

Schriften zum Europäischen Recht

Band 164

**Einfluss der IAS-Verordnung
und der EU-Transparenzrichtlinie
auf die Kontrolle der börsennotierten
Aktiengesellschaft**

Von

Renko Dirksen



Duncker & Humblot · Berlin

RENKO DIRKSEN

Einfluss der IAS-Verordnung und
der EU-Transparenzrichtlinie auf die Kontrolle
der börsennotierten Aktiengesellschaft

Schriften zum Europäischen Recht

Herausgegeben von

Siegfried Magiera · Detlef Merten

Matthias Niedobitek · Karl-Peter Sommermann

Band 164

Einfluss der IAS-Verordnung
und der EU-Transparenzrichtlinie
auf die Kontrolle der börsennotierten
Aktiengesellschaft

Von

Renko Dirksen



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Universität zu Köln
hat diese Arbeit im Sommersemester 2013
als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2014 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: Buch Bücher de GmbH, Birkach
Printed in Germany

ISSN 0937-6305
ISBN 978-3-428-14329-0 (Print)
ISBN 978-3-428-54329-8 (E-Book)
ISBN 978-3-428-84329-9 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Juristischen Fakultät der Universität zu Köln im Sommersemester 2013 als Dissertation angenommen. Aufrichtigen Dank schulde ich meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Norbert Horn, für die Betreuung der Arbeit. Frau Prof. Dr. Barbara Grunewald danke ich herzlich für die Erstellung des Zweitgutachtens. Herrn Prof. Dr. Dr. Detlev Merten, Herrn Prof. Dr. Siegfried Magiera, Herrn Prof. Dr. Matthias Niedobitek und Herrn Prof. Dr. Dr. Karl-Peter Sommermann danke ich für die Aufnahme in die vorliegende Schriftenreihe.

Der Praxisbezug dieser Arbeit ist nur durch die berufliche Förderung durch Herrn Dr. Paul-Otto Faßbender möglich gewesen. Ohne die ganz besonderen Ermutigungen durch Herrn Prof. Dr. Dr. Carsten P. Claussen kurz vor dessen Tod wäre diese Arbeit nicht fertig gestellt worden.

Für ihre Hilfe bei der Erstellung der Arbeit danke ich Herrn Dr. Lars Micker, meiner Schwester, Frau Dr. Gesa Spamer, sowie meinem Vater, Herrn Dr. Gebhard Dirksen. Ein besonderer Dank gilt meiner Ehefrau für ihre uneingeschränkte Unterstützung, die sie während der gesamten Zeit der Promotion gespendet hat. Sie und unsere Kinder mussten während der langen, berufsbegleitenden Erstellung dieser Arbeit viel auf mich verzichten. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Renko Dirksen

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Einleitung | 15 |
| <i>Kapitel 1</i> | |
| Grundlagen der Publizität und Kontrolle | |
| § 1 Ökonomische Aspekte der Unternehmenskontrolle | 20 |
| I. Transparenz durch Publizität | 20 |
| II. Grundsätzliche Wirkungsweise von Kontrollmitteln | 22 |
| 1. Neoklassische Theorie | 22 |
| a) Vollkommener Markt | 23 |
| b) Marktversagen | 24 |
| aa) Unkenntnis | 24 |
| bb) Moral Hazard | 26 |
| cc) Hold up | 26 |
| 2. Neue Institutionenökonomik: Principal Agent Theorie | 27 |
| a) Privatrechtliche Maßnahmen | 29 |
| aa) Screening | 29 |
| bb) Signaling | 29 |
| cc) Risikobeteiligung des Agenten | 30 |
| b) Wirtschaftspolitische Maßnahmen | 31 |
| aa) Pflicht zur Informationsbereitstellung | 31 |
| bb) Haftung und Standards | 31 |
| 3. Verhältnis Management zu Eigentümern | 32 |
| a) Einsatz und Eignung des Managements | 32 |
| b) Treuwidriges Verhalten | 33 |
| c) Zeithorizont von Investitionsentscheidungen | 33 |
| d) Thesaurierung von Gewinnen | 34 |
| e) Neigung zu Unternehmenszusammenschlüssen | 34 |
| III. Zwischenergebnis | 34 |
| § 2 Kontrollmittel des deutschen Gesellschaftsrechts | 35 |
| I. Kontrollmittel der Aktionäre | 35 |
| 1. Hauptversammlung | 36 |

