

ANFORDERUNGEN AN EIN MODERNES KAPITALMARKTRECHT*

Claus-Wilhelm Canaris

Dr. Dr. h.c. mult., o. Professor an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Marietta Auer

Prof. Dr., M.A., LL.M., S.J.D. (Harvard), Attorney-at-Law (New York), wissenschaftliche Assistentin am Institut für Privatrecht und Zivilverfahrensrecht der Ludwig-Maximilians-Universität München. Derzeit Inhaberin der Professur für Bürgerliches Recht und Rechtsphilosophie an der Justus-Liebig-Universität Gießen.

Es gibt derzeit kaum ein Thema im Bereich des Wirtschaftsrechts, dessen Dynamik und rechtspolitische Brisanz so groß ist wie die des Kapitalmarktrechts. Gerade jüngst haben spektakuläre Skandale wie ENRON und WORLDCOM das Vertrauen in die Kapitalmärkte weltweit erschüttert und die eminente Bedeutung transparenter Unternehmensfinanzen in geradezu dramatischer Weise vor Augen geführt.¹

Zugleich stellen sich eklatante Fehleinschätzungen der Finanzmärkte wie in den Fällen ENRON und WORLDCOM letztlich als Kehrseite eines Strukturwandels an den Kapitalmärkten dar, der sich – allgemein gesprochen – mit den zwei Schlagworten der *Globalisierung* sowie der *Öffnung gegenüber einem immer breiteren Publikum* beschreiben läßt. So kommt die Globalisierung der Finanzmärkte etwa in deren fortschreitender internationaler Vernetzung, in der zunehmenden Durchsetzung international anerkannter Bilanzierungsregeln sowie nicht zuletzt in der Häufigkeit großer, grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse zum Ausdruck. Diese und ähnliche Entwicklungen fordern mit zunehmender Dringlichkeit die internationale Angleichung der auf den Kapitalmärkten geltenden Wettbewerbsbedingungen. Andererseits gilt gerade für Deutschland, daß Kapitalmarktpapiere wie vor allem Aktien in den letzten Jahren als Anlageinstrument für

* Text ursprünglich veröffentlicht in Hukuk/Armagan (Hrsg.). Recht in der Informationsgesellschaft: Aufsätze zu Ehren von Ünal tekinalp. Band I. Beta Verlag: Istanbul, 2003, S. 1047-1066.

¹ Die Vereinigten Staaten reagierten auf diese Entwicklung bekanntlich mit einer erheblichen Verschärfung der Kapitalmarktgesetze durch den sog. Sarbanes-Oxley Act (2002); vgl. dazu *Schwarz/Holland*, ZIP 2002, 1661 ff.

immer breitere Bevölkerungsschichten interessant wurden; eine Entwicklung, die jedoch fast zwangsläufig auch Manipulationen Vorschub leistete und der Aufgabe des Anlegerschutzes neues Gewicht verlieh.²

Eine umfassende Erörterung dieser Fragenkreise würde den Rahmen dieses Beitrags gänzlich sprengen. Die folgenden Ausführungen werden sich daher strikt im Rahmen des gewählten Themas halten und nicht das Kapitalmarktrecht ganz allgemein, sondern nur solche Entwicklungen zum Gegenstand haben, die wirklich als “modern” bezeichnet werden dürfen. Außerdem werden sie sich auf drei besonders aktuelle Grundprobleme konzentrieren. Es sind dies erstens das Recht der Unternehmensübernahmen, zweitens das Verbot des Insiderhandels sowie drittens die Problematik der Publizität marktrelevanter Informationen.

I. ÜBERNAHMERECHT

1. Rechtspolitische Grundlagen

a) Die ökonomischen Argumente für eine weitgehende Liberalisierung von Übernahmetransaktionen und der Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Unternehmensleitung der Zielgesellschaft

Von einer “feindlichen” Übernahme spricht man – vereinfachend gesagt –, wenn ein Unternehmen mittels öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre einer Zielgesellschaft die Kontrolle über diese erwirbt, ohne daß deren Vorstand mit dem Übernahmeangebot einverstanden ist.³

Ökonomisch gesehen kann eine solche Übernahme nützliche Synergieeffekte zur Folge haben, und schon ihre bloße Möglichkeit kann dazu führen, daß das Management des von einer Übernahme bedrohten Unternehmens seine Leistungen steigert.⁴ Das spricht dafür,

² Zu den rechtspolitischen Anforderungen an moderne Corporate Governance vgl. exemplarisch *Baums*, ZHR 166 (2002), 375 ff.; dort insbesondere auch zur Krise des „Neuen Markts“. Im September 2002 hat die Deutsche Börse AG entschieden, dieses Marktsegment – nach anfänglicher Euphorie und zwischenzeitlichem Niedergang – zum Jahresende 2003 endgültig zu schließen; vgl. FAZ Nr. 225 v. 27.9.2002, S. 1, 11.

³ Vgl. etwa *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2002, § 33 Rz. 1 mit Fn. 2; *Mühle*, Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2002, S. 23 ff.

⁴ Grundgedanke dieser Überlegung ist das Modell des Unternehmenskontrollmarkts, wonach öffentliche Übernahmeangebote ein Mittel externer Managementkontrolle darstellen; vgl. grundlegend *Easterbrook/Fischel*, 91 Yale L. J. 698, 715 ff. (1982); *Posner*, Economic Analysis of Law, 5. Aufl. 1998, S. 453 ff.; *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 370 ff.; *ders.*, ZGR 1993, 534, 542 ff.; *Mühle* (Fn. 3), S. 61 ff., 110.

Übernahmen so weit wie möglich von rechtlichen und tatsächlichen Hindernissen freizustellen.

Dieses Ziel gerät jedoch in der Praxis meist mit den Interessen des Leitungsgremiums, in Deutschland also des Vorstands bzw. Aufsichtsrats der Zielgesellschaft, in Konflikt. Während nämlich das Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft in erster Linie auf die Steigerung des Werts ihrer Vermögensanlage gerichtet ist, ist das Interesse der Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieder meist auch von deren persönlichem Interesse an der Erhaltung ihrer beruflichen Position beeinflusst.⁵ Deshalb sollten Vorstand und Aufsichtsrat gegenüber einer möglichen Übernahme grundsätzlich zur Neutralität⁶ verpflichtet und also nicht befugt sein, ohne Zustimmung der Hauptversammlung Abwehrmaßnahmen zu ergreifen. Dieser Grundsatz trägt auch dem verbreiteten Gedanken Rechnung, daß sich das Übernahmeangebot in erster Linie an die *Aktionäre* als Eigentümer der Gesellschaft richtet, so daß ihnen auch die Entscheidung über dessen Annahme oder Ablehnung vorbehalten bleiben sollte.⁷

Das geltende Recht steht allerdings mit diesen Postulaten in den meisten Staaten nicht im Einklang, da die an sich wünschenswerte weitgehende Liberalisierung meist an politischem Widerstand scheitert. Kaum eine gesellschaftsrechtliche Problematik weckt in der Öffentlichkeit so starke Emotionen wie eine Liberalisierung des Übernahmerechts. Die Aussicht, den heimischen Unternehmensmarkt ausländischen Unternehmenskäufern zu öffnen, erzeugt nicht selten durchaus begründete Ängste vor einer Verfremdung der Unternehmenslandschaft, vor Umstrukturierungen und vor Arbeitsplatzverlusten. Dies gilt keineswegs nur für Deutschland, sondern zeigt sich auch an den Schutzmechanismen, die amerikanischen und japanischen Unternehmen gegen ausländische Unternehmen zur Verfügung stehen und die – in sehr unterschiedlichen Formen – auch in der Europäischen Union verbreitet sind.⁸

⁵ Zu dem typischen Interessenkonflikt zwischen Vorstand und Aktionären vgl. etwa *Clark*, *Corporate Law*, 1986, S. 588; *Steinmeyer/Häger*, *WpÜG* (Fn. 3), § 33 Rz. 3.

