfristigen Spekulation gehalten werden, eine Befreiung von den Pflichten der §§ 21ff. WpHG. Formblatt 13 G steht ausdrücklich definierten institutionellen Investoren offen; davon werden die Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach deutschem Recht erfasst, es gibt allerdings noch weitere institutionelle Investoren, die keine Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind. Zusätzlich steht Formblatt 13 G auch allen denjenigen offen, die nicht mittels ihrer Beteiligung Einfluss bzw. Kontrolle auf das Unternehmen ausüben wollen. Unterschiedlich ist insofern, dass § 23 WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen prinzipiell hinsichtlich aller Schwellen eine Befreiungsmöglichkeit bietet, für andere Anleger jedoch nur für die 5%-Schwelle; Formblatt 13 G steht demgegenüber sowohl institutionellen Investoren als auch anderen passiven Anlegern bis zum Erreichen der 20%-Schwelle offen. § 23 WpHG und das Formblatt 13 G zeigen allerdings zwei völlig unterschiedlich gestaltete Möglichkeiten der Vereinfachung von Publizitätspflichten. § 23 WpHG ist als Befreiung gestaltet. Dies bedeutet, dass eine Befreiung unter Schilderung des zugrundeliegenden Sachverhalts bei der BaFin beantragt werden muss und bei gegebenen Voraussetzungen von dieser zu gewähren ist. In diesem Fall bestehen dann gar keine Veröffentlichungspflichten. Die amerikanische SEC stellt demgegenüber ihr verkürztes Formblatt 13 G zur Verfügung. Der Anleger entscheidet selbst, ob seine Beteiligung die Voraussetzungen für eine Erklärung nach dem vereinfachten Formblatt erfüllt, und reicht dann diese nach Jahresende ein, statt unmittelbar bei Vornahme

des Geschäfts das Formblatt 13 D zu verwenden. Ein wesentlicher Unterschied ist demzufolge, dass nach amerikanischem Recht in jedem Fall eine Veröffentlichung erfolgt, allerdings zu unterschiedlichen Zeitpunkten und gegebenenfalls mit verkürztem Inhalt. Der Vorteil einer derartigen verkürzten Veröffentlichung, die im Übrigen nicht weniger beinhaltet, als §§ 21ff. WpHG überhaupt für eine Mitteilung verlangen, ist die größere Transparenz für den Anleger, weil dadurch wirklich alle relevanten Beteiligungen offen gelegt werden müssen. Dies ist deshalb wichtig, weil nur so die Transparenz gewahrt bleibt, da der Anleger mitrechnen kann und es keine ihm verborgenen „Sprünge“ in den Beteiligungen gibt.

Die Veröffentlichungspflicht bedeutet im Vergleich auch in den USA keine erheblichen Zusatzkosten für Unternehmen, denn die Zusammenstellung der Informationen für die BaFin ist ja auch in Deutschland nötig, um eine Befreiung der BaFin zu erhalten. Die Weitergabe der Informationen an die SEC genügt aber in den USA für die Veröffentlichung, so dass es keine spezifischen Veröffentlichungskosten gibt. Dass die Anleger bei Veröffentlichungen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Bezug auf den Handelsbestand durch ein Zuviel an Informationen verwirrt würden, ist bei der amerikanischen Lösung nicht ersichtlich. Ab der Eingangsschwelle von 5 % bis zur 10 %-Schwelle erfolgt eine periodische Mitteilung zum Jahresende. Hier werden die zu diesem Zeitpunkt gehaltenen Anteile und keine Einzeltransaktionen offen gelegt. Eine Offenlegung von Einzeltransaktionen unmittelbar nach Vollzug der Transaktion gibt es auf dem verkürzten Formblatt 13 G für Beteiligungen zwischen 10 % und 20 %. Zwischen diesen Schwellenwerten ist dann aber auch eine Beteiligungsgröße vorhanden, bei der es für den Anleger durchaus interessant sein kann, über etwaige Transaktionen unterrichtet zu werden. Zu bedenken ist für die USA für diese Größenordnung allerdings auch noch, dass nunmehr eine Mitteilung nicht nur nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34, sondern auch nach Sec. 16 (a) S.E.A.'34 mit Blick auf die Prävention des Insiderhandels zu erfolgen hat. Dabei geht die Offenlegung im Rahmen des Sec. 16 (a) S.E.A.'34 nicht soweit wie im Rahmen des Sec. 13 (d) S.E.A.'34. Von der Veröffentlichungspflicht nach Sec. 16 (a) S.E.A.'34 gibt es aber keine derart weit reichende Ausnahme. In Deutschland kann demgegenüber eine größere Beteiligung durch ein Wertpapierhandelsunternehmen aufgebaut werden, ohne dass dies durch Anleger der betroffenen Gesellschaft bemerkt werden könnte. Das Ziel der Transparenz für den Anleger wird hier nicht in vergleichbarer Weise wie in den USA erreicht. Aufgrund der Verpflichtung, die Informationen für die BaFin zusammenzustellen, um eine Befreiung zu erhalten, ergibt sich im Vergleich auch für deutsche Wertpapierdienstleistungsunternehmen kein erheblich

geringerer Aufwand. Zusätzlicher Aufwand entsteht dementsprechend nur für den Emittenten durch das Einstellen der Information auf seiner Homepage. Dieser Aufwand scheint im Hinblick auf das Ziel der größeren Transparenz für den Anleger vertretbar.

In Deutschland wird für die Feststellung einer relevanten Beteiligung auf die Stimmrechte abgestellt, während in den USA das mittelbare oder unmittelbare Innehaben von Stimmrechten oder alternativ die Verfügungsbefugnis über Aktien entscheidend ist. In Deutschland werden zusätzlich nach § 22 WpHG Stimmrechte hinzugerechnet, die nicht unmittelbar dem Beteiligten gehören, auf deren Ausübung er aber im Regelfall Einfluss ausüben kann. § 22 WpHG listet für diesen Problemkreis zahlreiche Einzelatbestände auf, während der Großteil dieser Tatbestände in den USA durch die Generalklausel des mittelbaren oder unmittelbaren Innehabens von Stimmrechten erfasst wird. Hier handelt es sich allerdings vor allem um einen Unterschied in der Rechtstechnik, bei den tatsächlich erfassten Fällen ergibt sich demgegenüber in der Regel kein Unterschied.

In den USA, wie auch in Deutschland, können Gruppen von Personen durch die Vorschriften zur Beteiligungspublizität betroffen werden. In diesem Falle sind sowohl in Deutschland wie auch in den USA die Anteile der einzelnen Gruppenmitglieder den anderen Gruppenmitgliedern zuzurechnen. Unterschiede ergeben sich dann allerdings im Hinblick auf die Mitteilungspflicht. In den USA steht es den Mitgliedern einer Gruppe frei, ein gemeinsames Formblatt 13 D oder G einzureichen, während in Deutschland jedes Gruppenmitglied eine eigene Mitteilung an die Gesellschaft und die BaFin machen muss. In Deutschland führt dies zu einer beträchtlichen Behinderung der Transparenz, da die Transaktion eines Gruppenmitglieds möglicherweise bei größeren Aktionärspools zu unzähligen Folgemitteilungen führt, die alle dieselbe Transaktion zum Gegenstand haben. Dies Problem wird verringert, wenn man wie in den USA die Möglichkeit zur Verfügung stellt, eine gemeinsame Mitteilung einzureichen. Die Schaffung der Möglichkeit der einheitlichen Mitteilungen für Gruppen wäre demnach auch für die §§ 21ff. WpHG zu empfehlen.

Sowohl nach US-amerikanischem als auch nach deutschem Recht besteht eine Verpflichtung, die Gruppenbildung in Bezug auf Stimmrechte bei Überschreiten der entsprechenden Schwellenwerte unmittelbar offen zu legen. Problematisch ist allerdings in beiden Rechtskreisen die Feststellung, wann eine Gruppenbildung vorliegt. Eine Feststellung des abgestimmten Verhaltens ist nur dann möglich, wenn die Mitglieder dieser losen Verbindung auch bereit sind, dieses offen zu legen. Dies bedeutet, dass Vereinbarungen zwischen Aktionären, die zur Gruppenbildung führen, möglicherweise erst sehr spät, nämlich bei

Vornahme des ersten eindeutigen Gruppengeschäfts, offen gelegt werden. Möglicherweise sind hier scharfe Sanktionen anzuwenden, sofern eine unterlassene Veröffentlichung entdeckt wird, um so eine Veröffentlichungsbereitschaft zu erzwingen. Dies läge im Interesse der Anleger, da abgestimmte Gruppen sich letztlich wie ein Großaktionär verhalten und damit die Gesellschaft dominieren. Der Aktionär muss zumindest die Wahl haben, ob er in einer Gesellschaft mit der abgestimmten Gruppe verbleiben will oder ob er es vorzieht seine Aktien zu veräußern.

Die Sanktion des § 28 WpHG schreckt einen Übernahmeinteressenten in der Regel nicht, da er jedenfalls weiter kaufen und verkaufen kann⁶⁷⁶ und seine Rechte nach Nachholung der erforderlichen Mitteilung auch wieder ausüben kann. In den USA gibt es demgegenüber eine Vielzahl möglicher Sanktionen völlig unterschiedlicher Art. Einerseits kann die SEC selbst Bußgelder verhängen, andererseits haben aber auch die Emittenten zivilrechtlich Möglichkeiten, gegen einen säumigen Meldepflichtigen vorzugehen. In derartigen Verfahren wurden schon Verurteilungen unterschiedlichen Schweregrades ausgesprochen, deren Verhängung stark davon abhing, wie das Gericht dem Normverletzer bzw. dem Emittenten gewogen war und welche Strafen das zuständige Obergericht schon für möglich gehalten hatte, was zu einer gewissen Unberechenbarkeit führt. Als Sanktion angeordnet wurde beispielsweise schon das Verbot des Erwerbs weiterer Wertpapiere des Emittenten⁶⁷⁷, die Abschöpfung des durch das Unterbleiben der Mitteilung gemachten Gewinns⁶⁷⁸, die Entziehung des Stimmrechts und bzw. oder die Rückgängigmachung des Kaufs weiterer Wertpapiere im Zeitraum der Falsch- bzw. Nichtmeldung⁶⁷⁹. Insoweit besteht Unsicherheit im Hinblick auf mögliche Rechtsfolgen, die über die normalerweise zu tragende Unsicherheit im Blick auf die konkrete Höhe von Bußgeld oder Schadensersatzzahlungen hinausgeht. Eine derartige Unsicherheit im Hinblick auf die Rechtsfolge etwaigen Fehlverhaltens kann für das deutsche Rechtssystem nicht hingenommen werden. Es ist allerdings darüber nachzudenken, ob die Sanktion des § 28 WpHG ausreichend ist, um Verstöße gegen die §§ 21ff. WpHG nicht zur Regel werden zu lassen.

In Deutschland sind Optionen zumindest nach h. M. nicht meldepflichtig. Erst der Erwerb von Eigentum ist meldepflichtig. In den USA sind demgegenüber Optionen ausdrücklich in die

⁶⁷⁶ Vgl. hierzu Witt, WM 98,1153 (1156).

⁶⁷⁷ Vgl. *Indiana National Corp. v. Rich*, 712 F. 2d 1180 (7th Cir. 1983); *CNW Corp. v. Japonica Partners, L.P.*, 874 F.2d 193 (3rd Cir. 1989); *Florida Commercial Banks v. Culverhouse*, 772 F. 2d 1513 (11th Cir. 1985); *Portsmouth Square, Inc. v. Shareholders Protective Committee*, 770 F.2d 866 (9th Cir. 1985); Steinberg, *Understanding Securities Law*, § 13.07.

⁶⁷⁸ Vgl. *SEC v. First City Financial Corp., Ltd.* 890 F.2d 1215 (D.C. Cir. 1989).

⁶⁷⁹ Vgl. *SEC v. First City Financial Corporation, Ltd.*, 688 F. Supp. 705 (D.D.C. 1988), *aff'd*; (1989-1990 *Transfer Binder*), Fed. Sec. L. Rep. (CCH), ¶ 94,801 (D.C. Cir. 1989).

Meldepflicht miteinbezogen. Dies führt einerseits zu einer größeren Transparenz, da der Aufbau einer größeren Beteiligung auch durch den Erwerb von Optionen und deren spätere Ausübung geschehen kann; andererseits führt die Mitteilung über den Erwerb von Optionen oder die Gewährung von Optionen auch zu einer gewissen Verwirrung des Marktes, da nicht klar ist, ob Optionen später ausgeübt werden und auch keine fixe Gesamtsumme vorhandener Optionen besteht. Außerdem ist der Inhaber einer Option im Regelfall nicht Inhaber von Rechten aus der Beteiligung. Fraglich ist damit, ob die Umgehungsgefahr hinsichtlich des Aufbaus einer größeren Beteiligung durch Optionen oder die mögliche Verwirrung des Anlegerpublikums durch eine auf Optionen ausgedehnte Beteiligungspublizität überwiegt. Hier sollte davon ausgegangen werden, dass das interessierte Anlegerpublikum sich nicht hauptsächlich durch Einzelmitteilungen selbst informiert, sondern durch Berichte in der Presse, die die Mitteilungen kommentieren. Die Verwirrungsgefahr ist dementsprechend geringer einzustufen, so dass de lege ferenda an eine Einbeziehung der Optionen in die Beteiligungspublizität zu denken wäre.

III. Fazit:

Mit der den §§ 21ff. WpHG zugrundeliegenden EU-Richtlinie sollte durch angemessene Information der Schutz der Anleger auf dem Wertpapiersektor verbessert und ihr Vertrauen in die Kapitalmärkte gestärkt werden. Hierdurch sollte die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts verbessert werden⁶⁸⁰. Der deutsche Gesetzgeber bezweckte bei der Umsetzung 1994 zusätzlich, durch größere Transparenz dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegenzuwirken und dem Emittenten einen besseren Überblick über seine Aktionärsstruktur und die Beherrschungsverhältnisse zu verschaffen⁶⁸¹. Der US-amerikanische Gesetzgeber bezweckte demgegenüber mit Sec. 13 (d) S.E.A.'34 primär, den Markt über mögliche Verschiebungen der Machtverhältnisse innerhalb einer Gesellschaft aufzuklären⁶⁸². Die Vorschriften der Sec. 13 (d) und (e) S.E.A.'34 wurden 1968 als Bestandteil des Williams Acts erlassen. Zu diesem Zeitpunkt hatte gerade eine Vielzahl von Unternehmensübernahmen durch Barangebote stattgefunden. Diese Übernahmeform sollte zugunsten des Anlegerschutzes geregelt werden, ohne sie vollends unmöglich zu machen. Nach dem US-amerikanischen Recht liegt der Fokus deshalb stärker darauf, den unbemerkten Aufbau von Machtpositionen zu

⁶⁸⁰ Siehe Einleitungstext der Transparenzrichtlinie, RiLi 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 ABl. Nr. L 348 vom 17.12.1988.

⁶⁸¹ Vgl. BT-Drs. 12/6679, S. 52.

⁶⁸² Vgl. GAF Corp. v. Milstein, 453 F 2d 709, 719 (2d Cir. 1971).

erschweren und soweit möglich zu verhindern. Es geht weniger um die schlichte Information wie in Europa, sondern eher darum, das Vorfeld von Unternehmensübernahmen so fair wie möglich zu gestalten. Diese unterschiedliche Zielrichtung erklärt den extensiveren Veröffentlichungsinhalt der amerikanischen Beteiligungspublizität und auch die insgesamt höheren Publizitätspflichten. Diese extensiveren US-amerikanischen Publizitätspflichten führen zum Teil zu einem Übermaß an Publizität, welche für Mitteilungspflichtige mit erheblichem Aufwand und Kosten verbunden ist. Teilweise wäre allerdings eine Einführung ähnlicher Pflichten ins deutsche oder europäische Wertpapierrecht, wie im obigen Vergleich beschrieben, durchaus zu begrüßen, da die Vergrößerung der Transparenz für den Anleger so erheblich ist, dass sie den Mehraufwand für die Meldepflichtigen rechtfertigt.

Eine Entsprechung für Sec. 16 (a) S.E.A.'34, der Personen mit einer Beteiligung von 10 % oder mehr als Insider behandelt und dementsprechend bestimmten Insiderpublizitätsvorschriften unterwirft, fehlt auf deutscher Seite ganz. Die amerikanische Gesetzgebung ging insoweit davon aus, dass jemand, der eine Beteiligung von 10 % oder mehr an einer Gesellschaft innehat, diese beeinflussen und Macht ausüben kann und deshalb auch Zugang zu Insidertatsachen haben kann. Eine derartige Bestimmung würde de lege ferenda auch in Deutschland zugunsten des Anlegerschutzes Sinn machen, denn mit einer 10%-Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft besteht tatsächlich eine erhebliche Macht- und Einflussposition.

H. Publizitätspflichten bei öffentlichen Angeboten:

I. Bestandsaufnahme:

1. Deutsches Recht:

Zu den bereits genannten Publizitätspflichten treten im Falle eines öffentlichen Angebots oder eines Pflichtangebots im Anwendungsbereich des Wertpapierübernahmegesetzes (WpÜG) Publizitätspflichten nach diesem Gesetz hinzu⁶⁸³. Das WpÜG ist auf öffentliche Angebote und Pflichtangebote zum Erwerb von Aktien einer börsennotierten Gesellschaft anzuwenden. Öffentlich ist ein Angebot dann, wenn es sich um die nicht individuelle Ansprache mehrerer Aktionäre handelt⁶⁸⁴.

Publizitätspflichten nach dem WpÜG sind erstens die Pflicht zur Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Erwerbsangebots, § 10 WpÜG; bei Pflichtangeboten ist stattdessen nach § 35 I WpÜG die Tatsache der Kontrollerlangung zu

⁶⁸³ Vgl. hierzu Ekkenga/Hofschroer, DStR 2002, 724.

veröffentlichen; zweitens ist die Angebotsunterlage selbst nach ihrer Billigung durch die BaFin nach § 14 II WpÜG bzw. für Pflichtangebote nach § 35 II WpÜG zu veröffentlichen; drittens sind Beteiligungs- und Annahmquoten während der Annahmefrist sowie nach Ablauf der Annahmefrist offen zu legen, § 23 WpÜG.