| | | |
|------|---|----|
| a) | Teilnahme an der Hauptversammlung | 37 |
| b) | Auskunftsrecht | 38 |
| c) | Stimmrecht | 41 |
| d) | Kompetenz der Hauptversammlung | 43 |
| 2. | Rechte des einzelnen Aktionärs und Minderheitenrechte | 46 |
| a) | Gerichtliche Entscheidung über das Auskunftsrecht, § 132 AktG | 47 |
| b) | Anfechtungsklage gemäß § 246 AktG | 48 |
| c) | Klagen auf Schadensersatz | 49 |
| II. | Aufsichtsrat | 51 |
| 1. | Zusammensetzung | 52 |
| 2. | Aufgaben | 54 |
| 3. | Befugnisse | 55 |
| 4. | Verhaltenspflichten und Haftung | 56 |
| III. | Vorstand | 58 |
| 1. | Geschäftsführung | 58 |
| 2. | Haftung des Vorstandes | 59 |
| IV. | Mechanismen im Interesse der sonstigen Stakeholder | 60 |
| V. | Zwischenergebnis | 62 |

Kapitel 2

| | | |
|------|---|----|
| | Publizitätspflichten nach HGB/IAS/IFRS und der Transparenzrichtlinie | 63 |
| § 3 | Externe Rechnungslegung nach HGB und IAS/IFRS | 65 |
| I. | Einordnung des deutschen Systems der Rechnungslegung | 65 |
| II. | Anwendbarkeit von HGB oder IAS/IFRS | 69 |
| III. | Rechtsetzung von HGB und IAS/IFRS | 71 |
| IV. | Konzeption von HGB und IAS/IFRS | 75 |
| V. | Inhaltliche Unterschiede der Bilanzierung nach HGB und IAS/IFRS | 78 |
| 1. | Unterschiede in Zielsetzung und Adressatenkreis | 78 |
| 2. | Unterschiede im Ergebnis | 80 |
| 3. | Immaterielle Vermögensgegenstände | 81 |
| 4. | Langfristig anzufertigende Waren | 81 |
| 5. | Ansatz von Versicherungsverträgen | 82 |
| 6. | Unterschiedliche M&A Bilanzierung | 84 |
| 7. | Zwischenergebnis | 86 |

| | |
|--|-----|
| VI. Gegenstand und Darstellungsformen des Abschlusses | 86 |
| 1. Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) | 87 |
| 2. Anhang | 89 |
| 3. Eigenkapitalspiegel | 93 |
| 4. Lagebericht | 94 |
| 5. Segmentberichterstattung | 95 |
| VII. Zwischenergebnis | 96 |
| § 4 Transparenzrichtlinie und ihre Umsetzung | 97 |
| I. Entstehung | 97 |
| II. Persönlicher Anwendungsbereich | 105 |
| III. Sachlicher Anwendungsbereich | 107 |
| IV. Grundsätze der Publizität | 108 |
| 1. Verbreitung der Informationen | 109 |
| 2. Zugang zu Informationen | 112 |
| 3. Sprache der Veröffentlichung | 113 |
| 4. Herkunftsstaatsprinzip und Inlandsemittent | 114 |
| V. Regelmäßige Informationen | 114 |
| 1. Jahresfinanzberichte | 115 |
| a) Inhalt | 115 |
| b) Verhältnis zum HGB | 115 |
| c) Bilanzzeit | 118 |
| 2. Halbjahresfinanzberichte | 120 |
| 3. Zwischenmitteilung der Geschäftsführung | 121 |
| 4. Zusammenwirken der Regelberichte | 123 |
| VI. Anlassbezogene Informationen | 124 |
| 1. Informationen über bedeutende Beteiligung | 124 |
| a) Umsetzung in deutsches Recht | 125 |
| b) Zurechnung | 126 |
| c) Pflichten des Emittenten | 127 |
| 2. Information der Anleger | 128 |
| 3. Weitere Angaben | 128 |
| 4. Ad-hoc-Mitteilungen | 129 |
| VII. Weitere Besonderheit des Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetzes | 130 |
| VIII. Zwischenergebnis | 131 |

