

## **Corporate Governance durch Transparenz – Geregelte Information oder inhaltliche Regulierung**

*Anna Peter\**

### **A. Einleitung**

„Informations- und Veröffentlichungspflichten (disclosure requirements) können nur ganz ausnahmsweise effizientere Wirkung entfalten als inhaltliche Regelungen. Für den Regelfall sollten Informations- und Veröffentlichungspflichten nicht als Ersatz für inhaltliche Regelung konzipiert werden, sondern nur ergänzend zu diesen hinzutreten. Besonderes Gewicht auf Informationspflichten anstelle inhaltlicher Regelung sollte u.E. nur ganz ausnahmsweise gelegt werden.“<sup>1</sup>

Die vorliegende Arbeit will der Frage nachgehen, ob dieser Aussage der Group of German Experts on Corporate Law zuzustimmen ist, oder ob – auch in Anbetracht der Tatsache, dass die Zahl der gesetzlichen Informationspflichten für börsennotierte Gesellschaften in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen ist – nicht eine differenziertere Sichtweise geboten wäre.

Zum Vorgehen: In einem ersten Teil (B.) wird auf die Rolle des Anlegerschutzes in der Corporate Governance eingegangen und aufgezeigt, dass die Frage ‘Geregelte Information oder inhaltliche Regulierung’ gerade in der rechtlichen Konzeption des Anlegerschutzes zentral ist. In einem nächsten Teil (C.) wird versucht, durch einen Exkurs in den Bereich der Ökonomie die Bedeutung von Information zu veranschaulichen. Anschließend wird als Schwerpunkt dieser Arbeit ein Modell von Informationspflichten vorgestellt, wobei auf theoretischer Basis die Elemente und Charakteristika erläutert sowie die Verankerung des Modells im Gemeinschaftsrecht aufgezeigt werden (D.). Zum Schluss soll auch nach den Grenzen eines solchen Modells (E.) gefragt werden.

### **B. Corporate Governance zwischen Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht**

#### **I. Überlagerung von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht bei börsennotierten Gesellschaften**

Es ist eine deutliche Tendenz festzustellen, die gesellschaftsrechtlichen und anderen Vorschriften zur börsennotierten Aktiengesellschaft von den Normen zur nicht-börsennotierten Aktiengesellschaft klarer abzugrenzen.<sup>2</sup> Dies beruht zum einen auf der stärkeren Berück-

---

\* Anna Peter ist Studentin der Rechtswissenschaften an der Humboldt-Universität zu Berlin. Diese Arbeit wurde im Rahmen eines Seminars mit dem Titel ‘Corporate Governance durch Transparenz – Wechselwirkungen von Informationsrechten und Informationspflichten bei börsennotierten Gesellschaften’ bei Prof. Dr. C. Windbichler an der Humboldt-Universität zu Berlin verfasst.

<sup>1</sup> Stellungnahme der Group of German Experts on Corporate Law zum Konsultationsdokument der High Level Group of Experts on Corporate Law vom 25. April 2002, abgedruckt in ZIP 2002, 1310, 1311.

<sup>2</sup> Kübler, Friedrich/Assmann, Heinz-Dieter, *Gesellschaftsrecht* (C.F.Müller, Heidelberg, 2006), 174; Seibt, Christoph, ‘Kapitalmarktrechtliche Überlagerungen im Aktienrecht’ in VGR (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskus-*

sichtigung der Realstruktur der jeweiligen Aktiengesellschaft und zum anderen auf der gestiegenen Bedeutung des organisierten Kapitalmarktes: Die Unternehmensfinanzierung findet zunehmend über den Kapitalmarkt statt.<sup>3</sup> Das Recht der börsennotierten Gesellschaft – das ursprünglich überwiegend aus zwingend ausgestaltetem Aktienrecht bestanden hat – wird damit immer stärker von dem auf Markttransparenz ausgerichteten Kapitalmarktrecht geprägt und überlagert.<sup>4</sup> Dies zeigt sich unter anderem deutlich an den außerordentlich zahlreichen kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten, die mit der Börsennotierung verbunden sind.<sup>5</sup> Nicht selten überschneiden sich dabei gesellschaftsrechtliche und kapitalmarktrechtliche Vorschriften,<sup>6</sup> wobei die beiden Normenkomplexe oft nicht genügend koordiniert sind.<sup>7</sup> Dies führt zu der verbreiteten Forderung, die aktien-, bilanz- und kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten und Informationsrechte aufeinander abzustimmen, nicht zuletzt, um Doppelregulierungen zu vermeiden.<sup>8</sup>

## II. Rechtliche Ausgestaltung der Corporate Governance

### 1. Ziele und Funktionen der Corporate Governance

„Corporate Governance“ bedeutet die rechtliche Regelung der Leitung und Leitungskontrolle von Unternehmen, insbesondere die Optimierungsmöglichkeiten der Entscheidungsstrukturen.<sup>9</sup>

Die Leitung und Kontrolle der Gesellschaft kann in der Wahrnehmung unterschiedlicher Interessen ausgeführt werden: Alleine im Interesse der sog. *shareholder* (Anteilseigner) oder im Interesse aller sog. *stakeholder* (wobei neben den Anteilseigner noch weitere Gruppen wie die Arbeitnehmer, Gläubiger sowie die Öffentlichkeit erfasst sind). Während im angelsächsischen Rechtsraum der *shareholder value*-Ansatz vorherrscht,<sup>10</sup> ist in Konti-

---

*sion 2000* (Otto Schmidt, Köln, 2001), 37, 38 f.; Lutter, Marcus, „Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht“, in: Lieb, M., Noack, U., Westermann, H.P. (Hrsg.), *Festschrift für Zöllner* (Heymanns, Köln, 1998), 363, 363 f.; Krolop, Kaspar, *Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting)* (De Gruyter, Berlin, 2005), 100.

<sup>3</sup> Assmann, Heinz-Dieter, „Corporate Governance im Schnittpunkt von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht“, in: Ekkenga, J., Hadding, W., Hammen, H. (Hrsg.), *Festschrift für Kümpel* (Erich Schmidt, Berlin, 2003), 1, 7; Seibt, 37, 38 ff.

<sup>4</sup> Kübler/Assmann, 18 f., 174; Seibt, 37, 41; Krolop, 196.

<sup>5</sup> Vgl. z.B. Insiderregelungen nach §§ 12 ff. WpHG, Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Meldepflichte nach §§ 21 ff. WpHG oder allg. Verhaltenspflichten des Emittenten nach § 39 I BörsG. Dazu: Krolop, 101.

<sup>6</sup> Z.B. das Auskunftsrecht des Aktionärs (§ 131 AktG) bei der börsennotierten AG: falls sich das Auskunftsbegehren auf eine im Rahmen von kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften bereits veröffentlichte Information bezieht, besteht der Auskunftsanspruch nach § 131 I AktG nicht mehr. Dazu: Seibt, 37, 42 ff.; Krolop, 198 m.w.N.

<sup>7</sup> Dazu Ekkenga, Jens, „Die Ad hoc-Publizität im System der Marktordnungen“, [1999] ZGR, 165, 200: „Die börsennotierte AG droht zwischen zwei aufeinander nicht ausreichend abgestimmten Normenkomplexen eingezwängt zu werden: hier das zwingende Aktienorganisationsrecht mit seinem institutionalisierten Minderheitenschutz, dort die zunehmende Reglementierung des Marktverhaltens zum Zwecke des Anlegerschutzes“.

<sup>8</sup> Vgl. statt vieler: Seibt, 37, 42 ff.; Krolop, 197.

<sup>9</sup> Grundmann, Stefan, *Europäisches Gesellschaftsrecht* (C.F.Müller, Heidelberg, 2004), Rn. 438; Assmann, 1, 3.

