

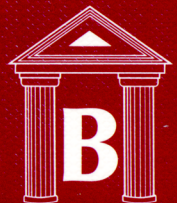
Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft
Hrsg.: Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

Niko J. Kleinmann

Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG



Verlag Wissenschaft & Praxis



**Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität
nach § 15 WpHG**

**Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft
an der Universität Hohenheim**

Herausgeber:

Prof. Dr. Joh. Heinr. v. Stein

Band 22

Niko J. Kleinmann

**Die Ausgestaltung
der Ad-hoc-Publizität
nach § 15 WpHG**

Notwendigkeit einer segment-
spezifischen Deregulierung

Verlag Wissenschaft & Praxis



Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Kleinmann, Niko J.:

Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG. Notwendigkeit einer segmentspezifischen Deregulierung / Niko J. Kleinmann.

– Sternenfels ; Berlin : Verl. Wiss. und Praxis, 1998

(Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft
an der Universität Hohenheim ; Bd. 22)

Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 1997

ISBN 3-89673-039-8

NE: Stiftung Kreditwirtschaft <Stuttgart>: Studienreihe der Stiftung ...

ISBN 3-89673-039-8

© Verlag Wissenschaft & Praxis

Dr. Brauner GmbH 1998

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6

Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Geleitwort

Mit der Studienreihe möchte die Stiftung Kreditwirtschaft Arbeiten, die an der Universität Hohenheim zu bank- und finanzwirtschaftlichen Themengebieten entstanden sind, einem interessierten Fachpublikum zugänglich machen. Die veröffentlichten Schriften sollen den Gedankenaustausch zwischen Universität und Praxis fördern.

Seit dem Inkrafttreten des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (1995) gibt es eine grundlegende Neuregelung der Ad-hoc-Publizität für börsennotierte Unternehmen. Sie soll die Kapitalmarkteffizienz und den Schutz vor Insidergeschäften verbessern. Fraglich und umstritten ist, ob die Neuregelung tatsächlich zu entsprechenden Verbesserungen führt oder eher kontraproduktive Wirkungen hat. In der Wissenschaft und Praxis gibt es Stimmen, die meinen, die Neuregelung enthalte vor allem für Mittelstandsunternehmen gravierende, durch Erfordernisse des börslichen Anleger- und Funktionsschutzes nicht gerechtfertigte Belastungen, die sie beim Going Public behindern. In der vorliegenden Arbeit wird durch eine ökonomische Analyse gezeigt, daß diese Bedenken berechtigt sind. In Anlehnung an ausländische Vorbilder wird eine segmentspezifische Ausdifferenzierung der Ad-hoc-Publizität gefordert. Dazu werden konkrete Detailvorschläge gemacht.

Wir wünschen dem 22. Band der Studienreihe, daß er reges Interesse finden möge.

Hohenheim, im Februar 1998

Prof. Dr. Joh. Heinr. von Stein
(Herausgeber)

Prof. Dr. Lothar Vollmer
(Betreuer)

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Dezember 1997 unter dem Titel „Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG – Notwendigkeit einer segment-spezifischen Deregulierung“ von der Fakultät V – Wirtschafts- und Sozialwissenschaften – der Universität Hohenheim als Dissertation angenommen.

Danken möchte ich meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Lothar Vollmer, der mich jederzeit durch konstruktive Vorschläge und Anmerkungen unterstützt hat. Mein herzlicher Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. Johann Heinrich von Stein für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens sowie die Aufnahme der Arbeit in diese Schriftenreihe.

Eine solche Arbeit ist ohne die wissenschaftliche Diskussion mit anderen unmöglich. Deshalb bedanke ich mich insbesondere bei Frau Ute Smerdka und bei den Herren Heinz Steinhübel und Ralf Kürten. Wertvoll waren auch die Gespräche innerhalb meiner Familie, vor allem die mit meinem Vater.

Gewidmet ist die Arbeit meiner Frau Ellen sowie der kleinen Lisa Danielle.