*Kapitel 3***Auswirkungen der Publizitätspflichten
auf die Unternehmenskontrolle**

| | |
|--|------------|
| | 132 |
| § 5 Auswirkungen auf Gesellschafterrechte | 133 |
| I. Unmittelbare Auswirkung auf Gesellschafterrechte | 133 |
| II. Mittelbare Auswirkung auf die Gesellschafterrechte | 135 |
| 1. Auskunftsrecht | 135 |
| 2. Folgen der Reflexwirkung der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten | 137 |
| 3. Reflex jedoch nur Auslegungshilfe | 139 |
| § 6 Subjektivität in der Rechnungslegung und im Berichtswesen | 139 |
| I. Subjektivität im Reporting: Geschäfts- und Firmenwert | 139 |
| 1. Veräußerungs- und Nutzungswert | 139 |
| 2. Zahlungsmittelgenerierende Einheit | 140 |
| 3. Zwischenergebnis | 140 |
| II. Subjektivität im Reporting: Management Approach | 141 |
| § 7 Informationsnutzen für den Privatanleger | 143 |
| I. Information Overload | 144 |
| II. Verhaltensökonomik | 146 |
| 1. Kritik an der Verhaltensökonomik | 147 |
| 2. Konsequenzen aus der Verhaltensökonomik | 147 |
| III. Sprache der Information | 148 |
| IV. Zwischenergebnis | 149 |
| § 8 Markt für Unternehmenskontrolle | 150 |
| I. Neigung zu Unternehmenszusammenschlüssen | 150 |
| II. Disziplinierende Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle | 152 |
| 1. Idee und Mechanik | 152 |
| 2. Bedeutung in Deutschland | 152 |
| 3. Kontrollwirkung | 154 |
| 4. Auswirkung der Mitteilungspflicht gemäß § 21 Abs. 1 WpHG | 154 |
| 5. Zwischenergebnis | 157 |
| Ergebnis | 158 |
| Literaturverzeichnis | 161 |
| Sachverzeichnis | 179 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|-----------------------------|--|
| a. A. | andere Ansicht |
| a. a. O. | am angegebenen Ort |
| ABl. EG | Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften |
| ABl. L. | Amtsblatt der Reihe L |
| Abs. | Absatz, Absätze |
| Abt. | Abteilung |
| a. E. | am Ende |
| a. F. | alte Fassung |
| AG | Die Aktiengesellschaft |
| AktG | Aktiengesetz |
| Alt. | Alternative |
| Anm. | Anmerkung |
| Ann. Rev. Banking & Fin. L. | Annual Review of Banking & Financial Law |
| ARC | Accounting Regulatory Committee |
| Art. | Artikel |
| ARUG | Aktionärsrichtlinienumsetzungsgesetz |
| AUEV | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BB | Der Betriebs-Berater |
| BC | Bilanzbuchhalter und Controller |
| Bd. | Band |
| BDI | Bundesverband der Deutschen Industrie e. V. |
| BFH | Bundesfinanzhof |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBI. | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Bundesgerichtshof in Zivilsachen |
| BilanzrechtKomm | Bilanzrechtskommentar |
| BilMoG | Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz |
| BilReG | Bilanzrechtsreformgesetz |
| BKR | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht |
| BMF | Bundesministerium der Finanzen |
| BR-Drucks. | Bundesratsdrucksachen |
| BReg. | Bundesregierung |
| BStBl. | Bundessteuerblatt |
| BT-Drucks. | Bundestagsdrucksachen |
| BuW | Betrieb und Wirtschaft |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| CDU | Christlich Demokratische Union Deutschlands |
| CEO | Chief Executive Officer |
| CESR | Committee of European Securities Regulators |