Die übernahmerechtlichen Publizitätsvorschriften bezwecken in erster Linie die Herstellung der notwendigen Bedingungen für ein faires Angebotsverfahren und die Stärkung der Position der Minderheitsaktionäre⁶⁸⁵.

a. § 10 WpÜG Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots:

§ 10 I WpÜG gibt bestimmte Publizitätspflichten vor, die allein aus der Tatsache resultieren, dass sich ein Bieter für die Abgabe eines öffentlichen Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren entscheidet. Durch diese Publizitätspflichten sollen Anleger rechtzeitig über bevorstehende Unternehmensübernahmen informiert werden und Insidergeschäfte vermieden werden. Marktverzerrungen sollen so verhindert werden⁶⁸⁶.

Die in § 10 WpÜG vorgesehene Publizität ist mehrstufig aufgebaut. Zunächst sind die BaFin und die Geschäftsführungen der betroffenen Börsen von der bevorstehenden Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zu unterrichten. Als nächstes erfolgt die Veröffentlichung in überregionalen Börsenpflichtblättern oder einem elektronischen Informationsverbreitungssystem. Abschließend ist die Entscheidung zur Angebotsabgabe dem Vorstand der Zielgesellschaft mitzuteilen.

Problematisch ist die Feststellung des Zeitpunktes, in dem die Pflicht zur Unterrichtung der BaFin über eine bevorstehende Veröffentlichung entsteht, in dem also die Entscheidung des Bieters zur Angebotsabgabe fällt. Eine Entscheidung erfordert eine abschließende Meinungsbildung, die Zeit der Prüfung und Beratung muss vorbei sein⁶⁸⁷. In der Regel wird dieser Zeitpunkt erreicht sein, wenn der Vorstand die Abgabe eines öffentlichen Angebots beschließt. Wenn der Vorstand allerdings aufgrund des § 111 IV AktG ein öffentliches Angebot erst mit Zustimmung des Aufsichtsrats abgeben darf, so ist dessen Zustimmung abzuwarten. Die Veröffentlichungspflichten entstehen in diesem Fall nicht mit dem

⁶⁸⁴ Vgl. Schwark/ Noack, §§ 1, 2 WpÜG, Rdn. 13.

⁶⁸⁵ Caspari, NZG 05, 98 (102).

⁶⁸⁶ Vgl. Schwark/ Noack, § 10 WpÜG Rdn. 1; Assmann, ZGR 02, 697; Liebscher, ZIP 01, 853; Thaeter/Barth, NZG 01, 545 (547); Ekkenga/ Hofschroer, DStR 02, 724 (726).

⁶⁸⁷ Vgl. Schwark/ Noack, § 10 WpÜG, Rdn. 6; KK-WpÜG/ Hirte, § 10 Rdn. 26ff.

Vorstandsbeschluss⁶⁸⁸. Nach § 10 I 2 WpÜG ist die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots ohne die erforderliche Zustimmung der Gesellschafterversammlung zu publizieren. Die BaFin kann nach § 10 I 3 WpÜG einen Veröffentlichungsaufschub gewähren, um zunächst eine Gesellschafterversammlung durchzuführen, wenn Marktverzerrungen im Sinne des § 3 V WpÜG unwahrscheinlich sind. Diese Befreiung wird allerdings bei börsennotierten Bietergesellschaften kaum zum Tragen kommen, da Marktverzerrungen hier in der Regel durch die öffentliche Einberufung der Hauptversammlung zu erwarten sind⁶⁸⁹. Will der Bieter in jedem Falle nur im Zusammenwirken mit der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft ein Angebot abgeben, soll das Angebot also definitiv „freundlich“ sein, so ist ohne die erforderliche Zustimmung des Vorstands und des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft noch keine Entscheidung gefallen⁶⁹⁰. Dementsprechend entsteht in diesem Falle die Veröffentlichungspflicht auch erst mit der Zustimmung der Gremien der Zielgesellschaft. Eine Bietergemeinschaft hat sich entschieden, wenn alle Mitglieder der Gemeinschaft der Abgabe eines Angebotes zugestimmt haben⁶⁹¹.

Ist die Entscheidung über die Abgabe des Angebots gefallen, so sind zunächst die BaFin und die Geschäftsführungen der betroffenen Börsen über die bevorstehende Veröffentlichung zu informieren. Es sind die Geschäftsführungen derjenigen Börsen zu informieren, an denen Wertpapiere des Bieters, der Zielgesellschaft oder unmittelbar betroffener Gesellschaften, also beispielsweise Wertpapiere, die als Gegenleistung angeboten werden sollen, oder solche von Tochtergesellschaften gehandelt werden.

Nach dieser Vorabinformation hat die unverzügliche Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zu erfolgen. Die Veröffentlichung muss nach § 10 III WpÜG in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder mittels eines elektronischen Informationsverbreitungssystems erfolgen, wobei die Internetadresse, unter welcher die Angebotsunterlage abgerufen werden kann, in jedem Fall enthalten sein muss. Alle weiteren Veröffentlichungsinhalte sind nicht von Gesetzes wegen vorgegeben, jedoch erfordert schon die Verständlichkeit der Veröffentlichung die Angabe von Bieter und Zielgesellschaft sowie der voraussichtlich betroffenen Wertpapiere⁶⁹².

⁶⁸⁸ Vgl. Schwark/ Noack, § 10 WpÜG, Rdn. 7; KK-WpÜG/ Hirte, § 10 Rdn. 30; Ekkenga/ Hofschroer, DStR 02, 724 (727); ablehnend zu einer Dominanz des Gesellschaftsrechts gegenüber dem Kapitalmarktrecht und damit gegen ein Abwarten der Aufsichtsratsentscheidung Ekkenga, ZGR 99, 165 (182); Liebscher, ZIP 01, 853 (860).

⁶⁸⁹ Vgl. Schwark/ Noack, § 10 WpÜG, Rdn. 12.

⁶⁹⁰ Vgl. Schwark/ Noack, § 10 WpÜG, Rdn. 8.

⁶⁹¹ Vgl. KK-WpÜG/ Hirte, § 10 Rdn. 30; Steinmeyer/ Häger, § 10 Rdn. 14.

⁶⁹² Vgl. Schwark/ Noack, § 10 WpÜG, Rdn. 27.

Die Veröffentlichung ist der BaFin sowie den Geschäftsführungen der betroffenen Börsen zu übersenden. Nach der Veröffentlichung ist der Vorstand der Zielgesellschaft zu informieren.

Die BaFin stellt in tabellarischer Form Bieter- und Zielgesellschaft sowie Veröffentlichungsdatum und Veröffentlichungsort in eine elektronische Datenbank ein, die für jedermann kostenfrei zugänglich ist⁶⁹³. Nicht einsehbar ist dort allerdings die Veröffentlichung selbst.

Für schuldhafte Verstöße gegen § 10 WpÜG sind nach § 60 WpÜG Bußgelder in unterschiedlichen Größenrahmen vorgesehen. Schadensersatzansprüche ergeben sich demgegenüber aus der Verletzung des § 10 WpÜG nicht.

b. §§ 11, 14 II WpÜG Veröffentlichung der Angebotsunterlage:

Nach §§ 11, 14 II WpÜG muss die Angebotsunterlage veröffentlicht werden. Die Angebotsunterlage ist das zentrale Dokument, welches in erster Linie die Wertpapierinhaber der Zielgesellschaft, aber auch Arbeitnehmer und Organmitglieder der Zielgesellschaft informieren soll⁶⁹⁴. Den Angebotsadressaten soll ermöglicht werden zu beurteilen, ob das Angebot auf einer vertretbaren wirtschaftlichen Grundlage steht und welche Maßnahmen bei erfolgreichem Angebot zu erwarten sind.

Die Angebotsunterlage muss den Bieter, die Zielgesellschaft und die betroffenen Wertpapiere identifizieren, Angebotsgegenstand und Gegenleistung sowie Angebotsbedingungen und Angebotsfrist nennen. Sofern als Gegenleistung Wertpapiere angeboten werden, sind Angaben wie in einem Verkaufsprospekt erforderlich, vgl. § 2 Nr. 2 AngebotsVO. Art und Höhe der Gegenleistung können bis zu einem Werktag vor Ablauf der Annahmefrist geändert werden, vgl. § 21 I WpÜG. Der Angebotsunterlage ist bei Barangeboten zusätzlich noch die Finanzierungsbestätigung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG beizufügen.

Zusätzlich muss die Angebotsunterlage nach § 11 II 3 WpÜG ergänzende Angaben enthalten. Hierunter fällt insbesondere die Finanzierung des Angebots. Der Bieter muss erklären, dass die Gegenleistung sicher bereitsteht; darüber hinaus verlangt die BaFin detaillierte Angaben zu dem Umfang des Angebots, dem Kaufpreis unter Zugrundelegung der Vollannahmehypothese und den Transaktionskosten⁶⁹⁵. Zusätzlich muss der Bieter die Auswirkungen auf seine Vermögens-, Finanz- und Ertragslage darstellen, wobei detaillierte verbale Ausführungen zu

⁶⁹³ Einsehbar unter http://www.bafin.de/datenbanken/wpueg_10+35liste.htm.

⁶⁹⁴ Vgl. Hamann, ZIP 01, 2249; Geibel/ Süßmann, BKR 02, 52; Ekkenga/ Hofschroer, DStR 02, 724 (727).

⁶⁹⁵ Vgl. Lenz/Behnke, BKR 03, 43 (46).

den wesentlichen Bilanzpositionen in Gegenwart und Zukunft zu machen sind und die wesentlichen betriebswirtschaftlichen Kennzahlen mitgeteilt werden müssen⁶⁹⁶.

§ 11 II 3 Nr. 2 WpÜG verlangt Angaben über die Absichten des Bieters. Hierher gehören insbesondere Restrukturierungsabsichten des Bieters oder Pläne, die Zielgesellschaft in einen Unternehmensverbund zu integrieren.

Im Rahmen der Angebotsunterlage anzugeben sind auch gewährte oder in Aussicht gestellte Geldleistungen oder die Gewährung anderer geldwerter Vorteile an die Organmitglieder der Zielgesellschaft. Anzugeben sind allerdings nur solche Leistungen, auf die das Organmitglied keinen Rechtsanspruch aufgrund seiner Beziehung zu der Zielgesellschaft hat. Eine Abfindungszahlung ist dementsprechend nur anzugeben, wenn das Organmitglied darauf keinen oder zumindest noch keinen fälligen Anspruch hat.

Nach der WpÜG-AngebotsVO sind weitere ergänzende Angaben aufzunehmen. So sind identifizierende Angaben über Personen, die gemeinsam mit dem Bieter handeln erforderlich; eine Erläuterung der Bewertungsmethode zur Festsetzung der Gegenleistung; Angaben über bereits vom Bieter gehaltene oder ihm zuzurechnende Wertpapiere sowie die für diese Wertpapiere gezahlte Gegenleistung, sofern der Kauf weniger als drei Monate zurückliegt; Aussagen über die Zuteilung bei Teilangeboten; Angaben über behördliche Verfahren sind ebenso wie Hinweise zur technischen Abwicklung der Transaktion in die Angebotsunterlage aufzunehmen.

Die Angebotsunterlage muss zusätzliche gesonderte Angaben zur Identifikation der verantwortlichen Person, in der Regel des Bieters, und Erklärungen zur Vollständigkeit und Richtigkeit der Angebotsunterlage enthalten.

Die Angebotsunterlage muss während der Angebotsfrist aktualisiert werden. Dies ergibt sich zwar nicht unmittelbar aus dem Gesetz, es handelt sich aber um ein Gebot des Anlegerschutzes⁶⁹⁷.

Die BaFin entspricht den Bedürfnissen der Praxis, indem sie in der Regel bereits vorab eine Vorprüfung der Angebotsunterlage durchführt. Die BaFin prüft dann die Angebotsunterlage und gibt bei Fehlern Gelegenheit zur Korrektur. Bislang sind alle der BaFin vorgelegten Angebotsunterlagen zunächst beanstandet worden⁶⁹⁸. Die Angebotsunterlage ist in ihrer endgültigen Fassung innerhalb von vier Wochen nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots der BaFin zu übermitteln. Bleibt die Angebotsunterlage fehlerhaft oder

⁶⁹⁶ Vgl. Schwark/ Noack, § 11 WpÜG, Rdn. 20; Lenz/Behnke, BKR 03, 43 (46).

⁶⁹⁷ Vgl. Assmann, ZGR 02, 697 (718); Schwark/ Noack, § 12 WpÜG, Rdn. 13.

⁶⁹⁸ Vgl. Krause, NJW 04, 3681 (3683).

unvollständig, muss ihre Veröffentlichung nach § 15 I, II WpÜG durch die BaFin untersagt werden. Nach § 26 I WpÜG hat das eine einjährige Sperrfrist für erneute Angebote des Bieters zur Folge. Wird die Veröffentlichung dagegen gestattet oder lässt die BaFin eine grundsätzlich zehn Werktage betragende Frist nach § 14 II 1 WpÜG verstreichen, so ist die Angebotsunterlage zu veröffentlichen.

Sie muss nach § 14 II WpÜG im Internet veröffentlicht werden, daneben hat der Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder die kostenlose Ausgabe bei einer geeigneten Stelle zu erfolgen. Auf die zu diesem Zweck tätigen Stellen ist in einem überregionalen Börsenpflichtblatt hinzuweisen. Die BaFin ist mit einem Exemplar bzw. einer Kopie des Börsenpflichtblatts, das entweder den Volltext oder die Hinweisbekanntmachung enthält, über die Veröffentlichung zu informieren. Dem Vorstand der Zielgesellschaft ist ebenfalls ein Exemplar zu übermitteln. Dieses ist an die Belegschaft weiterzuleiten. Die Angebotsunterlage darf nach § 14 II 2 WpÜG nicht bekannt gemacht werden, bevor die Publikation in den vorgeschriebenen Veröffentlichungsformen erfolgt ist.

Die BaFin stellt wiederum tabellarisch Bieter- und Zielgesellschaft und den Veröffentlichungsort in eine spezielle elektronische Datenbank ein, die für jedermann kostenfrei zugänglich ist⁶⁹⁹. Die eigentliche Angebotsunterlage kann dort abgerufen werden.

Für die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angebotsunterlage ergibt sich aus § 12 WpÜG eine Haftung auf Schadensersatz, die derjenigen der §§ 44ff., 55 BörsG für den Börsenzulassungsprospekt nachgebildet ist. Es haften also diejenigen gesamtschuldnerisch, die für die Angebotsunterlage die Verantwortung übernommen haben. Anspruchsberechtigt sind nur ehemalige Wertpapierinhaber, die das Angebot angenommen haben. Die Haftung entfällt, wenn der Fehler der Angebotsunterlage nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht, wobei eine Beweislastumkehr zu Lasten der Anspruchsverpflichteten besteht, § 12 II WpÜG. Diskutiert wird auch eine Haftung nach § 823 II BGB wegen Unterlassung der Veröffentlichung der Angebotsunterlage⁷⁰⁰. Zusätzlich ist das Unterbleiben der Veröffentlichung oder die nicht korrekte Veröffentlichung eine Ordnungswidrigkeit, die nach § 60 WpÜG mit Bußgeldern geahndet werden kann.

c. § 27 WpÜG Stellungnahme der Organe der Zielgesellschaft:

Nach § 27 I WpÜG haben Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft zur Angebotsunterlage und zu jeder Änderung des Angebots eine begründete Stellungnahme

⁶⁹⁹ Einsehbar unter http://www.bafin.de/datenbanken/wpueg_14liste.htm.

⁷⁰⁰ Vgl. Ekkenga/ Hofschroer, DStR 02, 724 (730)

abzugeben. Den Wertpapierinhabern soll die Möglichkeit gegeben werden, beide Seiten zu hören und so eine ausgewogene Entscheidungsgrundlage zu haben.

Der Vorstand muss sachlich auf alle wesentlichen Aspekte des vorliegenden Angebots eingehen. Er ist insbesondere verpflichtet, die Angaben des Bieters zu Art und Höhe der angebotenen Gegenleistung und zu den vom Bieter verfolgten Zielen kritisch zu prüfen. Die Stellungnahme muss auf die voraussichtlichen Folgen eines erfolgreichen Angebots für die Zielgesellschaft eingehen. Auch die möglichen Folgen für die Arbeitnehmer sind darzustellen. Soweit die Stellungnahme prognostischen Charakter hat, steht dem Vorstand ein Beurteilungsspielraum zu. Der Vorstand kann eine Empfehlung zu dem Angebot abgeben, er ist jedoch nicht dazu verpflichtet. Die Mitglieder des Vorstands, die Wertpapiere der Zielgesellschaft halten, müssen sich dazu äußern, ob sie das Angebot annehmen wollen.

Auch der Aufsichtsrat hat eine Stellungnahme abzugeben. Die Stellungnahmen der beiden Organe können gemeinsam oder getrennt abgegeben werden⁷⁰¹. Übermitteln Betriebsrat oder Arbeitnehmer – weil ein Betriebsrat nicht besteht – dem Vorstand eine Stellungnahme, so ist diese den Stellungnahmen der Organe beizufügen und mit zu veröffentlichen.

Die Stellungnahmen bei einer Angebotsänderung müssen sich nur auf die geänderten Teile des Angebots beziehen⁷⁰².