Stuttgart, 1998

Niko J. Kleinmann

Inhaltsverzeichnis

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	17
EINLEITUNG	21
1. TEIL: DIE BISHERIGE AUSGESTALTUNG DER AD-HOC-PUBLIZITÄT	27
1. Kapitel: Die Entwicklung der Ad-hoc-Publizität in Deutschland.....	27
A. Die Regulierung der Ad-hoc-Publizität durch § 44a BörsG a.F.	28
I. Die Entstehung des § 44a BörsG a.F.	28
1. Die europarechtlichen Implikationen	28
2. Das BörsZulG.....	29
II. Die Ausgestaltung des § 44a BörsG a.F.....	30
1. Die relevanten Segmente und Wertpapiere	31
2. Der Pflichteninhalt	31
3. Der Befreiungstatbestand	32
4. Das Veröffentlichungsprocedere	32
5. Die Sanktionen und die Haftung	32
6. Die weiteren Publizitätspflichten nach Zulassung.....	32
III. Zwischenergebnis	33
B. Die Regulierung der Ad-hoc-Publizität durch § 15 WpHG.....	34
I. Die Entstehung des § 15 WpHG.....	34
1. Die europarechtlichen Implikationen	34
2. Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz	34
a) Die Stellung des § 15 WpHG im System des WpHG	35
b) Die anderen Maßnahmen des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes.....	35
II. Die Ausgestaltung des § 15 WpHG	36
1. Die relevanten Segmente und Wertpapiere	36
2. Der Pflichteninhalt	37
a) Die veröffentlichungspflichtige Tatsache	37
aa) Eine neue Tatsache.....	37
bb) Unterschiede zur Insidertatsache.....	38
b) Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf	39
aa) Vermögens- und Finanzlage	39
bb) Allgemeiner Geschäftsverlauf.....	41

c) Eignung für eine erhebliche Kursbeeinflussung	41
d) Beispiele meldepflichtiger Tatsachen	42
e) Sonderfall: Stille Reserven.....	42
3. Der Befreiungstatbestand	44
4. Das Veröffentlichungsprocedere	44
a) Mitteilungspflicht.....	44
b) Veröffentlichungspflicht	45
5. Die Sanktionen	46
a) Die Ordnungswidrigkeiten.....	47
aa) Inhalt der Bußgeldvorschriften	47
bb) Umfang der Bußgelder.....	47
cc) Adressaten der Bußgeldvorschriften	48
b) Der Straftatbestand.....	49
6. Die zivilrechtliche Haftung	49
a) Die Haftung des Emittenten.....	49
aa) § 15 WpHG – ein Schutzgesetz?.....	49
bb) Andere Anspruchsgrundlagen	50
b) Die Amtshaftung.....	50
7. Die Aufsicht über die Wertpapiermärkte.....	51
a) Das BAWe und die Aufsicht nach § 15 WpHG.....	51
b) Die anderen Aufsichtsinstanzen.....	52
aa) Börsenaufsichtsbehörde	52
bb) Wertpapierrat	52
cc) Handelsüberwachungsstelle	53
dd) Selbstverwaltungsorgane der Börsen	53
8. Die weiteren Publizitätspflichten nach Zulassung.....	54
a) Der amtliche Handel	54
aa) Wertpapier- und emittentenbezogene Informationen.....	54
bb) Zwischenberichtspflicht	55
cc) Auskunftspflichten des Emittenten	59
dd) Die §§ 21 ff. WpHG.....	59
b) Der geregelte Markt.....	60
aa) Zwischenberichterstattung	60
bb) Weitere Pflichten des Emittenten	61
III. Zwischenergebnis	61
C. Ergebnis	61
2. Kapitel: Die Entwicklung der Ad-hoc-Publizität in anderen Ländern ...	63
A. Die US-amerikanischen Börsenmärkte.....	63
I. Die Struktur.....	64