⁶ Kritisch zu dieser Begriffsbildung, da der Vorstand keineswegs zu völliger Passivität verurteilt ist (deshalb besser: Vereitelungsverbot), etwa *Hopt*, *ZHR* 166 (2002), 383, 424 bei Fn. 197; *Grunewald*, *AG* 2001, 288, 289; *Maier-Reimer*, *ZHR* 165 (2001), 258 f.; *Drygala*, *ZIP* 2001, 1861, 1863 f.

⁷ Vgl. etwa *Maier-Reimer*, *ZHR* 165 (2001), 258, 260 f.; *Winter/Harbarth*, *ZIP* 2002, 1, 2. Dezidiert in diesem Sinne äußerte sich jüngst auch die Europäische Expertengruppe zum Übernahmerecht; vgl. *High Level Group of Company Law Experts*, *Report on Issues Related to Takeover Bids*, 10.1.2002, S. 2, 21; abrufbar unter http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/official/index.htm.

⁸ Zu den international unterschiedlichen Standards der Übernahmeabwehr vgl. etwa *Drygala*, *ZIP* 2001, 1861, 1868 ff. m.w.N.; *Winter/Harbarth*, *ZIP* 2002, 1, 4 m.w.N. in Fn. 31. Das Fehlen eines internationalen

b) *Das Interesse an einem transparenten Übernahmeverfahren und der Schutz der Aktionäre der Zielgesellschaft*

Ein zweiter Schwerpunkt aller modernen Überlegungen zum Übernahmerecht liegt auf der Gewährleistung eines fairen Verfahrens. Dieses soll die Belastung der von der Übernahme betroffenen Gesellschaft minimieren und vor allem sicherstellen, daß deren Aktionäre die Möglichkeit zu einer rationalen Entscheidung über das Übernahmeangebot besitzen.

Typischerweise befinden sich die Aktionäre der von einem Übernahmeangebot betroffenen Gesellschaft in einer erheblichen Drucksituation. Denn sie müssen entweder das Angebot annehmen oder das Risiko in Kauf nehmen, sich bei Erfolg des Übernahmeversuchs in der Position von Minderheitenaktionären wiederzufinden.⁹ Um diesen Interessenkonflikt so weit wie möglich aufzulösen, ist es vor allem erforderlich, den Aktionären durch eine entsprechende Ausgestaltung des Verfahrens, vor allem durch Informations- und Publizitätspflichten, ausreichende Informationen über die Person des Bieters und den Inhalt des Angebots zur Verfügung zu stellen.¹⁰

2. Legislative Entwicklungen: Die EG-Übernahmerichtlinie und das neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Vor diesem rechtspolitischen Hintergrund sollen nunmehr die neueren Entwicklungen im deutschen und europäischen Übernahmerecht diskutiert werden.

a) *Die Rechtslage in Deutschland vor Inkrafttreten des WpÜG*

In Deutschland wurde das Übernahmerecht durch das am 1. Januar 2002 in Kraft getretene Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz¹¹ zum ersten Mal auf eine gesetzliche Grundlage gestellt. Vorher galt – abgesehen vom allgemeinen Rahmen des Aktienrechts – lediglich ein freiwilliger Übernahmekodex,¹² dessen Schwäche jedoch darin lag, daß er keine

„level playing field“ rügt auch der europäische Expertenbericht; vgl. *High Level Group of Company Law Experts*, Report on Issues Related to Takeover Bids (Fn. 7), S. 2, 18 ff.

⁹ Vgl. etwa *Liebscher*, ZIP 2001, 853 ff., insbes. 855 f. mit einer anschaulichen Schilderung des „Gefangenendilemmas“, in dem sich die mit einem Übernahmeangebot konfrontierten Aktionäre befinden.

¹⁰ *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 858 ff.

¹¹ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001, BGBl. I 2001, 3822.

¹² Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, abgedruckt bei *Baumbach/Hopt*, HGB, 30. Aufl. 2000, Nr. 18. Dabei handelte es sich um einen Katalog von Verhaltensempfehlungen, der auf dem Gedanken freiwilliger Selbstverpflichtung beruhte. Eine umfassende Würdigung findet sich bei *Hopt*, ZHR 161 (1997), 368, 393 ff.

rechtlichen Sanktionen enthielt und von einer Mehrzahl der Unternehmen nicht anerkannt wurde.¹³

Zu den zulässigen Abwehrmaßnahmen gehören in Deutschland etwa die sog. *Crown Jewel*-Verteidigung, d.h. die Veräußerung wesentlicher Unternehmensteile, ferner die Durchführung einer Kapitalerhöhung, der Rückkauf eigener Aktien sowie der Erwerb oder die Verbindung mit einem Drittunternehmen.¹⁴ Sogenannte *Golden Shares*, d.h. Mehrfachstimmrechte, die in zahlreichen ausländischen Rechtsordnungen wie etwa in England eine große Rolle spielen, sind in Deutschland hingegen bereits seit 1998 weitgehend abgeschafft.¹⁵

Dennoch wurde bereits vor Inkrafttreten des WpÜG im rechtswissenschaftlichen Schrifttum überwiegend die Auffassung vertreten, daß der Vorstand in der Übernahmesituation *grundsätzlich* zur Neutralität verpflichtet sei.¹⁶ Ausnahmen sollten vor allem in solchen Fällen in Betracht kommen, in denen mit ernsthaft drohenden, nicht unerheblichen Gesetzesverstößen oder einer dauerhaft rechtswidrigen Tätigkeit des Unternehmens zu rechnen war. Demgegenüber sollte die bloße Gefahr einer Auflösung der Gesellschaft nach der Übernahme keinen hinreichenden Grund für eine Ausnahme vom Neutralitätsgrundsatz darstellen.¹⁷ Dagegen wandte zwar eine Mindermeinung im Schrifttum ein, daß eine derart weite Interpretation des Neutralitätsgrundsatzes mit der Verpflichtung des Vorstands auf das Unternehmensinteresse nicht vereinbar sei; diese Ansicht konnte sich jedoch letztlich nicht durchsetzen.¹⁸

¹³ Zur Kritik vgl. etwa *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 3), Einleitung Rz. 9; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 m.w.N.

¹⁴ Zu möglichen Abwehrmaßnahmen vgl. *Assmann/Bozenhardt*, in *Assmann/Basaldua/Bozenhardt/Peltzer* (Hrsg.), *Übernahmeangebote* (ZGR-Sonderheft 9), 1990, S. 1, 112 ff.; *Hopt*, in: *Festschrift Lutter*, 2000, S. 1361, 1386 ff.; *Maier-Reimer*, ZHR 165 (2001), 258, 265 ff.; *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 4 m.w.N.

¹⁵ Vgl. zur europarechtlichen Zulässigkeit der „Goldenen Aktien“ jüngst EuGH, Urt. v. 4.6.2002 – Rs. C-503/99, EuZW 2002, 429 – Goldene Aktien I; Urt. v. 4.6.2002, Rs. C-483/99, EuZW 2002, 433 – Goldene Aktien II; Urt. v. 4.6.2002, Rs. C-367/98, ZIP 2002, 437 – Goldene Aktien III; dazu *Ruge*, EuZW 2002, 421 ff.

¹⁶ Vgl. etwa *Hopt*, in *Großkomm. z. AktG*, 4. Aufl. 1999, § 93 Rz. 122; *ders.*, ZHR 166 (2002), 383, 424 ff.; *ders.*, ZGR 1993, 534, 548 f.; *ders.*, ZHR 161 (1997), 368, 391 f., 411; *ders.*, in: *Festschrift Lutter*, 2000, S. 1361, 1375 ff.; *Assmann/Bozenhardt* (Fn. 14), S. 1, 112 ff.; zusammenfassend *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1 f. m.w.N.; *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, *Public Company Takeovers in Germany*, 2002, S. 202 f.

¹⁷ So etwa *Hopt*, in *Großkomm. z. AktG*, 4. Aufl. 1999, § 93 Rz. 124 f.; *ders.*, ZGR 1993, 534, 549 ff., 553 ff.; zusammenfassend auch *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 2 m.w.N.