<sup>10</sup> Das US-amerikanische Corporate Governance-Modell basiert vornehmlich auf den Vorschriften der sog. „*Securities Regulation*“, die als „*mandatory supplements*“ zu den sonst überwiegend dispositiven gesellschaftsrechtlichen Vorschriften hinzukommen. Diese *Securities Regulation* (vom Bundesgesetzgeber erlassen) sorgt durch zwingende und haftungsbewehrte Offenlegungspflichten, dass die Anleger über die notwendigen Informationen für die Anlageentscheidung verfügen und stellt gleichzeitig die erforderlichen Rahmenbedingungen dar, damit ein Wettbewerb der bundesstaatlichen Gesellschaftsrechte entstehen kann. Dazu: Hopt, Klaus, „Comparative Company

mentaleuropa – so auch in Deutschland – lange Zeit der *stakeholder value*-Ansatz verbreitet gewesen.<sup>11</sup> Durch die zunehmende Finanzierung der Unternehmen über den Kapitalmarkt sind jedoch auch in Deutschland die Anlegerinteressen zu den zentralen Interessen geworden, die bei der Corporate Governance berücksichtigt werden müssen.<sup>12</sup> Die Anleger können grundsätzlich auf zwei verschiedene Arten auf die Unternehmensführung Einfluss nehmen: Einerseits durch Inanspruchnahme der innergesellschaftlichen Einfluss- und (Mit)Entscheidungsrechten („*voice*“, sog. interne Governance) und andererseits durch die Möglichkeit des Verkaufs der Gesellschaftsanteile auf dem Kapitalmarkt („*exit*“, sog. externe Governance),<sup>13</sup> welches ein variantenreiches Druck- und Reaktionsmittel darstellt.<sup>14</sup>

## 2. Insbesondere: Anlegerschutz

Die Frage stellt sich nun, mit welchen rechtlichen Instrumenten die – wie oben unter 1. aufgezeigt immer wichtiger werdenden – Interessen der Anleger angemessen geschützt werden können. Entscheidend dabei ist, wie man den Anleger qualifiziert: primär als Anleger innerhalb der Gesellschaft (a.) oder primär als Anleger am Markt (b.).<sup>15</sup>

### a. Verbandsrechtlicher Ansatz<sup>16</sup>

Der verbandsrechtliche Ansatz sieht den Anleger primär als Verbandsmitglied (Aktionär) und mittelbaren Eigentümer des Unternehmens. Anlegerschutz wird im Sinne eines Kleinanlegerschutzes als Ausgleich für wirtschaftliches Ungleichgewicht und Machtlosigkeit im Verband gesehen. Die Stärkung des Anlegerschutzes wird vor allem mit gesellschaftsrechtlichen – inhaltlich regulierenden – Instrumenten wie dem Ausbau von Informationsrechten, Mitverwaltungsrechten, Minderheitenschutz und Rechtsschutzmöglichkeiten vorgenommen.<sup>17</sup>

### b. Kapitalmarktorientierte Betrachtung<sup>18</sup>

Das typische Bedürfnis von Kapitalanlegern steht im Zentrum der kapitalmarktorientierten Betrachtung: ein funktionsfähiger Kapitalmarkt, der eine möglichst renditeträchtige Anlage des Vermögens erlaubt. Der Anleger strebt keine Übernahme von Verantwortung und

Law’, in Reimann, M. (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Comparative Law* (Oxford University Press, Oxford, 2006), 1162, 1178 ff.; Assmann, 1, 3 f.

<sup>11</sup> Das kontinentaleuropäische Corporate Governance-Modell ist traditionell durch zwingend ausgestaltetes Aktienrecht geprägt. Die Interessen der Anteilseigner werden neben den Interessen der Gläubiger, der Arbeitnehmer und der Öffentlichkeit berücksichtigt. Aufgrund der unterschiedlichen und inhomogenen Interessen konnte sich kein eindeutiges Leitbild der Corporate Governance entwickeln. Dazu: Hopt, 1162, 1179 ff.; Assmann, 1, 4 f.

<sup>12</sup> Zum Ganzen: Grundmann, GesR, Rn. 457 ff.; Assmann, 1, 5 ff.

<sup>13</sup> Ebenfalls aussagekräftig ist der Leitsatz ‚Dulde und liquidiere‘, der diese Handlungsmöglichkeit veranschaulicht. Dazu: Krolop, 146 m.w.N.

<sup>14</sup> Grundmann, GesR, Rn. 6, 440, 457 ff.

<sup>15</sup> Escher-Weingart, Christina, *Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht* (Mohr Siebeck, Tübingen, 2001), 199.

<sup>16</sup> Ausführliche Darstellung bei Mülbart, Peter, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt* (Beck, München, 1996), 69 ff.

<sup>17</sup> Zum Ganzen: Escher-Weingart, 199; Krolop, 136, 201 f.; Berding, Benjamin, *Anlegerschutz im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Übernahmerecht* (Eul, Lohmar, 2006), 11 f.

<sup>18</sup> Ausführliche Darstellung zum Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht bei Möllers, Thomas, ‚Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht‘, [1997] ZGR, 334 ff. sowie zum vermögensbezogenen Aktionärschutz bei Mülbart, 97 ff.

Macht innerhalb der Gesellschaft an (siehe oben a.), sondern will alleine Schutz für seine Anlage und die damit verbundenen Interessen. Anlegerschutz wird demnach als Kapitalanlageschutz verstanden, und damit rein funktional als Instrument zur Steigerung der Kapitalmarkteffizienz.<sup>19</sup> Für einen funktionierenden Kapitalmarkt sind primär dessen Allokationseffizienz (das Kapital soll dorthin fließen, wo es am ehesten gebraucht wird) und die Informationseffizienz<sup>20</sup> maßgeblich: Denn ausreichende und wahrheitsgemäße Information über die Anteile sind Voraussetzung für eine realistische Risikoeinschätzung und angemessene Anlageentscheidung, was durch Publizitäts-, Informations- und Aufklärungspflichten seitens der Gesellschaft gewährleistet werden kann.<sup>21</sup> Um dieses Ziel zu erreichen, sind dagegen gesellschaftsrechtliche – inhaltlich regulierende – Normen, die Mitwirkungsrechte innerhalb der Gesellschaft festlegen, grundsätzlich nicht notwendig.

#### e. Stellungnahme

Es ist nicht das Ziel dieser Arbeit, diesen wissenschaftlichen Streit zu bewerten oder gar zu entscheiden, vielmehr sollte mit dieser kurzen Darstellung der beiden Positionen aufgezeigt werden, dass sich die Frage ‚Geregelte Information oder inhaltliche Regulierung‘ auch beim Anlegerschutz stellt.

Dennoch zeigen schon alleine die folgenden Überlegungen, dass die kapitalmarktorientierte Betrachtungsweise wohl Vorteile aufweisen kann:

##### *(1) Umgehung von Aktionärsapathie*

Eine aktive Kontrolle der Unternehmensführung durch den Gesellschafter mit den gesellschaftsrechtlichen Instrumenten ist im Vergleich zum erwarteten Nutzen kostspielig, zeitaufwendig und insbesondere erfolgsunsicher. Dies führt zu Aktionärsapathie, also Enthaltung. Die Alternative dazu, der Verkauf der Anteile auf dem Kapitalmarkt als Reaktion auf unerwünschte Entwicklungen dagegen ist wesentlich einfacher und für den einzelnen Anleger erfolgssicher.<sup>22</sup>

##### *(2) Erhaltung des Marktmechanismus*

Zwingend ausgestaltetes Recht – und das Aktienrecht ist zu einem großen Teil zwingend konzipiert – ist oft ineffizient und erschwert die Anpassungsfähigkeit der Unternehmen an sich verändernde Rahmenbedingungen. Ökonomisch gesehen vorteilhafter ist es, zwingendes Aktienrecht – dort wo es möglich ist<sup>23</sup> – durch marktliche Steuerungs- und Kontrollmechanismen zu ersetzen.<sup>24</sup> So bleibt der Marktmechanismus möglichst weitgehend erhalten, der Aushandlungsmechanismus wird weniger durch staatliche Eingriffe beeinträchtigt und die Handlungsfreiheit der Parteien bleibt gewahrt.<sup>25</sup>

---

<sup>19</sup> Zum Ganzen: Escher-Weingart, 199; Krolop, 136, 202 f.; Berding, 10 f.