1. Die Präsenzbörsen	64
a) Die NYSE	64
b) Die AMEX	65
2. Das Computerhandelssystem NASDAQ	66
a) Die geschichtliche Entwicklung	66
b) Das Market-Maker-System	67
II. Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität	69
1. Die Bedeutung der Publizität im US-Kapitalmarktrecht	69
a) Vor der Emission	69
b) Nach der Emission	70
2. Die bundesgesetzlichen Bestimmungen	70
a) Der Inhalt des Current Reports	71
b) Die Meldefristen des Current Reports	73
c) Die Änderungen durch die SEC	73
d) Die Konsequenzen von Verstößen und andere Grundlagen der Ad-hoc-Publizität	74
3. Die Bestimmungen der Börsen und des NASDAQ	75
a) Die Präsenzbörsen	75
aa) Die NYSE	75
bb) Die AMEX	76
b) Das Computerhandelssystem NASDAQ	77
c) Die Sanktionen	77
III. Zwischenergebnis	78
B. Der Börsenmarkt in Frankreich	79
I. Die Struktur	79
1. Die traditionellen Börsensegmente	79
a) Die Côte Officielle	79
b) Der Second Marché	80
aa) Die Börsenzulassung	80
bb) Die Entwicklung bis heute	81
c) Die Hors Côte	82
2. Der Nouveau Marché	82
a) Die Börsenzulassung	83
b) Die Mitglieder	84
aa) Die Membres	84
bb) Die Membres Associés	85
c) Die Liquidität	85
d) Die Entwicklung bis heute	85
II. Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität	86
1. Die Rolle der COB	86

a) Die Zusammensetzung.....	86
b) Die Aufgaben.....	87
c) Das Instrumentarium.....	87
2. Die Bestimmungen.....	88
a) Die geschichtliche Entwicklung.....	88
b) Die heutige Ausgestaltung.....	89
aa) Das Règlement 90-02.....	90
bb) Die Beispiele veröffentlichungspflichtiger Ereignisse.....	92
cc) Die Sanktionen.....	92
dd) Die Verschiebung der Veröffentlichung.....	92
3. Die französische Ausgestaltung als Vorbild für die Schweiz.....	93
III. Zwischenergebnis.....	94
C. Ergebnis.....	94
3. Kapitel: Die Ad-hoc-Publizität in der rechtspolitischen Diskussion	95
A. Die Ad-hoc-Publizität und die Marktteilnehmer.....	95
I. Die Emittenten.....	96
1. Die Chance für die Emittenten.....	96
2. Die Belastung für die Emittenten.....	96
a) Die grundsätzlichen Kritikpunkte.....	97
aa) Rechtsunsicherheit.....	97
bb) Unverhältnismäßigkeit.....	97
b) Die unternehmensbezogenen Kritikpunkte.....	99
aa) Nachteile für kleine und mittlere Unternehmen.....	99
bb) Nachteile für internationale Unternehmen.....	100
II. Die Anleger.....	101
1. Die Verbesserung des Anlegerschutzes.....	101
2. Die Unvollkommenheiten des Anlegerschutzes.....	101
a) Die Schaffung von Marktinsidern.....	102
b) Die Präventivfunktion.....	102
c) Die Bereichsöffentlichkeit.....	102
d) Die Abstimmung zwischen Börsen- und Gesellschaftsrecht.....	103
III. Zwischenergebnis.....	103
B. Die Ad-hoc-Publizität und die Börsenmarkteffizienz.....	104
I. Die allgemeinen, marktfunktionsorientierten Aspekte.....	104
1. Positive Marktwirkungen.....	104
2. Negative Marktwirkungen.....	105
a) Informationsverschlechterungen.....	105
b) Rechtsunsicherheit.....	105

II.	Die besonderen, segmentspezifischen Aspekte.....	105
1.	Der geregelte Markt.....	106
2.	Der „Neue Markt“	107
a)	Die Zulassungsvoraussetzungen	108
b)	Die Publizität	108
3.	Der Freiverkehr	110
a)	Die rechtspolitische Diskussion	110
aa)	Argumente für die Einbeziehung	110
bb)	Argumente gegen die Einbeziehung	111
b)	Die autonomen Regelungen in der Praxis.....	111
aa)	Der „Mittelstandsmarkt Bremen“	112
bb)	Der „Prädikatsmarkt München“	112
III.	Zwischenergebnis	113
C.	Ergebnis	114