¹⁸ In diesem Sinne etwa *Kort*, in: *Festschrift Lutter*, 2000, S. 1421, 1432 ff.; zusammenfassend *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 2 m.w.N.

b) *Der gescheiterte Entwurf einer europäischen Übernahmerichtlinie und aktuelle Entwicklungen auf europäischer Ebene*

Auf europäischer Ebene bestanden bereits seit Mitte der siebziger Jahre Überlegungen, die divergierenden Übernahmerechte der europäischen Einzelstaaten zu harmonisieren.¹⁹ Diese Bestrebungen konkretisierten sich schließlich im Jahr 2001 in einem Entwurf zu einer europäischen Übernahmerichtlinie.²⁰ Dieser Entwurf, der sich durch eine starke Betonung der Neutralitätspflicht des Vorstands auszeichnete, stieß jedoch vor allem in Deutschland gerade aus diesem Grund auf heftigen politischen Widerstand und scheiterte schließlich, nachdem er im europäischen Parlament die erforderliche Mehrheit verfehlt hatte.²¹ Das Schicksal dieses Entwurfs bildet damit geradezu ein paradigmatisches Beispiel für die Schwierigkeiten, mit denen eine internationale Harmonisierung des Übernahmerechts verbunden ist.

Inzwischen existieren Pläne für einen neuen Richtlinienvorschlag,²² der jedoch erneut heftige politische Kontroversen ausgelöst hat. Seine Grundlage bilden Empfehlungen einer gesellschaftsrechtlichen Expertengruppe, die von der Europäischen Kommission nach dem Scheitern des ersten Richtlinienentwurfs eingesetzt worden war.²³ Auch im Mittelpunkt dieser Empfehlungen stehen wieder die Neutralitätspflicht des Managements und das Ziel, das Übernahmerecht und damit auch den Kapitalmarkt in Europa zu liberalisieren.²⁴

c) *Das neue deutsche WpÜG*

Deutlich weniger weit als diese Bestrebungen geht das bereits erwähnte neue deutsche Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.²⁵ Zwar basiert es im Kern ebenfalls auf der

¹⁹ Zur europäischen Entstehungsgeschichte vgl. *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 3), Einleitung Rz. 4 ff.; *Möller/Pöttsch*, ZIP 2001, 1256, 1257; *Hopt* ZHR 161 (1997), 368, 373 f.

²⁰ Gemeinsamer Entwurf einer Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts betreffend Übernahmeangebote, abgedruckt in ZIP 2001, 1120, 1123.

²¹ Vgl. *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 3), Einleitung Rz. 6; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 387 f.; *Möller/Pöttsch*, ZIP 2001, 1256, 1257, zu den Umständen des Scheiterns der Richtlinie.

²² Vgl. dazu *Wiesner*, ZIP 2002, 208; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 3), Einleitung Rz. 7.

²³ *High Level Group of Company Law Experts*, Report on Issues Related to Takeover Bids (Fn. 7).

²⁴ Die Neutralitätspflicht soll nach Auffassung der Expertengruppe im Wege einer „Durchbruchregel“ verwirklicht werden: danach sollen die nach nationalem Recht zulässigen Übernahmehindernisse dann außer Kraft treten, wenn ein Bieter eine bestimmte Anteilsschwelle am Kapital der Zielgesellschaft überschreitet; vgl. *High Level Group of Company Law Experts*, Report on Issues Related to Takeover Bids (Fn. 7), S. 4 ff., 29 ff.; kritisch dazu *Wiesner*, ZIP 2002, 208 ff.

²⁵ Vgl. oben bei Fn. 11. Zur Entstehung des Gesetzes vgl. etwa *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 3), Einleitung Rz. 8 ff.; *Pöttsch*, das neue Übernahmerecht, 2002, S. 13 ff.; *Möller/Pöttsch*, ZIP 2001, 1256 ff.; *Krause*, NJW 2002, 705 ff.

Neutralitätspflicht des Managements; zugleich weicht es diese jedoch wieder deutlich auf, indem es in § 33 WpÜG Ausnahmen für Abwehrmaßnahmen zuläßt, die erheblich über den durch den soeben erörterten europäischen Richtlinienentwurf abgesteckten Rahmen hinausgehen. Dies betrifft insbesondere die Regelung des § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG, wonach Abwehrmaßnahmen des Vorstands auch dann zulässig sind, wenn sie nicht von der Hauptversammlung, sondern lediglich vom *Aufsichtsrat* der Zielgesellschaft gebilligt worden sind – eine Regelung, die in deutlichem Widerspruch zum Grundsatz der Entscheidungskompetenz der Aktionäre steht.²⁶ Falls die europäische Übernahmerichtlinie in einem zweiten Anlauf zustande kommen sollte, wird hier voraussichtlich erheblicher Nachbesserungsbedarf bestehen.

Trotz dieser Einwände stellt das neue Übernahmegesetz einen erheblichen Fortschritt dar. Vor allem ist ihm zugute zu halten, daß es einen angemessenen Rahmen für ein Übernahmeverfahren bereitstellt, das den Grundsätzen der Transparenz, der Gleichheit und der Information der Aktionäre genügt sowie eine verhältnismäßig schnelle Entscheidung erlaubt.²⁷ Zudem sorgt es durch die Einführung von Pflichtangebots- und *Squeeze-out*-Regelungen mit entsprechenden Abfindungsregelungen für den erforderlichen Rahmen einer Regelung des Minderheitenproblems.²⁸ Schließlich gewährleistet es durch den Ausbau des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel zu einer der amerikanischen SEC (*Securities and Exchange Commission*) angenäherten Aufsichtsbehörde erstmals auch für den deutschen Übernahmemarkt einen institutionellen Rahmen, der internationalen Standards entspricht.²⁹ Im übrigen ist aus den bereits genannten Gründen kaum zu erwarten, daß ein Staat sein Übernahmerecht sehr weitgehend liberalisiert, solange das andere Staaten nicht in ähnlicher Weise tun. Speziell für Deutschland ist diese Problematik außerdem deshalb von besonderer Sensibilität, weil durch eine Übernahme die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, die im

²⁶ Diese Regelung gelangte erst kurz vor Abschluß des Gesetzgebungsverfahrens auf Initiative des Finanzausschusses des Bundestags in das Gesetz; in der Literatur stieß sie überwiegend auf deutliche Kritik. So äußern vor allem *Winter/Harbarth*, ZIP 2002, 1, 8 ff. tiefgreifende systematische und verfassungsrechtliche Bedenken; ähnlich auch *Zschocke*, DB 2002, 79, 82 f.; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 3), § 33 Rz. 20 ff., 23; kritisch ferner *Adolff/Meister/Randell/Stephan*, Public Company Takeovers in Germany (Fn. 16), S. 204 f.; relativierend *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 427 f.

²⁷ Ähnlich *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 385, 399 f.; *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 858 ff.

²⁸ Vgl. §§ 35 ff. WpÜG bzw. §§ 327a ff. AktG. Vgl. dazu etwa *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 388 f., 392, 415 ff.; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG (Fn. 3), § 35 Rz. 3 ff. bzw. § 327a Rz. 4 ff.; *Harbarth*, ZIP 2002, 321 ff.; *Habersack*, ZIP 2001, 1230 ff.; *Grunewald*, ZIP 2002, 18 ff.; *Wolf*, ZIP 2002, 153 ff.; *Rodewald/Siems*, ZIP 2002, 926 ff.

²⁹ Vgl. §§ 4 ff. WpÜG; dazu *Liebscher*, ZIP 2001, 853, 858; *Hopt*, ZHR 166 (2002), 383, 385, 390 ff.

deutschen Recht sehr stark ausgebaut ist,³⁰ gegenstandslos werden kann. Vor diesem Hintergrund ist auch die soeben erwähnte Regelung des § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG zusehen, wonach die Zuständigkeit für die Billigung von Abwehrmaßnahmen des Vorstands beim Aufsichtsrat statt bei der Hauptversammlung liegt; denn der Aufsichtsrat ist das Organ in dem die Mitbestimmung der Arbeitnehmer gesetzlich angesiedelt ist, und daher können deren Repräsentanten dort – anders als in der Hauptversammlung – ihren Einfluss geltend machen, um Hindernissen gegen eine Übernahme aufzubauen.