<sup>20</sup> Zur ökonomischen Begründung der Bedeutung von Information siehe unten C.

<sup>21</sup> Krolop, 139.

<sup>22</sup> Sog. ‚Wallstreet Rule‘, vgl. dazu Grundmann, GesR, Rn. 617. Der Leitsatz ‚dulde und liquidiere‘ (vgl. oben Fn. 14) bedeutet dasselbe.

<sup>23</sup> Zu den Grenzen des Informationsmodells siehe unten unter E.

<sup>24</sup> Bak, Jacek/Bigus, Jochen, ‚Kapitalmarkteffizienz versus zwingender Anlegerschutz im Aktienrecht‘, [2006] ZBB, 430, 431, 440; Assmann, I, 7.

<sup>25</sup> Grundmann, Stefan, ‚Information und ihre Grenzen im Europäischen und neuen englischen Gesellschaftsrecht‘, in Schneider, U., Hommelhoff, P., Schmitt, K. (Hrsg.), *Festschrift für Lutter* (Otto Schmidt, Köln, 2000), 61, 66.

*(3) Wettbewerb der Gesellschaftsrechte*

Eine am gemeinschaftsrechtlich sehr stark harmonisierten Kapitalmarktrecht<sup>26</sup> ausgerichtete Regelung hat auch integrationspolitische Vorteile. Normen, die keine inhaltlichen Lösungen vorgeben, sondern auf Transparenz ausgerichtet sind, machen eine Rechtsangleichung einfacher und es bleibt Raum für einen Wettbewerb verschiedener nationaler Lösungen.<sup>27</sup> Kosten der Umstellung und Brüche im nationalen Recht (Pfadabhängigkeit<sup>28</sup>) können so niedriger gehalten werden.<sup>29</sup>

*d. Schlussfolgerung*

Es gibt, wie eben ausgeführt, durchaus Argumente, die für eine noch stärker mit kapitalmarktrechtlichen Instrumenten ausgestaltete Regelung der Corporate Governance sprechen. Kapitalmarktrecht ist – wie schon oben ausgeführt – insbesondere auf Markttransparenz ausgerichtet. Information muss demnach im Zentrum des Interesses stehen und soll nun im Folgenden näher beleuchtet werden. Es legt sich deshalb zunächst eine kurze ökonomische Betrachtung der Bedeutung von Information (C.) und danach die theoretische Darstellung eines Komplexes von Informationsbereitstellungs- und Informationsnutzungsregeln nahe, für den Grundmann den Begriff des ‚Informationsmodells‘ geprägt hat (D.) sowie die Frage nach den Grenzen eines solchen Informationsmodells (E.).

**C. Ökonomische Theorie und Notwendigkeit von Information****I. Unvollkommenes Wissen als ökonomisches Problem**

Information ist sowohl in der Informations- als auch in der Neuen Institutionenökonomie ein zentraler Betrachtungsgegenstand. Im Gegensatz zur neoklassischen Ökonomik gehen beide Lehren, wenn auch mit unterschiedlichen Ansätzen, davon aus, dass das Wissen der Wirtschaftsakteure unvollständig und asymmetrisch verteilt ist. Information über die vorteilerheblichen Punkte des gehandelten Gutes ist Voraussetzung für gewinnmaximierende Entscheidungen, oft jedoch sind die Informationskosten prohibitiv hoch. Sind die Marktakteure nicht genügend informiert, führt dies zu suboptimalen Transaktionen, Fehlallokationen und damit verbundenen Wohlfahrtsverlusten sowie im Extremfall zu einem informationellen Versagen<sup>30</sup> der Märkte.<sup>31</sup>

<sup>26</sup> Vgl. statt vieler: Grundmann, GesR, Rn. 6.

<sup>27</sup> Heute wird davon ausgegangen, dass dadurch kein ‚race to the bottom‘ stattfindet, sondern eher sogar ein ‚race to the top‘: die Bevorzugung einer bestimmten Rechtsordnung beruht wohl auf deren Qualität. Zum sog. ‚Delaware-Effekt‘ und deren Aussage für das europäische Recht vgl. Grohmann, Uwe, *Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht* (De Gruyter, Berlin, 2006), 10 ff. m.w.N.

<sup>28</sup> Pfadabhängigkeit bedeutet die Beobachtung, dass das Recht auf dem einmal eingeschlagenen Weg sozusagen ‚eingefahren‘ ist. Vgl. dazu Merkt, Hanno, *Unternehmenspublizität: Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat für die Marktteilnahme* (Mohr Siebeck, Tübingen, 2001), 221 ff.; Kübler, Friedrich, ‚The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets‘, in Hopt, K./Wymeersch, E. (Hrsg.), *Capital Markets and Company Law* (Oxford University Press, Oxford, 2003), 105 f. (jedoch insb. in Bezug auf Gläubigerschutz).

<sup>29</sup> Grundmann, GesR, Rn. 158 ff. (ausführlich zum Wettbewerb der Regelgeber); ders., FS Lutter, 61, 66 f.; Grohmann, 10 ff.

<sup>30</sup> ‚Adverse selection‘ (negative Auslese aufgrund von Informationsmangel), ‚moral hazard‘ (opportunistisches Ausnutzen von Wissensvorsprüngen) sowie ‚hold-up‘ (opportunistisches Ausnutzen von Vertragslücken) zählen zu den wichtigsten Gründen, die zu einem informationellen Marktversagen führen können. Vgl. dazu Grohmann, 36 ff. m.w.N.

Andererseits ist zu berücksichtigen, dass Informationspreisgabe für den Verpflichteten auch Nachteile haben kann: Die Möglichkeit, Information exklusiv zu verwenden und nicht aufdecken zu müssen (Wissensvorsprünge) bilden den zentralen Anreiz zu Wettbewerb und Innovation. Vollständig informierte Märkte sind ebenfalls nicht funktionsfähig.<sup>32</sup> Somit muss das rechte Maß zwischen vollständiger und keinerlei Informationsaufdeckung gefunden werden.<sup>33</sup>

## II. Gegenstrategien

Zur Verringerung von Wissensasymmetrien kommen marktendogene (1.) und – falls diese nicht ausreichen sollten – marktexogene (2.) Strategien in Betracht.

### 1. Marktendogene Informationsverfahren

Marktendogene Lösungsstrategien basieren auf dem Ansatz, den Wissensasymmetrien durch den Marktmechanismus und Wettbewerb entgegenzuwirken. Dazu braucht es ein System von Anreizen, die zu einer freiwilligen optimalen Informationsversorgung führen.<sup>34</sup>

#### a. Screening

Von *Screening* wird gesprochen, wenn die Informationsaktivität von der schlechter informierten Seite ausgeht. Informationen werden nach dem ökonomischen Prinzip so lange nachgefragt, wie der zu erwartende zusätzliche Nutzen die entstehenden Kosten übersteigt. Wie oben schon erwähnt sind die Informationskosten jedoch oft prohibitiv hoch, was dazu führt, dass regelmäßig dennoch keine ausreichende Information stattfindet.<sup>35,36</sup>

---

<sup>31</sup> Marktversagen ist die Unfähigkeit des Marktes, Angebot und Nachfrage zu koordinieren und die Ressourcenallokation zu gewährleisten. Monopolbildung, externe Effekte und das Vorliegen von Wissensasymmetrien werden als zentrale Formen des Marktversagens angesehen. Vgl. dazu vieler: Fritsch, M., Wein, T., Ewers, H.-J., *Marktversagen und Wirtschaftspolitik* (Vahlen, München, 2003), 73 ff.