Die Stellungnahmen sind nach § 27 III WpÜG unverzüglich nach der Übermittlung der Angebotsunterlage durch den Bieter zu publizieren. Dabei ist es allerdings als ausreichend anzusehen, wenn die Veröffentlichung der Stellungnahmen innerhalb eines Zeitraums von zwei Wochen nach Übermittlung der Angebotsunterlage erfolgt⁷⁰³. Die Stellungnahmen sind nach § 27 III 1, 3 i.V.m. § 14 III 1 WpÜG in der gleichen Form wie die Angebotsunterlage zu veröffentlichen, wobei der BaFin ebenso wie bei der Angebotsunterlage ein Beleg über die Veröffentlichung zu übersenden ist. Gleichzeitig mit der Veröffentlichung sind die Stellungnahmen der Organe dem Betriebsrat oder bei Nichtbestehen eines solchen den Arbeitnehmern zu übermitteln.

Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen die Publikationspflicht sind Ordnungswidrigkeiten, die nach § 60 WpÜG mit einer Geldbuße geahndet werden. Das Gesetz enthält keine Sanktionen für fehlerhafte Stellungnahmen. Eine Haftung kommt jedoch für Vorstand und Aufsichtsrat gegenüber ihrer Gesellschaft aus §§ 93 II, 116 AktG in Betracht, wenn es zu einer Schädigung der Gesellschaft durch die öffentliche Falschdarstellung der

⁷⁰¹ Vgl. Schwark/ Noack, § 27 WpÜG, Rdn. 18; Ekkenga/ Hofschroer, DStR 02, 724 (728).

⁷⁰² Vgl. Schwark/ Noack, § 27 WpÜG, Rdn. 21.

⁷⁰³ Vgl. Schwark/ Noack, § 27 WpÜG, Rdn. 27; Hopt, ZHR 166 (2002), 383 (421).

Verhältnisse kommt. Zusätzlich kommt eine Haftung gegenüber den Wertpapierinhabern aufgrund von § 823 II BGB in Betracht. Problematisch ist insoweit die Schutzgesetzeigenschaft des § 27 WpÜG. Diese kann jedoch bejaht werden, da § 27 WpÜG in erster Linie der Information und Meinungsbildung der Wertpapierinhaber dient⁷⁰⁴. Streitig ist auch, ob zusätzlich die Grundsätze der zivilrechtlichen Prospekthaftung heranzuziehen sind⁷⁰⁵. Begründet wird eine Haftung nach diesen Grundsätzen damit, dass sich die Stellungnahme an den unbestimmten Aktionärskreis einer börsennotierten Aktiengesellschaft richtet.

d. § 23 WpÜG Veröffentlichungspflichten des Bieters nach der Abgabe des Angebots:

§ 23 WpÜG enthält in seinen zwei Absätzen zwei unterschiedliche Formen der Informationspflicht für den Bieter.

§ 23 I WpÜG verpflichtet, jeden Bieter wöchentlich bzw. in der letzten Woche vor Ablauf der Annahmefrist täglich und nach Ablauf der Annahmefrist sowie nach Ablauf der weiteren Annahmefrist „Wasserstandsmeldungen“ zu veröffentlichen⁷⁰⁶. Die zu publizierende Information dient der Transparenz während des Verfahrens sowie der Gleichbehandlung der Wertpapierinhaber. Es werden Klarheit über die Beteiligung des Bieters und die Akzeptanz des Angebots geschaffen.

Gegenstand der Information sind zum einen „zustehende“ Wertpapiere. Dies sind Wertpapiere, die vom Bieter, von gemeinsam mit dem Bieter handelnden Personen oder von Tochterunternehmen gehalten werden oder deren Übereignung verlangt werden kann, vgl. § 23 I 2 i.V.m. § 31 VI WpÜG. Zu informieren ist weiterhin über zustehende Stimmrechte; dies sind die Stimmrechte aus den zustehenden Wertpapieren und zuzurechnende Stimmrechte, die sich aus den Regelungen des § 30 WpÜG ergeben.

Die Veröffentlichung muss die Anzahl der Wertpapiere, die Höhe des Anteils am Grundkapital und die Höhe des Stimmrechtsanteils wiedergeben. Die Mitteilung über die zugegangenen Annahmeerklärungen bildet den wichtigsten Teil der Veröffentlichung. Anzugeben ist auch hier die Anzahl der Wertpapiere, auf die sich die Annahmeerklärungen beziehen, sowie der sich ergebende Kapital- und Stimmrechtsanteil.

⁷⁰⁴ Vgl. Schwark/ Noack, § 27 WpÜG, Rdn. 34; KK-WpÜG/ Hirte, § 27 Rdn. 27; a. A. Geibel/Süßmann/Schwennicke, § 27 Rdn. 51.

⁷⁰⁵ So Schwark/ Noack, § 27 WpÜG, Rdn. 35; Geibel/Süßmann/ Thun, § 23 Rdn. 29

⁷⁰⁶ Vgl. hierzu Witt, AG 01, 233; ders., NZG 00, 809.

Die Publikation hat durch Bekanntgabe im Internet und Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder Schalterpublizität zu erfolgen. Der BaFin ist ein Beleg über die Printpublikation zu übermitteln.

Die Veröffentlichungen haben zu Beginn der Annahmefrist, wie oben dargestellt, wöchentlich und in der letzten Woche der Annahmefrist täglich zu erfolgen. Zusätzlich ist unmittelbar nach Ablauf der Annahmefrist eine aktuelle „Wasserstandsmeldung“ zu veröffentlichen. In der Praxis erfolgt diese Veröffentlichung aus praktischen Gründen in Anlehnung an die Praxis zum Übernahmekodex innerhalb von fünf Börsentagen⁷⁰⁷. War das Übernahmeangebot erfolgreich, so ergibt sich aus § 16 II WpÜG eine weitere zweiwöchige Annahmefrist, während der es allerdings keine weiteren Veröffentlichungspflichten nach § 23 WpÜG gibt⁷⁰⁸. Eine Offenlegungspflicht nach § 23 WpÜG besteht allerdings unmittelbar nach Ablauf dieser weiteren Annahmefrist.

Zu beachten ist auch, dass das WpÜG die Beteiligungspublizität nach den §§ 21ff. WpHG nicht verdrängt. Anteilszuwächse sind daher auch nach §§ 21ff. WpHG bzw. §§ 20ff. AktG offen zu legen.

Eine weitere Veröffentlichungspflicht enthält § 23 II WpÜG. Nach § 23 II WpÜG ist bei erfolgreichen Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten ein Aktienerwerb des Bieters „außerhalb des Angebotsverfahrens“ zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ablauf eines Jahres nach der Veröffentlichung des Ergebnisses mitteilungs- und veröffentlichungspflichtig. § 23 II WpÜG ermöglicht es ehemaligen Aktionären, die das Angebots angenommen haben, etwaige Nachbesserungsansprüche hinsichtlich des ihnen gezahlten Preises nach § 31 IV, V WpÜG geltend zu machen.

Während des Übernahmeverfahrens erfolgt der Aktienerwerb dann außerhalb des Angebotsverfahrens, wenn er nicht auf Annahmeerklärungen von Aktionären auf das Angebot hin basiert. In Betracht kommen also beispielsweise freie Käufe über die Börse. Bei einem Erwerb vor Ablauf der Annahmefrist ist diese Transaktion nicht nur Gegenstand einer Veröffentlichung nach § 23 II WpÜG, sondern auch in die „Wasserstandsmeldung“ nach § 23 I WpÜG aufzunehmen. Nach Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebotsverfahrens sind für ein weiteres Jahr alle Erwerbsgeschäfte von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter oder mit ihm gemeinsam handelnde Personen bzw. Tochterunternehmen zu veröffentlichen.

⁷⁰⁷ Vgl. Schwark/ Noack, § 23 Rdn. 17.

⁷⁰⁸ Vgl. Schwark/ Noack, § 23 Rdn. 18; Steinmeyer/Häger, § 23 Rdn 8; Geibel/Süßmann/ Thun, § 23 Rdn. 29; Witt, NZG 01, 809 (817); a. A. KK-WpÜG/ Möllers, § 23 Rdn. 82ff., der eine Zwischenberichterstattung analog § 23 I 1 WpÜG bejaht.

Diskutiert wird eine teleologische Reduktion des § 23 II WpÜG auf den außerbörslichen Erwerb von Aktien, da nur der außerbörsliche Erwerb von Aktien Nachbesserungsansprüche nach § 31 V WpÜG begründen kann⁷⁰⁹. Damit braucht der Wertpapierinhaber auch nur diese Information zur Geltendmachung von Nachbesserungsansprüchen, so dass das Ziel des § 23 II WpÜG, dem Wertpapierinhaber die Geltendmachung seiner Ansprüche zu ermöglichen, auch mit der teleologischen Reduktion erreicht würde. Dem Bieter sinnlose Informationspflichten aufzuerlegen wird als übermäßige Belastung des Bieters gesehen.

Die Veröffentlichung nach § 23 II WpÜG muss die Höhe der erworbenen Aktien- und Stimmrechtsanteile und die Anzahl der erworbenen Wertpapiere anzugeben. Hinsichtlich der Gegenleistung ist zunächst offen zu legen, ob Geld gezahlt wurde, oder ob es sich um eine Tauschgeschäft gehandelt hat. Bei einem Tauschgeschäft sind dann Aktien oder Wertpapiere, die zum Tausch gegeben wurden, genau zu bezeichnen. Auch die Höhe der Gegenleistung ist anzugeben. Zu beachten ist, dass auch eine vereinbarte Vergütung, die innerhalb des Ablaufs der Jahresfrist gezahlt wird, zu veröffentlichen ist⁷¹⁰. Die Veröffentlichung hat unverzüglich zu erfolgen, worunter für § 23 II WpÜG zwei Börsentage verstanden werden⁷¹¹.

Vorsätzliche oder leistungsfertige Verstöße gegen die Offenlegungspflichten des § 23 WpÜG stellen eine Ordnungswidrigkeit im Sinne des § 60 I Nr. 1b WpÜG dar und werden mit einer Geldbuße geahndet.

e. Verpflichtung zur Veröffentlichung bei Kontrollerlangung, § 35 WpÜG:

Nach § 35 WpÜG ist ein Anteilinhaber, der die Kontrolle über ein Unternehmen erwirbt, verpflichtet, den übrigen Anteilseignern ein Pflichtangebot zu unterbreiten. Das Pflichtangebotsverfahren ist wie das öffentliche Angebotsverfahren aufgebaut. Es ist damit die Grundlage für zwei weitere Veröffentlichungspflichten, einerseits ist die Kontrollerlangung an sich zu veröffentlichen und andererseits die Angebotsunterlage.

Das Pflichtangebot dient dem Schutz außenstehender Aktionäre. Diese sollen aufgrund einer möglichen Wertminderung ihrer Aktien als Konsequenz der Tatsache, dass die Gesellschaft zukünftig von einem Großaktionär kontrolliert wird, ein Ausstiegsrecht erhalten. Es soll außerdem gewährleistet sein, dass alle Aktionäre an der marktüblichen Mehrvergütung für den Kontrollerwerb (sog. Paketzuschlag) teilnehmen können. Vor diesem Hintergrund sind auch

⁷⁰⁹ Vgl. Schwark/ Noack, § 23 Rdn. 18; Geibel/Süßmann/ Thun, § 23 WpÜG Rdn. 40.

⁷¹⁰ Vgl. Schwark/ Noack, § 23 Rdn. 27; Geibel/Süßmann/ Thun, § 23 WpÜG Rdn. 44; KK-WpÜG/ Möllers, § 23 Rdn. 94.

⁷¹¹ Vgl. Schwark/ Noack, § 23 Rdn. 28; KK-WpÜG/ Möllers, § 23 Rdn. 95.

die Veröffentlichungspflichten zu betrachten. Sie ermöglichen die Durchführung des Pflichtangebots.

§ 35 I WpÜG verlangt die Veröffentlichung der Kontrollerlangung. Unter Kontrolle ist dabei nach § 29 WpÜG das unmittelbare oder mittelbare (durch Zurechnung) Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft zu verstehen. Auf die Dauerhaftigkeit des Haltens der Beteiligung kommt es nicht an. Der Bieter kann allerdings im Verfahren nach § 20 WpÜG erreichen, dass die Anteile bei der Feststellung des Stimmrechtsanteils nicht mitgerechnet werden, die nur vorübergehend zu spekulativen Zwecken oder im Rahmen einer Corporate-Finance-Transaktion gehalten werden.

Für die Veröffentlichung der Kontrollerlangung nach § 35 I WpÜG wird auf das Verfahren zur Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots Bezug genommen. Es gelten § 10 II bis VI WpÜG⁷¹². Die Veröffentlichung hat ohne schuldhaftes Zögern, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen zu erfolgen, wobei der Veröffentlichungserfolg innerhalb der Frist liegen muss. Die Frist läuft ab positiver Kenntnis bzw. fahrlässiger Nichtkenntnis von der Kontrollerlangung.

In der Veröffentlichung ist der Stimmrechtsanteil zu nennen. Die nach § 30 WpÜG zuzurechnenden Stimmrechte zählen dabei mit, sind aber zusätzlich einzeln nach prozentualem Anteil und absoluter Zahl anzugeben. Die Berechnung des Stimmrechtsanteils wirft die bereits bei der Beteiligungspublizität behandelten Schwierigkeiten in Bezug auf stimmrechtslose Vorzugsaktien, Mehrstimmrechte, eigene Aktien nach § 71b AktG, die Begrenzung von Stimmrechten bei wechselseitiger Beteiligung und das Nichtbestehen von Aktien wegen Verletzung von Mitteilungspflichten oder Veröffentlichungspflichten etc. auf.

Nach der Veröffentlichung der Kontrollerlangung ist der BaFin binnen vier Wochen eine Angebotsunterlage einzureichen, die dann durch den Bieter zu veröffentlichen ist. § 35 II WpÜG verweist insoweit auf § 14 WpÜG⁷¹³. Die Angebotsunterlage entspricht also insgesamt der Angebotsunterlage für Unternehmensübernahmen, wobei die Gegenleistung nach Art und Höhe gemäß § 31 WpÜG i.V.m. §§ 3-7 AngebotsVO zu bestimmen ist. Das Pflichtangebot ist allerdings insgesamt bedingungsfeindlich.

Von der Veröffentlichungspflicht nach § 35 I WpÜG bei Kontrollerlangung ist eine Befreiung durch die BaFin auf zwei Arten möglich. Einerseits kann eine Befreiung dergestalt erteilt werden, dass bestimmte Stimmrechte bei der Errechnung der Beteiligungsquote nicht mitgerechnet werden, § 36 WpÜG, andererseits ist eine Befreiung konkret von der

⁷¹² Siehe § 35 I 4 WpÜG..

Veröffentlichungs- oder Angebotspflicht nach § 37 WpÜG möglich. § 36 WpÜG gibt dem Kontrollerwerber ein subjektives öffentliches Recht auf eine Befreiung, wenn eine solche beantragt wird und einer der aufgezählten Tatbestände der Nichtberücksichtigung von Stimmrechten vorliegt. Zu den aufgezählten Erwerbstatbeständen, für die eine Befreiung beantragt werden kann, gehören der erbrechtliche und der unentgeltliche Erwerb unter nahen Angehörigen, der reine Rechtsformwechsel und die Umstrukturierung innerhalb eines Konzerns. Die Befreiung nach § 36 WpÜG führt dann dazu, dass die so erworbenen Stimmrechte nicht bei der Berechnung der Stimmrechte für die Kontrollschwelle mitgerechnet werden. Die Publizitätspflichten nach § 21 ff. WpHG, also insbesondere bei Überschreiten der 25%-Schwelle, gelten allerdings weiterhin. § 37 WpÜG sieht demgegenüber die Befreiung des Bieters von der Veröffentlichungs- und Angebotspflicht im Ermessen der BaFin vor. Die BaFin kann bei Vorliegen bestimmter Befreiungstatbestände (vgl. § 9 AngebotsVO) eine Befreiung erteilen. Zu den Befreiungstatbeständen gehört insbesondere der schenkungs- und erbrechtliche Erwerb unter nicht nahe verwandten Personen, des Weiteren der passive Kontrollerwerb durch Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte, der Kontrollerwerb zur Sanierung der Zielgesellschaft oder zur Forderungssicherung und die mittelbare Kontrollerlangung. Weitere Befreiungstatbestände umfassen das unbeabsichtigte Überschreiten der Schwelle, das sofort korrigiert wird, sowie die Situation, dass ein Dritter über einen höheren Stimmanteil als der Bieter und die tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle verfügt, und den Fall, dass die Kontrolle fehlt, da anhand der Präsenzen in den zurückliegenden drei Hauptversammlungen zu erwarten ist, dass der Bieter in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft künftig nicht über mehr als 50% der vertretenen Stimmrechte verfügen wird.

Wird die Veröffentlichung der Kontrollerlangung oder der Pflichtangebotsunterlage unterlassen, so bestehen nach § 59 WpÜG die Rechte aus den Aktien nicht. Diese Rechtsfolge betrifft sowohl die Anteile des Bieters als auch diejenigen Anteile, die dem Bieter zugerechnet werden. Zusätzlich ist der Bieter nach § 38 WpÜG zu Zinszahlungen an die Aktionäre der Zielgesellschaft für die Zeit verpflichtet, um die sich die Abgabe des Angebots verzögert, weil dem Bieter die Veröffentlichung der Angebotsunterlage durch die BaFin untersagt worden ist. Für Mängel der veröffentlichten Pflichtangebotsunterlage haftet der Bieter nach §§ 12, 39 WpÜG auf Schadensersatz. Die unterlassene oder nicht korrekte Veröffentlichung der Angebotsunterlage kann auch nach § 60 WpÜG als Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße geahndet werden. Ein zivilrechtlicher Anspruch auf Schadensersatz ergibt sich aus der

⁷¹³ Siehe hierzu oben.