II. DAS VERBOT DES INSIDERHANDELS

Einen zweiten wesentlichen Problembereich des modernen Kapitalmarktrechts bildet das Verbot des Insiderhandels.

1. Der Schutzzweck des Insiderhandelsverbots

Dessen Grundlage bildet die nahezu allgemein empfundene Anstößigkeit von Wertpapiergeschäften, durch die sich jemand unter Ausnutzung von nicht allgemein zugänglicher Information einen Sondervorteil verschafft. Jenseits dieses anscheinend selbstverständlichen Grundgedankens beginnen jedoch bereits die Schwierigkeiten, da es entgegen dem ersten Anschein keineswegs einfach ist, genauer zu bestimmen, worin der Schutzzweck des Insiderhandelsverbots besteht.

a) *Ökonomische Grundlagen*

Im rechtsökonomischen Schrifttum wird immer wieder die Auffassung vertreten, daß Insiderhandel keineswegs anlegerschädigend sei, sondern wie jede Möglichkeit zur Ausnutzung von Anreizen zur Steigerung der Effizienz der Kapitalmärkte beitrage, also als geradezu wünschenswert beurteilt werden müsse und daher rechtlich nicht sanktioniert werden dürfe.³¹ Hinzu tritt die Erwägung, daß Insiderhandel im Grunde ein “Delikt ohne Opfer” darstellt: denn infolge der Anonymität der Marktbedingungen ist dem Insider weder eine Täuschung seines Marktpartners vorzuwerfen, noch hat dieser durch das Geschäft einen Schaden erlitten, da er dieses in jedem Fall durchgeführt und damit denselben Verlust auch

³⁰ §§ 6 ff. Mitbestimmungsg.

³¹ Vgl. grundlegend *Manne*, Insider Trading and the Stock Market, 1966, *passim*; aus jüngerer Zeit etwa *Posner*, Economic Analysis of Law (Fn. 4), S. 459 f.; *Carlton/Fischel*, 35 Stan. L. Rev. 857 ff. (1983).

unabhängig von dem Insidergeschäft erlitten hätte.³² In Anbetracht dieser Schwierigkeiten wird deutlich, daß es trotz der intuitiven Plausibilität der Unrechtmäßigkeit des Insiderhandels nicht einfach ist, zu definieren, welchen Zielen ein zeitgemäßes Insiderhandelsrecht legitimerweise dienen sollte.

b) *Der Schutz der Lauterkeit des Marktgeschehens*

Richtig ist sicher zunächst, daß der Zweck des Insiderhandelsverbots nicht darin bestehen kann, einen Zustand völlig gleicher Information aller Marktteilnehmer zu erzielen.³³ Die Ausnutzung von Informationsvorsprüngen, die mit *lauteren* Mitteln, also etwa durch sorgfältige Beobachtung des Marktgeschehens oder der am Markt tätigen Unternehmen erlangt wurden, ist nicht nur rechtmäßig, sondern geradezu notwendig für ein effizientes Funktionieren der Kapitalmärkte. Ziel des Insiderhandelsverbots kann es also nur sein, die *unlautere* Ausnutzung von nicht allgemein zugänglichen Informationen zu sanktionieren, soweit diese das Vertrauen in die Lauterkeit des Kapitalmarktes gefährdet und dadurch dessen notwendige Funktionsbedingungen untergräbt.³⁴

Einer der Kerngedanken des Insiderhandelsverbots ist daher der *institutionelle* Schutz des Funktionierens der Kapitalmärkte, das nur gewährleistet ist, wenn alle Anleger darauf vertrauen können, daß sich nicht gewisse Gruppen im Wege der Ausnutzung nichtöffentlicher Informationen unlautere Sondervorteile verschaffen.

2. Die Konkretisierung des Schutzzwecks des Insiderhandelsverbots

Was aber ist in diesem Sinne „unlauter“? In der internationalen Debatte dominieren insoweit zwei Regelungsmodelle. Der erste, vor allem in den USA vertretene Ansatz knüpft an den Gedanken einer Pflichtverletzung an, während der zweite, in Europa vorherrschende Ansatz primär an der Funktionsfähigkeit des Marktes orientiert ist.

³² Zu den Schwierigkeiten einer privatrechtlichen Kompensation von Insiderverstößen vgl. etwa *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 1999, § 14 Rz. 109.

³³ So die inzwischen herrschende Position in Deutschland und Amerika; vgl. etwa *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Fn. 32), Vor § 12 Rz. 40; *Fleischer*, Informationsasymmetrie im deutschen Vertragsrecht, 2001, S. 562 f., 566, 939 f. und *passim*. Vgl. aber unten bei Fn. 35 zur insoweit strengeren, aber inzwischen überholten *parity of information theory*.

³⁴ Vgl. auch *Fleischer* (Fn. 33), S. 562 f., 939 f., der entsprechend zwischen „legitimen“ und „illegitimen“ Wissensvorsprüngen differenziert.

a) *Das pflichtverletzungsbezogene Regelungsmodell des amerikanischen Rechtsdenkens*

Der wesentliche Wertungsgesichtspunkt des amerikanischen Regelungsmodells besteht zunächst darin, daß das Urteil über die Unrechtmäßigkeit der Ausnutzung von Insiderinformationen maßgeblich auf die Verletzung eines Treupflicht- oder Vertragsverhältnisses gestützt wird. Dieser Rechtszustand stellt in den Vereinigten Staaten den Abschlußpunkt einer jahrzehntelangen Entwicklung dar, die sich in der Entstehung dreier bekannter Theorien zum Insiderhandelsverbot äußerte – der *parity of information*-, der *fiduciary duty*- sowie der *misappropriation theory*. Die erste Theorie faßte noch schlechthin jede Ausnutzung kursrelevanter Informationsvorsprünge unter den Tatbestand des unzulässigen Insiderhandels.³⁵ Demgegenüber stand die zweite Theorie auf dem Standpunkt, daß nicht das Bestehen eines Informationsgefälles, sondern allein dessen mißbräuchliche oder treuwidrige Ausnutzung im Verhältnis zur *Emittentengesellschaft* für den Tatbestand des Insiderhandels entscheidend sei.³⁶ Da sich diese Begriffsbestimmung jedoch in zahlreichen Fällen als zu eng erwies, entstand schließlich die zuletzt genannte Theorie, die dem derzeit geltenden Rechtszustand entspricht: danach liegt die entscheidende Voraussetzung eines unerlaubten Insidergeschäfts in der *treuwidrigen* Ausnutzung von Information, *unabhängig* davon, ob der Treubruch speziell im Verhältnis zur emittierenden Gesellschaft oder in einem anderen Rechtsverhältnis stattgefunden hat.³⁷ Im Ergebnis macht sich das Insiderrecht also einen Rechtsverstoß nach anderen, vertrags- oder deliktsrechtlichen Regeln zunutze, um daran seinerseits das Verdikt des unzulässigen Insiderhandels zu knüpfen.

Um dies an einem Beispiel zu verdeutlichen, wäre danach etwa einer Putzfrau, die durch die Ausnutzung von zufällig vorgefundenen Betriebsgeheimnissen einen Vertragsbruch gegenüber ihrem Arbeitgeber begeht, ein unerlaubtes Insidergeschäft vorzuwerfen; nicht

³⁵ Grundlegend *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968); dazu etwa *Fleischer* (Fn. 33), S. 932; *Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, 1999, S. 51 ff.

³⁶ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 100 S.Ct. 1108 (1980). In der Entscheidung *verneinte* der Supreme Court die Strafbarkeit eines Druckereiangestellten, der unter Ausnutzung seines Wissens, daß sein Arbeitgeber mit dem Druck von geheimen Unterlagen für eine bevorstehende Unternehmensübernahme betraut war, erhebliche Börsengewinne erzielt hatte. Diese enge Sichtweise, die dem Treubruch im Verhältnis zum *Arbeitgeber* keine insiderrechtliche Relevanz zuerkannte, war Gegenstand scharfer Kritik. Vgl. dazu *Fleischer* (Fn. 33), S. 932 ff.; *Weber* (Fn. 35), S. 74 ff.; jeweils m.w.N.