<sup>32</sup> Grundmann, GesR, Rn. 238.

<sup>33</sup> Zum Ganzen: Merkt, 208 ff.; Grundmann, GesR, Rn. 236 ff.; Grohmann, 34 ff.

<sup>34</sup> Grohmann, 43 f.

<sup>35</sup> Die sich dazwischenschaltenden Informationsintermediäre mindern zwar dieses Problem, sind jedoch selber von der Qualität der Information abhängig. Dazu kommt, dass Information gleich wie öffentliche Güter positive externe Effekte produziert, was dazu führen kann, dass die Kosten der Informationsintermediäre nicht mehr gedeckt werden.

<sup>36</sup> Grohmann, 44 ff. m.w.N.

### b. Signaling

Bei der Signal-Theorie gehen die Informationsaktivitäten von der besser informierten Seite aus. Wenn der Mehraufwand der Informationsbereitstellung kleiner ist als die daraus erwachsenden Vorteile, besteht ein Anreiz zur freiwilligen Bereitstellung von relevanten Informationen für nutzensteigernde Transaktionen. Dabei wird davon ausgegangen, dass sowohl positive als auch negative Informationen weitergegeben werden, da jedes Verschweigen von den Marktteilnehmern u.U. noch negativer beurteilt wird. Die Menge der veröffentlichten Information hängt jedoch insbesondere von den Kosten ab, sowohl von den direkten<sup>37</sup> als auch von indirekten Folgekosten.<sup>38</sup> Werden (positive oder negative) Informationen aufgrund drohender wirtschaftlicher Einbußen zurückgehalten, so entfällt der von der Signaling-Theorie aufgestellte Zwang zur Offenlegung.<sup>39</sup>

### e. Efficient Market Hypothesis

Der Markteffizienz-Ansatz geht von einem idealen Markt aus, auf dem sich jederzeit sämtliche objektiv verfügbaren Informationen unverzüglich, vollständig und richtig in den Preisen niederschlagen.<sup>40</sup> Die veröffentlichte Information ist für die Marktteilnehmer nicht irrelevant, aber kommt insofern zu spät, als der Kurs die Information bereits verarbeitet hat. Die Analyse der Information bringt dem Anleger keinen weiteren Nutzen.<sup>41</sup> Die strenge Markteffizienz<sup>42</sup> kann jedoch in der Realität nicht vollständig erreicht werden. Der Kurs, der zwar immer nur ein Näherungswert zum Gleichgewichtspreis sein wird, kann aber immerhin durch geeignete Information möglichst nahe an diesen herankommen.<sup>43</sup>

## 2. Marktexogene Informationsverfahren

Zwar bestehen – wie oben aufgezeigt – verschiedene marktinduzierte Informationsverfahren. Es ist jedoch fraglich, ob diese zu einer ausreichenden Informationsversorgung des Marktes führen: Zentraler Einwand dagegen ist das Phänomen des Marktversagens.<sup>44</sup> Die informationelle Unterversorgung<sup>45</sup> des Marktes entsteht insbesondere durch prohibitiv hohe Informationskosten oder opportunistisches Verhalten der Wirtschaftsakteure. Die Effektivität der freiwilligen Offenlegung ist damit nicht gewährleistet, sodass ein Bedürfnis nach unterstützenden Informations- und Offenlegungspflichten besteht. Sowohl zur Steigerung der individuellen Informationslage der Wirtschaftssubjekte als auch zur Stärkung der Funktionsfähigkeit und Effizienz des Marktes hat die Rechtsordnung demnach die marktendoge-

---

<sup>37</sup> Kosten der Informationsproduktion, -aufbereitung und -übermittlung.

<sup>38</sup> Das sind wirtschaftliche Nachteile z.B. wegen Informierung der Konkurrenz oder wegen negativen Informationen.

<sup>39</sup> Zum Ganzen: Merkt, 213 ff.; Grundmann, GesR, Rn. 240; Grohmann, 46 ff. m.w.N.

<sup>40</sup> Dieser Ansatz wird von der ‚efficient capital market hypothesis‘ (ECMH) auf den Kapitalmarkt übertragen: Sämtliche Informationen über das Wertpapier widerspiegeln sich im Börsenpreis.

<sup>41</sup> Schröder, Oliver, *Unternehmenspublizität und Kapitalmärkte* (Nomos, Baden-Baden, 2002), 90 ff.; Merkt, 215 ff.; Bak/Bigus, 430, 433.

<sup>42</sup> Nach Fama werden drei Varianten von Informationseffizienz unterschieden: streng, halbstreng und schwach. Dazu Merkt, 216.

<sup>43</sup> Müllert, 129; Krolop, 138 f.

<sup>44</sup> Vgl. oben Fn. 31.

<sup>45</sup> Marktversagen kann jedoch auch durch informationelle Überversorgung des Marktes resultieren, so z.B. wenn der Markt mit unwichtigen Informationen überflutet wird und dadurch eine Desinformation entsteht. Vgl. dazu Merkt, 217 ff.; Grohmann, 51.

nen Informationsmechanismen mit Publizitätspflichten und geeigneten Sanktionsmechanismen zu unterstützen, um ein Marktversagen zu verhindern.<sup>46</sup>

## D. Das Informationsmodell

Die oben in C. gewonnenen Erkenntnisse sind nun anzuwenden, indem im Folgenden ein Modell aus Informationspflichten vorgestellt wird.

### I. Elemente eines Informationsmodells

Ein Informationsmodell besteht aus zwei Normgruppen: Einerseits Informationsregeln (1.) und andererseits Informationsnutzungsregeln (2.).<sup>47</sup>

#### 1. Informationsregeln

##### a. Informationsprimärregeln

Im Gegensatz zu materiellen Ver- oder Gebotsregelungen begründen Informationsregeln die Pflicht, Informationen bereitzustellen und diese weiterzugeben.<sup>48</sup> Konzeptionell sind diese – in Abgrenzung zu den unter b.) aufgeführten Informationssekundärpflichten – als Informationsprimärpflichten zu qualifizieren. Die Informationspflicht kann individuell etwa aufgrund einer Vertragsbeziehung (sog. Aufklärungspflicht) oder standardisiert durch Veröffentlichung (Register, Publikationsorgan) oder Aushändigung an eine Vielzahl von Personen oder jedermann vorgesehen werden.<sup>49</sup> Dazu kommen Normen, die nicht explizit eine Informationspflicht statuieren, sondern lediglich einheitliche Standards oder inhaltliche sowie formale Anforderungen an die Information festlegen, wodurch deren Vergleichbarkeit gefördert wird.<sup>50</sup>

##### b. Informationssekundärregeln

Zur Pflicht, Informationen bereitzustellen, kommen Regeln, die die Zuverlässigkeit der bereitgestellten Daten absichern sollen, sog. Informationssekundärpflichten. Diese Regeln sanktionieren die Verletzung der Primärpflichten, indem sie die Bindung an gegebene Information, die Haftung für unterlassene oder fehlerhafte Information oder auch die Erzwingung von vollständiger und wahrheitsgetreuer Information festlegen.<sup>51</sup>

#### 2. Informationsnutzungsregeln

Zur Information muss im Informationsmodell ein Weiteres dazukommen: die Reaktionsmöglichkeit. Es muss eine Wahlfreiheit bestehen, damit auf der Basis der erhaltenen Information gehandelt werden kann. Im Außenverhältnis der Gesellschaft – die Anleger und

---

<sup>46</sup> Zum Ganzen: Merkt, 217 ff.; Grohmann, 49 ff.; Krolop, 138 ff.