Verletzung des § 35 WpÜG nicht. Die Norm ist kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 II BGB. Sie soll das Funktionieren der Kapitalmärkte gewährleisten und vermittelt keinen Individualschutz⁷¹⁴.

f. Verhältnis des WpÜG zur Ad-hoc-Publizität:

Die Entscheidung über die Abgabe eines öffentlichen Angebots ist nach § 10 I WpÜG (für Übernahmeangebote i.V.m. § 34 WpÜG) unverzüglich gemäß § 10 III WpÜG zu veröffentlichen. Diese Veröffentlichung ersetzt nach § 10 VI WpÜG eine Veröffentlichung nach § 15 WpHG, soweit es sich bei dem Bieter um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt, die grundsätzlich zur Ad-hoc-Publizität verpflichtet wäre. Insoweit stellt § 10 WpÜG eine abschließende Sonderregelung gegenüber § 15 WpHG dar. Es handelt sich um einen gesetzlich geregelten Spezialfall der Ad-hoc-Publizität. Gleiches gilt wegen der Verweisung in § 35 I 4 WpÜG für eine Veröffentlichung wegen Kontrollerlangung. Fraglich ist aber, ob die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG im Übrigen neben dem WpÜG anwendbar ist oder ob ihre Anwendung insgesamt ausgeschlossen ist.

Es wird argumentiert, dass eine Anwendung der Ad-hoc-Publizitätspflichten neben den Publizitätspflichten nach dem WpÜG zu einer überflüssigen Vervielfachung von Veröffentlichungen führe⁷¹⁵. Für die Anwendung der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG neben dem WpÜG lässt sich demgegenüber insbesondere anführen, dass die punktuellen abschließenden Sonderregelungen nach § 10 VI WpÜG bzw. § 35 I 4 i.V.m. § 10 VI WpÜG dafür sprechen, dass in allen übrigen Fällen die Ad-hoc-Publizitätspflicht neben den Publizitätspflichten nach dem WpÜG anwendbar ist. Dem entspricht außerdem nach dem Regierungsentwurf zum WpÜG auch der Wille des Gesetzgebers, dieser ist nämlich von einer parallelen Anwendung ausgegangen⁷¹⁶. Zweck des Gesetzes war demnach nicht die Verdrängung der Ad-hoc-Publizität⁷¹⁷. Aus diesem Grunde ist neben der Publizität nach dem WpÜG grundsätzlich auch im Rahmen von Unternehmensübernahmen an die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG zu denken.

Der Bieter kann also zur Ad-hoc-Meldung nach § 15 WpHG verpflichtet sein, wenn der Angebotsinhalt, insbesondere die Kerndaten des beabsichtigten Angebots, vor der

⁷¹⁴ Sehr streitig. Wie hier Schwark/ Noack, § 35 Rdn. 50; a. A. KK-WpÜG/ v. Bülow § 35 Rdn. 199; Haarmann/ Riehmer/ Schüppen/ Hommelhoff/ Witt, § 35 Rdn. 61.

⁷¹⁵ Vgl. Assmann, ZGR 02, 697 (713).

⁷¹⁶ Vgl. Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, BR-Drucksache 574/01, Begründung S. 94f., 97.

⁷¹⁷ Vgl. Schwark/Noack, § 10 WpÜG, Rdn. 40; Steinmeyer/Häger, § 10 Rdn. 48; KK- WpÜG/ Hirte, § 10 Rdn. 100.

Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 14 II WpÜG bereits endgültig feststehen und nicht in der Veröffentlichung nach § 10 WpÜG enthalten sind⁷¹⁸. Zusätzlich kann auch parallel zu der Veröffentlichung der Angebotsunterlage nach § 14 II WpÜG eine Veröffentlichungspflicht im Rahmen der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG in Betracht kommen, da die Geschäftsführungen der Börsen nicht über die Publikation der Angebotsunterlage informiert werden und die Veröffentlichung nach § 14 II WpÜG eine Veröffentlichung nach § 15 WpHG demzufolge nicht ersetzen kann⁷¹⁹. Erforderlich ist allerdings dann, dass der Angebotsinhalt geeignet ist, den Kursverlauf der Aktien der Biertgesellschaft erheblich zu beeinflussen. Dies kann dann der Fall sein, wenn durch einen hohen Erwerbspreis bei einem Barangebot die Liquidität oder das Rating des Bieters beeinträchtigt sein könnten oder wenn bei einer Gegenleistung in Aktien die Altaktionäre des Bieters eine erhebliche Verwässerung ihrer Beteiligung in Folge der Neuausgabe von Aktien befürchten müssen⁷²⁰.

Die Zielgesellschaft eines Übernahmeangebots ist nicht Adressat des § 10 VI WpÜG, damit bleibt es für sie grundsätzlich bei der allgemeinen Regel des § 15 WpHG. Ob dies nach der Neufassung des § 15 WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz noch zweckmäßig ist, bleibt zu diskutieren. Vor der Änderung kam eine Veröffentlichungspflicht der Zielgesellschaft in der Regel nicht in Betracht, da die Entscheidung des Bieters, ein Übernahmeangebot anzugeben, nicht im Tätigkeitsbereich der Zielgesellschaft eintritt und damit nach altem Recht auch keine Veröffentlichungspflicht entstand. Das Eintreten im eigenen Tätigkeitsbereich ist nunmehr nicht mehr erforderlich. Damit entsteht für die Zielgesellschaft, wenn sie über Insiderinformationen mit Kursrelevanz verfügt, auch eine Veröffentlichungspflicht, die allenfalls, sofern ein berechtigtes Interesse vorliegt, aufgeschoben werden kann. Eine Insiderinformation liegt bei einem an die Zielgesellschaft herangetragenem Übernahmeangebot i.S.v. § 29 WpÜG aufgrund des damit verbundenen bevorstehenden Kontrollwechsels in der Regel vor. Die Kenntnis eines solchen bevorstehenden Übernahmeangebotes würde einen verständigen Anleger dazu veranlassen, Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben. Erfahrungsgemäß ist in einer solchen Situation regelmäßig von einem Anstieg des Börsenpreises der Aktien der Zielgesellschaft im Hinblick auf das zu

⁷¹⁸ Vgl. BaWe-Scheiben vom 26.04.2002; Ekkenga/ Hofschroer, DStR 02, 724 (726).

⁷¹⁹ Anders Merkner/Sustmann, NZG 05, 729 (736f.), die davon ausgehen, dass zwei parallele Mitteilungen gleichen Inhalts nicht erforderlich sind, und eine Ad-hoc-Mitteilung neben einer Mitteilung über die Abgabe eines Angebots nur dann erforderlich sein kann, wenn der Bieter neben dem Übernahmeangebot weitere Maßnahmen plant, die schon für sich genommen die Qualität einer Insiderinformation haben.

⁷²⁰ Vgl. hierzu Schwark/Noack, § 14 WpÜG, Rdn. 20.

erwartende Übernahme- oder Pflichtangebot auszugehen, da der Bieter im Rahmen des Übernahmeangebotes in der Regel einen höheren Preis als den gegenwärtigen Börsenkurs bieten wird, um den Erfolg des Übernahmeangebotes sicherzustellen. Daher besitzt die Nachricht vom bevorstehenden Übernahmeangebot zweifellos auch die erforderliche Kursrelevanz i.S.v. § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG. Die Zielgesellschaft ist daher nunmehr nach dem Gesetzeswortlaut des § 15 I WpHG zur Ad-hoc-Meldung verpflichtet, sobald sie von dem hinreichend wahrscheinlichen Bestehen eines feindlichen Übernahmeangebotes erfährt.

Dies ist im Hinblick auf ein feindliches Übernahmeangebot eine besonders interessante Neuerung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, denn die Zielgesellschaft wird, wenn sie das Übernahmeangebot als feindlich empfindet, kein schützenswertes Interesse i.S.v. § 15 Abs. 3 WpHG an einer Verzögerung der Veröffentlichung der Insiderinformation begründen können. Im Übrigen würde eine Verzögerung der Veröffentlichung bereits daran scheitern, dass mangels Vereinbarungen mit dem feindlich gesonnenen Bieter die Vertraulichkeit der Insiderinformation in der Situation der feindlichen Übernahme gerade nicht gewährleistet ist. Für die Zielgesellschaft bietet sich die Möglichkeit der Ad-hoc-Meldung daher als Mittel an, um sich gegen das bevorstehende feindliche Übernahmeangebot zu verteidigen. Durch eine entsprechend frühzeitige Veröffentlichung kann sie nämlich versuchen, den Börsenkurs ihrer Aktien derart in die Höhe zu treiben, dass die geplante Übernahme für den Bieter unattraktiv wird. Einer solchen Verteidigungshandlung stünde auch die in § 33 WpÜG verankerte Neutralitätspflicht des Vorstands der Zielgesellschaft nicht entgegen⁷²¹. Nach dem eindeutigen Gesetzeswortlaut greifen die Schranken des § 33 WpÜG erst ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der Bieterentscheidung zur Angebotsabgabe i.S.v. § 10 WpÜG ein. Außerdem kann sich der Vorstand zu seiner Rechtfertigung darauf stützen, dass die Zielgesellschaft gemäß § 15 WpHG zu einer entsprechenden Ad-hoc-Meldung gesetzlich verpflichtet ist.

Auch bei einem bevorstehenden freundlichen Übernahmeangebot ist die Zielgesellschaft ab dem Zeitpunkt, an dem die Abgabe eines Übernahmeangebots durch den Bieter hinreichend wahrscheinlich ist, nach § 15 I WpHG grundsätzlich ad-hoc-meldepflichtig. Sollen dem freundlichen Übernahmeangebot eine Due Diligence des Bieters bzw. Verhandlungen mit dem Management der Zielgesellschaft oder mit Großaktionären vorausgehen, lösen die Zulassung bzw. Durchführung der Due Diligence oder der Abschluss eines bloßen Letter of Intent in der

⁷²¹ Vgl. zu diesem Komplex Brandt/ Süßmann, AG 04, 642 (654f.); Weber-Rey/ Scholderer, AG 05, R487.

Regel noch keine Ad-hoc-Meldepflicht der Zielgesellschaft aus⁷²². Im Fall des bevorstehenden freundlichen Übernahmeangebotes ist ein Aufschub der Ad-hoc-Meldung der Zielgesellschaft bis zur Bekanntgabe der Bieterentscheidung über die Angebotsabgabe gemäß § 10 WpÜG allerdings möglich, sofern die Vertraulichkeit bis dahin gewahrt bleibt und berechtigte Interessen der Zielgesellschaft eine solche Verzögerung der Meldung erfordern. Beispiele für ein berechtigtes Interesse sind laufende Sanierungsverhandlungen mit dem Bieter zur Sicherung der Überlebensfähigkeit der Zielgesellschaft, aber auch sonstige Fälle, in denen die Zielgesellschaft ein konkretes Interesse an der Übernahme hat und diese bei vorzeitiger Bekanntgabe scheitern könnte.

Die dargelegten Regeln zur Geltung der Ad-hoc-Publizität gelten entsprechend bei einem geplanten kontrollvermittelnden Anteilerwerb i.S.v. § 35 WpÜG an der börsennotierten Zielgesellschaft. Unter Umständen gelten sie auch bei sonstigen geplanten Anteilerwerben an der Zielgesellschaft, sofern diese für die Aktien der Zielgesellschaft kursrelevant sind und für die Zielgesellschaft einem Kontrollwechsel vergleichbare Folgen haben werden.

Auch wenn konkrete Gerüchte über stattfindende Übernahmeverhandlungen in den Markt dringen, kann der betroffene börsennotierte Emittent, aus dessen Sphäre die Gerüchte stammen (d.h. Bieter und/oder Zielgesellschaft), verpflichtet sein, die Tatsache der laufenden Verhandlungen unverzüglich im Wege der Ad-hoc-Meldung bekannt zu machen. Anders als nach der Rechtslage vor dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz wäre eine bloße "No Comment"-Erklärung in diesen Fällen nicht mehr zulässig.

Teilweise wird argumentiert, um den durch das WpÜG vorgegebenen Ablauf des Übernahmeverfahrens nicht zu durchkreuzen und die Preisbildung nicht nachhaltig zu stören, müsse § 10 VI WpÜG die Wertung entnommen werden, dass eine Befreiungsmöglichkeit nach § 15 III WpHG in der Regel angenommen werden müsse, solange der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots noch nicht nach § 10 I 1 WpÜG veröffentlicht hat⁷²³. Selbst wenn man dies unterstellt, bleibt allerdings der Fall der feindlichen Übernahme, in welchem die Zielgesellschaft unter Umständen gar kein Interesse an der Inanspruchnahme der Befreiungsmöglichkeit hat.

⁷²² Vgl. hierzu Brandi/ Süßmann, AG 04, 642 (655).

⁷²³ Vgl. Merkner/ Sustmann, NZG 05, 729 (736).

g. Umsetzung der Übernahmerichtlinie

Die Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend öffentliche Übernahmeangebote⁷²⁴ ist am 20.05.2004 in Kraft getreten und ist von den EU-Mitgliedsstaaten bis spätestens zum 20.05.2006 in nationales Recht umzusetzen. Die Richtlinie enthält allerdings im Wesentlichen keine Neuerungen für den hier behandelten Bereich der aus dem WpÜG bereits jetzt resultierenden Publizitätspflichten⁷²⁵.

Es ergeben sich allerdings zusätzliche jährliche Publizitätspflichten aus der Übernahmerichtlinie. Entsprechend Art. 10 der Übernahme-RiL sollen §§ 289, 315 HGB dahingehend geändert werden, dass börsennotierte Gesellschaften verpflichtet werden, in den Lagebericht und – falls vorhanden – den Konzernlagebericht übernahmerelevante Informationen aufzunehmen⁷²⁶. Dies betrifft insbesondere die Zusammensetzung des Grundkapitals, Stimmrechts- und Übertragungsbeschränkungen, die Aktionärsstruktur und Ermächtigungen an den Vorstand, Aktien neu auszugeben oder zurückzukaufen. Potentiellen Bietern soll so die Entscheidung über die Abgabe eines Übernahmeangebots erleichtert werden.

2. US-Amerikanisches Recht:

Auch nach US-amerikanischem Recht gibt es Veröffentlichungspflichten für öffentliche Angebote oder „tender offer“⁷²⁷. Diese Pflichten wurden 1968 mit dem Williams Act in den S.E.A. `34 eingefügt. Zuvor war in den 1960er Jahren die Zahl öffentlicher Angebote erheblich angestiegen und die Art, wie Übernahmeschlachten durchgeführt wurden, wurde zunehmend aggressiver⁷²⁸. Die durch den Williams Act eingefügten Vorschriften im Hinblick auf öffentliche Angebote bezweckten, den Anteilsinhabern eine informierte Halte- oder Verkaufsentscheidung zu ermöglichen⁷²⁹. Die Bieter sollten Informationen, die für die Anteilseigner wesentlich sind, veröffentlichen müssen, während gleichzeitig den Bietern nicht soviel Pflichten und Kosten aufgebürdet werden sollten, dass das „tender offer“ unattraktiv würde.

⁷²⁴ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.04.2004.

⁷²⁵ Vgl. zum Inhalt der Richtlinie Mülbart, NZG 04, 633; Maul/ Muffat-Jeandet, AG 04, 221; AG 04, 306; Krause, BB 04, 113.

⁷²⁶ Vgl. Art. 2 des Referentenentwurfs zum Übernahmerichtlinien-Umsetzungsgesetzes, abrufbar unter <https://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/Texte/Normen/RefEntw19.12.12.05.pdf>.

⁷²⁷ Für ausländische Bieter gelten die US-amerikanischen Übernahmeregeln auch, wenn die Zielgesellschaft eine US-amerikanische Gesellschaft ist oder mehr als 40 % ihrer Wertpapiere durch US-Amerikaner gehalten werden, vgl. Rule 14d-1d der SEC. Für kanadische Bietergesellschaften gelten Sonderregeln, vgl. Rule 14d-1b.

⁷²⁸ Vgl. Hazen, § 11.1; Steinberg, Understanding Securities Law, § 13.04.

a. Sec. 14 (d) S.E.A.'34:

Bei einem sog. „tender offer“ sind die Veröffentlichungspflichten der Sec. 14(d) S.E.A.'34 und das extensive Regelwerk der SEC zu diesem Thema zu beachten. Entscheidend ist für die Entstehung einer Veröffentlichungspflicht insoweit zunächst die Definition des „tender offer“.

Generell wird unter einem „tender offer“ ein Angebot für den Ankauf von Wertpapieren zu einem bestimmten, meist über dem Marktpreis liegenden Preis verstanden, das sich unmittelbar an die Aktionäre einer Gesellschaft richtet und bestimmte Bedingungen wie eine Annahmefrist und eine vorgegebene Höchstzahl, die der Bieter ankaufen möchte, enthält. „Tender offer“ können jedoch auch ungewöhnliche Formen annehmen. Ein solches ungewöhnliches Angebot war beispielsweise ein Angebot an genau dreißig Anteilseigner, die insgesamt 34 % der Stimmrechte auf sich vereinigten, welches in den Bedingungen fix war, einen Preis oberhalb des Marktpreises bot und nur für eine sehr kurze Angebotsfrist offen stand. Das Angebot wurde als „tender offer“ gewertet⁷³⁰. Die SEC hat hierzu acht Elemente festgestellt, von denen bei einem „tender offer“ mehrere kumulativ, allerdings nicht zwingend alle vorliegen müssen. Diese Elemente sind das Herantreten an eine Vielzahl von Anteilsinhabern, der Versuch einen erheblichen Prozentsatz von Stimmrechten des Emittenten zu erlangen, das Angebot eines Kaufpreises oberhalb des Marktpreises, feste, nicht verhandelbare Angebotskonditionen, die Bedingung, dass das Angebot nur steht, wenn insgesamt für eine bestimmte Mindestanzahl an Anteilen die Annahme des Angebots erklärt wird, die Geltung des Angebots während einer bestimmten fixen Frist, Druck auf die Angebotsempfänger, dieses anzunehmen, sowie die öffentliche Ankündigung einer Ankaufstrategie im Vorfeld des Herantretens an die Anteilseigner⁷³¹. Es handelt sich bei diesen acht Elementen lediglich um eine Annäherung an den Begriff des „tender offer“, eine wirkliche Definition gibt es nicht. Mittlerweile gibt es eine Menge Urteile, die sich mit der Frage, ob ein „tender offer“ vorliegt, und den acht Elementen befassen⁷³². Nicht als „tender offer“ gewertet werden in der Regel Ankäufe über die Börse⁷³³

⁷²⁹ Vgl. Hazen, § 11.1; Steinberg, Understanding Securities Law, § 13.04(B).