³⁷ Die bekannteste Leitentscheidung ist *United States v. O'Hagan*, 117 S.Ct. 2199 (1997); vgl. dazu *Fleischer* (Fn. 33), S. 934 f.; *Weber* (Fn. 35), S. 99 ff., 116 ff.; jeweils m.w.N.

treffen würde dieser Vorwurf hingegen einen Passanten, für den das zufällige Mithören und Ausnutzen derselben Information keinen Vertragsbruch darstellt.³⁸

b) *Das marktfunktionsbezogene Regelungsmodell in Deutschland und Europa*

Dem steht das marktfunktionsbezogene Regelungsmodell des deutschen und europäischen Insiderrechts gegenüber. Danach liegt der entscheidende Gesichtspunkt nicht in der Verletzung eines Vertrags- oder Treueverhältnisses, sondern direkt in der institutionellen Gefährdung der Lauterkeit der Kapitalmärkte.³⁹

Dem entspricht die Struktur des in §§ 12 ff. des Wertpapierhandelsgesetzes enthaltenen deutschen Insiderrechts.⁴⁰ Dessen Dreh- und Angelpunkt ist der Insiderbegriff, der zwischen sogenannten Primär- und Sekundärinsidern unterscheidet. Primärinsider sind gemäß § 13 Abs. 1 WpHG Personen, die – wie Organmitglieder, Gesellschafter oder Wirtschaftsprüfer – *bestimmungsgemäß* Kenntnis von Insiderinformationen besitzen; der Kreis der Sekundärinsider umfaßt hingegen gemäß § 14 Abs. 2 WpHG *alle* übrigen Personen, die – ohne Primärinsider zu sein – Kenntnis von einer Insidertatsache besitzen.⁴¹ Damit ist also im Gegensatz zum amerikanischen Recht nicht nur der Fall der vertragsbrüchigen Putzfrau, sondern auch der des mithörenden Passanten erfaßt.

Gleichwohl stellt nicht jede Ausnutzung kursrelevanter Informationsvorteile einen Fall unzulässigen Insiderhandels dar, da das Gesetz in § 13 Abs. 2 WpHG ausdrücklich solche Wissensvorsprünge ausklammert, die auf eigener, genauer Marktbeobachtung beruhen. Das Gesetz privilegiert also die rechtmäßige Erlangung von Informationen im Wege sorgfältiger Analyse und Prognose, sanktioniert deren unrechtmäßige Ausnutzung dagegen sogar dann, wenn ihre Erlangung auf Zufall beruht und keine Pflichtverletzung gegenüber ihrem Träger darstellt.

³⁸ Weitere Beispiele bei *Fleischer* (Fn. 33), S. 552.

³⁹ Vgl. etwa *Assmann/Cramer*, in: *Assmann/Schneider* (Fn. 32), § 14 Rz. 4a ff.; *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowsky* (Hrsg.), *Bankrechts-Handbuch*, Band III, 1997, § 107 Rz. 4 f.; *Kümpel*, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 1995, Rz. 14.92; *Caspari*, *ZGR* 1994, 530, 532 ff.

⁴⁰ Dieses geht auf die Umsetzung der 1989 erlassenen europäischen Insiderrichtlinie zurück (ABl. EG Nr. L 334 v. 18. 11.1989). Davor war das Insiderrecht in Deutschland – ähnlich wie das Übernahmerecht – der Selbstregulierung auf Freiwilligkeitsbasis überlassen; vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Fn. 32), Vor § 12 Rz. 5 ff.

⁴¹ Zum Insiderbegriff des deutschen Rechts vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Fn. 32), § 13 Rz. 1 ff., 4 ff., 76; *Hopt*, in: *Bankrechts-Handbuch* (Fn. 39), § 107 Rz. 8 ff.; *Fleischer* (Fn. 33), S. 549 ff.

Dahinter dürfte – was freilich in der Literatur bisher, soweit ersichtlich, nicht hinreichend berücksichtigt oder nicht einmal gesehen wird – der Gedanke stehen, daß nur ein auf einer *Leistung* beruhender Vorsprung schutzwürdig ist, im übrigen aber *gleiche* Chancen für das Handeln am Markt gegeben sein sollten. Daher besteht hier eine enge Verbindung zu der zentralen Stellung, die dem *Leistungswettbewerb* auch sonst in unserem Wirtschaftsrecht zukommt.⁴² Von diesem Standpunkt aus erweist sich also der etwa der amerikanischen *misappropriation theory* zugrundeliegende Ansatz, der an eine Pflichtverletzung des Insiders gegenüber dem Informationsträger anknüpft, als dogmatisch unhaltbar, da er gegen das Gebot der teleologischen Folgerichtigkeit verstößt: denn dem Unternehmen, dessen Informationen ein Insider – und sei es auch der Vorstand selbst – verwendet, kann die Ausnutzung des Insiderwissens in der Regel völlig gleichgültig sein, weil es durch diese grundsätzlich keinen Nachteil erleidet; tendenziell hat es davon sogar einen Vorteil, weil die Chance zur Erlangung gewinnbringender Informationen für die Mitarbeiter finanziell attraktiv ist und von dem Unternehmen daher geradezu als Anreiz für deren Gewinnung eingesetzt werden könnte.

So unterschiedlich jedoch die *dogmatischen* Ansätze für eine Erklärung des Verbots des Insiderhandelns sind, so sehr ähneln sich gleichwohl die *praktischen* Ergebnisse der beiden Modelle.⁴³ Man muß daher in der Tat exzentrische und lebensfremde Beispiele wie die der Putzfrau und des Passanten wählen, um praktische Unterschiede zu finden.

3. Die Sanktionen des Insiderhandelsverbots

Damit stellt sich schließlich die Frage, wie eine Verletzung des Insiderhandelsverbots am effektivsten sanktioniert werden kann. Insoweit kommen vor allem privatrechtliche Schadensersatzansprüche sowie Strafsanktionen in Betracht. Schadensersatzansprüche spielen vor allem im amerikanischen Insiderrecht, das auch sogenannte *punitive damages* bzw. Schadensersatz mit Strafcharakter zuläßt, eine wichtige Rolle,⁴⁴ während sie im deutschen Recht infolge der erwähnten Schwierigkeiten des Schadensnachweises hinter den strafrechtlichen Sanktionen zurücktreten.

⁴² Vgl. dazu z.B. *Fikentscher*, Festschrift für W. Lorenz, 1991, S. 345 f.; *Bydlinski*, System und Prinzipien des Privatrechts, 1996, S. 619 ff.; *Baumbach/Hefermehl*, Wettbewerbsrecht, 22. Aufl. 2001, Einl. UWG Rn. 96 ff.; vgl. ferner allgemein zum Verhältnis der Leistungsgerechtigkeit zu Vertragsfreiheit, Wettbewerb und Markt *Canaris*, Die Bedeutung der iustitia distributiva im deutschen Vertragsrecht, 1997, S. 67 ff.

⁴³ Darauf weist insbesondere auch *Fleischer* (Fn. 33), S. 932 f., hin.

⁴⁴ Grundlegend *Kardon v. National Gypsum*, 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa. 1946); dazu *Fleischer* (Fn. 33), S. 931.