<sup>47</sup> Grundmann, Stefan, ‚Ausbau des Informationsmodells im Europäischen Gesellschaftsrecht‘ [2004] DStR, 232, 232.

<sup>48</sup> Grundmann, FS Lutter, 61, 66; Grohmann, 57.

<sup>49</sup> Grundmann, GesR, Rn. 229; ders., DStR 2004, 232.

<sup>50</sup> Grohmann, 58.

<sup>51</sup> Grundmann, DStR 2004, 232; Grohmann, 58.

Gläubiger bei der Investitionsentscheidung – ist diese regelmäßig gegeben, Informationsnutzungsregeln sind da nicht notwendig.<sup>52</sup> Im Innenverhältnis dagegen muss eine Entscheidungsmöglichkeit meist explizit eingeräumt werden.<sup>53</sup>

## II. Charakteristika

### 1. Zwingender Charakter

Informationsregeln sind regelmäßig zwingend, haben jedoch im Gegensatz zu inhaltlich zwingenden Normen einen anderen Charakter, da sie den Parteien inhaltliche Gestaltungsfreiheit überlassen. So können verschiedene Präferenzen berücksichtigt und unterschiedliche Lösungen ausprobiert werden – dies sind zentrale Werte einer auf Privatinitiative beruhenden marktwirtschaftlichen Ordnung.<sup>54</sup>

### 2. Inhaltliche Anforderungen

Qualitative und quantitative Anforderungen an die inhaltliche Ausgestaltung der Informationsregeln sind erforderlich, weil Informationen regelmäßig Vertrauensgüter darstellen: Die Adressaten einer Information sind typischerweise nicht fähig, die Qualität der Information vor ihrer Nutzung zu bestimmen, weshalb sie der Qualität der Informationen vertrauen können müssen.<sup>55</sup> Neben den Informationssekundärregeln sind daher inhaltliche Anforderungen an die Informationsregeln notwendig, um das Risiko von Qualitätsmängeln möglichst niedrig zu halten.<sup>56</sup>

#### a. Entscheidungserheblichkeit der Information

Die Information hat entscheidungserheblich<sup>57</sup> zu sein: volle Information ist nicht das Ziel von Informationsregeln und auch ökonomisch nicht sinnvoll.<sup>58</sup>

#### b. Verständlichkeit der Information

Weiter muss die Information verständlich sein: Verständlichkeitsprobleme verkleinern den Nutzen der Information und erhöhen die Kosten der Informationsverarbeitung.<sup>59</sup>

---

<sup>52</sup> Grundmann, GesR, Rn. 228; ders., DStR 2004, 232, 233; ders., FS Lutter, 61, 66.

<sup>53</sup> Für den Fall, dass keine Entscheidungsrechte oder Reaktionsmöglichkeiten vorhanden sind, kann eine bloße Informationsverbreitung immerhin vertrauensbildende Wirkung haben (z.B. Information und Konsultation der Arbeitnehmer ohne Entscheidungsrechte). Vgl. dazu Grundmann, FS Lutter, 61, 79 f.

<sup>54</sup> Grundmann DStR 2004, 232, 233; ders., GesR, Rn. 230 m.w.N.

<sup>55</sup> Grundmann, FS Lutter, 61, 68; Grohmann, 106.

<sup>56</sup> Grohmann, 106.

<sup>57</sup> Vgl. z.B. Art. 8 Abs. 2 lit. c) RL 03/71 (Prospekt-RL): ‚Angaben von *untergeordneter Bedeutung* können von der Prospektspflicht befreit werden‘ oder Art. 1 RL 03/6 (Marktmissbrauchs-RL): ‚Aufzudecken sind nur Insiderinformationen, die den Wertpapierkurs *erheblich* beeinflussen können‘.

<sup>58</sup> Zu viele nebensächliche Informationen können zu Fehleinschätzungen der einzelnen Informationen führen. Vgl. dazu Grohmann, 107 f. und oben Fn. 45.

<sup>59</sup> Grundmann, GesR, Rn. 243 f.; Grohmann, 111 f.

*c. Vergleichbarkeit der Information und Standardisierung*

Dazu kommt, dass Unternehmensdaten für den einzelnen Marktteilnehmer umso wertvoller sind, je einfacher sie mit anderen Marktdaten vergleichbar und damit zu beurteilen sind.<sup>60</sup>

### III. Funktionen

Hauptziel eines Informationsmodells ist wie oben dargestellt der Abbau von Wissensasymmetrien. Dabei können zwei Funktionsrichtungen unterschieden werden: Individualschutz (1.) einerseits und Institutionenschutz (2.) andererseits.<sup>61</sup>

#### 1. Individualschutzfunktion: Schutz der Marktakteure

Der Gedanke des Individualschutzes ist sowohl im europäischen Kapitalmarktrecht als auch im europäischen Gesellschaftsrecht breit verankert,<sup>62</sup> informationelle Ungleichgewichtslagen der Wirtschaftsteilnehmer führen zu diesem Schutzbedürfnis. Informationsregeln tragen dazu bei, dass die Marktteilnehmer vor wirtschaftlichen Fehldispositionen aufgrund mangelnder oder lückenhafter Information geschützt und deren individuelle Entscheidungen auf eine optimale Informationsgrundlage gestellt werden. Ziel kann jedoch nicht eine Risikoverschiebung sein, sondern ausschließlich die Verlagerung der Informationsverantwortlichkeit, indem bestehende Risiken aufgedeckt werden und die Marktteilnehmer diese in ihre Entscheidungen einbeziehen können.<sup>63</sup>

#### 2. Institutionenschutzfunktion: Schutz der Märkte

Das Informationsmodell trägt zur Verbesserung und Sicherung der Effizienz und Funktionsfähigkeit der Märkte (und damit zur Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen) bei, da durch Transparenzpflichten Fehlallokationen aufgrund von Wissensasymmetrien vermindert werden können. Dabei spielt das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Integrität und Fairness des Marktes eine große Rolle, was wiederum durch Informationspflichten<sup>64</sup> gestärkt wird.<sup>65</sup>

### IV. Informationspflichtige und Adressaten

#### 1. Informationspflichtige

Aus dem Bemühen um ökonomische Effizienz folgt, dass die Pflicht zur Informationsbereitstellung primär derjenigen Seite aufzuerlegen ist, die dies kostengünstiger erfüllen

---

<sup>60</sup> Grohmann, 116 f.

<sup>61</sup> Grohmann, 59.

<sup>62</sup> Vgl. zum Primärrecht Art. 44 Abs. 2 lit. g) EG (zentrale Ermächtigungsnorm zur Koordinierung der den Gesellschaften im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschriebenen nationalen Schutzbestimmungen). Zum Sekundärrecht z.B. die allg. Prospektpflicht in Art. 3 Prospekt-RL oder die Pflicht zur Ad-hoc Information in Art. 6 Marktmissbrauchs-RL (zu den RL-Nr. siehe oben Fn. 57).

<sup>63</sup> Zum Ganzen: Grohmann, 59 f.

<sup>64</sup> Vgl. z.B. das Insiderhandelsverbot in §§ 12 ff. WpHG.

<sup>65</sup> Grohmann, 61 f.; Krolop, 140 f.

kann.<sup>66</sup> Da die geforderten Informationen in erster Linie unternehmensinterne Daten sind, sind typischerweise die Unternehmungen resp. die Unternehmensleitungen die Informationspflichtigen. Dies sowohl aufgrund ihrer Nähe zur Informationsquelle als auch durch ihre besonderen Fachkenntnisse.<sup>67</sup>

## 2. Adressaten

Aufgrund der breiten und heterogenen Informationsinteressen der Wirtschaftsteilnehmer besteht ein Kreis von unterschiedlichen Adressaten.

