

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT
FRANKFURT AM MAIN**

FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

Stefan Feinendegen/Eric Nowak

**Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften
im Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung
und Ad-hoc-Publizität – Überlegungen zu einer
gesetzeskonformen und kapitalmarktorientierten Umsetzung**

**No.70
März 2001**



WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING

Stefan Feinendegen/Eric Nowak*

**Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften
im Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung
und Ad-hoc-Publizität – Überlegungen zu einer
gesetzeskonformen und kapitalmarktorientierten Umsetzung**

**No.70
März 2001**

ISSN 1434-3401

**Johann Wolfgang Goethe-Universität
Frankfurt am Main**

* Wir danken Prof. Dr. Wienand Schruff für seine Unterstützung und hilfreiche Kommentare. Ebenfalls bedanken wir uns bei PD Dr. Christina Escher-Weingart, Josef Leis, Christian Struck und zwei anonymen Gutachtern für wertvolle Hinweise.

**Publizitätspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften im Spannungsfeld zwischen
Regelberichterstattung und Ad-hoc-Publizität – Überlegungen zu einer
gesetzeskonformen und kapitalmarktorientierten Umsetzung**

Zusammenfassung

Auch sechs Jahre nach Einführung der Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG besteht bei den Unternehmen weiterhin große Unsicherheit bezüglich ihrer ordnungsmäßigen Umsetzung. Dies gilt insbesondere für die Behandlung von ad-hoc-meldepflichtigen Sachverhalten, die sich aus der Regelberichterstattung ergeben. Der vorliegende Beitrag entwickelt hierzu Lösungsansätze im Sinne einer kapitalmarktorientierten Unternehmenspublizität.

Summary

Even six years after the introduction of the ad-hoc-disclosure rules (section 15 of the German securities law) regulating the immediate release of material information, there is still considerable uncertainty among German companies as to how to meet the legal requirements. This uncertainty is especially severe with respect to material information resulting from earnings changes in the context of annual and quarterly reporting. This paper develops an approach for providing a capital-market-oriented corporate disclosure system.

*Ad-hoc-Publizität; Wertpapierhandelsgesetz (WpHG); Regelberichterstattung;
Abschlussprüfung; kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*

1 EINLEITUNG

Mit Inkrafttreten der Regelungen zur Ad-hoc-Publizität (AHP) nach § 15

Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) am 1. Januar 1995 haben sich die Publizitätsvorschriften für börsennotierte Aktiengesellschaften in Deutschland grundlegend verändert. Von Seiten des Gesetzgebers wird mit dem WpHG eine Erhöhung der Transparenz und Informationseffizienz am deutschen Kapitalmarkt (*Funktionenschutz*) sowie eine wirksame Prävention des Insiderhandels (*Marktintegrität*) angestrebt.¹

Sechs Jahre nach Einführung des § 15 WpHG ist aber immer noch umstritten, ob die Regelungen des WpHG die angestrebten Ziele auch erreichen. Nimmt man als Beleg für die gestiegene Markttransparenz die bloße Quantität von über 3000 (5700) veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilungen im Jahr 1999 (2000), so ist man geneigt, die Berichterstattungspraxis als großen Erfolg zu verbuchen.² Schon 1995 haben *Pellens/Fülbier* aber zu Recht konstatiert, dass die AHP von einer Überflutung mit meist unwesentlichen Informationen gekennzeichnet ist.³ „Verstärkt kam es zu überflüssigen Mitteilungen“ stellt im Jahresbericht 1999 auch das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) fest.⁴ Anfang 2000 sieht sich der Präsident des BAWe sogar dazu veranlasst, darauf hinzuweisen, dass der „grundsätzlich zu begrüßende Anstieg der Veröffentlichungen nicht in allen Fällen einen Gewinn an Transparenz für den Kapitalmarkt“ bedeutet.⁵

[Hier Abb. 1 , Inhalte der Ad-hoc-Veröffentlichungen inländischer Emittenten 1995-1999' einfügen]

Wie Abbildung 1 zu entnehmen ist, hat sich die Anzahl der Veröffentlichungen inländischer Emittenten vom ersten Jahr der AHP bis 1999 (2000) mehr als verdreifacht (knapp versechsfacht). Hierfür gibt es mehrere Ursachen: Eine bedeutende Rolle spielt die in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre insbesondere auch infolge der Einrichtung des Wachstumssegmentes Neuer Markt an der Deutschen Börse AG stark gestiegene Zahl neuer

¹ Vgl. *Bundesministerium der Finanzen* (1992), S. 420-423.

² Vgl. *Wittich* (1997), S. 1 f.

³ Vgl. *Pellens/Fülbier* (1995b), S. 40.