2. TEIL: DIE KÜNFTIGE AUSGESTALTUNG DER AD-HOC-PUBLIZITÄT..... 115

4. Kapitel: Die Verbesserung der Börsenmarkteffizienz als Ziel	
der Ad-hoc-Publizität	115
A. Die Grundelemente der Börse.....	116
I. Die Börse als Aggregat	116
1. Die Funktionen der Börse.....	117
a) Die Marktbildungsfunktion.....	117
b) Die Finanzierungsfunktion.....	117
c) Die Zirkulationsfunktion.....	118
2. Die Effizienz der Börse	119
a) Die alloкатive Effizienz	119
b) Die operationale Effizienz	119
c) Die Informationseffizienz.....	121
aa) Die unterschiedlichen Formen	122
bb) Die empirische Überprüfung.....	122
cc) Die Kritik an <i>Fama</i>	123
dd) Die Erweiterungen des Informationseffizienzbegriffs ...	124
II. Die Marktteilnehmer der Börse.....	125
1. Die Anleger	125
a) Der Anlegerbegriff.....	125
b) Die Anlegergruppen.....	126
aa) Die institutionellen Anleger	126

bb) Die privaten Anleger	127
c) Die Anlegerinteressen	127
aa) Die Rendite	128
bb) Das Risiko	128
cc) Die Liquidität	131
dd) Die anderen Motive	132
2. Die Emittenten	132
a) Der Emittentenbegriff	132
b) Die Emittentengruppen	133
aa) Die Publikums-AG	134
bb) Die Familien-AG	135
cc) Die Venture Capital-AG	136
c) Die Emittenteninteressen	137
aa) Das Unternehmensinteresse	137
bb) Die Interessen des Vorstands	137
B. Die Börsenmarkteffizienz und die Ad-hoc-Publizität	138
I. Die Börse ohne eine Ad-hoc-Publizitätspflicht	138
1. Die Anleger	138
a) Das Marktversagen wegen asymmetrischer Information	138
aa) Adverse Selection	140
bb) Moral Hazard	141
cc) Die Übertragung auf den Börsenmarkt	142
b) Die Portfoliotheorie	143
2. Die Emittenten	144
a) Die Signaltheorie	144
aa) Die Darstellung	144
bb) Die Kritik	145
b) Die Agenturtheorie	146
aa) Die Darstellung	147
bb) Die Kritik	147
3. Die Folgen für die Effizienz der Börse	147
a) Die Information als öffentliches Gut	148
b) Die Senkung von Transaktionskosten	149
II. Die Börse mit einer zu weitgehenden Ad-hoc-Publizitätspflicht	150
1. Die Emittenten	150
a) Die direkten Kosten	151
b) Die sonstigen negativen Auswirkungen	151
aa) Die negativen externen Effekte bei Dritten	151
bb) Die negativen Effekte beim Emittenten	153
2. Die Anleger	154

3. Die Folgen für die Effizienz der Börse.....	155
C. Das Spannungsverhältnis in bezug auf die Ad-hoc-Publizität.....	155
5. Kapitel: Die ökonomische Analyse des § 15 WpHG	157
A. Die Wirkungen auf die Emittenten	157
I. Die direkten Kosten	158
1. Die Veröffentlichung.....	158
2. Die Organisation und das Personal.....	159
3. Die Beratung.....	161
4. Die Aufsicht	161
II. Die sonstigen Auswirkungen	162
1. Die mehrstufigen Entscheidungsprozesse	162
a) Die Arten.....	163
aa) Die Entscheidung innerhalb eines Organs	163
bb) Die Entscheidung bei mehreren Organen.....	165
b) Die möglichen Eintrittszeitpunkte	165
aa) Die Unumkehrbarkeit.....	165
bb) Das Ende des internen Entscheidungsprozesses	166
cc) Der Grad der Wahrscheinlichkeit der Realisierung.....	166
2. Das Verhältnis zur Regelpublizität.....	168
a) Die Intention des Gesetzgebers.....	168
b) Die Aufsichtspraxis.....	169
c) Die Probleme	170
aa) Die Summierung von Teilergebnissen	170
bb) Der Jahresabschluß.....	171
3. Die Eignung zur „erheblichen“ Kursbeeinflussung.....	171
a) Die Kausalität.....	172
b) Die Höhe	172
c) Die Emittenten	173
4. Die Befreiung von der Publizitätspflicht.....	175
a) Die „berechtigten Interessen“ des Emittenten.....	175
b) Die Einschätzung des möglichen Schadens	
beim Emittenten	175
aa) Die Situation beim Emittenten	176
bb) Die Informationsempfänger	176
cc) Die Beispiele für einen Schaden	176
5. Die „unverzügliche“ Veröffentlichung.....	178
a) Die kurzfristigen Wirkungen	179
aa) Die unnötigen Informationen	179
bb) Die Gefährdung der Eigenständigkeit.....	179