Anknüpfungspunkt ist die Individualschutzfunktion des Informationsmodells.<sup>68</sup> Diese setzt voraus, dass die Adressaten, deren informationelle Entscheidungsbasis zu verbessern ist, in einem rechtlichen oder wirtschaftlichen Näheverhältnis zum entsprechenden informationspflichtigen Unternehmen stehen oder ein solches zumindest aufzubauen beabsichtigen.<sup>69</sup> Somit ist der Adressatenkreis nicht auf aktuelle Geschäftspartner beschränkt, sondern umfasst ebenfalls potentielle Partner. Dies umso mehr, als die Wissensasymmetrien besonders vor dem Eingehen von Geschäftsbeziehungen bedeutsam sind.<sup>70</sup> Adressaten sind demnach insbesondere potentielle und gegenwärtige Anteilseigner, aber auch potentielle und gegenwärtige Gläubiger, potentielle und gegenwärtige Wettbewerber, der Markt als solcher (dies folgt aus der Institutionenschutzfunktion) sowie mittelbar die Öffentlichkeit bzw. Allgemeinheit (im Rahmen der überindividuellen Information).<sup>71</sup>

## V. Verankerung im europäischen und deutschen Unternehmensrecht

Im Folgenden soll aufgezeigt werden, inwiefern das Informationsmodell bereits heute im Gemeinschaftsrecht und durch die Umsetzung auch im deutschen Recht verbreitet ist.

### 1. Primärrecht

Den Grund für ein gemeinschaftsrechtliches Informationsmodell hat der EuGH mit der Entscheidung *Cassis de Dijon*<sup>72</sup> gelegt. Aus den Grundfreiheiten – i.c. die Warenverkehrsfreiheit – und insbesondere dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz leitete das Gericht ab, dass der nationale Gesetzgeber zwingende inhaltliche Normen nicht vorsehen resp. ausländischen Anbietern nicht entgegenhalten darf, wenn das Schutzinteresse auch durch Aufklärung befriedigt werden kann. Einer (zwingenden) Informationsregel ist folglich Vorrang

---

<sup>66</sup> Sog. *Cheapest-cost-avoider*.

<sup>67</sup> Grohmann, 77 f. m.w.N.

<sup>68</sup> Vgl. oben D.III.1.

<sup>69</sup> Grohmann, 79 f.

<sup>70</sup> Naturgemäß sind zu diesem Zeitpunkt die Entscheidungsfreiheiten der Akteure umfassend und spätere Korrekturen von Entscheiden zeit- und kostenintensiv. Vgl. dazu Grohmann, 80.

<sup>71</sup> Grohmann, 81 ff. Vgl. dazu auch oben D.III.2 und D.I.1.

<sup>72</sup> EuGH Rs. 120/78 *Cassis de Dijon*, Slg. 1979, 649. Der deutsche Gesetzgeber verbot Einfuhr (und Herstellung) von Likör mit weniger als 20 % Alkohol, der französische Likör ‚Cassis de Dijon‘ enthielt jedoch nur 15 % Alkohol. Damit sollte der deutsche Verbraucher davor geschützt werden, irrig niedrigprozentigen Alkohol zu kaufen. Der EuGH hielt jedoch ein Mindestalkoholgebot für nicht erforderlich, weil der Alkoholgehalt durch Etikettierung – also Information – aufgedeckt werden könne.

gegenüber einer zwingenden inhaltlichen Gestaltung einzuräumen, wenn damit eine informierte Entscheidung herbeigeführt werden kann.<sup>73</sup>

Insbesondere für das Unternehmensrecht zentral sind die Urteile *Centros* und *Inspire Art*.<sup>74</sup> Darin bestätigte der EuGH auch für die Niederlassungsfreiheit die Geltung des Informationsmodells. Diese Entscheidungen sind zwar weniger explizit, aber dennoch identisch in der Bedeutung für die Verankerung des Informationsmodells im Gemeinschaftsrecht.<sup>75</sup>

Nicht nur die Informationsprimärregeln, sondern auch die Informationssekundärregeln sind im Primärrecht verankert. Diese sehen, wie oben ausgeführt, die Bindung an die gegebene Information oder die Haftung für unterlassene oder fehlerhafte Information vor.<sup>76</sup> Ausgangspunkt ist Art. 10 EG, aus dem folgt, dass Sanktionen für den Verstoß gegen das Gemeinschaftsrecht ‚jedenfalls wirksam, verhältnismäßig und abschreckend‘ sein müssen (Effektivitätsprinzip) und nicht weniger mild als bei vergleichbaren nationalen Normen, die nicht auf EG-rechtlichen Vorgaben beruhen (Äquivalenzprinzip).<sup>77</sup>

Die Beachtung des Vorrangs von Informationsregeln muss im Grundsatz auch für den Gemeinschaftsgesetzgeber gelten, da die Gemeinschaft resp. ihre Organe gleichermaßen wie die Mitgliedstaaten an die Grundfreiheiten gebunden sind.<sup>78</sup> Folglich sind im Sekundärrecht reine Informationsregeln in großem Umfang zu erwarten.<sup>79</sup>

## 2. Sekundärrecht

Der Grossteil des europäischen Unternehmensrechts betrifft das Außenverhältnis der Gesellschaften<sup>80</sup>, dazu a.)-c.). Nur wenige, nicht umfassende Rechtsakte dagegen befassen sich mit der inneren Struktur der Gesellschaft<sup>81</sup>, dazu d.).

### a. Kapitalmarktrecht

Insbesondere im Kapitalmarktrecht sind Informationsregeln vorherrschend. Die sog. *disclosure philosophy* prägt das Primärmarktrecht (Emission oder Marktzulassung der Wertpapiere) mit diversen Informationspflichten<sup>82</sup> in der Börsenrechts-Richtlinie und der

<sup>73</sup> Zum Ganzen: Grundmann, Stefan, ‚Die Struktur des Europäischen Gesellschaftsrechts von der Krise zum Boom‘, [2004] ZIP, 2401, 2406; ders., FS Lutter, 61, 62 f.; Grohmann, 126 f.

<sup>74</sup> EuGH Rs. C-212/97 *Centros*, Slg. 1999, I-1459; EuGH Rs. C-167/01 *Inspire Art*, Slg. 2003, I-10155. In beiden Fällen erachtete der EuGH die in der Firma liegende Information als ausreichender Schutz. Inhaltlich zwingende Regeln für den – i.c. dänischen resp. niederländischen – Gläubigerschutz wurden nicht als zwingende Erfordernisse des Allgemeininteresses anerkannt, da das Informationsgebot des – i.c. britischen – Rechts ausreichend sei.

<sup>75</sup> Zum Ganzen: Grundmann, ZIP 2004, 2401, 2406; ders., FS Lutter, 61, 64 f.; Grohmann, 126 f.

<sup>76</sup> Im Gegensatz zum Vertragsrecht, wo die Bindung an die Information die wichtigste Massnahme ist, steht im Gesellschaftsrecht die Haftung für unterlassene oder fehlerhafte Information im Vordergrund. Vgl. Grundmann, GesR, Rn. 229 m.w.N.

<sup>77</sup> Vgl. z.B. EuGH Rs. 68/88 *Kommission/Griechenland*, Slg. 1989, 2965, Rn. 23 f.; EuGH Rs. C-326/88 *Hansen*, Slg. 1990, I-2911, Rn. 17; dazu: Kahl, Wolfgang, ‚Art. 10‘, in: Calliess, Christian/Ruffert, Matthias (Hrsg.), *EUV/EGV Kommentar* (Beck, München, 2006), Rn. 31, 38.

<sup>78</sup> Vgl. z.B. EuGH verb. Rs. 80 und 81/77 *Commissionaires und Fils de Henri Ramel*, Slg. 1978, 927, Rn. 35 f.