⁴ *BAWe*, (2000b), S. 28.

⁵ *BAWe*, (2000a).

Emittenten, die der Pflicht zur AHP unterliegen.⁶ Allerdings scheint die AHP nach anfänglicher Unsicherheit der Emittenten in den letzten Jahren vermehrt auch gezielt für nicht im Sinne des Gesetzes ad-hoc-meldepflichtige Werbebotschaften und im Zuge ausgedehnter Investor Relations-Aktivitäten *missbraucht* zu werden.⁷

Weiterhin ist auffällig, dass die größte Sachverhaltsgruppe Veröffentlichungen über Inhalte der Regelpublizität (d.h. Jahres- und Quartalsberichte) darstellen, deren Zahl 1999 die Grenze von 1000 Ad-hoc-Mitteilungen überschritten hat. In diesem Zusammenhang spielen sicherlich die Unternehmen am Neuen Markt sowie die Teilnehmer des im April 1999 eingerichteten Qualitätssegments SMAX, die beide zur regelmäßigen Quartalsberichterstattung verpflichtet sind, eine bedeutende Rolle. So zeichnet die unterjährige Berichterstattung der Unternehmen in 1999 bereits für mehr als 20 Prozent aller Ad-hoc-Mitteilungen verantwortlich.

Aus der beschriebenen Entwicklung ergeben sich gerade für das Verhältnis von Regel- und Ad-hoc-Publizität eine Reihe von Problembereichen. Obwohl diese für die unternehmerische Praxis höchst relevant sind, wurden sie erstaunlicherweise von der betriebswirtschaftlichen Literatur noch nicht aufgegriffen und bisher überwiegend aus juristischer Perspektive beleuchtet.⁸ Hierbei geht es vor allem um den Konflikt zwischen den kapitalmarktrechtlichen Regelungen des WpHG und den gesellschaftsrechtlichen Regelungen zur Unternehmensüberwachung, der insbesondere im Zusammenhang mit der Beurteilung von Sachverhalten diskutiert wird, denen sog. *mehrstufige Entscheidungsprozesse* zugrunde liegen. Die umfangreiche juristische Diskussion kann nicht zuletzt auch als Folge der unbestimmten Rechtsbegriffe angesehen werden, die der Gesetzgeber in den Gesetzestext des § 15 WpHG hat einfließen lassen. Insbesondere aus ökonomischer Sicht lenkt diese teilweise sehr dogmatisch geführte Diskussion jedoch von der entscheidenden Fragestellung ab, wie Unternehmen ihre Kommunikation aus Sicht der Kapitalmärkte effizient und gleichzeitig gesetzeskonform gestalten können. Ausgehend von den obengenannten Problembereichen ist das Ziel dieses Beitrages

⁶ Die Pflicht zur AHP bezieht sich nur auf Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind (§ 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG). Freiverkehrswerte sind hiervon freigestellt. Vgl. *Kümpel* in: *Assmann/Schneider* (1999), S. 356, Rn. 31.

⁷ Vgl. *Casper* (1999), *Fülbier* (1999), S. 1266, *BAWe*, (2000a) und (2000b).

⁸ Ausnahmen sind u.a. die betriebswirtschaftlichen Arbeiten von *Baetge* (1995), *Gerke et al.* (1996), *Fülbier* (1998), *Kleinmann* (1999), *Oerke* (1999), *Pellens/Fülbier* (1995a), und *Röder* (2000). Nur *Pellens/Fülbier* (1995b), *Loistl* (1995), und *Diehl et al.* (1998) schlagen konkrete betriebswirtschaftliche Lösungsansätze vor. Die anderen Ausführungen sind entweder Analysen der regulatorischen Effizienz oder empirische Studien, die Ad-hoc-Mitteilungen primär als Datenmaterial verwenden.

daher, betriebswirtschaftliche Ansätze für ein sinnvolles Nebeneinander von Regelberichterstattung und AHP unter der Maßgabe einer gleichzeitig gesetzeskonformen und kapitalmarktorientierten Umsetzung zu entwickeln.