⁷³⁰ Vgl. Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979); aufrechterhalten in 682 F.2d 355 (2d. Cir.1982).

⁷³¹ Dieser sog. „Eight Factor Test“ wurde über einen gewissen Zeitraum entwickelt und wird auch durch die Rechtsprechung zur Hilfe genommen, s. hierzu Hazen, § 11.4; Wellman v. Dickinson, 475 F. Supp. 783 (S.D.N.Y. 1979) aufrechterhalten in 682 F.2d 355 (2d. Cir.1982); Hoover co. v. Fuqua Industries, Inc., 1979 WL 1244 (1979-1980 Transfer Binder) Fed.Sec.L.Rep (CCH) ¶ 97,107 (N.D. Ohio 1979).

⁷³² Vgl. Clearfield Bank & Trust v. Omega Financial Corp., 65 F.Supp.2d 325, (W.D.Pa 1999); Lerro v. Quaker Oats Co., 84 F.3d 239 (7th Cir. 1996); Holstein v. UAL Corp. , 662 F.Supp. 153 (N.D.Ill. 1987); Beaumont v. American Can Co.; 621 F.Supp. 484 (S.D.N.Y. 1985), aufrechterhalten in 797 F.2d 79 (2d Cir. 1986); In re Paine Webber, Jackson & Curtis, Inc., 15 Sec.Reg.L.Rep. (BNA) 131 (SEC Dec. 12, 1982); Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F.2d 47 (2d. Cir. 1985); Smallwood v. Pearl Brewing Co., 489 F.2d 579 (5th Cir. 1974); Ludlow Corp. v. Tyco Laboratories, Inc., 529 F.Supp. 62 (D.Mass. 1981); SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985).

und Ankäufe von einzelnen, besonders informierten Anlegern⁷³⁴, die privat verhandelt wurden⁷³⁵. Die Feststellung im Einzelfall bleibt jedoch unsicher.

(i) Veröffentlichungspflichten für den Bieter:

Wenn es sich bei einem Angebot um ein „tender offer“ handelt, ist dieses, bevor es einem Anteilsinhaber zur Kenntnis gebracht wird, durch den Bieter der SEC auf dem Formblatt TO einzureichen. Dies gilt jedenfalls für Angebote, die sich auf Wertpapiere beziehen, die nach Sec. 12 S.E.A'34 bei der SEC registriert sind. Dies bedeutet, dass die Veröffentlichungspflichten im Falle einer börsennotierten Zielgesellschaft zwingend Anwendung finden; aber im Gegensatz zum WpÜG gilt das schon dann, wenn die Zielgesellschaft nicht börsennotiert ist und lediglich 500 oder mehr Anteilseigner hat oder über ein Aktivvermögen von 10 Mio. \$ verfügt.

Auf Formblatt TO zu veröffentlichen ist insbesondere eine Übersicht der wesentlichen Teile des Angebots in Stichpunkten⁷³⁶. Diese Zusammenfassung muss sich auf den ersten zwei Seiten der den Aktionären übermittelten Angebotsunterlage befinden. Formblatt TO verlangt weiterhin eine Identifizierung der Zielgesellschaft und der betroffenen Wertpapiere, wobei auch der jeweils höchste und niedrigste Marktpreis der Wertpapiere je Quartal in den zurückliegenden zwei Jahren sowie die im selben Zeitraum gezahlten Dividenden zu nennen sind⁷³⁷. Für denselben Zeitraum sind alle Ankäufe der betreffenden Wertpapiere durch die Bietergesellschaft anzugeben⁷³⁸. Die Bietergesellschaft ist außerdem genau zu bezeichnen, wobei auch die Vorgeschichte des Bieters, also insbesondere eine strafrechtliche Vorverurteilung und Verfahren wegen der Verletzung von wertpapierrechtlichen Vorschriften anzugeben sind⁷³⁹. Anzugeben ist außerdem die Zahl der vom Bieter gehaltenen bzw. ihm zuzurechnenden Wertpapiere der Zielgesellschaft sowie die entsprechende Beteiligung in Prozent⁷⁴⁰. Die Angebotsbedingungen und das Angebotsverfahren sind auf Formblatt TO ausführlich darzustellen und zu erläutern⁷⁴¹. Die Quelle und die Gesamtsumme der eingesetzten Mittel sind berechnet auf die Höchstzahl von Wertpapieren, für die das Angebot überhaupt gilt,

⁷³³ Vgl. SEC v. Carter Hawley Hale Stores, Inc., 760 F.2d 945 (9th Cir. 1985).

⁷³⁴ Sog. „accredited investors“, die im amerikanischen Wertpapierrecht legaldefiniert sind, vgl. Sec. 4(2) S.A.'33 i. V. m. Rule 501 des Regelwerk D.

⁷³⁵ Vgl. Brascan Ltd. v. Edper Equities, Ltd., 477 F.Supp. 773 (S.D.N.Y.1979).

⁷³⁶ Vgl. Schedule TO, Item 1 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1001.

⁷³⁷ Vgl. Schedule TO, Item 2 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1002.

⁷³⁸ Vgl. 17 C.F.R. § 229.1002(f).

⁷³⁹ Vgl. Schedule TO, Item 3 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1003.

⁷⁴⁰ Vgl. Schedule TO, Item 8 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1008.

⁷⁴¹ Vgl. Schedule TO, Item 4 i. V.m. 17 C.F.R. § 229.1004(1).

anzugeben; ebenso sind die geschätzten Kosten des Angebotsverfahrens zu nennen⁷⁴². Zusätzlich muss der Bieter seinen eigenen finanziellen Hintergrund offen legen⁷⁴³. Der Zweck des Angebots ist darzulegen, wobei insbesondere auf Fusions- oder Liquidationspläne oder geplante Restrukturierungen betreffend die Zielgesellschaft bzw. Pläne zum Verkauf von wesentlichen Teilen der Zielgesellschaft oder einer Tochtergesellschaft einzugehen ist⁷⁴⁴. Auch geplante Veränderungen in den Organen der Zielgesellschaft sind an dieser Stelle aufzuführen, insbesondere ist darauf hinzuweisen, wenn ein „tender offer“ bereits die Bestellung neuer Organmitglieder der Zielgesellschaft auf andere Weise als im Rahmen einer ordentlichen Hauptversammlung vorsieht⁷⁴⁵. Bisherige Vereinbarungen und Verträge aus den letzten zwei Jahren vor dem Angebot zwischen Bieter- und Zielgesellschaft sowie Informationen über spezielle Vereinbarungen, die sich auf das Angebot beziehen, sind ebenfalls auf Formblatt TO zu veröffentlichen⁷⁴⁶. Schließlich sind alle diejenigen zusätzlichen Informationen über Vereinbarungen, gesetzliche Vorgaben und anhängige Gerichtsverfahren anzugeben, die geeignet sind, die Entscheidung der Aktionäre über die Angebotsannahme zu beeinflussen⁷⁴⁷.

Nach Sec. 14 (d) (1) S.E.A'34 ist zusätzlich die gesamte Angebotsunterlage mit allen Anhängen der SEC zu übermitteln; weiterhin sind alle schriftlichen Informationen zu übermitteln, die an die Wertpapierinhaber übergeben werden sollen⁷⁴⁸. Nach Rule 14d-6(c) der SEC besteht eine Aktualisierungspflicht, so dass erhebliche Veränderungen oder Entwicklungen zu veröffentlichen sind⁷⁴⁹. Alle der SEC eingereichten Unterlagen werden durch die SEC über ihre Edgar Datenbank veröffentlicht und allgemein zugänglich gemacht.

Die Angebotsunterlage ist durch den Bieter an alle Aktionäre zu übermitteln, wobei nach Rule 14d-5 der SEC drei Wege gewählt werden können. Die Bietergesellschaft kann von der Zielgesellschaft eine aktuelle Liste der Aktionäre verlangen und den Versand der Angebotsunterlage selbst vornehmen, oder sie kann von der Zielgesellschaft verlangen, dass diese den Versand für sie vornimmt, wobei sie sie dann für entstehende Kosten entschädigen muss. Möglich ist weiterhin auch die Veröffentlichung einer Zusammenfassung der Angebotsunterlage in einer überregionalen Zeitung, wenn den Aktionären auf ihr Verlangen hin die vollständige Angebotsunterlage übersandt wird. Die Zusammenfassung der

⁷⁴² Vgl. Schedule TO, Item 7 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1007.

⁷⁴³ Vgl. Schedule TO, Item 10 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1010(a)(1) und (2);

⁷⁴⁴ Vgl. Schedule TO, Item 6 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1006(c).

⁷⁴⁵ Vgl. 17 C.F.R. § 229.1006(c)(4).

⁷⁴⁶ Vgl. Schedule TO, Item 5 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1005.

⁷⁴⁷ Vgl. Schedule TO, Item 11 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1011.

⁷⁴⁸ Vgl. auch Schedule TO, Item 12 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1016.

Angebotsunterlage muss insbesondere Bieter- und Zielgesellschaft eindeutig bezeichnen, die Angebotsbedingungen und eine Stellungnahme dazu enthalten, ob Ziel des „tender offer“ die Übernahme oder eine erhebliche Einflußnahmemöglichkeit ist, wenn das „tender offer“ eine Höchstzahl anzukaufender Aktien nennt. Weiterhin müssen Hinweise, wie die Angebotsunterlage angefordert werden kann, gegeben werden.

(ii) Veröffentlichungspflichten für die Zielgesellschaft und andere:

Zusätzlich ist jeder, der eine Empfehlung für oder gegen die Angebotsunterlage ausspricht, gehalten, diese Meinungsäußerung auf Formblatt 14D-9 der SEC einzureichen.

Dies gilt insbesondere auch für die Zielgesellschaft, wenn Empfehlungen an die Anteilseigner ausgesprochen werden, da die Zielgesellschaft verpflichtet ist, innerhalb von zehn Tagen zu einem veröffentlichten „tender offer“ Stellung zu nehmen. Die SEC Rule 14e-2 gibt für diese Situation verschiedene Reaktionen vor. Es kann entweder die Annahme oder die Ablehnung des Angebots empfohlen werden oder ausdrücklich die Neutralität gegenüber dem „tender offer“ oder die Unmöglichkeit, sich eine Meinung über das „tender offer“ zu bilden, erklärt werden. Jede der möglichen Reaktionen muss begründet werden. Die Veröffentlichung der begründeten Reaktion hat auf Formblatt 14D-9 zu erfolgen. Diese Veröffentlichung kann bei Fehldarstellungen für die Organe der Zielgesellschaft zu erheblichen zivilrechtlichen und strafrechtlichen Haftungsfolgen führen⁷⁵⁰.

Die Veröffentlichung auf dem Formblatt muss die Zielgesellschaft und die betroffenen Wertpapiere genau benennen⁷⁵¹. Zusätzlich muss die Person, die das Formblatt 14D-9 einreicht, sich selbst identifizieren⁷⁵². Neben der Zielgesellschaft kann das Formblatt 14D-9 prinzipiell von jedem genutzt werden, der den Aktionären Informationen zu dem „tender offer“ zukommen lassen möchte. Dies können Großaktionäre oder andere interessierte Parteien wie Banken sein⁷⁵³. Insbesondere in diesem Fall kann die Information über das Bestehen eines Interessenkonflikts zwischen der einreichenden Person und der Bieter- oder Zielgesellschaft oder ihren Organmitgliedern interessant sein⁷⁵⁴. Zwingender Bestandteil eines Formblatts 14D-9 ist dann die begründete Stellungnahme zum „tender offer“, bei der insbesondere auch darauf eingegangen werden muss, wie sich der das Formblatt Einreichende selbst oder seine

⁷⁴⁹ Vgl. In re Revlon, Inc., Sec. Exch. Act Rel. No. 34-23320 (June 16, 1986), zur Haftung bei Verletzung der Aktualisierungspflicht.

⁷⁵⁰ Anwendbar sind insbesondere Sec. 14(e) S.E.A.'34 und Rule 10b-5 der SEC.

⁷⁵¹ Vgl. Schedule 14D-9, Item 1 i.V.m. 17 C.F.R. § 229.1002(a)(b).

⁷⁵² Vgl. Schedule 14D-9, Item 2 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1003(a)(d).

⁷⁵³ Ausgenommen ist allerdings die Stellungnahme einer Bank im direkten Kundenkontakt, wenn diese Stellungnahme vom Kunden verlangt wurde, vgl. Rule 14d-9e(2)(ii) der SEC.

Organmitglieder, falls er oder diese Aktionäre sind, dem „tender offer“ gegenüber verhalten werden⁷⁵⁵. Informiert werden muss auch darüber, wer durch den Einreichenden bezahlt wird, um Empfehlungen zum „tender offer“ auszusprechen⁷⁵⁶. Alle Geschäfte mit den betroffenen Wertpapieren in den letzten 60 Tagen müssen beschrieben werden⁷⁵⁷. Die Zielgesellschaft muss weiterhin darüber informieren, ob sie in Reaktion auf das „tender offer“ Fusions- oder Restrukturierungspläne oder An- bzw. Verkauf von wesentlichen Unternehmensbestandteilen oder eine bedeutende Veränderung in der Kapitalisierung der Gesellschaft plant⁷⁵⁸. Alle schriftlichen Informationen oder Empfehlungen, die den Aktionären zugänglich gemacht werden, müssen eingereicht werden, ebenso wie die Instruktionen, die den Personen übermittelt werden, die für die einreichende Person Empfehlungen aussprechen sollen⁷⁵⁹. Auch für das Formblatt 14D-9 gilt eine Aktualisierungspflicht, so dass erhebliche Veränderungen mitgeteilt werden müssen⁷⁶⁰.

Die Veröffentlichung auf Formblatt 14D-9 muss der Bietergesellschaft unmittelbar mitgeteilt werden⁷⁶¹. Bei Stellungnahmen durch die Zielgesellschaft muss eine Kopie der Bietergesellschaft durch Boten überbracht werden, während im Falle eines anderen Einreichenden die schlichte Übermittlung per Post ausreichend ist. Die Zielgesellschaft muss auch den Börsen, bei denen das betroffene Wertpapier gehandelt wird, eine Kopie übermitteln und diese bereits vorab telefonisch über die Art der auszusprechenden Empfehlung in Kenntnis setzen.

Ohne Einreichung des Formblatts 14D-9 möglich ist eine Mitteilung der Zielgesellschaft an ihre Aktionäre, in welcher diese darauf hinweist, dass das „tender offer“ derzeit von ihr geprüft wird und sie spätestens zehn Tage nach Beginn der Angebotsfrist ihre Stellungnahme zum „tender offer“ veröffentlichen wird⁷⁶².

Ausgenommen von den Pflichten nach Sec. 14 (d) S.E.A.'34 sind solche Ankäufe, die insgesamt mit allen anderen Ankäufen durch den Bieter in einem 12-Monatszeitraum nicht mehr als zwei Prozent der am Markt gehaltenen gleichen Wertpapiere betreffen, vgl. Sec. 14(d)(8) S.E.A.'34. Ebenso ausgenommen sind Angebote, bei denen der Bieter nach Abschluss des Angebotsverfahrens nicht mehr als fünf Prozent der durch das Angebot betroffenen

⁷⁵⁴ Vgl. Schedule 14D-9, Item 3 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1005(d).

⁷⁵⁵ Vgl. Schedule 14D-9, Item 4 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1012.

⁷⁵⁶ Vgl. Schedule 14D-9, Item 5 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1009(a).

⁷⁵⁷ Vgl. Schedule 14D-9, Item 6 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1008(b).

⁷⁵⁸ Vgl. Schedule 14D-9, Item 7 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1006(d).

⁷⁵⁹ Vgl. Schedule 14D-9, Item 9 i. V. m. 17 C.F.R. § 229.1016(a),(e),(g).

⁷⁶⁰ Vgl. Rule 14d-9c der SEC.

⁷⁶¹ Vgl. Rule 14d-9b der SEC

Wertpapiere halten wird. Es sind allerdings Richtlinien der SEC für diese sogenannten „Mini Tender Offers“ vorgegeben, die dazu führen, dass ähnliche Veröffentlichungspflichten gelten wie die der Sec. 14 (d) S.E.A.’34⁷⁶³.

Für alle der SEC eingereichten Unterlagen ergibt sich bei erheblichen Fehldarstellungen eine Haftung aus Sec. 18 (a) S.E.A.’34, wobei darauf hinzuweisen ist, dass die Anspruchsgrundlage des Sec. 18 (a) S.E.A.’34 selten durchgreift, da der Anleger nachweisen muss, dass er sich auf die Dokumente, die bei der SEC eingereicht wurden, verlassen hat. Nicht ausreichend für diese Anspruchsgrundlage ist, dass der Anleger durch einen kommentierenden Zeitungsartikel davon erfahren hat. Entsteht der Schaden durch den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, kommt bei erheblichen Fehldarstellungen als generelle Anspruchsgrundlage des US-amerikanischen Wertpapierrechts noch Rule 10b-5 der SEC in Betracht.

Zusätzlich ergibt sich im Bereich des Übernahmerechts noch eine mögliche Haftungsgrundlage nach Sec. 14(e) S.E.A.’34, die erhebliche Fehldarstellungen, Auslassungen und betrügerische Praktiken im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten verbietet. Die meisten mit ihr befassten Gerichte haben diese Vorschrift als Anspruchsgrundlage für die Zielgesellschaft oder Aktionäre der Zielgesellschaft und auch für konkurrierende Bieter anerkannt⁷⁶⁴. Der konkurrierende Bieter kann dabei zwar keinen Schadensersatz, aber einstweilige Untersagungs-, Unterlassungs- oder Leistungsverfügungen erreichen⁷⁶⁵. Unterschiedlich beurteilt wird die Frage, ob für einen Schadensersatzbegründenden Verstoß gegen Sec. 14 (e) S.E.A.’34 Kenntnis des Fehlverhaltens erforderlich ist oder ob Kennenmüssen ausreicht⁷⁶⁶.