<sup>79</sup> Grundmann, FS Lutter, 61, 66; Grohmann, 126.

<sup>80</sup> Die gesellschaftsrechtlichen RL Nr. 1., 2., 4., 7., 8. und 11. sowie die kapitalmarktrechtlichen RL.

<sup>81</sup> Neben den Statuten für supranationale Gesellschaftsformen, der 12. RL zur Einmann-GmbH und einigen Vorschriften in der 2. (Kapital-) sowie 13. (Übernahme-) RL sind dies allein die 3. und 6. gesellschaftsrechtliche RL zur (innerstaatlichen) Fusion und Spaltung.

<sup>82</sup> Z.B. Prospektpflicht (Art. 3 f. Prospekt-RL), periodische Publizität in Form von Halbjahresberichten (Art. 70-77 Börsenrechts-RL) oder einzelereignisbezogene Beteiligungstransparenz (Art. 85-97 Börsenrechts-RL) (zu den RL-Nr. siehe unten Fn. 83).

Prospekt-Richtlinie.<sup>83</sup> Aber auch im Sekundärmarktrecht (Handel der Wertpapiere) sind die wichtigsten Pflichten der MIFID-Richtlinie und Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>84</sup> informationsorientiert<sup>85</sup> ausgestaltet.<sup>86</sup>

#### b. Gesellschaftsrecht

Überwiegend Informationsregeln enthält die 1. gesellschaftsrechtliche Richtlinie (Publizitäts-RL),<sup>87</sup> deren Hauptregelungskomplex die Pflicht zur Offenlegung der Angaben zum Unternehmen im Handelsregister ist. Neben expliziten Informationsregeln (Art. 2-6) befassen sich auch andere Regelungskomplexe wie derjenige der Organvertretungsmacht indirekt mit Informationsproblemen.<sup>88</sup>

Für die 2. gesellschaftsrechtliche Richtlinie (Kapital-RL)<sup>89</sup> wurde ursprünglich angenommen, dass ausschließlich deren Art. 2 f. die Informationsregeln der 1. Richtlinie ergänzen, die anderen Normen dagegen inhaltlich zwingende Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsregeln darstellen. Jedoch können auch hier andere Regelungskomplexe wie z.B. derjenige über das gezeichnete Kapital als Informationsregeln mit flankierender Sanktionierung gesehen werden.<sup>90,91</sup>

#### e. Bilanzrecht

Klar von Informationsregeln dominiert ist das Bilanzrecht, das mit den gesellschaftsrechtlichen Richtlinien Nr. 4 (Jahresabschluss-RL), 7 (Konzernabschluss-RL) und 8 (Abschlussprüfer-RL)<sup>92</sup> sehr dicht geregelt ist. Die hauptsächliche Funktion des Bilanzrechtes ist die Information von Gesellschaftern und Dritten über die wirtschaftlichen Verhältnisse der Gesellschaft.<sup>93</sup> Durch die Grundsatzausrichtung an den IFRS (International Financial Re-

<sup>83</sup> RL 01/34; RL 03/71 (zur Umsetzung dieser RL wurde die VO 04/809 erlassen). Umsetzung ins deutsche Recht im BörsG, der BörsZulV, den §§ 21 ff. WpHG (Beteiligungstransparenz) und dem WpPG (Prospektzwang und -haftung).

<sup>84</sup> RL 04/39 (ersetzt die Wertpapierdienstleistungs-RL 93/22); RL 03/6. Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-RL ins deutsche Recht durch das AnlSVG führte zu zahlreichen Änderungen des WpHG (insb. das Insiderhandelsverbot in §§ 12-16a sowie das Marktmanipulationsverbot in § 20a) und auch die Umsetzung der MIFID-RL hat Änderungen im WpHG (§§ 31 ff.) zur Folge.

<sup>85</sup> Hauptfunktion der MIFID-RL ist es, komplexe Information zum Anlageinstrument für Anleger aufzuarbeiten und zu vereinfachen, damit diese ihre Entscheidung darauf stützen können. Der Informationscharakter des Insiderhandelsverbots (Art. 2 f.) der Marktmissbrauchs-RL zeigt sich besonders deutlich in der Charakterisierung dieses Kernverbotes im angloamerikanischen Sprachgebrauch: ‚disclose or abstain‘. Zentral in dieser RL ist die Ad-hoc-Publizität (Art. 6).

<sup>86</sup> Zum Ganzen: Kübler/Assmann, 570 f.; Grundmann, GesR, Rn. 233, 643 ff., 689 ff.; ders., DSrR 2004, 232, 233; ders., ZIP 2004, 2401, 2407; ders., FS Lutter, 61, 74 f.

<sup>87</sup> 1. RL 68/151. Die Umsetzung ins deutsche Recht hat nur wenige Änderung mit sich gebracht. Die wichtigsten Umsetzungsnormen sind § 15 HGB sowie §§ 23 IV, 39 I, 78, 82, 275 f. AktG.

<sup>88</sup> Z.B. statuiert Art. 8 die Bindung an die gegebene Information und auch Art. 9 kann für den Fall, dass die Regel der unbeschränkten Vertretungsbefugnis dispositiv ist (Abs. 1 und 3), so verstanden werden: derjenige, der die Information besser verfügbar hat, ist verpflichtet und hat die Information einfach erfassbar bereitzustellen.

<sup>89</sup> 2. RL 77/91. Die Umsetzung ins deutsche Recht führte zu div. Änderungen im AktG.

<sup>90</sup> Vgl. Art. 7 ff.: Die Aufdeckung des gezeichneten Kapitals (Art. 3 lit. b und c) ist als Zusage zu verstehen, die sanktioniert wird. Zentral dabei ist, dass die Informationen überall vergleichbar und besser erkennbar gemacht werden, indem der Inhalt der ‚gezeichneten‘ Verpflichtung durch feste Regeln standardisiert wird.

<sup>91</sup> Zum Ganzen: Kübler/Assmann, 565 ff.; Grundmann, GesR, Rn. 232; ders., ZIP 2004, 2401, 2407; ders., FS Lutter, 61, 71 ff.; Grohmann, 129 ff., 254 ff.

<sup>92</sup> 4. RL 78/660; 7. RL 83/349; 8. RL 84/253. Die Umsetzung der RL führte zu einer grundlegenden Neufassung des deutschen Bilanzrechts in den §§ 238 – 341 HGB.

<sup>93</sup> Grundmann, ZIP 2004, 2401, 2407.

porting Standards)<sup>94</sup> wurde die Informationsfunktion indes noch mehr verstärkt, da dadurch die Vergleichbarkeit erheblich verbessert wurde.<sup>95</sup>

#### *d. Recht der Strukturmaßnahmen*

Wie oben erwähnt befassen sich alleine die 3. (Fusions-RL) und die 6. (Spaltungs-RL) gesellschaftsrechtliche Richtlinien sowie die Übernahme-RL<sup>96</sup> mit der inneren Struktur der Gesellschaft. Systembildend für die Richtlinien sind folgende Elemente: (1) die Aufstellung eines Berichts über die wesentlichen Chancen und Risiken des Vorgangs durch das Leitungsorgan (Informationsbereitstellung)<sup>97</sup>; (2) die Überprüfung durch unabhängige Prüfer (Informationsintermediäre)<sup>98</sup>; und (3) die Einräumung der Entscheidungsmacht an die Betroffenen, die Eigner – dies über den Vorgang in seiner Gesamtheit (Hauptversammlungsbeschluss mit qualifizierter Mehrheit)<sup>99</sup> und über den einzelnen Anteil (Einräumung eines Auskaufsrechts an jeden Betroffenen).<sup>100,101</sup> Hier zeigen sich beide Elemente des Informationsmodells – Informationsregeln (1 und 2) und Informationsnutzungsregeln (3) – sehr deutlich.