| | |
|-------------------------|--|
| CFO | Chief Financial Officer |
| CGK | Corporate Governance Kodex |
| Colum. BuS.L. Rev. | Columbia Business Law Review |
| Colum. L. Rev. | Columbia Law Review |
| CSU | Christlich Soziale Union |
| DAI | Deutsches Aktieninstitut |
| DAV | Deutscher Anwaltsverein |
| DB | Der Betrieb |
| Del. J. Corp. L. | The Delaware Journal of Corporate Law |
| ders. | derselbe |
| dies. | dieselbe |
| DrittelbG | Drittelbeteiligungsgesetz |
| DRS | Deutsche Rechnungslegungsstandards |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| DSWR | Datenverarbeitung – Steuern – Wirtschaft – Recht |
| ECOFIN | Rat Wirtschaft und Finanzen |
| EFRAG | European Financial Reporting Advisory Group |
| EG | Europäische Gemeinschaft |
| EGHGB | Einführungsgesetz zum Handelsgesetzbuch |
| Einf | Einführung |
| endg. | endgültig |
| ESC | European Securities Committee |
| EU | Europäische Union |
| EUGH | Europäischer Gerichtshof |
| EuR | Europarecht |
| EWR | Europäischer Wirtschaftsraum |
| f. | folgende |
| F. | Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements |
| FAZ | Frankfurter Allgemeine Zeitung |
| ff. | folgende |
| Fn. | Fußnote |
| FRUG | Finanzmarkttrichtlinien-Umsetzungsgesetz |
| FS | Festschrift |
| FSAP | Financial Services Action Plan |
| FWB | Frankfurter Wertpapierbörse |
| GDV | Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e. V. |
| GesellR | Gesellschaftsrecht |
| GG | Grundgesetz |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| GmbHR | GmbH Rundschau |
| GuV | Gewinn- und Verlustrechnung |
| Halbs. | Halbsatz |
| HandelsR | Handelsrecht |
| Harv. J.L. & Pub. Pol’y | Harvard Journal of Law and Public Policy |
| Hdb. | Handbuch |
| HdJ | Handbuch des Jahresabschlusses |
| HGB | Handelsgesetzbuch |

| | |
|-----------------------|--|
| h. M. | herrschende Meinung |
| Hrsg. | Herausgeber |
| IAS | International Accounting Standards |
| IASB | International Accounting Standard Board |
| IASC | International Accounting Standard Committee |
| IFRIC | International Financial Reporting Interpretations Committee |
| IFRS | International Financial Reporting Standards |
| ILF | Institute for Law and Finance |
| ISD | Investment Service Directive |
| IStR | Internationales Steuerrecht |
| i. S. v. | im Sinne von |
| i. V. m. | in Verbindung mit |
| J. Legal Stud. | The Journal of Legal Studies |
| Jr. | Junior |
| JR | Juristische Rundschau |
| JW | Juristische Wochenschrift |
| JZ | Juristenzeitung |
| KOM | Europäische Kommission |
| KonTraG | Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich |
| KoR | Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung |
| Law & Contemp. Probs. | Law and Contemporary Problems |
| L. Rev. | Law Review |
| MiFID | Markets in Financial Instruments Directive |
| MitbestG | Mitbestimmungsgesetz |
| MontanMitbestG | Montanmitbestimmungsgesetz |
| MüKo | Münchener Kommentar |
| m. w. N. | mit weiteren Nachweisen |
| NaStraG | Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung |
| n. F. | neue Fassung |
| NJW | Neue Juristische Wochenschrift |
| NJW-RR | NJW – Rechtsprechungs-Report Zivilrecht |
| No. | Number |
| Nr. | Nummer |
| Nrn. | Nummern |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| OLG | Oberlandesgericht |
| RegE | Regierungsentwurf |
| RG | Reichsgericht |
| RGBl. | Reichsgesetzblatt |
| RGZ | Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen |
| RiLi | Richtlinie |
| RIW | Recht der internationalen Wirtschaft |
| Rn. | Randnummer |
| Rz. | Randzeichen |
| s. | siehe |
| S. | Seite/Satz |