Nach dem Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act von 1976 (HSR Act) muss der Bieter zusätzlich den geplanten Kauf der SEC anmelden und veröffentlichen und eine Wartefrist einhalten, wenn er stimmberechtigte Aktien im Wert von mehr als \$ 15.000.000 ankaufen will.

Zu beachten ist im Hinblick auf Veröffentlichungspflichten bei Unternehmensübernahmen nach US-amerikanischem Recht auch, dass zusätzlich das Recht des Sitzbundesstaates der

⁷⁶² Vgl. Rule 14d-9(f) der SEC.

⁷⁶³ Vgl. Commission Guidance on Mini-Tender Offers and limited Partnership Tender Offers, Release No. 34-43069, 2000 WL 1050530 (SEC July 24, 2000).

⁷⁶⁴ Vgl. Clearfield Bank & Trust v. Omega Financial Corp., 65 F.Supp.2d 325 (W.D.Pa.1999); In re Price/Costco Shareholder Litigation, 1995 WL 786631, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98,955 (W.D.Wash.1995); Plaine v. McCabe, 797 F.2d 713 (9th Cir. 1986).

⁷⁶⁵ Vgl. Mobil Corp. v. Marathon Oil Co., 669 F.2d 366 (6th Cir. 1981; Southdown, Inc. v. Moore McCormack Resources, 686 F.Supp. 595 (S.D.Tex.1988); Grumman Corp. v. LTV Corp., 527 F.Supp. 86 (E.D.N.Y. 1981); Weeks Dredging and Contracting, Inc. v. American Dredging Co., 451 F.Supp. 468 (E.D.Pa.1978); Humana, Inc. v. American Medicorp., Inc., 445 F.Supp. 613 (S.D.N.Y.1977).

⁷⁶⁶ So beispielsweise Caleb & Co. v. E.I. Dupont de Nemours & Co., 599 F.Supp. 1468 (S.D.N.Y.1984); dagegen beispielsweise Pryor v. United States Steel Corp., 591 F.Supp. 942 (S.D.N.Y.1984).

Zielgesellschaft weitere Offenlegungsvorschriften vorsehen kann. Einzelstaatlich vorgegeben sind beispielsweise vielfach Veröffentlichungsvorschriften zugunsten der Beschäftigten⁷⁶⁷.

b. Sec. 14 (a) S.E.A.'34:

Neben den Vorschriften speziell für das „tender offer“ sind in diesem Zusammenhang diejenigen Bestimmungen zu beachten, die „proxy contests“ regeln. Dies sind Machtkämpfe zwischen der Geschäftsführung und einem Großaktionär oder zwei oder mehr Aktionärsgruppen innerhalb einer Gesellschaft, bei denen jede Seite versucht, durch Gewinnung möglichst vieler Vollmachten zur Vertretung von Stimmrechten die eigene Stimmenzahl zu erhöhen. Die Bewerbung um Stimmrechtsvollmachten wird im amerikanischen Aktienrecht als echte Alternative zum „tender offer“ gesehen, da auch sie zu einem erheblichen Machteinfluss innerhalb eines Unternehmens führen kann. Sec. 14 (a) S.E.A.'34 regelt die Bewerbung um Stimmrechtsvollmachten; auch hier ergeben sich Veröffentlichungspflichten⁷⁶⁸.

c. Issuer Self Tender Offer:

Neben den genannten Vorschriften für Übernahmeangebote von dritter Seite regelt Rule 13e-4 der SEC sogenannte „Issuer Self Tender Offer“, also öffentliche Angebote des Emittenten für eigene Aktien. Diese öffentlichen Angebote für eigene Aktien können aus ganz unterschiedlichen Gründen sinnvoll sein. Einerseits kann so Kleinaktionären angeboten werden, ihre geringfügigen Beteiligungen an den Emittenten zurückzukaufen, andererseits kann es sich bei einem solchen öffentlichen Angebot des Emittenten selbst auch um eine Strategie zur Abwehr eines „tender offer“ von dritter Seite handeln. Die Veröffentlichungspflichten für ein öffentliches Angebot für eigene Aktien entsprechen weitestgehend den Veröffentlichungspflichten, die ein außenstehender Bieter einhalten muss. Auch der Emittent muss als Bieter das Formblatt TO bei der SEC einreichen und die in diesem Formblatt verlangten Angaben machen. Die so veröffentlichte Angebotsunterlage muss dann auch den betroffenen Aktionären übermittelt werden.

d. Verhältnis zu anderen Publizitätspflichten:

Die Übernahmepublizitätspflichten nach Sec. 14 (d) S.E.A.'34 stehen im U.S.- amerikanischen Recht neben den weiteren Veröffentlichungspflichten im Rahmen der Ad-hoc- oder der Beteiligungspublizität.

⁷⁶⁷ Ein detaillierteres Eingehen auf die unterschiedlichen Veröffentlichungspflichten der Einzelstaaten in diesem Bereich würde den Rahmen dieser Bearbeitung sprengen. Für einen ersten Einblick wird auf Hazen, § 11.12 und Steinberg, Understanding Securities Law, § 13.06 verwiesen.

⁷⁶⁸ Siehe hierzu in Kapitel D. Proxy, S. 92ff.

Zu beachten ist in dieser Hinsicht allerdings, dass die Ad-hoc-Publizität auf Formblatt 8-K nur ausgelöst wird, wenn tatsächlich ein Kontrollwechsel bei einem publizitätspflichtigen Unternehmen stattfindet. Publikationspflichtig ist erst dieses Ereignis. Alle anderen Stufen im Rahmen eines Übernahmeprozesses lösen keine Ad-hoc-Publizitätspflichten aus.

Auch die Beteiligungspublizität nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34 steht neben den Publizitätspflichten des Übernahmerechts. Hiernach muss der Erwerb von 5 % der Anteile eines Unternehmens sowie der Hinzuerwerb von jedem weiteren Prozent veröffentlicht werden. Diese Veröffentlichungspflicht wird allerdings nicht ausgelöst, während die Angebotsfrist läuft, da die Erklärung der Annahme des Übernahmeangebots nach US-amerikanischem Recht widerruflich ist, solange die Frist läuft⁷⁶⁹. Die Anteile, für die die Annahme erklärt wird, können dem Bieter aus diesem Grund noch nicht endgültig zugerechnet werden, so dass insoweit auch keine Beteiligungspublizitätspflichten für diese Anteile ausgelöst werden.

II. Vergleich:

Die Anwendungsbereiche der Vorschriften des WpÜG und der Sec. 14 (d) S.E.A.'34 sind zum großen Teil identisch. Die Vorschriften des WpÜG erfassen öffentliche Angebote, die amerikanischen Vorschriften „tender offer“. Beide Begriffe überschneiden sich weitgehend. Zu beachten ist dabei allerdings, dass das WpÜG eine Legaldefinition der öffentlichen Angebote in §§ 1, 2 WpÜG versucht, während das US-amerikanische Recht es dem Ermessen des Gerichts überlässt zu ermitteln, was ein „tender offer“ ist. Die Unsicherheit ist damit im US-amerikanischen Recht bei atypisch gelagerten Fällen größer, da diese von einzelnen Gerichten unterschiedlich beurteilt werden können.

Die Angebotsunterlagen nach dem WpÜG und dem Formblatt TO entsprechen sich inhaltlich weitgehend. Wichtiger Bestandteil der Veröffentlichung sind in beiden Fällen die Angebotsbedingungen. Zu informieren ist sowohl nach US-amerikanischem als auch nach deutschem Recht insbesondere auch über die Pläne bezüglich der Zielgesellschaft. Restrukturierungs-, Zerschlagungs- oder Eingliederungspläne sind offen zu legen. Diese Pläne bilden einen wichtigen Teil der Informationen, auf deren Grundlage der Aktionär seine Entscheidung über die Annahme des Angebots treffen kann.

Die Haftung für eine fehlerhafte Angebotsunterlage unterscheidet sich insbesondere in einem sehr wesentlichen Punkt, nämlich dem Personenkreis der Anspruchsberechtigten. Während

⁷⁶⁹ Die Widerrufbarkeit der erklärten Annahme ergibt sich aus Sec. 14(d)(5) S.E.A.'34 i.V.m. 17 C.F.R. § 240.14d-7. Aus 17 C.F.R. § 240.13e-4(f)(2)(i) ergibt sich die Widerrufbarkeit bei einem „tender offer“ des Emittenten.

nach deutschem Übernahmerecht lediglich die Wertpapierinhaber, die das Angebot angenommen haben, einen Anspruch auf Schadensersatz nach § 12 WpÜG geltend machen können, kann nach US-amerikanischem Übernahmerecht jeder Geschädigte einen Anspruch auf Schadensersatz haben, also prinzipiell auch die Zielgesellschaft oder Wertpapierinhaber, die das Angebot nicht angenommen haben, sofern sie einen auf der Fehlerhaftigkeit der Angebotsunterlage beruhenden Schaden erleiden. Andere mögliche Anspruchsgrundlagen wie § 823 II BGB oder § 826 BGB, die prinzipiell jedem offen stehen können, vermitteln nicht denselben Schutz wie § 12 WpÜG, da die Beweislastumkehr des § 12 II WpÜG für diese weiteren Anspruchsgrundlagen nicht greift. Zudem ist auch der Schutzgesetzcharakter des § 14 WpÜG bisher nicht gerichtlich festgestellt; es ist also nicht sicher, ob die Anspruchsgrundlage des § 823 II BGB vor Gericht tatsächlich Bestand hat. Für einen Anspruch aus § 826 BGB ist es erforderlich nachzuweisen, dass die Absicht sittenwidriger Schädigung bestand, so dass die Anspruchsgrundlage tatsächlich nur in wenigen Fällen greifen wird. Die Zielgesellschaft oder Wertpapierinhaber, die das Angebot nicht annehmen, können aber durchaus durch eine fehlerhafte Angebotsunterlage einen Schaden erleiden. Eine Anspruchsgrundlage, die für alle potentiell durch eine fehlerhafte Angebotsvorlage Geschädigten Schutz bietet, ist demnach anzuregen.

Die Stellungnahme der Zielgesellschaft nach § 27 WpÜG und die Veröffentlichung der Zielgesellschaft auf Formblatt 14D-9 nach amerikanischem Recht entsprechen sich weitgehend, allerdings gibt es in Deutschland anders als im amerikanischen Recht keine mit Veröffentlichungspflichten verknüpfte institutionalisierte Möglichkeit der Veröffentlichung einer Stellungnahme zu einem Angebot durch Dritte. Es besteht demnach insbesondere für Großaktionäre keine Möglichkeit, alle Aktionäre zu erreichen, um so den Versuch einer Verhaltensabstimmung unter den Aktionären zu unternehmen. Ob eine derartige Möglichkeit zweckmäßig oder sogar nötig ist, bleibt zu diskutieren. Sicher ist, dass es für Anleger interessant sein kann zu erfahren, wie Großaktionäre und insbesondere institutionelle Investoren einem Übernahmeangebot gegenüberstehen. Zu bedenken ist aber, dass ein Forum, wie es das US-amerikanische Wertpapierrecht bietet, immer auch querulatorischen Kleinanlegern offen steht, so dass der Anleger im Verlauf der Angebotsfrist auch mit einer Welle von Veröffentlichungen überschwemmt werden kann, die für ihn nicht zu bewältigen sind und deren Informationswert ohnehin zweifelhaft ist. Institutionellen Investoren bleibt es auch in Deutschland unbenommen, sich über Printmedien und das Internet an die Allgemeinheit zu wenden und ihre Position zu einem Übernahmeangebot kundzutun und darüber in den

meisten Fällen auch außenstehende Anleger zu erreichen. Zusätzlich sollen die Anleger durch die Verpflichtung des Bieters, nach § 23 WpÜG „Wasserstandsmeldungen“ während der Angebotsfrist zu veröffentlichen, nach deutschem Recht auf eine andere Weise von der Akzeptanz des Angebots unterrichtet werden. Eine weitere formalisierte Veröffentlichungsmöglichkeit und -pflicht, wie das US-amerikanische Recht sie bietet, ist aus diesen Gründen für das deutsche Recht nicht erforderlich.

Erhebliche Unterschiede zwischen US-amerikanischem und deutschem Recht ergeben sich allerdings insbesondere im Hinblick auf die unterschiedlichen Veröffentlichungspflichten. Nach US-amerikanischem Recht ist nur die Angebotsunterlage und das korrespondierende Formblatt TO sowie die Reaktion der Zielgesellschaft hierauf zwingend zu veröffentlichen. Das deutsche Übernahmerecht kennt demgegenüber erheblich weitergehende Veröffentlichungspflichten. Keine Entsprechung im US-amerikanischen Übernahmerecht finden insbesondere die Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 WpÜG und die „Wasserstandsmeldungen“ nach § 23 WpÜG. Die Veröffentlichung der Entscheidung zu Abgabe eines Angebots bedeutet eine zusätzliche Information für Aktionäre im Vorfeld der Übernahme; Insidergeschäfte sollen durch eine möglichst frühe Offenlegung von wesentlichen Informationen verhindert werden. Zur Verfolgung dieses Zieles ist die frühzeitige Information des Marktes über eine bevorstehende Übernahme richtig und wichtig.

Was die „Wasserstandsmeldungen“ während des Laufs der Angebotsfrist betrifft, so können auch diese wertvolle Zusatzinformationen für Anleger bedeuten, da sie die Akzeptanz eines Angebots abbilden können. Dieses Instrument wird allerdings wirkungslos, wenn der Großteil der Anleger sich zunächst ein Bild von der Akzeptanz des Angebots machen will. In diesem Fall wird nämlich aufgrund des Zuwartens eine geringe Akzeptanz abgebildet, die nicht unmittelbar mit der Qualität des Angebots zu tun hat.

Ein Zielunterschied der Veröffentlichungspflichten ergibt sich insoweit, als eine Angebotsunterlage nach deutschem Recht auch dazu dient, die Arbeitnehmer über eine bevorstehende Übernahme zu informieren. Für das US-amerikanische Bundesübernahmerecht spielen die Arbeitnehmer demgegenüber keine Rolle. Der Schutz der Arbeitnehmer obliegt in den USA den einzelstaatlichen Gesetzgebern, die auf dem Gebiet des Übernahmerechts versuchen, diesen Schutz durch bestimmte zusätzliche Pflichten für den Bieter zu erreichen. Die Einzelstaaten verfolgen ihr Ziel allerdings nicht durch Veröffentlichungspflichten, sondern in der Regel durch Verhaltenspflichten für den erfolgreichen Bieter oder Beschränkungen der Übernahmefähigkeit von Unternehmen überhaupt.

Ein weiterer entscheidender Unterschied ergibt sich daraus, dass das Konzept des Pflichtangebots bei Kontrollerlangung dem US-amerikanischen Übernahmerecht fremd ist. Insoweit ergibt sich ein Kulturunterschied zwischen dem US-amerikanischen und dem deutschen Rechtskreis. Der Gedanke, einen Großaktionär, der 30% der Anteile an einem Unternehmen besitzt, zu verpflichten, allen anderen Aktionären ein Angebot zu unterbreiten, scheint für US-Amerikaner befremdlich. Die Regulierung des Kapitalmarktes unterscheidet sich hier fundamental. Nach US-amerikanischem Kapitalmarktrecht wird die Beteiligung selbstverständlich nach Sec. 13 (d) S.E.A.'34 offen gelegt. Es ergeben sich daraus aber keinerlei weitere Pflichten. Vielmehr kann nun jeder einzelne Aktionär entscheiden, ob er trotz einer derartigen Großbeteiligung an dem Unternehmen, dessen Aktien er hält, weiter an diesem Unternehmen beteiligt bleiben möchte oder ob er es vorzieht, seine Anteile am Kapitalmarkt zum Marktpreis zu veräußern.

Die Datenbank der BaFin zu § 10 WpÜG ist mit der US-amerikanischen EDGAR-Datenbank nicht zu vergleichen, da sie lediglich auf die andernorts erfolgte Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots verweist, aber diese selber nicht enthält. Die EDGAR-Datenbank, die die erfolgten Veröffentlichungen selbst enthält, ist in dieser Hinsicht benutzerfreundlicher und effizienter. Anderes gilt für die Datenbank zu § 14 WpÜG, die die Angebotsunterlagen bereithält. Hier ist im Vergleich zur EDGAR-Datenbank der Hauptvorteil dieser US-amerikanischen Datenbank, dass sie alle Unternehmensveröffentlichungen enthält und nicht auf eine einzelne Veröffentlichungspflicht spezialisiert ist.

III. Fazit:

Das Übernahmerecht der USA und Deutschlands unterscheiden sich in vielen Dingen, allerdings gibt es im Hinblick auf Art und Umfang der Veröffentlichungspflichten auch erhebliche Parallelen.

Empfehlenswert wäre im deutschen Recht ein Ausbau der Schadensersatzvorschriften für fehlerhafte Angebotsvorlagen, um einerseits verlässliche Sanktionen für Fehlverhalten am Markt zu haben und andererseits tatsächlich alle Geschädigten befriedigen zu können. Insoweit ist die Schadensersatzvorschrift des § 12 WpÜG nicht ausreichend, da sie nur für geschädigte Wertpapierinhaber, die das Angebot angenommen haben, tatsächlich eine Anspruchsgrundlage bedeuten kann. Der Kreis der möglicherweise durch eine fehlerhafte Angebotsunterlage Geschädigten ist allerdings erheblich weiter.

I. Schluss

Auch wenn die Publizitätspflicht in Deutschland bislang noch stark im Gesellschaftsrecht verwurzelt ist, sind die regelmäßigen und ereignisabhängigen Publizitätspflichten bei börsennotierten Unternehmen mit denen des US-amerikanischen Rechts vergleichbar. Unterschiede zwischen beiden Systemen sind dabei nicht in der Häufigkeit und Art der publizitätsauslösenden Ereignisse zu finden, sondern eher im Umfang, der Detailtiefe, der Art und Weise der Veröffentlichung und den korrespondierenden Rechtsfolgen.