2 PUBLIZITÄTSPFLICHTEN BÖRSENNOTIERTER AKTIENGESELLSCHAFTEN

Die Publizitätspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, die ihre Ergebnisberichterstattung betreffen, stützen sich auf unterschiedliche Rechtsquellen. Dabei lassen sich grundsätzlich zwei Dimensionen der gesetzlich geregelten Ergebnispublizität aufspannen: Zum einen die regelmäßige Rechnungslegung in Form von Jahresabschluss und Zwischenberichten (*Regelpublizität*) und zum anderen die situationsbezogene Berichterstattung im Rahmen der *Ad-hoc-Publizität*.⁹

	Jährlich	Unterjährig
Regelpublizität	Jahresabschluss inkl. Anhang und Lagebericht (Einzel- bzw. Konzernabschluss) <i>Rechtsgrundlage:</i> BörsG, HGB, AktG	Zwischenbericht (Quartals- bzw. Halbjahresbericht) <i>Rechtsgrundlage:</i> BörsG, BörsZulV; weiterhin Regelwerk Neuer Markt und SMAX-Teilnahmebedingungen sowie Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse
Situationsbezogene Publizität (Ad-hoc-Publizität)		Ad-hoc-Mitteilungen <i>Rechtsgrundlage:</i> WpHG

Tab. 1: Ergebnispublizität börsennotierter Aktiengesellschaften

⁹ Auf die sog. *Beteiligungspublizität*, die ebenfalls im WpHG (§§ 21,25 und 27) geregelt ist, soll an dieser Stelle nicht eingegangen werden. Zum Zusammenspiel von AHP und Beteiligungspublizität vgl. ausführlich Nowak (1999), S. 603 f.

2.1 ANFORDERUNGEN IM RAHMEN DER REGELPUBLIZITÄT

Die gesetzlich vorgeschriebene Regelpublizität einer börsennotierten Aktiengesellschaft i.S.v. § 3 Abs. 2 AktG¹⁰ umfasst zunächst den (Konzern-) Jahresabschluss mit Anhang und den Lagebericht (§ 264 Abs. 1 HGB bzw. § 290 Abs. 1 HGB). Weiterhin sind Emittenten, deren Aktien für den amtlichen Handel zugelassen sind, nach dem Börsengesetz verpflichtet, innerhalb eines Geschäftsjahres regelmäßig mindestens einen Zwischenbericht zu veröffentlichen (§ 44b Abs. 1 BörsG).

Für die Unternehmen am Neuen Markt sowie die Teilnehmer am Qualitätssegment SMAX schreibt die Deutsche Börse AG darüber hinaus strengere Publizitätspflichten in Bezug auf die Regelberichterstattung vor. Zum einen wird von beiden Gruppen nach der Notierungsaufnahme die Veröffentlichung des Jahresabschlusses nach international anerkannten Grundsätzen (IAS oder US-GAAP) verlangt.¹¹ Ferner sind beide Gruppen verpflichtet, Quartalsberichte zu erstellen und diese der Deutschen Börse AG in elektronischer Form zur Verbreitung beim Publikum zu übermitteln.¹² Seit 1. Januar 2001 hat die Deutsche Börse die Quartalsberichterstattungspflicht außerdem auf Emittenten ausgedehnt, deren Aktien in den Auswahllindizes DAX und MDAX erfasst werden.¹³ Damit trägt die Deutsche Börse AG den Informationsanforderungen der Kapitalmarktteilnehmer nach US-amerikanischem Vorbild Rechnung.

Tabelle 2 stellt die für die Regelpublizität relevanten Veröffentlichungsfristen zusammenhängend dar.

¹⁰ Die Formulierung des § 3 Abs. 2 AktG „Gesellschaften, deren Aktien zur einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird“ ist insofern beachtlich, als dass die ursprünglich mit dem KonTraG im April 1998 verabschiedete Fassung nicht auf die Zulassung sondern auf die Notierung an einem solchen Markt abstellte, womit gerade die Unternehmen des Neuen Marktes, bei dem es sich um ein rein privatwirtschaftlich organisiertes Börsensegment handelt, nicht als börsennotiert im Sinne des Gesetzes galten (BGBl. I 1998, Nr. 24, 30. April 1998, S. 786 ff.). Um aber gerade auch diese Unternehmen, die vor Notierungsaufnahme am Neuen Markt das offizielle Zulassungsverfahren zum Regelten Markt durchlaufen, der wie der Amtliche Handel durch das Börsengesetz geregelt ist (§ 71 ff. BörsG), als börsennotiert im Sinne des Gesetzes zu deklarieren, wurde § 3 Abs. 2 AktG daraufhin noch im Sommer 1998 entsprechend geändert (BGBl. I 1998, Nr. 45, 22. Juli 1998, S. 1849). Freiverkehrswerte hingegen fallen auch weiterhin nicht unter den aktienrechtlichen Begriff der börsennotierten Gesellschaft.

¹¹ Abschnitt 7.2.2 des Regelwerk Neuer Markt, S. 29 f., und Abschnitt 3.2 der SMAX-Teilnahmebedingungen, S. 6 f., Gruppe Deutsche Börse (2000b,c)

¹² Abschnitt 7.1.7 des Regelwerk Neuer Markt, S. 29, und Abschnitt 3.1.7 der SMAX-Teilnahmebedingungen, S. 6, Gruppe Deutsche Börse (2000b,c).