Wesentliche Bedeutung kommt darüber hinaus dem Prinzip der Prävention zu. Zu nennen ist insoweit vor allem die Ad-hoc-Publizität, die nicht nur in Deutschland, sondern auch in anderen Staaten wie USA oder Japan praktiziert wird. In Deutschland sind Unternehmen gemäß § 15 WpHG verpflichtet, alle potentiell kursrelevanten Ereignisse unverzüglich zu veröffentlichen, sobald die Wahrung des Geschäftsgeheimnisses nicht mehr unbedingt erforderlich ist oder das Ereignis nicht mehr geheimgehalten werden kann. Zweck der Ad-hoc-Publizität ist es, durch schnellstmögliche Veröffentlichung kursrelevanter Informationen das Risiko verbotener Insidergeschäfte möglichst gering zu halten.⁴⁵

Darüber hinaus sind aus rechtspolitischer Perspektive eine Vielzahl weiterer präventiver Maßnahmen denkbar. In Betracht kommt etwa eine für alle Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder geltende Pflicht, ihre Wertpapiergeschäfte mit Papieren der eigenen Gesellschaft offenzulegen; und tatsächlich wurde diesem Gedanken in Deutschland vor kurzem durch den noch näher zu erörternden neuen § 15a WpHG Rechnung getragen.⁴⁶ Eine ähnliche Verpflichtung läßt sich auch im Hinblick auf die Eigengeschäfte von Wertpapierhändlern und -analysten diskutieren. Schließlich wäre es denkbar, für die Eigengeschäfte derartiger Personengruppen eine Latenzzeit vorzusehen, die zwischen deren Veröffentlichung und Wirksamwerden ein Zeitfenster von etwa 24 oder 48 Stunden einfügt, das dem Markt Gelegenheit gibt, diese Information aufzunehmen.⁴⁷

III. TRANSPARENZ UND PUBLIZITÄT

Damit ist bereits der dritte Teil dieses Beitrags ins Blickfeld gekommen, der der Transparenz und Publizität im Kapitalmarktrecht gewidmet ist. Deren zentrale Bedeutung ist in jüngerer Zeit nicht nur durch den ENRON- und den WORLDCOM-Skandal, sondern auch durch die fortdauernde japanische Bankenkrise wieder eindringlich ins Bewußtsein gerufen worden.

⁴⁵ Zu Zwecksetzung und rechtssystematischer Stellung der Ad-hoc-Publizität vgl. etwa *Hopt*, in: Bankrechts-Handbuch (Fn. 39), § 107 Rz. 45 ff.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht (Fn. 39), Rz. 14.226 ff.; *ders.*, in *Assmann/Schneider* (Fn. 32), § 15 Rz. 15 ff.; umfassend ferner *von Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 7 ff., 29 ff.; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 22 ff.

⁴⁶ Vgl. dazu näher unten bei Fn. 69.

⁴⁷ Dazu etwa *Fleischer* (Fn. 33), S. 554.

1. Rechtspolitische Grundlagen und der Begriff der Publizität

Zu den kapitalmarktrechtlichen Publizitätsmitteln gehören neben der bereits erwähnten Ad-hoc-Publizität vor allem die Pflicht zur Aufstellung jährlicher und halbjährlicher Unternehmens- und Konzernabschlüsse sowie die Anforderungen an den Inhalt von Börsenverkaufsprospekten. Auch im Zusammenhang der Ausgestaltung dieser Pflichten treten – um zum Ausgangspunkt dieses Beitrags zurückzukehren – zunehmend die Probleme der Globalisierung sowie der Beteiligung immer breiterer Bevölkerungsschichten am Marktgeschehen zutage.

Insoweit sei auf zwei exemplarische Problemfelder etwas näher eingegangen: zum einen auf die aktuelle Tendenz zur internationalen Vereinheitlichung der Bilanzierungsstandards sowie zum anderen auf die Problematik der Haftung für die Verletzung von Publizitätspflichten gegenüber geschädigten Anlegern.

a) *Die Internationalisierung des Bilanzrechts*

Einerseits besteht gegenwärtig ein zunehmendes Bedürfnis nach international einheitlichen Bilanzierungsstandards. So nachvollziehbar dieses Anliegen im Hinblick auf die internationale Dominanz der amerikanischen Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) bzw. der International Accounting Standards (IAS) auch ist,⁴⁸ so wirft es dennoch erhebliche Probleme der Harmonisierung mit den nationalen Bilanzierungsvorschriften auf.

So besitzt etwa Deutschland in §§ 238 ff. des Handelsgesetzbuchs ein vollständig kodifiziertes Bilanzrecht,⁴⁹ das jedoch weder mit den GAAP noch mit den IAS vereinbar ist. Folglich waren deutsche Gesellschaften, die den amerikanischen Kapitalmarkt in Anspruch nehmen wollen, bis vor einigen Jahren gezwungen, ihren Konzernabschluß zweifach, nämlich einmal nach deutschem und einmal nach amerikanischem Recht zu erstellen.⁵⁰

⁴⁸ Die GAAP werden vom Financial Accounting Standards Board, einer privaten amerikanischen Einrichtung, aufgestellt und erlangen ihre Wirksamkeit dadurch, daß die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde (SEC) den Börsenzugang von Unternehmen von der Einhaltung dieser Regeln abhängig macht. Bei den IAS handelt es sich um Verlautbarungen des International Accounting Standards Board (IASB). Beide Regelwerke sind mit zentraleuropäischer Gesetzgebung nicht zu vergleichen, sondern enthalten lediglich beschreibende Darstellungen, die sich auf einzelne Bilanzierungsfragen beziehen. Vgl. dazu *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1437 f. m.w.N.

⁴⁹ §§ 238 ff. HGB wurden durch das Bilanzrichtliniengesetz vom 19. Dezember 1985, das der Umsetzung dreier gesellschaftsrechtlicher EU-Richtlinien diente, in das Dritte Buch des HGB eingefügt. Vgl. zu Entstehungsgeschichte und Rechtsgrundlagen des deutschen Bilanzrechts etwa *Baumbach/Hopt*, HGB (Fn. 12), Einl. v. § 238 Rz. 1 ff., 12 ff.

⁵⁰ *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1437.

Seit 1998 existiert nun in § 292a HGB zumindest übergangsweise eine Vorschrift, die den Unternehmen für den Konzernabschluß ein Wahlrecht zwischen deutschen und internationalen Bilanzierungsstandards einräumt,⁵¹ doch markiert diese Regelung noch keinesfalls den Schlußpunkt dieser Entwicklung. Auf eine völlig neue Grundlage wird das deutsche Bilanzrecht nämlich vor allem durch die im September 2002 in Kraft getretene europarechtliche Verordnung über die Anwendung internationaler Bilanzierungsstandards gestellt.⁵² In Art. 4 dieser Verordnung ist vorgesehen, daß die Anwendung der IAS für börsennotierte Gesellschaften spätestens ab 2005 für den *Konzernabschluß* Pflicht ist; darüber hinaus bestimmt Art. 5 der Verordnung, daß dies als Option auch für die *Einzelabschlüsse aller* – einschließlich der nicht börsennotierten – Gesellschaften gelten soll. Diese Entwicklung konfrontiert die Rechtswissenschaft also mit der völlig neuen Problematik der direkten Einführung angloamerikanischer Regelwerke in das deutsche Wirtschaftsrecht, das darauf kaum abgestimmt ist.⁵³ Dasselbe gilt auch in anderen Ländern, deren Bilanzierungsvorschriften bislang nicht den internationalen Standards entsprechen. Wie diese Herausforderung zu bewältigen sein wird, stellt eine völlig offene Frage dar.

b) *Die Sanktion von Publizitätsverstößen durch Schadensersatzpflichten*

Ein zweites Grundproblem aller Publizitätsformen ist die Frage ihrer faktischen Durchsetzung, die das Bestehen adäquater Sanktionen voraussetzt. Dabei stehen vor allem privatrechtliche Schadensersatzansprüche der durch falsche Unternehmensmitteilungen getäuschten Anleger im Mittelpunkt, da der Nachweis eines Schadens hier – anders als im Bereich des Insiderhandels – keinerlei Schwierigkeiten bereitet.

⁵¹ Eingefügt durch das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz 1998, BGBl. I 1998, 707. Die Vorschrift ist nur als Zwischenlösung gedacht und tritt am 31.12.2004 außer Kraft; vgl. *Baumbach/Hopt*, HGB (Fn. 12), § 292a Rz. 3; dazu auch *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1437.

⁵² Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABl. EG Nr. L 243/1 v. 11.9.2002. Dazu bereits im Vorfeld *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1439 f.