Festgehalten werden kann außerdem, dass die Unterschiede zwischen deutschen und US-amerikanischen Publizitätspflichten immer dann am größten sind, wenn die deutsche Publizitätspflicht im Gesellschaftsrecht verankert ist. Ist die deutsche Publizitätspflicht demgegenüber im Kapitalmarktrecht verwurzelt, sind stärkere Gemeinsamkeiten festzustellen. Häufig ist die Vorschrift dann allerdings Produkt der Umsetzung einer EU-Richtlinie und letztlich dem US-amerikanischen Recht nachgebildet. Die Kapitalmarktkultur ist innerhalb der Europäischen Union sehr unterschiedlich ausgeprägt. Auf der Suche nach Kompromissen wird aus diesem Grund und wegen der überragenden Größe des US-amerikanischen Kapitalmarktes sowie wegen der langjährigen Erfahrung mit extensiver Publizität, die in den USA vorhanden ist, auf europäischer Ebene häufig überprüft, wie das US-amerikanische Kapitalmarktrecht bestimmte Sachverhalte regelt. Fraglich ist, ob auf der Suche nach einem europäischen Kompromiss die Orientierung am US-amerikanischen Kapitalmarktrecht zwangsläufig den Königsweg darstellt. Diese Frage wird teilweise abschlägig beantwortet⁷⁷⁰.

1. Erfüllen die bestehenden Publizitätspflichten ihren Zweck ?

Um diese Frage zu beantworten, muss ausgehend von der aktuellen Rechtslage zunächst die Zielrichtung der Publizitätspflichten festgestellt werden⁷⁷¹, um dann die Zweckerreichung beurteilen zu können.

a. Unterschiedliche Zielrichtungen bei den Publizitätspflichten

Als Zwecke der Zulassungspublizität in Deutschland werden die gleichwertige Versorgung aller potentiellen Anleger mit Informationen und Daten über die Finanzlage des Emittenten und die Merkmale des Wertpapiers genannt, um so jeden Anleger in die Lage zu versetzen, eine

⁷⁷⁰ Vgl. Seitz, BKR 02, 340 (347); Schneider in FTD v. 22.02.2002, S. 30.

⁷⁷¹ Vgl. hierzu grundsätzlich Kübler, AG 94, 141.

informierte Anlageentscheidung zu treffen. Die impliziten Zwecke sind damit überindividueller Anlegerschutz durch Fairness, Gleichbehandlung und Transparenz.

Die Zwecke der Regelpublizität werden in Deutschland, wie dargestellt, unterschiedlich beurteilt; teilweise wird die kaufmännische Selbstrechenschaft mit dem Ziel des Gläubigerschutzes im Vordergrund gesehen und teilweise wird der überindividuelle Anlegerschutz sowie der Schutz der Integrität des Kapitalmarktes als dominierend eingeschätzt. Die Angabe der Zwecke des Gläubigerschutzes und der kaufmännischen Selbstrechenschaft sind in Deutschland singulär und entsprechen der Verwurzelung der Regelpublizitätspflichten im Gesellschaftsrecht. Im US-amerikanischen Recht kommt dieser Begründungsansatz für Publizitätsvorschriften nicht vor. Man geht hier demgegenüber davon aus, der Gläubiger könne sich durch Vorsicht, die Auswahl des Vertragspartners und die richtige Vertragsgestaltung selber schützen.

Zwecke der Ad-hoc-Publizität in Deutschland sollen neben dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes der Anlegerschutz und die Sicherung einer volkswirtschaftlich „richtigen“ Allokation freien Kapitals sein. Die Übervorteilung gegenwärtiger und möglicher Anleger durch Zurückhaltung wichtiger, kursrelevanter Informationen soll verhindert werden und damit zu einer Bildung „realistischer“ Wertpapierpreise beigetragen werden⁷⁷². Die Ad-hoc-Publizität zielt auch auf die Verhinderung von Insidergeschäften, was letztlich ebenfalls das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt steigern soll⁷⁷³. Oberstes Ziel ist damit der Anlegerschutz.

Die Offenlegung von Directors' Dealings bezweckt in Deutschland die Förderung der Kapitalmarkttransparenz, informierte Transaktionsentscheidungen der Anleger, die Anlegergleichbehandlung und die Marktintegrität⁷⁷⁴. Überragende Bedeutung hat dementsprechend wiederum der Anlegerschutz neben dem Funktionsschutz des Kapitalmarktes.

Ziel der Beteiligungspublizität in Europa ist es, durch angemessene Information den Schutz der Anleger auf dem Wertpapiersektor zu verbessern und ihr Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken, um dadurch die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu verbessern⁷⁷⁵. Zusätzlich soll in Deutschland durch größere Transparenz dem Missbrauch von Insiderinformationen

⁷⁷² Vgl. Schwark/ Zimmer, § 15 WpHG Rdn. 8f.

⁷⁷³ Vgl. Assmann, ZGR 94, 494 (527f.); Hopt, ZGR 91, 17 (50); Schneider, DB 93, 1429 (1431f.); Pellens, AG 91, 62 (63); Pellens/ Füllbier, DB 94, 1381 (1384); Waldhausen, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, S. 28ff.

⁷⁷⁴ Vgl. Schwark/ Zimmer, § 15a Rdn. 6ff.; Fischer zu Cramburg/ Hannich in v. Rosen (Hrsg.), Director's Dealings, S. 9; Fleischer, ZIP 02, 1217 (1218); Hutter/Leppert, NZG 02, 649 (655 f.); Schneider, AG 02, 473 (474); Posegga, BKR 02, 697ff.

entgegenwirkt und dem Emittenten einen besserer Überblick über seine Aktionärsstruktur und die Beherrschungsverhältnisse verschafft werden⁷⁷⁶.

Die übernahmerechtlichen Publizitätsvorschriften in Deutschland sollen der Herstellung der notwendigen Bedingungen für ein faires Angebotsverfahren und der Stärkung der Position der Minderheitsaktionäre dienen⁷⁷⁷. Sie bezwecken damit im Ergebnis den Anlegerschutz.

In den USA werden letztlich alle Publizitätspflichten mit dem Anlegerschutz und dem volkswirtschaftlichen Anliegen der „richtigen“ Allokation freien Kapitals begründet. Ein Grund für die in Ansätzen unterschiedliche Zielsetzung der Publizitätspflichten in Deutschland und den USA ist mit Sicherheit darin zu sehen, dass die Kapitalmarktfinanzierung in den USA erheblich verbreiteter ist als in Deutschland. Dies liegt darin begründet, dass die Daseinsvorsorge in Deutschland weitestgehend öffentlich-rechtlich geregelt ist, während sie in den USA den Privathaushalten überlassen bleibt⁷⁷⁸. Durch die in Deutschland in diesem Bereich zu erwartenden Umstrukturierungen könnte es nötig werden, die Zielsetzungen für Publizitätspflichten in Deutschland denen in den USA noch weiter anzunähern.

Es lässt sich in der Zusammenschau der Ziele der unterschiedlichen Publizitätspflichten feststellen, dass der Anlegerschutz als Zweck für kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten sowohl in Deutschland als auch in den USA im Vordergrund steht, daneben werden der allgemeine volkswirtschaftliche Nutzen der richtigen Allokation des freien Kapitals durch Transparenz des Marktes und die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes genannt. Dem Anleger soll durch die Publizität bei der Auswahl der derzeit die höchste Rendite bringenden Anlagemöglichkeit und damit der derzeit volkswirtschaftlich „richtigen“ Anlage⁷⁷⁹ geholfen werden. Zu beachten ist dabei, dass Anlegerschutz ein diffuser Begriff ist und in zwei Bedeutungen verwendet wird. Einerseits bedeutet Anlegerschutz den Schutz der Individualinteressen einzelner Anleger und andererseits in einem erheblich weiteren Sinne auch den überindividuellen Schutz der Anlegerschaft als Teilaspekt eines funktionierenden und integeren Kapitalmarktes.

Dem Anlegerschutz im überindividuellen Sinne wird dabei das höchste Gewicht eingeräumt, denn der Anlegerschutz schließt richtig verstanden letztendlich das Ziel der „richtigen“ Kapitalallokation und des funktionsfähigen integeren Kapitalmarktes ein. Der Anlegerschutz

⁷⁷⁵ Siehe Einleitungstext der Transparenzrichtlinie, RiLi 88/627/EWG des Rates vom 12.12.1988 ABl. Nr. L 348 vom 17.12.1988.

⁷⁷⁶ Vgl. BT-Drs. 12/6679, S. 52.

⁷⁷⁷ Vgl. Caspari, NZG 05, 98 (102).

⁷⁷⁸ Vgl. Merkt/Göthel, RIW 03, 23 (28).

⁷⁷⁹ Vgl. Kumpel, Kapitalmarktrecht, S. 19 ff.

muss die Informationsasymmetrien zwischen Anlagepublikum und den Emittenten sowie den Finanzintermediären ausgleichen, ebenso die gegensätzlichen Interessen beider Seiten. Der Anleger geht mit der Nutzung des Kapitalmarktes immer das Risiko ein, sein Kapital durch Fehlinvestitionen zu vermindern oder zu verlieren; um den Anleger trotz dieser Risiken am Kapitalmarkt zu halten und damit das volkswirtschaftlich benötigte Investitionskapital zu sichern und nach Möglichkeit zu steigern, ist es Aufgabe der Gesetzgebung, das Vertrauen in die Integrität und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu schützen und zu stärken. Gerade die durch die Publizitätspflichten erzeugte Transparenz ist dabei zentral, denn die Transparenz sorgt für einen Ausgleich der Informationsasymmetrien. Zugleich sorgt Transparenz für einen fairen Kapitalmarkt, da Betrug und Irreführung bereits präventiv eingedämmt werden. Nur in einen fairen und transparenten Markt wird der potentielle Anleger genügend Vertrauen setzen und sein Kapital dort platzieren; hat er das Gefühl übervorteilt zu werden, wird er sich von dem Kapitalmarkt abwenden und sein Kapital an anderer Stelle oder in einer anderen Anlageform investieren. Transparenz verbessert damit die volkswirtschaftlich „richtige“ Allokation des Kapitals am Markt. Zu bedenken ist auch, dass dem Anleger ohne genügende Transparenz auch ein noch so hohes Maß an Marktintegrität verborgen bleiben könnte, so dass er sein Misstrauen behielte und dem Markt damit nur ein suboptimales Angebot an Kapital zur Verfügung stünde.

b. Zweckerreichung der Publizitätspflichten

Die US-Amerikaner gehen der „Disclosure Philosophy“ folgend davon aus, dass mehr Publizitätspflichten zwingend zu größerer Transparenz, besserem Anlegerschutz und gestärktem Vertrauen in den Markt führen. Immer wieder findet man hier den US-amerikanischen Juristen Louis Brandeis zitiert, der im Jahre 1914 in seinem Buch „Other People’s Money and How the Bankers Use it“ metaphorisch zur Publizität bemerkte: „Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light is the most efficient policeman.“⁷⁸⁰

Auch in Deutschland wird die Auffassung vertreten, die Ziele mehr Anleger- und Gläubigerschutz sowie bessere Kapitalallokation seien durch strengere Publizitätspflichten fast immer zu erreichen, denn mehr Publizität führe zu mehr Transparenz⁷⁸¹. Andererseits kann man mit derselben Berechtigung vertreten, ein Grundmaß an Publizität müsse sein, aber was

⁷⁸⁰ Brandeis, *Other People’s Money and How the Bankers Use It*, S.62.

⁷⁸¹ Vgl. Merkt/Göthel, RIW 03, 23 (28f.); Claussen, ZGR 99, 499 (511f.; 532); derselbe, *Bank- und Börsenrecht*, § 9 Rdn. 6; Möllers, ZGR 97, 334 (366f.).

darüber hinausgehe, wie Zwischenberichte (insbesondere Quartalsberichte) führe zu einer Verwirrung großer Teile der Anlegerschaft durch zu viele Informationen, die von ihnen nicht mehr aufgenommen und verarbeitet werden können⁷⁸². Die genannten Ziele werden dann nicht erreicht. Letzterem lässt sich entgegenhalten, dass große Teile der Anlegerschaft, insbesondere der Kleinanlegerschaft, nicht alle ihnen zur Verfügung gestellten Informationen selbst lesen, sondern dass sie diese Informationen für ihre Bedürfnisse aufbereitet den Analysen der Wirtschaftszeitungen oder der Wirtschaftsteile großer Tageszeitungen entnehmen. Häufig wird auch angenommen, engmaschige Publizitätspflichten führten zu kurzfristigen Strategien der Vorstände, die allein an den momentanen Börsenwerten ausgerichtet seien. Insoweit lässt sich aber anführen, dass es in anderen Ländern wie den USA eine lange Erfahrung mit unterjähriger und auch speziell mit Quartalsberichterstattung gibt, ohne dass sich feststellen ließe, dass die US-amerikanischen Unternehmen und ihre Geschäftsleitungen durch die Veröffentlichungspflichten so beeinträchtigt wären, dass sie im internationalen Vergleich und im Globalisierungswettbewerb abfielen. Anders läuft natürlich auch die Argumentation für weitgehende Publizitätspflichten; hier wird angenommen, dass die Vorstände durch diese Publizitätspflichten zu verbesserten Verhaltensstandards angehalten werden⁷⁸³. Die Öffentlichkeitswirkung ist ein gewichtiges Argument für Geschäftsleitungen, wenn sie riskieren, von Aktionärsseite für Fehlverhalten abgestraft zu werden. Ein weiteres Argument gegen zu weitgehende Publizitätspflichten ist auch, dass aus zu weitgehenden Publizitätspflichten, insbesondere was die zukünftige Entwicklung angeht, überzogene Sicherheitsempfindungen der Anleger in Bezug auf die Anlage folgen können⁷⁸⁴. Diesem überzogenen Sicherheitsempfinden wird allerdings speziell bei der Prospektpublizität, bei der es für den Anleger um die Auswahl der Anlage geht, durch spezifische Risikohinweise, die gesondert zu kennzeichnen sind, entgegengewirkt. Auch bei anderen Publizitätspflichten ist dies inhärent, so namentlich bei Prognosen, die auch in Deutschland klar als solche gekennzeichnet sein müssen. Zusätzlich ist dem entgegenzuhalten, dass eine bewusste Auswahl nur unter Zuhilfenahme einer Risikoanalyse bei weitgehenden Publizitätspflichten und größtmöglicher Transparenz getroffen werden kann⁷⁸⁵.

⁷⁸² Diese Gefahr besteht insbesondere auch dann, wenn Pflichtpublizität gezielt als Werbemaßnahme eingesetzt wird, wie dies bei den Ad-hoc-Mitteilungen teilweise vor den Änderungen durch das 4. FMFG der Fall war. Vgl. hierzu Schwark/ Zimmer, § 15 WpHG Rdn. 152.

⁷⁸³ Vgl. Steinberg, *Understanding Securities*, § 4.07, S. 117; Merkt, *Unternehmenspublizität*, S. 338ff.

⁷⁸⁴ Vgl. Claussen, *Bank- und Börsenrecht*, § 9 Rdn. 62.

⁷⁸⁵ Vgl. Möllers, *ZGR* 97, 334; Weber, *NJW* 03, 18 (26).

Festhalten lässt sich damit, dass die vorgenannten Argumente gegen weitgehende Publizitätspflichten nicht durchschlagend sind. Alles in allem lässt sich für den deutschen Markt allerdings auch vertreten, dass das Ziel des Anlegerschutzes in den meisten Fällen erreicht wird. Die Publizitätspflichten sind so umfassend, dass das Informationsgefälle zwischen Anlegern und Emittenten sowie Finanzintermediären gering gehalten wird. Was im Rechtsvergleich mit den USA besonders auffällt und auch in Deutschland und parallel auf europäischer Ebene sinnvoll wäre, ist die Nutzung einer einheitlichen Datenbank für alle Pflichtpublikationen der börsennotierten Unternehmen. Die Nutzung des Internets für die Unternehmenspublizität wird in Deutschland allerdings insgesamt kontrovers diskutiert⁷⁸⁶. Fraglich ist insoweit, ob das Internet im Verhältnis zur Printpublizität auch für Kleinanleger gleichwertig sein kann. In dieser Hinsicht bleibt festzuhalten, dass mittlerweile eine durchaus beachtenswerte Zahl von Kleinanlegern das Internet für die Ausführung von Börsengeschäften nutzt und ein Depot bei einer Onlinebank eingerichtet hat. Die Nutzung des Mediums Internet ist so fortgeschritten, dass die Zahl der Kleinanleger, die ihr Kapital in Aktien anlegen, aber nicht über einen Internetzugang verfügen, gering sein dürfte. Der hier unterbreitete Vorschlag der Einrichtung einer umfassenden Datenbank soll der Beibehaltung anderer Publikationsformen auch gar nicht entgegenstehen, er ist lediglich ergänzend als Erleichterung für die Anleger gedacht.

Die US-amerikanische EDGAR-Datenbank ist weltweit kostenfrei zugänglich und leicht und einfach zu nutzen, da sie keine Wertpapierkennnummern und keine weiteren Angaben zu einem einzelnen Unternehmen erfordert außer dem Firmennamen. Allein mit diesem sind alle Mitteilungen des Unternehmens zugänglich und jeder Interessierte kann sie sich ansehen. Möglich ist auch der direkte Vergleich der Meldungen mehrerer Unternehmen. Die Veröffentlichung aller Mitteilungen über eine Datenbank, die von einer Website aus zugänglich ist, ist für Anleger und speziell auch für Kleinanleger erheblich überschaubarer und tatsächlich nutzbarer als die derzeitige deutsche Lösung der Veröffentlichung von Pflichtmitteilungen auf der Homepage des Emittenten. Zudem ist die allgemeine Datenbank für alle Mitteilungen auch besser geeignet als das derzeitige Veröffentlichungsmodell der BaFin, die bestimmte Arten von Mitteilungen in jeweils gesonderten Datenbanken bereithält. Dieses Modell ist einerseits unvollständig, da bestimmte Mitteilungen gar nicht über die Website der BaFin veröffentlicht werden, und außerdem ermöglicht das Modell der vielen kleinen Datenbanken nicht die

⁷⁸⁶ Vgl. hierzu Dauner-Lieb, DStR 04, 361; Noack, AG 03, 537; Spindler/ Hüther, RIW 00, 329; Merkt, Unternehmenspublizität, S. 3.