b) Die langfristigen Wirkungen.....	180
c) Die Bewertung	180
6. Die Folgen eines internationalen Listings	181
III. Zwischenergebnis	182
B. Die Wirkungen auf die Anleger.....	184
I. Die Veröffentlichungspflicht	184
1. Die Bereichsöffentlichkeit.....	184
a) Der Umfang	184
b) Die Auswirkungen auf die Anlegergruppen	185
aa) Die institutionellen Anleger	185
bb) Die privaten Anleger	185
cc) Die Bewertung	186
2. Die Hauptversammlungsöffentlichkeit.....	186
3. Die Poolöffentlichkeit	187
II. Die Kursaussetzung	188
1. Die Voraussetzungen.....	188
2. Die Auswirkungen auf die Anlegergruppen.....	189
III. Zwischenergebnis	190
C. Die Wirkungen auf die Börsenmarkteffizienz	191
I. Die allokativen Effizienz	191
1. Die mangelnde Berücksichtigung börslicher Segmente	191
2. Die Hemmschwelle für potentielle Börsengänger.....	192
II. Die operationale Effizienz	192
1. Die positiven Wirkungen.....	192
a) Die Standardisierungseffekte	192
b) Die verringerten Suchprozesse	193
c) Die Kostensenkung durch Wettbewerb.....	193
2. Die negativen Wirkungen.....	193
III. Die Informationseffizienz	194
IV. Zwischenergebnis	194

6. Kapitel: Die differenzierende, segmentspezifische Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität	195
A. Die segmentspezifische Ausgestaltung der Börsenmärkte.....	195
I. Die Regulierung und Deregulierung.....	196
1. Das Wesen der Regulierung	196
2. Das Wesen der Deregulierung.....	197
II. Die Segmentierung als Deregulierungsmaßnahme	197
1. Die Arten der Segmentierung.....	199
a) Die vertikale Segmentierung.....	199

b) Die horizontale Segmentierung.....	199
2. Die Drei-Segmentbörse als Beispiel einer vertikalen Segmentierung	199
3. Die Grenzen der Segmentierung	200
a) Die Wahl des „falschen“ Börsensegments	200
b) Die Grenzkosten-/Grenznutzenanalyse.....	200
III. Die Segmentierung des deutschen Börsenmarkts	201
1. Der amtliche Handel.....	202
2. Der geregelte Markt.....	203
3. Der Freiverkehr	204
4. Der „Neue Markt“	206
IV. Zwischenergebnis	206
B. Die segmentspezifische Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität	207
I. Der amtliche Handel	207
1. Der Eintrittszeitpunkt einer Tatsache	208
2. Die Veröffentlichung von stillen Reserven	208
3. Das Verhältnis zur Regelpublizität.....	209
a) Die Segmentberichterstattung.....	209
aa) Die Regelung im Jahresabschluß	209
bb) Die Übertragung auf die Ad-hoc-Publizität	211
b) Der Jahresabschluß	212
4. Die „erhebliche“ Kursbeeinflussung	213
a) Die feste Prozentangabe.....	213
b) Die Veränderung des Ergebnisses nach DVFA/SG	213
c) Die Veränderung der Lage oder des Geschäftsverlaufs.....	214
5. Die Befreiung von der Publizitätspflicht	216
6. Die „unverzögliche“ Veröffentlichung.....	216
7. Die herzustellende Öffentlichkeit.....	216
a) Das überregionale Börsenpflichtblatt.....	217
b) Die Informationspflicht der Kreditinstitute.....	217
aa) Vor dem Kauf.....	217
bb) Nach dem Kauf	218
c) Die Direktmitteilung	219
d) Der Ad-hoc-Service des Kreditinstituts	219
8. Die Integration aktienrechtlicher Informationspflichten	220
II. Der geregelte Markt.....	220
1. Der Eintrittszeitpunkt einer Tatsache	221
2. Die Veröffentlichung von stillen Reserven	222
3. Der Jahresabschluß.....	223
4. Der Sachverhaltskatalog.....	223