⁵³ Die Zulässigkeit dieser Konstruktion ist äußerst umstritten. Teils wurde § 292a HGB infolge der darin enthaltenen Verweisung auf ausländische Regelwerke sogar für verfassungswidrig gehalten; in diesem Sinne etwa *Hommelhoff*, Festschrift Odersky, 1996, 779 ff.; *Kirchhof*, ZGR 2000, 681 ff.; *Schulze-Osterloh*, in: *Hommelhoff/Röhrich* (1997), Gesellschaftsrecht 1997, RWS-Forum 10, S. 301, 304; a.A. *Baumbach/Hopt*, HGB (Fn. 12), § 292a Rz. 1; *Heintzen*, BB 1999, 1050 ff.; *Henssler/Slota*, NZG 1999, 1133, 1139. In Anbetracht der nunmehr europarechtlichen Verankerung der Verweisung auf die IAS dürfte dieser Kritik inzwischen allerdings weitgehend der Boden entzogen sein. Dies ändert jedoch nichts an den erheblichen methodologischen Problemen, die die Einbeziehung ausländischer Regelwerke aufwirft (Anwendbarkeit der deutschen Rechtsmethodologie? Modifikation durch spezielle, autonome Auslegungsgrundsätze?). Vgl. zu einem ähnlichen Problem *Canaris*, JZ 1987, 543 ff.; äußerst kritisch auch *Schulze-Osterloh*, ZIP 2001, 1433, 1438 f.

Die Ausgestaltung derartiger Schadensersatzpflichten sollte dabei erstens berücksichtigen, daß eine wirksame Prävention nur gewährleistet ist, wenn nicht nur das emittierende Unternehmen, sondern auch dessen Organmitglieder, also die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, das Risiko einer persönlichen Haftung eingehen – zumal die Gesellschaft in derartigen Fällen meist ohnehin zahlungsunfähig ist.⁵⁴ Zweitens setzt eine wirksame Haftungsgrundlage für Publizitätsverstöße einen strengeren Haftungsmaßstab als bloßen Vorsatz voraus, da dessen Nachweis bekanntlich in aller Regel mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist. Rechtspolitisch wünschenswert wäre daher die Zugrundelegung eines Maßstabs grober Fahrlässigkeit.⁵⁵ Drittens werfen alle in Betracht kommenden Haftungsgrundlagen die Frage nach einer angemessenen Beweislastverteilung im Hinblick auf den Kausalzusammenhang zwischen der Publizitätsverletzung und der Anlageentscheidung auf, da es den durch falsche oder gar unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen geschädigten Anlegern in aller Regel kaum möglich sein wird, zu beweisen, daß sie die betreffenden Aktien im Fall richtiger Aufklärung nicht gekauft oder – im umgekehrten Fall – rechtzeitig verkauft hätten. Gewisse Beweislast erleichterungen zugunsten der Anleger sind also unerlässlich.⁵⁶

Einige dieser rechtspolitischen Anforderungen sowie die Schwierigkeiten ihrer Umsetzung waren in Deutschland jüngst Gegenstand der aufsehenerregenden Serie von Urteilen im Fall „Infomatec“.⁵⁷ Besonders hervorzuheben ist dabei eine Entscheidung des LG Augsburg,⁵⁸ in der das Gericht mehreren durch falsche Ad-hoc-Mitteilungen geschädigten Anlegern einen umfassenden deliktischen Schadensersatzanspruch nicht nur gegen die emittierende Gesellschaft, sondern auch gegen deren Vorstandsmitglieder zuerkannte. Diese hatten in der Absicht, den Aktienkurs zu verbessern, eine falsche Meldung über angeblich bestehende Großaufträge veröffentlicht. Im Hinblick auf die Kausalitätsfrage ließ das Gericht dabei auf seiten der geschädigten Anleger die bloße Darlegung genügen, daß diese die

⁵⁴ Vgl. ähnlich *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, Berlin 2002; Abdruck der Thesen in NJW-Beilage 23/2002, 37, 40.

⁵⁵ Ähnlich auch *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40.

⁵⁶ Ähnlich *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40; *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 f.

⁵⁷ LG München I, Urt. v. 28.6.2001 – 12 O 10157/01, ZIP 2001, 1814 – Infomatec I; LG Augsburg, Urt. v. 24.9.2001 – 3 O 4995/00, ZIP 2001, 1881 – Infomatec II; LG Augsburg, Urt. v. 11.1.2002 – 9 O 1858/01 (unveröffentlicht); LG Augsburg, Urt. v. 9.1.2002 – 6 O 1640/01, ZIP 2002, 530 – Infomatec IV; OLG München, Urt. v. 14.5.2002 – 30 U 1021/01, ZIP 2002, 1727 – Folgeinstanz zu Infomatec II; dazu etwa *Tilp*, ZIP 2002, 1729 ff.; *Barnert*, WM 2002, 1473 ff.; *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471 ff.; *Rieckers*, BB 2002, 1213 ff.

Mitteilungen kannten und sich bei Kenntnis ihrer Unrichtigkeit nicht zum Aktienkauf bzw. zum sofortigen Verkauf entschlossen hätten.⁵⁹ Faktisch handelt es sich dabei also um eine Vermutung zugunsten „aufklärungsrichtigen“ Verhaltens der geschädigten Anleger, die ähnlich etwa im Bereich der börsenrechtlichen Prospekthaftung gilt und dort mit der typischen Wirkung der durch einen Börsenprospekt ausgelösten „Anlagestimmung“ begründet wird.⁶⁰

Allerdings ist diese Entscheidung unlängst vom OLG München wieder aufgehoben worden.⁶¹ Nach Ansicht des Gerichts läßt sich diese Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens gerade nicht auf fehlerhafte Ad-hoc-Meldungen übertragen, da diese im Gegensatz zu Börsenprospekten nicht notwendig die Entstehung einer Anlagestimmung zur Folge hätten. Danach hätten die Kläger also detailliert darlegen müssen, inwieweit ihre Anlageentscheidungen – etwa unter Berücksichtigung von Faktoren wie Kapitalausstattung und Anlegermentalität – *im einzelnen* auf den fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen beruhten.⁶² Eine derart pauschale Ablehnung jeglicher Form von Beweiserleichterung verstößt allerdings eklatant gegen die Belange eines wirksamen Anlegerschutzes, da sich, wie gesehen, ein bis ins einzelne gehender Zusammenhang zwischen einer falschen Ad-hoc-Mitteilung und der Vornahme oder gar Unterlassung (!) einer bestimmten Anlageentscheidung kaum jemals nachweisen lassen wird.⁶³ Außerdem verkennt das OLG München, daß die Entstehung eines günstigen Anlageklimas keineswegs eine *notwendige* Voraussetzung für die Beweislastumkehrung im Rahmen der börsenrechtlichen Prospekthaftung, sondern nur *einen* unter *mehreren* wesentlichen Wertungsgesichtspunkten darstellt⁶⁴. Schließlich steht die Entscheidung des OLG München auch in Gegensatz zu der zutreffenden – wenngleich nicht immer geradlinig durchgehaltenen – Rechtsprechung der BGH, daß bei der Verletzung von Aufklärungs- und Informationspflichten grundsätzlich eine Umkehrung der Beweislast

⁵⁸ LG Augsburg, ZIP 2001, 1881 – Infomatec II.

⁵⁹ LG Augsburg, ZIP 2001, 1881, 1882 f.

⁶⁰ Vgl. §§ 45, 46 BörsG; dazu etwa *Groß*, Kapitalmarktrecht, 2002, §§ 45, 46 BörsG Rz. 39; *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1657 ff.

⁶¹ OLG München, ZIP 2002, 1727 f. mit kritischer Anm. *Tilp*, ZIP 2002, 1729 ff.

⁶² OLG München, ZIP 2002, 1727, 1728 f.