| | |
|-------------|---|
| SE | Europäische Gesellschaft (Societas Europaea) |
| SEBG | SE-Beteiligungsgesetz |
| SFAS | Statement of Financial Accounting Standards |
| SOA | Sarbanes-Oxley Act of 2002 |
| sog. | sogenannte(r/n/s) |
| SPD | Sozialdemokratische Partei Deutschlands |
| StGB | Strafgesetzbuch |
| SWZ/RSDA | Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarkt- recht/Revue suisse de droit des affaires |
| TUG | Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz |
| Tul. L. Rev | Tulane Law Review |
| UMAG | Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts |
| UmwG | Umwandlungsgesetz |
| UNICE | Union des Industries de la Communauté Européenne |
| v. | vom |
| Var. | Variante |
| vgl. | vergleiche |
| Vol. | Volume |
| VW-Gesetz | Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volks- wagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand |
| VWGmbHÜG | Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volks- wagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand |
| WpAIV | Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisgesetz |
| WpPHG | Wertpapierhandelsgesetz |
| WpÜG | Wertpapierübernahmegesetz |
| Yale L. J. | The Yale Law Journal |
| z. B. | zum Beispiel |
| ZEuS | Zeitschrift für Europarechtliche Studien |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZHR | Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |
| ZKA | Zentraler Kreditausschuss |
| ZMGE | Zahlungsmittelgenerierende Einheit |
| ZP | Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung |
| ZRP | Zeitschrift für Rechtspolitik |
| ZVglRWiss | Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft |

Einleitung

In den vergangenen 15 Jahren hat sich die Welt der Corporate Governance und des Kapitalmarktrechts nachhaltig gewandelt. 1999 verabschiedete die Europäische Kommission einen Aktionsplan, in dem sie Maßnahmen zur Schaffung eines Finanzbinnenmarkts in Europa ankündigte („*Aktionsplan Finanzdienstleistungen*“¹). Der Aktionsplan hatte drei strategische Ziele: die Errichtung eines einheitlichen Firmenkundenmarktes für Finanzdienstleistungen, die Schaffung offener und sicherer Privatkundenmärkte und die Modernisierung der Aufsichtsregeln in der Europäischen Union. In der Folge haben sowohl der deutsche als auch der europäische Normgeber eine Vielzahl kapitalmarktrechtlicher Vorschriften erlassen², deren Ziel es war, an den Kapitalmärkten einen erhöhten Transparenzstandard zu schaffen³.

Zeitgleich führten Praxis und Wissenschaft eine rege Diskussion über eine bessere Ausgestaltung der Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) in Deutschland. Die Debatte konzentrierte sich vornehmlich auf die Rolle des Aufsichtsrates, die Stellung der Abschlussprüfer, die Bankenmacht und das Vollmachtstimmrecht und führte schließlich im Jahre 2003 zur Veröffentlichung des von einer Regierungskommission erarbeiteten *Corporate Governance Kodex*⁴. Dieser beschreibt zum einen für nationale wie internationale Investoren die deutsche Rechtslage und gibt zum anderen Empfehlungen und Anregungen für die Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen. Der Kodex hat keine Gesetzesqualität. Ihm erwächst Autorität lediglich durch die Tatsache, dass börsennotierte Gesellschaften gemäß § 161 AktG eine Entsprechenserklärung über die Anwendung des Kodex abgeben müssen. Obwohl die Frage, welchen Einfluss Offenlegungsvorschriften auf die Unternehmensleitung haben können, in der Corporate Governance Diskussion keine sonderliche Beachtung fand⁴, nutzt der Kodex den Weg der Offenlegung, um seinen Leitlinien Geltung zu

¹ Mitteilung der Kommission – Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan Finanzdienstleistungen, KOM/99/0232 endgültig.