a) Der Grundsatz der Interessenabwägung	224
aa) Die Anlegerinteressen	224
bb) Die Emittenteninteressen.....	225
b) Die meldepflichtigen Tatsachen.....	225
aa) Das Jahresergebnis	225
bb) Der Erwerb und Verkauf von Vermögensgegenständen.....	226
cc) Die Veränderungen in der Unternehmenskontrolle	226
dd) Die erheblichen Organisationsänderungen.....	227
ee) Der Rücktritt oder die Entlassung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern	227
ff) Der Wechsel des Wirtschaftsprüfers	227
gg) Das Sanierungsverfahren	228
c) Die Beispiele nichtmeldepflichtiger Tatsachen.....	228
aa) Die Zwischen- und Quartalsberichte.....	228
bb) Die Dividendenvorschläge	228
cc) Die Kapitalmaßnahmen.....	229
d) Die Art der Umsetzung	229
5. Die Befreiung von der Publizitätspflicht	230
6. Die „unverzögliche“ Veröffentlichung.....	231
7. Die herzustellende Öffentlichkeit.....	231
8. Die Integration aktienrechtlicher Informationspflichten	232
III. Der Freiverkehr.....	232
IV. Zwischenergebnis	233

ZUSAMMENFASSUNG.....237

LITERATURVERZEICHNIS.....247

Abkürzungsverzeichnis

a.F.	alter Fassung
ABIEG	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften
Abs.	Absatz
ADR	American Depository Receipts
ADS	Adler/Düring/Schmaltz (Kommentar)
AG	Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen; aber auch für die Rechtsform „Aktiengesellschaft“
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
Aufl.	Auflage
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BBK	Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung
Bd.	Band
bearb.	bearbeitet
BEHG	Schweizer Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsZulG	Börsenzulassungs-Gesetz
BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
BT-Ds.	Bundestags-Drucksache
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften German Venture Capital Association e.V.
bzgl.	bezüglich
CBV	Conseil des bourses de valeurs
CCH	Commerce Clearing House
COB	Commission des Opérations de Bourse
DAI	Deutsches Aktien-Institut
DAX	Deutsche Aktienindex

DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität GmbH
d.h.	das heißt
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
ders.	derselbe
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
dt.	deutsch
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung
ECM	Emerging Company Marketplace
ECU	European Currency Unit
ED	Exposure Draft
EG	Europäische Gemeinschaft
erg.	ergänzt
erw.	erweitert
etc.	et cetera
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FF	Französischer Franc
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Frankfurt a.M.	Frankfurt am Main
FS	Festschrift
gem.	gemäß
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HB	Handelsblatt (Zeitung)
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
IAS	International Accounting Standards
IASC	International Accounting Standards Committee
IBIS	Inter-Banken-Informationen-System
i.S.d.	im Sinne des
ITM	Introducteur Teneur de Marché
i.V.m.	in Verbindung mit
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristen Zeitung
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KPMG	Klynveld Peat Marwick Goerdeler

Mio	Million
Mrd.	Milliarde
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
neubearb.	neubearbeitet
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NM	Nouveau Marché
NYSE	New York Stock Exchange
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv (Zeitschrift)
o.V.	ohne Verfasser
OTC	Over-The-Counter
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PublG	Publizitätsgesetz
Rdnr.	Randnummer
RegE	Regierungsentwurf
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
S.	Seite
SBF	Société des Bourses Francaises
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities and Exchange Commission
SNM	Société du Nouveau Marché
SOES	Small Order Executive System
Sp.	Spalte
SRO	Self Regulatory Organizations
staatl.	staatlich
u.	und
u.a.	unter anderem/und andere
überarb.	überarbeitet
US-GAAP	United States – Generally Accepted Accounting Principles
u.U.	unter Umständen
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	vom
vollst.	vollständig
wettbewerbbl.	wettbewerblich
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WiSu	das Wirtschaftsstudium
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Wertpapier-Mitteilungen – Teil IV
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)

WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
z.T.	zum Teil
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert

Einleitung

I.