⁶³ Dementsprechend steht auch die Literatur überwiegend auf dem Standpunkt, daß gewisse Beweiserleichterungen erforderlich sind. Vgl. vor allem *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1657 ff., die sich dezidiert für die Übernahme der bei §§ 45 f. BörsG geltenden Vermutung aussprechen; ähnlich *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1476; allgemein zustimmend *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 f.; *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40; differenzierend auch *Tilp*, ZIP 2002, 1729, 1730; a.A. *Rieckers*, BB 2002, 1213, 1219.

zugunsten der Annahmen eines aufklärungsrichtigen Verhaltens vorzunehmen ist⁶⁵, um deren Schutzzweck Genüge zu tun. Da die Problematik somit im mehrfachen Hinsicht grundsätzliche Bedeutung hat, ist es kaum nachvollziehbar, daß das OLG die Revision zum BGH nicht zugelassen hat, zumal die verschiedenen Entscheidungen in der Sache „Infomatec“ auch im Hinblick auf die angewandten Rechtsgrundlagen wesentliche Divergenzen aufweisen.⁶⁶

2. Überblick über neuere gesetzliche Entwicklungen im Bereich der Transparenz und Publizität in Deutschland

Der Bereich der Transparenz und Publizität hat in Deutschland in neuerer Zeit jedoch nicht nur die Rechtsprechung, sondern auch immer wieder die Gesetzgebung beschäftigt. Abschließend seien daher einige neue Gesetze und Regelungswerke auf diesem Gebiet vorgestellt.

a) *Viertes Finanzmarktförderungsgesetz*

Zu erwähnen ist zunächst das im Juli 2002 in Kraft getretene Vierte Finanzmarktförderungsgesetz.⁶⁷ Zu den Zielen dieses Gesetzes gehört neben einer Flexibilisierung des Marktgeschehens und der Geldwäschebekämpfung auch die Verbesserung des Anlegerschutzes durch Erhöhung der Markttransparenz. Dazu sollen vor allem die neu eingeführten §§ 37b, c WpHG dienen, die erstmals eine ausdrückliche Haftungsgrundlage für den Ausgleich von Schäden enthalten, die Anlegern – wie im Fall Infomatec – durch die unterlassene oder unrichtige Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen entstanden sind. Begrüßenswert ist dies insoweit, als die rechtliche Bewältigung derartiger Schäden damit erstmals auf eine eigenständige gesetzliche Grundlage gestellt wird. Dennoch stellt die Neuregelung, wie in der Literatur zurecht bemerkt worden ist, kaum mehr als einen vorsichtigen ersten Schritt in die richtige Richtung dar, da sie einige wesentliche Probleme – so unter anderem das der persönlichen Haftung der Organmitglieder sowie das der

⁶⁴ Vgl. näher *Canaris*, Bankvertragsrecht (Fn. 60) Rz 2282.

⁶⁵ Grundlegend BGHZ 61, 118, 122; vgl. dazu z.B. NGHZ 64, 46, 51: 72, 92, 106; BGH WM 1994, 1466; BGH ZIP 2002, 1238; vgl. dazu z.B. *Cannaris*, Bankvertragsrecht, 3. Aufl. 1988, Rz. 30; *Palandt/Heinrichs*, 61. Aufl. 2002, §282 Rz. 15 mit weiteren Nachweisen.

⁶⁶ Vor allem im Hinblick auf die Frage, ob § 88 BörsG als Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB in Betracht kommt; so LG Augsburg, ZIP 2001, 1881, 1883 – Infomatec II; dagegen LG Augsburg, ZIP 2002, 530 – Infomatec IV und die h.L.; vgl. etwa *Groß*, Kapitalmarktrecht (Fn. 60), § 88 BörsG Rz. 1; *Barnert*, WM 2002, 1473 ff.; jeweils m.w.N.

⁶⁷ Viertes Finanzmarktförderungsgesetz vom 21. Juni 2002, BGBl. I 2002, 2010.

Beweislastverteilung – nach wie vor ungelöst läßt.⁶⁸ Daneben enthält das Gesetz weitere erwähnenswerte Neuregelungen, so unter anderem in § 15a WpHG eine Verpflichtung der Unternehmensinsider, ihre Geschäfte mit Wertpapieren der eigenen Gesellschaft offenzulegen.⁶⁹

b) *Transparenz- und Publizitätsgesetz*

Ein zweites aktuelles Gesetz ist das Transparenz- und Publizitätsgesetz,⁷⁰ das auf den Empfehlungen der im Jahr 2000 eingesetzten Regierungskommission zur Corporate Governance beruht⁷¹ und das in wesentlichen Teilen ebenfalls im Juli 2002 in Kraft getreten ist. Der Gesetzesentwurf sieht unter anderem Erweiterungen der Kontrollrechte des Aufsichtsrats, Deregulierungen im Bereich der Hauptversammlung sowie eine Modernisierung einzelner Vorschriften der Rechnungslegung und Abschlußprüfung vor. In diesem Bereich werden allerdings infolge der bereits erwähnten neuen EG-Verordnung über die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards künftig noch erheblich tiefgreifendere Veränderungen erforderlich werden.⁷²

c) *Corporate Governance Kodex*

Einer der wichtigsten Vorschläge der Kommission zur Corporate Governance bezog sich schließlich auf die Entwicklung eines deutschen Corporate Governance Kodex als Grundlage einer Selbstverpflichtung der Wirtschaft auf Standards guter Unternehmensführung.⁷³ Dieser Kodex, der im Februar 2002 fertiggestellt wurde, wird durch eine sogenannte *comply-or-explain*-Regelung ergänzt, die durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz in § 161 des Aktiengesetzes eingefügt wurde. Danach sind Unternehmen zwar nicht verpflichtet, die Regeln des Kodex einzuhalten; börsennotierte Gesellschaften

⁶⁸ Vgl. etwa *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 379 f.; *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 40; *Rieckers*, BB 2002, 1213, 1220 f.

⁶⁹ „Directors’ Dealings“; dazu *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 ff. m.w.N. Darüber hinaus hat die Problematik auch Eingang in den jüngst vorgestellten Corporate Governance Kodex gefunden (Textziffer 6.6); vgl. dazu unten bei Fn. 73.

⁷⁰ Transparenz- und Publizitätsgesetz vom 19. Juli 2002, BGBl. I 2002, 2681; vgl. dazu etwa *Schüppen*, ZIP 2002, 1269; *Hermanns*, ZIP 2002, 1785.

⁷¹ *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001.

⁷² Vgl. oben bei Fn. 52.

⁷³ Bundesministerium der Justiz, Bekanntmachung des „Deutschen Corporate Governance Kodex“ vom 20. August 2002, veröffentlicht im elektronischen Bundesanzeiger am 30. August 2002, abrufbar unter <http://www.ebundesanzeiger.de/amtlicherteil/bekanntmachung.asp>, auch abgedruckt in ZIP 2002, 452 ff.; vgl. dazu *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance (Fn. 71), Rz. 5 ff.

müssen dessen Einhaltung oder Nichteinhaltung aber in jedem Jahr neu erklären und damit gegenüber der Öffentlichkeit rechtfertigen.

Ob sich diese Regelung als tragfähig erweisen wird, bleibt abzuwarten.⁷⁴ Immerhin entwickelt der Kodex einige begrüßenswerte Grundsätze etwa im Bereich der Offenlegung von Interessenkonflikten der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder (Textziffern 4.3, 5.5, 6.6) sowie vor allem der Unabhängigkeit von Abschlußprüfern, die künftig ihre Beziehungen zur Gesellschaft gegenüber dem Aufsichtsrat offenlegen müssen (Textziffer 7.2.1). Damit greift der Kodex also genau die Problematik der Verflechtung zwischen Unternehmen und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auf, die der ENRON-Skandal in den Vereinigten Staaten so eindrucksvoll ans Licht gebracht hat. In anderen Bereichen vermögen die vagen Vorgaben des Kodex hingegen nicht zu überzeugen. So läßt er vor allem ein klares Bekenntnis zur Neutralitätspflicht des Vorstands in der Übernahmesituation vermissen (Textziffer 3.7).

Wie auch immer dies zu beurteilen ist, sollte der Überblick über die drei aktuellen Regelungswerke jedenfalls nochmals vor Augen geführt haben, wie wesentlich der Strukturwandel der Kapitalmärkte, also vor allem die Globalisierung der Märkte und die Partizipation immer breiterer Bevölkerungsschichten am Marktgeschehen, die Reformdiskussion des deutschen Kapitalmarktrechts prägt.

⁷⁴ Kritisch etwa *Baums*, ZHR 166 (2002), 375, 381 f.: „gegenüber den Empfehlungen der Regierungskommission ‘Corporate Governance’ leider in den entscheidenden Punkten verwässert“.