² Der deutsche Gesetzgeber erließ z.B. 2001 das Wertpapierübernahmegesetz (WpÜG), 2002 das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz und 2007 das Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz sowie das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz. Der europäische Gesetzgeber erließ die Marktmissbrauchsrichtlinie, die Prospektrichtlinie, die Richtlinie über die Märkte für Finanzinstrumente, die Übernahmerichtlinie und die Transparenzrichtlinie.

³ *Caspari*, NZG 2005, S. 98 (102); *Reiner*, AG 2006, S. 93.

⁴ *Ebke*, in: *Capital Markets and Company Law*, 2003, S. 173 f.; *Schröder*, *Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte*, 2002, S. 121; *Großfeld*, NZG 2003, S. 841 (849) bemängelt speziell die nicht ausreichende Berücksichtigung der Rechnungslegung.

verschaffen. Auch zur Regulierung der Vorstandsgehälter wählten die Kommission und später auch der Gesetzgeber den Weg der Offenlegung.

Im Übrigen verlief die Diskussion um kapitalmarktrechtliche Publikationsverpflichtungen und Corporate Governance weitgehend unabhängig voneinander. Einerseits wurde auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zur Verbesserung der Kapitalallokation und auf den Anlegerschutz Wert gelegt⁵. Andererseits wurde darüber diskutiert, wie das System der Unternehmenskontrolle und -leitung zu verbessern sei. Jedoch besteht zwischen diesen beiden Komplexen ein unmittelbarer Zusammenhang.

Publizitätspflichten können erhebliche Auswirkungen auf die Corporate Governance haben⁶. Aussagekräftige Publizitätspflichten führen dazu, dass für Außenstehende die Lage eines Unternehmens besser einschätzbar ist. Durch kontinuierliche Offenlegung kann auch die Entwicklung eines Unternehmens bewertet werden. Die Lage und die Entwicklung sind auch wesentliche Indikatoren zur Bewertung der Leistung des Führungspersonals eines Unternehmens. Die Publikation von Unternehmensdaten bedeutet, dass die Unternehmenslenker Rechenschaft über ihre Arbeit und Leistungen ablegen müssen. Die Kritik für nicht ausreichende Leistung und die Anerkennung für eine gute Unternehmensentwicklung sind damit direkte Konsequenz des jeweiligen Führungsverhaltens und Führungserfolges. Das Wissen, dass das eigene Handeln in regelmäßigen Abständen gerechtfertigt werden muss und dass damit das Führungsverhalten und der Führungserfolg Konsequenzen zeitigen, beeinflusst die Unternehmensführung bereits *im Vorhinein*. Dies erkannte bereits der amerikanische Kapitalmarktjurist Louis Loss: „*People who are forced to undress in public will presumably pay some attention to their figures.*“⁷

Daneben kann Publizität auch *nachträglich* dabei unterstützen, die Ausübung von Rechten effektiver zu gestalten⁸. Der Publizität kommt demnach eine erhebliche Bedeutung bei der Beurteilung der Unternehmensverfassung zu. Kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten unterstützen nicht nur den Anleger bei seiner Investitionsentscheidung und erfüllen damit nicht lediglich ihre intendierte Funktion des Schutzes des Kapitalmarktes und der Anleger. Sie haben vielmehr darüber hinaus auch Auswirkungen auf das Ziel der Investition, nämlich die Aktiengesellschaft selbst.

⁵ Zum Beispiel die Erwägung (1) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG veröffentlicht im Amtsblatt L 390, S. 38 vom 31. Dezember 2004.

⁶ *Moxter*, Publizitätsvorschriften, S. 98 ff.; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 339 f.; *Fox*, 62 *Law & Contemp. Probs.* (1999), S. 113 (115 ff.); *Lowenstein*, 96 *Colum. L. Rev.* (1996), S. 1335 (1336).

⁷ *Louis Loss*, *Securities Regulations* 3, S. 33.