Möglichkeit des schnellen Überprüfens, ob von bestimmten Unternehmen neue Meldungen eingegangen sind, da man jeweils alle in Betracht kommenden Datenbanken abfragen muss.

Anzuraten wäre daher zur Verbesserung des Anlegerschutzes und zur Vergrößerung der Transparenz die Einrichtung einer Datenbank mit ähnlichen Funktionen wie die der EDGAR-Datenbank der SEC, da dies den Zugriff auf Informationen für den einzelnen Anleger erheblich vereinfachen würde. Die SEC arbeitet in den USA insgesamt mit dem Betrieb und der Unterhaltung der EDGAR-Datenbank kostendeckend, so dass die Einrichtung einer solchen Datenbank bei Wegfall des bisherigen Systems der unterschiedlichen kleinen Datenbanken für bestimmte Publizitätspflichten auch ohne Verursachung zu hoher Kosten möglich sein sollte, zumal wenn, wie in den USA, die Informationen der Unternehmen auch elektronisch eingereicht werden müssten.

Eine Erleichterung der Publizitätspflichten für die Emittenten, die sich an die Schaffung einer solchen Datenbank anschließen könnte und die diese letztlich voraussetzt, ist die Möglichkeit, bereits veröffentlichte Daten im Wege des Verweises in neu zu veröffentlichende Dokumente aufzunehmen. Diese sog. „incorporation by reference“ ist in den USA in allen Publikationen, die die Veröffentlichung älterer Daten verlangen, wie den Prospekten, dem Jahresabschluss und der unterjährigen Publizität möglich. Auch in Deutschland wäre diese Erleichterung für die Emittenten ohne Einbußen für den Anlegerschutz denkbar, sofern eine allgemeine Datenbank geschaffen wird. Für Emittenten und Anleger ist eine derartige Vereinfachung attraktiv, da für den Anleger bei geringerem Aufwand für den Emittenten dieselben Informationen zur Verfügung stehen und die Transparenz dementsprechend keine Einbußen erfährt.

Defizite zu Lasten des Anlegerschutzes weist die deutsche Pflichtpublizität im Vergleich zur US-amerikanischen Publizität insbesondere bei der Verpflichtung zur Abgabe von Prognosen aus. Diese Pflicht wäre auszubauen. Insbesondere sollten hier konkrete Vorgaben gemacht werden, worauf sich Prognosen beziehen müssen und was ihr Gegenstand sein sollte: dies sollte nicht wie derzeit in Deutschland vollständig dem Ermessen des Vorstands überlassen bleiben.

Zu bedenken ist an dieser Stelle dann allerdings auch, dass im Jahre 2007 mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie die Haftung für Angaben in der Regelpublizität erheblich verschärft werden wird. Hier sollte bei der Umsetzung darüber nachgedacht werden, ob man europarechtskonform eine Safe-Harbor-Regel für Prognosen analog derjenigen der SEC fassen kann, so dass Unternehmen weiterhin nicht für das Nichteintreffen einer Prognose in Anspruch genommen werden können.

Der derzeitige Stand der Publizitätspflichten in Deutschland ist im Übrigen allerdings bereits so fortgeschritten, dass weitere zusätzliche Publizitätspflichten wie die oben bei den jeweiligen Kapiteln im Vergleich mit dem US-amerikanischen Recht formulierten Vorschläge trotz der durch sie entstehenden Kosten für die Unternehmen und gemessen an diesen noch sinnvoll sein müssen. Gegen weit reichende Publizitätspflichten können auch die hohen Kosten sprechen, die mit hohen Anforderungen an die Unternehmenspublizität einhergehen. Das volkswirtschaftliche Ziel der „richtigen“ Kapitalallokation kann nicht erreicht werden, wenn Teile der potentiellen Emittenten einen Börsengang schon wegen der damit einhergehenden Kosten nicht in Betracht ziehen können. Die Kosten für Unternehmenspublizität, insbesondere auch für die laufende Publizität, sind so hoch, dass in Deutschland viele mittelständische Kapitalgesellschaften vor einem Börsengang für den Kapitalerwerb zurückschrecken. Auch das derzeitig niedrigste Börsensegment, der General Standard im geregelten Markt, ist letztendlich von seinen Anforderungen noch zu kostenintensiv für viele mittelständische Kapitalgesellschaften, so dass diese auf andere Möglichkeiten der Beschaffung von neuem Kapital beschränkt bleiben. Die Neugründung von Aktiengesellschaften mit Börsenzugang sollte vom Gesetzgeber gefördert werden. Sie ist erforderlich, um der natürlichen Abschmelzung der Rechtsform AG entgegenzuwirken und um Beschäftigung und Wachstum zu ermöglichen, was in der Regel den Unternehmen nur mit Kapitalzufuhr von außen möglich ist. Dieses Ziel der Förderung des Aktienwesens ist mit dem Ziel des Anlegerschutzes in Einklang zu bringen. Teilweise wird behauptet, der Anlegerschutz belaste tendenziell die Rechtsform der AG und hemme damit den Zugang zur Aktiengesellschaft⁷⁸⁷. Angeführt wird hierzu, dass die Zahl der Aktiengesellschaften seit dem Jahr 2000 von 15000 auf jetzt 12000 und die Zahl der Aktionäre und Fondsbesitzer von 12,8 Mio. im Jahr 2001 auf jetzt 10,7 Mio. zurückgegangen ist⁷⁸⁸. Die Zahlen der Neuemissionen am Amtlichen und Geregelten Markt sind sehr gering, sowohl absolut als auch im Umfang. Der Freiverkehr entwickelt sich zahlenmäßig besser als der Amtliche und der Geregelte Markt. Ob dieser Trend wirklich auf Überregulierung des Amtlichen und des Geregelten Marktes durch Gesetze oder auf andere Gründe zurückzuführen ist, bleibt allerdings fraglich.

Auch in den USA wird das Problem der erheblichen Publizitätskosten gesehen⁷⁸⁹. Dabei werden nicht nur die erheblichen Publizitätskosten, die im Einzelfall auf mehrere Hunderttausend Dollar beziffert werden, gesehen, sondern bedacht werden auch die

⁷⁸⁷ Vgl. Claussen/Florian, AG 05, 745 (746).

⁷⁸⁸ Vgl. DAI-Factbook, Juli 2005, 08.3 - Zahl D.

erheblichen Kosten, die in einem Haftungsfalle entstehen können. Derzeit liegt in den USA der Fokus darauf, dass gerade der Sarbanes-Oxley Act mit den durch dieses Gesetz legitimierten Umsetzungsregeln der SEC zu erheblichen zusätzlichen Kosten für die Unternehmen geführt hat⁷⁹⁰. Als problematisch wird ebenso wie in Deutschland gesehen, dass kleinere Unternehmen durch die abschreckend hohen Publizitätskosten teilweise gar keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben.

In den USA versucht man dem Problem der Belastung kleinerer und mittlerer Unternehmen mit erheblichen Kosten für die Befolgung der Publizitätspflichten durch die verschiedenen Erleichterungen für „Small Business Issuers“ und andere Befreiungen von Publizitätspflichten Herr zu werden. Mit diesen Erleichterungen für Small Business Issuer versucht man, den schmalen Grat zwischen dem Ziel der Öffnung des Kapitalmarktes auch für kleinere Unternehmen und dem Ziel des Anlegerschutzes zu gehen. Die sog. Small Business Issuer haben sowohl bei der Zulassungspublizität als auch bei der Regelpublizität nur im Umfang verringerte Publizitätspflichten zu beachten. Der deutsche Gesetzgeber sieht demgegenüber seit der Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie keine gesonderten und erleichterten Zugangsvoraussetzungen für den geregelten Markt mehr vor und schreibt damit in Deutschland für alle Unternehmen, die an der Börse notiert werden wollen, dieselben Zulassungsvoraussetzungen vor. Vor der Änderung im Jahr 2005 war die Zulassung zum geregelten Markt in Deutschland von den Publizitätsanforderungen her erheblich einfacher zu erreichen als die Zulassung zum amtlichen Markt, statt eines ausführlichen Börsenzulassungsprospekts musste nämlich nur ein erheblich weniger umfangreicher Unternehmensbericht veröffentlicht werden. Diese Möglichkeit gibt es seit 2005 nicht mehr, vielmehr gelten für die Zulassung zum amtlichen und zum geregelten Markt die gleichen Publizitätsanforderungen. Dies ist im Lichte der erheblichen Publizitätskosten, die gerade für kleinere Unternehmen eine erhebliche Rolle spielen und diese vom Kapitalmarkt fernhalten, bedenklich. Es wäre, eventuell auch auf EU-Ebene, zu überlegen, ob nicht wieder vereinfachte Zulassungsvoraussetzungen für kleinere Unternehmen eingeführt werden sollten. In diesem Bereich könnte sich auch eine Orientierung an dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht mit seinen Regelungen für Small Business Issuer empfehlen. Die größenabhängig erleichterten Zulassungsvoraussetzungen führen dazu, dass genau diejenigen Unternehmen entlastet würden,

⁷⁸⁹ Vgl. Hazen, § 3.1(3).

⁷⁹⁰ Vgl. Hazen, § 3.1(3); Roberts, Financial Times vom 29.04.2004, S. 1B in diesem Artikel werden die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley-Acts für GE kritisch besprochen, die von Mehrkosten in Höhe von \$ 30.000.000 ausgehen.

die aufgrund ihrer geringeren Größe über Gebühr belastet werden. Dies steht im Kontrast zur früheren deutschen Lösung, die den Umfang der Publizitätspflichten letztlich zur Wahl des Emittenten stellte. Die US-amerikanische Lösung ist auch insofern zu empfehlen, als die allgemein bestehenden Publizitätspflichten lediglich insgesamt verringert werden, insbesondere Details sowie bestimmte Finanzdaten erlassen werden und die historischen Finanzinformationen statt für drei Jahre nur noch für zwei Jahre beizubringen sind. Damit werden dem Anleger nicht zu viele Informationen genommen und auch dem Anlegerschutz wird Genüge getan. Das gleiche gilt auch für den Bereich der Regelpublizität. Hier wird die Transparenzrichtlinie, die bis zum 20.01.2007 in deutsches Recht umzusetzen ist, eine allgemeine Pflicht zur unterjährigen Berichterstattung für alle börsennotierten Unternehmen mit sich bringen. Auch in Bezug auf die Regelpublizität besteht insofern in Europa und damit auch in Deutschland der Bedarf, besondere Regeln für kleinere Unternehmen zu schaffen, die man mit den Publizitätskosten nicht übermäßig belasten sollte und für die man gleichwohl den Kapitalmarkt attraktiv gestalten will. Eine Regelung wie die der Small Business Issuer wäre daher *de lege ferenda* zu empfehlen.

Den hohen Kosten, die die Publizitätspflichten auslösen, ist allerdings die Senkung der Transaktionskosten für Anleger und Emittenten durch die Standardisierung der Informationen und den erleichterten Datenvergleich gegenüberzustellen⁷⁹¹. Auch diese Transaktionskosten sind in eine Kosten-Nutzenanalyse der Publizitätspflichten einzustellen.

Kosten sind zusätzlich auch als Preis für die Marktteilnahme zu sehen, ebenso wie die Publizitätspflichten Korrelat der Marktteilnahme sind⁷⁹². Die Anleger kaufen Anteile am Unternehmen, geben damit ihr Geld für das Unternehmen und werden dessen Eigentümer. Dies bedeutet, dass das Management von börsennotierten Aktiengesellschaften letztlich treuhänderisch mit fremdem Geld tätig wird und fremdes Vermögen nutzt. Wenn man die Beziehung zwischen Aktionär und Geschäftsleitung so betrachtet, ist an sich nicht einzusehen, warum sich Unternehmen so gegen Offenlegungspflichten wehren; wer fremdes Geld treuhänderisch in Anspruch nimmt, ist immer gehalten dem Geldgeber Auskunft über die Nutzung des Geldes zu geben. Gleiches gilt dann, wenn fremdes Eigentum in dieser Form genutzt wird. Warum sich speziell deutsche Unternehmen so gegen Veröffentlichungspflichten wehren, ist abseits des Kostenarguments nicht zu verstehen und auch für die Ziele der deutschen Wirtschaft kontraproduktiv. Die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen

⁷⁹¹ Vgl. Merkt, Unternehmenspublizität, S. 345ff.

⁷⁹² Vgl. Merkt, Unternehmenspublizität, S. 493.

Kapitalmarktes wird nur sichergestellt werden können, wenn die Offenlegungspflichten im internationalen Vergleich Bestand haben und Anleger Vertrauen in den deutschen Kapitalmarkt und die deutschen Börsen setzen. Kapital ist nicht lokal gebunden und kann letztlich nahezu überall investiert werden. Wenn sich Anleger an einem Markt übervorteilt fühlen, werden sie ihr Kapital abziehen und einen anderen Markt favorisieren. Transparenz, die auch durch Publizitätspflichten erzeugt wird, ist damit absolut essentiell für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes. Die Kosten für die Publizität müssen daher von den Unternehmen hingenommen werden; man kann allenfalls wie vorgeschlagen für bestimmte kleinere Unternehmen Erleichterungen schaffen, wenn diesen Unternehmen der Weg auf den Kapitalmarkt sonst effektiv wegen der zu hohen Kosten verschlossen wäre.

Lebenslauf

Name	Judith Maria von Kirchbach
Adresse	1201 Horseshoe Dr. South Lyon, MI 48178, USA
Telefonnummer	001-248-4461758
E-Mail	judithclouth@yahoo.com
Geburtsdatum	14.08.1977
Eltern	Elmar Clouth, Mitglied des Landesrechnungshofs Rita Clouth geb. Höner, Seminarleiterin bei der Familienbildungsstätte Duisburg
Geschwister	Johanna (25), Theresa (24), Thomas (22)
Familienstand	Seit Mai 2002 verheiratet mit Jakob von Kirchbach
Kinder	Johann (geb. 12.10.2002), Clara (geb. 09.06.2004), Carl (geb. 17.07.2006)
Schulischer Werdegang	1983-1987 Besuch der Gemeinschafts- grundschule Donkschule in Duisburg 1987 Übertritt an das Albert-Einstein- Gymnasium in Duisburg 1988 Wechsel an das Colegio Humboldt in Caracas, Venezuela 1991 Wechsel an das Albert-Einstein- Gymnasium in Duisburg 1996 Abitur (Notendurchschnitt: 1,3; Leistungskurse Englisch und Französisch)
Studium	WS 1996/97 Beginn des Jurastudiums an der Heinrich-Heine-Universität in Düsseldorf. Im Verlauf des Studiums Besuch von Veranstaltungen und Unirepetitoriums- vorlesungen von Frau Prof. Dr. Dauner-Lieb. Februar – April 1997 Praktikum bei der Kanzlei Blömer, Reiche, Halstrick, Duisburg Juli – September 1998 Praktikum bei der Stadtverwaltung Neukirchen-Vluyn Februar – April 1999 Praktikum bei der Kanzlei Fabris, Rosetti, Beresnack in Buenos Aires, Argentinien

August 2000 Abschluss des Studiums mit dem Ersten Staatsexamen (Freischuss nach dem 6. Semester; Note: Vollbefriedigend)

LL.M.-Program

August 2000 – Mai 2001 L.L.M. in transnational business practice an der McGeorge School of Law, University of the Pacific in Sacramento, CA (Abschluß als Jahrgangsbeste); Teile der Kurse betrafen amerikanisches und transnationales Wertpapierrecht.

Praktische Ausbildung von September – Dezember 2000 bei Nelson Mullins, Riley & Scarborough in Atlanta, GA (Note: Sehr Gut). Mitbearbeitung der Beratung von Hedge Funds, Real Estate Investment Trusts, Investmentfonds und Arbeit mit dem Auslandsinvestmentgesetz

Referendariat Juni 2001-

September 2001 bei Richterin Denzel am AG Mülheim (Note: Gut)
September 2001- Dezember 2001 bei Richterin Kamphausen in der vierten Handelskammer des LG Duisburg (Note: Vollbefriedigend)

Dezember 2001- März 2002 Staatsanwalt Keller beim LG Duisburg (Wirtschaftsstrafrecht; Note: Gut)

März 2002- Juni 2002 Stadtverwaltung Neukirchen-Vluyn (Note: Gut)

Juli 2002- Mitte August 2002 Kanzlei Blömer, Reiche, Halsstrick in Duisburg (Note: Vollbefriedigend)

Mitte August 2002- April 2003 Kanzlei Junger und von Buch in Eislingen (Note: Vollbefriedigend)

Mai 2003- August 2003 Kanzlei Becker Bohn in Stuttgart (Schwerpunkt: Wirtschaftsrecht; Note: Sehr Gut)

Oktober 2003 Abschluss des Referendariats mit Zweitem Juristischen Staatsexamen (Note: Vollbefriedigend; Wahlfach: Wirtschaftsrecht)

Berufliche Erfahrung

Juni 2001 – April 2002 neben dem Referendariat bei KPMG Beiten Burkhardt (Bereich Banking & Finance). Mandats- und Vortragsbearbeitungen im nationalen und internationalen Bank-, Kapitalmarkt-, und Gesellschaftsrecht.

Promotion

Dezember 2003 Beginn einer Promotion zum
Thema „Publizitätspflichten börsennotierter
Gesellschaften in Deutschland und den USA“
Februar 2004 Vorstellung des Promotions-
themas im Rahmen eines Doktoranden-
seminars (Note: Sehr Gut)