1. Seit 1. Januar 1995 sind die Emittenten von Wertpapieren mit einer Neuerung im Bereich der Unternehmenspublizität konfrontiert: § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) schreibt Gesellschaften mit börsennotierten Wertpapieren vor, kursrelevante Informationen unverzüglich zu publizieren. Diese Neuregelung unterscheidet sich von der bislang in § 44a BörsG a.F. normierten Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art und Umfang ganz erheblich. Von Bedeutung für die Unternehmenspraxis ist vor allem, daß diese Pflicht erstmals mit einer laufenden Überwachung durch eine neu geschaffene Bundesbehörde, das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), verbunden wurde. Hinzu kommt, daß die durch Verletzung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten begangenen Ordnungswidrigkeiten nunmehr mit bis zu drei Millionen DM Geldbuße belegt werden können.

Die Regelung der Ad-hoc-Publizität in § 15 WpHG ist in das neugeschaffene Wertpapierhandelsgesetz integriert, das u.a. die Insiderrichtlinie der EG aus dem Jahre 1989 in nationales Recht umsetzt. Das WpHG, das im Rahmen des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes in Deutschland eingeführt wurde, hat das Ziel, die Attraktivität und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland zu verbessern. Die Neuregelung der Ad-hoc-Publizität muß deshalb ebenfalls unter dem Aspekt der Aufrechterhaltung und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des organisierten Kapitalmarkts gesehen werden. Die Norm des § 15 WpHG dient primär dem börslichen Funktionenschutz. Der Individualschutz steht im Hintergrund. Er ist im Rahmen von § 15 WpHG jedoch von Belang, soweit er zugleich von relevanter institutioneller Bedeutung ist.

2. Fraglich und umstritten ist, ob § 15 WpHG tatsächlich die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts verbessert oder eher kontraproduktive Wirkungen hat.
 - a) Anleger können aufgrund von § 15 WpHG erwarten, künftig besser informiert zu werden.¹ Sie können insbesondere darauf hoffen, künftig Informationen zu erhalten, die über die durch die bisher bestehenden handels- und kapitalmarktrechtlichen Publizitätsinstrumente vermittelten Daten hinausgehen. Dadurch könnte es zu einer Verringerung der Risiken der Anleger kommen. Vor allem internationale Anleger erwarten ausgeprägte Publizitätsbestimmun-

¹ Es wird sogar von einer neuen Informationskultur gesprochen. Vgl. Weisgerber (1995), S. 19 f.

gen, die dem internationalen Standard von Finanzplätzen entsprechen, da nur diese eine fundierte Anlageentscheidung ermöglichen.²

Die Chance, die Investor Relations auf Grund einer gesetzlichen Vorschrift nachhaltig zu verbessern, kann nicht nur den großen Publikumsaktiengesellschaften, sondern auch den mittleren und kleinen Familienaktiengesellschaften dienen. Eine bessere Öffentlichkeitsarbeit der familiendominierten Gesellschaften am Kapitalmarkt bedeutet möglicherweise, daß sich für die von ihnen emittierten Beteiligungstitel eine größere Zahl von Anlegern findet. Die verstärkte Publizitätspflicht könnte so zu einer besseren Versorgung mittelständischer Unternehmen mit Finanzierungsmitteln führen.

b) Auf der Seite der börsennotierten Gesellschaften stößt die Einführung des § 15 WpHG jedoch keineswegs auf ungeteilte Zustimmung. Insbesondere kleinere und mittlere Gesellschaften sehen eine weitere Kostenbelastung auf sich zukommen. Kosten entstehen für vorgenommene Veröffentlichungen oder auch für eventuell zu zahlende Bußen oder Strafen.³ Daneben ergeben sich Kosten in Form von Konkurrenzwirkungen oder zwingend vorzunehmenden Organisationsänderungen. Außerdem besteht bei den Unternehmen eine generelle Hilflosigkeit bei der praktischen Anwendung der Norm. Sie ist bedingt durch die große Anzahl an unbestimmten Rechtsbegriffen im Tatbestand des § 15 WpHG. Von der Deutschen Börse AG wurde zwar schon 1994 ein Leitfaden vorgelegt, der den verunsicherten Unternehmen eine Hilfestellung geben soll. Die bestehende Unsicherheit der Praxis wurde dadurch aber nicht beseitigt, weil das für die Überwachung der Ad-hoc-Publizität zuständige Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel noch keine klare Vorgehensweise in der Überwachungspraxis erkennen läßt.