⁸ *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 339 f.; *Schnyder*, in: *MüKo zum BGB, Internationales Kapitalmarktrecht*, Rn. 125; *Moxter*, Grundsätze ordnungsgemäßer Rechnungslegung, S. 93 f. in Bezug auf die Rechnungslegungspublizität.

In den Vereinigten Staaten ist dieser Mechanismus bekannt. Kapitalmarktrechtliche Transparenzvorschriften sind dort bereits ein klassischer Grundpfeiler der Corporate Governance⁹. Dies hat im Wesentlichen zwei Ursachen. Erstens werden in den USA Unternehmen traditionell über die Kapitalmärkte finanziert, die sich deshalb frühzeitig entwickeln konnten. Während deutsche Unternehmen ihren Finanzbedarf weitgehend über Banken gedeckt haben, warben amerikanische Gesellschaften verstärkt ihr Kapital über den Kapitalmarkt ein. Das führte dazu, dass die USA schon frühzeitig über eine umfangreiche und ausführliche Kapitalmarktgesetzgebung verfügten.

Der zweite Grund für die bedeutende Rolle von Transparenzvorschriften innerhalb des Systems der US-amerikanischen Corporate Governance ist die Verteilung der Gesetzgebungskompetenz. Während die Gesetzgebungskompetenz für das Gesellschaftsrecht bei den einzelnen Bundesstaaten liegt, ist für das Kapitalmarktrecht der Bundesgesetzgeber zuständig. Der hieraus resultierende Wettbewerb unter den Einzelstaaten hat zu einer weitreichenden Freiheit des Gesellschaftsrechts geführt, der von manchen als „race to the bottom“¹⁰, von anderen als „race to the top“¹¹ bezeichnet wird. Die Kritiker des Systems argumentieren damit, dass die einzelnen Bundesstaaten die Attraktivität ihres Gesellschaftsrechts in erster Linie dadurch steigern, dass sie die Regeln für die wahren Entscheidungsträger, nämlich das Management der Gesellschaft, lockerten und damit den Schutz der Aktionäre gefährdeten¹². Befürworter halten dem entgegen, dass die Kräfte des Kapitalmarktes die Kapitalkosten niedrig hielten und dadurch den Wettbewerb unter den Bundesstaaten zugunsten der Aktionäre beeinflussten¹³.

In den 30er Jahren konnte der US-Bundesgesetzgeber mangels Gesetzgebungskompetenz den durch den Börsenkrach von 1929 zu Tage getretenen Missständen also nicht mit gesellschaftsrechtlichen Mitteln begegnen. Stattdessen erließ er kapitalmarktrechtliche Vorschriften zur Kontrolle der Gesellschaften und zwar den „Securities Act 1933“ und den „Securities Exchange Act 1934“. Der „Securities Act 1933“ regelt vornehmlich das initiale Angebot von Wertpapieren (den so genannten IPO, initial public offering), während der „Securities Exchange Act 1934“ den Sekundärhandel betrifft. Der Gesetzgeber arbeitete dabei in erster Linie mit Registrierungs- und Publizitätspflichten¹⁴ und wandte sich bewusst gegen ein auf staatliche Kontrollen gestütztes Überwachungssystem¹⁵.

⁹ Hess, in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider, Corporate Governance, S. 9 (13); Lowenstein, 96 Colum. L. Rev. (1996), S. 1335; Fisch, 28 Harv. J. L. & Pub. Pol’y (2004), S. 39 (40f.).

¹⁰ William Cary, Delaware, 83 Yale L. J. (1974), S. 663 m. w. N.

¹¹ Ralph K. Winter, Jr., 6 J. Legal Stud. (1977), S. 251 m. w. N.; ders., Columbia Law Review, 89 (1989), S. 1526ff.

¹² Cary, 83 Yale L. J. (1974), S. 663 (668f.).

¹³ Winter, 6 J. Legal Stud. (1977), S. 251 (254ff.).

¹⁴ Karmel, 30 Del. J. Corp. L. (2005), S. 79 (80); Schröder, Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte, 2002, S. 81.

¹⁵ Loss, ZHR 129 (1967), S. 197 (208).