#### 3. Schlussfolgerung

Es wurde aufgezeigt, dass das Europäische Unternehmensrecht sehr stark informationsorientiert ausgestaltet ist. Dies – allerdings auch erwartungsgemäß – insbesondere im Kapitalmarktrecht, aber ebenfalls im Gesellschaftsrecht. Anscheinend ist der Europäische Gesetzgeber der Ansicht, dass auch das auf europäischer Ebene zu regelnde Gesellschaftsrecht transparenzorientiert ausgestaltet werden soll.<sup>102</sup> Natürlich ist dabei zu beachten, dass vom Gemeinschaftsrecht im Gegensatz zu den verschiedenen nationalen Gesellschaftsrechten weitestgehend nur die Kapitalgesellschaften, nicht aber die Personengesellschaften erfasst sind. Die publizitätsgerichtete Konzeption ist daher nahe liegend.<sup>103</sup>

Durch die Umsetzungsakte wirkt das Gemeinschaftsrecht in die deutsche Rechtsordnung ein, sodass diese ebenfalls viele Publizitätspflichten enthält.

### **E. Grenzen des Informationsmodells**

<sup>94</sup> Vgl. dazu die IFRS-Verordnung: VO 02/1606.

<sup>95</sup> Grundmann, GesR, Rn. 233; ders., DStR 2004, 232, 234; ders., FS Lutter, 61, 74 f.; Grohmann, 189 ff.

<sup>96</sup> 3. RL 78/855; 6. RL 82/891; RL 04/25. Umsetzung der gesellschaftsrechtlichen RL ins deutsche Recht durch das UmwG, der Übernahme-RL durch Änderungen des WpÜG.

<sup>97</sup> Im Folgenden soll die Fusions-RL als Exempel benützt werden: Vgl. die Pflicht zur Veröffentlichung des Verschmelzungsplans (Art. 5 Fusions-RL) und eines ausführlichen Verschmelzungsberichts (Art. 9 Fusions-RL).

<sup>98</sup> Art. 10 Fusions-RL statuiert die Absicherung der veröffentlichten Information.

<sup>99</sup> Den Anteilseigner wird durch eine Informationsnutzungsregel (Art. 7 Fusions-RL) die Entscheidungsfreiheit eingeräumt.

<sup>100</sup> Ein solches Recht findet sich in der Spaltungs-RL, vgl. Art. 5 II: im Fall einer nicht verhältnismässigen Spaltung kann ein Austrittsrecht vorgesehen werden.

<sup>101</sup> Grundmann, GesR, Rn. 234; ders., DStR 2004, 232, 235 f.; ders. ZIP 2004, 2401, 2407; ders., FS Lutter, 61, 76 f.; Grohmann, 308 ff.

<sup>102</sup> Zu den Vorteilen siehe oben B.II.2.c., wobei hier insbesondere das Argument des Wettbewerbs der div. (nationalen) Gesellschaftsrechte stark ist.

<sup>103</sup> Dazu Grundmann, GesR, Rn. 12.

Nachdem die theoretischen Anforderungen an ein Modell aus Informationspflichten dargestellt worden sind, muss nun nach den Grenzen eines solchen Informationsmodells gefragt werden.

Es sollen im Folgenden einige Konstellationen im Bereich der Corporate Governance vorgestellt werden, bei denen Informationspflichten alleine nicht ausreichen oder weniger effizient sind als inhaltliche Regelungen.

### **I. Schutz der stakeholder<sup>104</sup>**

Oben wurde ausgeführt, dass auch im kontinentaleuropäischen Corporate Governance-Verständnis die Interessen der *shareholder* immer mehr ins Zentrum rücken. Dennoch müssen auch die Interessen der *stakeholder* angemessen geschützt werden. Da diese – im Gegensatz zu den Anteilseignern – typischerweise keine Möglichkeit haben, ihre Interessen über den Kapitalmarkt zu verfolgen<sup>105</sup> und eine authentische Repräsentation durch eine vikarische Wahrnehmung deren Interessen durch die *shareholder* wohl auszuschließen ist, hat der Schutz durch inhaltlich zwingendes Recht geregelt zu werden.<sup>106</sup> Dies muss insbesondere für unfreiwillige Gläubiger (wie Deliktsgläubiger) gelten, da diese im Gegensatz zu den restlichen Gläubigern nicht in der Lage sind, sich vertraglich abzusichern.<sup>107</sup>

### **II. Verhinderung nachvertraglich opportunistischen Verhaltens des Managements**

Um bestimmte unerwünschte Verhaltensweisen der Unternehmensführung zu unterbinden, sind Informationspflichten alleine nicht ausreichend. Vielmehr sind Verbote oder jedenfalls geeignete Haftungsnormen<sup>108</sup> notwendig, um postkontraaktuelles Verhalten steuern zu können. So erweisen sich in diesem Fall zwingende gesellschaftsrechtliche Normen als effektiver und effizienter als eine nur indirekt und nachträglich mögliche Reaktion der Anleger auf dem Kapitalmarkt.<sup>109</sup>

### **III. Schutz der Privatanleger**

Die Annahme, dass die Anlegerinteressen immerhin bis zu einem gewissen Grade homogen sind,<sup>110</sup> wird durch das rasche Wachstum der institutionellen Investoren am Markt in Frage gestellt. Denn diese können ihre – vom Privatanleger u.U. unterschiedlichen – Präferenzen nicht nur über den Kapitalmarkt, sondern sehr effektiv auch durch die Wahrnehmung von Stimmrechten deutlich machen. Die Interessenrepräsentation der Privatanleger kann dann jedoch nicht mehr alleine über den Markt gewährleistet werden, weshalb zwingende gesellschaftsrechtliche Normen angezeigt sind (Minderheitenschutz).<sup>111</sup>

---

<sup>104</sup> Zum Begriff *stakeholder* vgl. oben B.II.1.

<sup>105</sup> Vgl. oben B.II.1. und 2.b.

<sup>106</sup> Assmann, 1, 9.

<sup>107</sup> Bak/Bigus, ZBB 2006, 430, 440; Hopt, 1162, 1187.

<sup>108</sup> Vgl. z.B. die zivilrechtliche Haftung der Vorstandsmitglieder gegenüber der Gesellschaft nach § 93 AktG sowie die fiduziarischen Treupflichten, die sich aus dem Strukturgefüge der AG ergeben.

<sup>109</sup> Assmann, 1, 10; Kübler/Assmann, 207 ff.

<sup>110</sup> Vgl. oben B.II.2.b.

<sup>111</sup> Assmann, 1, 10 f.

## F. Fazit

Der eingangs zitierten Stellungnahme der Group of German Experts on Corporate Law kann demnach nicht vollumfänglich zugestimmt werden. Tatsächlich gibt es gewisse Konstellationen, wo Informationspflichten alleine nicht ausreichen und eine inhaltliche Regulierung angebracht ist. Aber abgesehen davon konnten Argumente vorgebracht werden, die für eine verstärkt mit Transparenzpflichten ausgestaltete Corporate Governance sprechen. Das Informationsrisiko der Anleger auf dem Markt kann mit Informationsregeln verringert werden, sodass eine inhaltliche Regulierung grundsätzlich nicht notwendig ist. Das Informationsmodell ist bereits heute insbesondere im Europäischen Unternehmensrecht breit verankert und wirkt auf diese Weise auf das deutsche Recht ein, das aufgrund der oben aufgezeigten Vorteile de lege ferenda vielleicht noch mehr auf Transparenzpflichten setzen sollte.

In diesem Sinne kann wohl auch der Satz ‚Sunlight is said to be the best of disinfectants‘<sup>112</sup> als passend für die Entwicklung der rechtlichen Ausgestaltung der Corporate Governance-Regelung für börsennotierte Gesellschaften angesehen werden.

---

<sup>112</sup> Zitat von Louis D. Brandeis, 1914.