Sofern die Regulierung der Ad-hoc-Publizität für die börsennotierten Unternehmen tatsächlich eine gravierende Belastung darstellt, hätte dies negative Folgen für den Finanzplatz Deutschland. Für die Unternehmen wäre die Beschaffung von Eigenkapital an der Börse mit einer weiteren, die Emissionstätigkeit belastenden, Regulierung verbunden. Andere Maßnahmen des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, die zur Attraktivität des Finanzplatzes beitragen sollen, würden dadurch konterkariert.

2 Die Bedeutung der ausländischen Anleger läßt sich daran ablesen, daß ihr Anteil an den bei inländischen Kreditinstituten verwalteten Wertpapieren Ende 1994 37,5% (Ende 1989 31,5 %) betrug und sie damit die bedeutendste Deponentengruppe darstellen. Vgl. Deutsche Bundesbank (1995a), S. 61.

3 Angesichts der hohen Geldbußen ist es möglich, daß die Emittenten oftmals rein vorsorglich publizieren, um sich nicht ordnungswidrig zu verhalten. Vgl. Wessel (1994), S. 1419.

3. Vor dem skizzierten Hintergrund ist es schwierig, die in § 15 WpHG getroffene Neuregelung rechtspolitisch richtig einzuschätzen. Die Schwierigkeit ergibt sich letztlich aus folgendem, grundsätzlichen Problem: Emittenten und Anleger haben in der Regel einen unterschiedlichen Wissensstand. Die Personen, die beim Emittenten in die Entscheidungsprozesse involviert sind, verfügen über detailliertere Informationen als solche, die als Anleger am Unternehmen beteiligt sind oder in naher Zukunft beabsichtigen, sich Anteile zu kaufen. Insofern liegt eine Informationsasymmetrie vor. Auch die einzelnen Anleger und Anlegergruppen haben i.d.R. einen unterschiedlichen Wissensstand. In diesem Zusammenhang sei nur der individuelle Kleinanleger mit dem hochspezialisierten, fachmännischen Anlageexperten einer Kapitalanlagegesellschaft oder eines sonstigen institutionellen Anlegers verglichen.

Aus den unterschiedlichen Informationsasymmetrien können sich Folgen ergeben, die einem funktionsfähigen Wertpapierhandel abträglich sind. Unternehmensinsider können ihren Informationsvorsprung in Kauf- oder Verkaufsentscheidungen der Wertpapiere der betreffenden Gesellschaft einfließen lassen und dadurch einen Vermögensvorteil erzielen. Dadurch erleiden außenstehende Aktionäre mit einem entsprechenden Informationsdefizit Vermögensverluste (Insiderhandel). Die Folgen des unterschiedlichen Wissensstandes können noch gravierender sein: Die Informationsasymmetrie zwischen den Marktteilnehmern kann dazu führen, daß sich die schlechter informierte Marktseite aus dem Markt völlig zurückzieht; es käme dann nicht nur zu einem teilweisen, sondern sogar zu einem vollständigen Marktversagen. Um all dies zu verhindern, könnte eine Ad-hoc-Publizitätspflicht, wie sie in § 15 WpHG enthalten ist, gerechtfertigt sein.

4. Zweck des § 15 WpHG ist es, durch die rasche Verbreitung von kursbeeinflussenden Tatsachen zu einem Abbau der Informationsunterschiede zwischen den Beteiligten beizutragen. Dadurch soll zum einen der Insiderhandel verhindert und eingeschränkt werden. Zum anderen soll durch die angestrebte Transparenz die Funktionsfähigkeit des Marktes erhalten, also Marktversagen verhindert werden. Es stellt sich jedoch die Frage, ob § 15 WpHG angesichts der damit für die Emittenten verbundenen Belastungen tatsächlich dazu beiträgt, die Effizienz des Börsenmarktes zu erhöhen. Kommt man insoweit zu einer grundsätzlich positiven Antwort, bleibt immer noch die Frage, ob die konkrete Ausgestaltung der Norm sachgerecht ist. Bei ihrer Beantwortung ist zu beachten, daß eine spürbare Informationsverbesserung für die Anleger nur mit hohen Kosten und unter Umständen mit erheblichen sonstigen Nachteilen für die Emittenten möglich ist. Davon abgesehen bedeutet Regulierung stets die Einschränkung der Handlungsfreiheit der Marktteilnehmer und damit die Beschrän-