¹³ Für Quartale, die nach dem 1.1.2001 beginnen, sind die Emittenten, deren Aktien im DAX und im MDAX erfasst werden, verpflichtet, Quartalsberichte zu erstellen und der Deutschen Börse zu übermitteln (vgl. Guppe Deutsche Börse (2000a), S. 25 u. 35). Für Rückversicherer gilt bei Quartalsberichten eine verlängerte Übermittlungsfrist von vier Monaten.

	Jahresabschluss, Konzernabschluss per 31. Dezember	Quartalsbericht per 31. März	Quartalsbericht per 30. Juni	Quartalsbericht per 30. September
Neuer Markt	3 Monate (31.3.)	2 Monate (31.5.)	2 Monate (31.8.)	2 Monate (30.11.)
SMAX	4 Monate (30.4.)	2 Monate (31.5.)	2 Monate (31.8.)	2 Monate (30.11.)
DAX, MDAX	4 Monate (30.4.)	2 Monate (31.5.)	2 Monate (31.8.)	2 Monate (30.11.)
Amtlicher Handel, Geregelter Markt	Es gelten die jeweiligen Aufstellungsfristen des AktG	freiwillig	Amtlicher Handel: Halbjahresbericht, 2 Monate (31.8.) Geregelter Markt: freiwillig	freiwillig

Tab.2: Veröffentlichungsfristen bzgl. der Ergebnispublizität der Unternehmen (Geschäftsjahr = Kalenderjahr).

2.2 ANFORDERUNGEN IM RAHMEN DER AD-HOC-PUBLIZITÄT

Neben der Regelpublizität leistet gerade auch die situationsbezogene AHP einen wichtigen Beitrag zur Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.¹⁴ Durch die AHP soll sichergestellt werden, dass den Marktteilnehmern, insbesondere der sog.

*Bereichsöffentlichkeit*¹⁵, erheblich kursrelevante Tatsachen unverzüglich bekannt gegeben werden. Dieser Sichtweise liegt die Überzeugung des Gesetzgebers zugrunde, dass sich nur an transparenten, informationseffizienten Märkten faire Preise bilden.¹⁶

Die Versorgung des Kapitalmarktes mit relevanten Informationen fördert eine korrekte Preisbildung. Eine korrekte Preisbildung ist Garant für einen hohen Schutz der Anleger und Marktintegrität.¹⁷ Der Gesetzgeber ist daher bestrebt, durch die Regelungen des WpHG einen ordnungsmäßig funktionierenden Kapitalmarkt zu garantieren oder zumindest zu fördern.¹⁸ In diesem Sinne verfolgt der Gesetzgeber mit der Pflicht zur AHP weiterhin die Einschränkung

¹⁴ Vgl. Coenenberg/Federspieler (1999), S. 169, oder Coenenberg/Henes (1995).

¹⁵ Darunter subsumiert sich nur die Gesamtheit der professionellen Marktteilnehmer, also nicht etwa die Gesamtheit aller Marktteilnehmer einschließlich der privaten Kleinanleger. Vgl. BT-Drucks. 12/6679, S. 48.

¹⁶ Vgl. Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucks. 12/7918, S. 102. Zum Konzept der Informationseffizienz vgl. statt aller Fama (1970) und (1991).

¹⁷ Die Marktintegrität wird verletzt, wenn die Anleger sich aufgrund verzerrter Preisbildung nicht mehr auf den börsennotierten Kurs eines Wertpapiers als Maßgröße für dessen wahren Wert verlassen können. Vgl. Schipper (1995), S. 23.

¹⁸ Vgl. Pellens (1991), S. 63 f.

von Insiderhandel. Eine potenziell kursrelevante Information, die unverzüglich an den Markt gelangt und dort von den Marktteilnehmern verarbeitet wird, unterbindet deren (ungesetzliche) Ausnutzung zu Insidergeschäften.¹⁹

Der Publizitätspflicht nach § 15 WpHG unterliegen

- (1) neue *Tatsachen* im Tätigkeitsbereich eines Wertpapieremittenten, die
- (2) noch *nicht öffentlich* bekannt, und
- (3) wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf
- (4) geeignet sind, den Kurs (oder die Bonität) *erheblich* zu beeinflussen.

Einen Überblick über Konkretisierungsansätze zu den Tatbestandsmerkmalen liefert Tabelle 3. Sind alle Tatbestandsmerkmale erfüllt, ist die Tatsache unverzüglich als Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen, womit die sog. *Bereichsöffentlichkeit* hergestellt wird. Dies kann gemäß § 15 Abs. 3 WpHG auf zwei verschiedenen Wegen erfolgen: durch eine Anzeige in mindestens einem *überregionalen Börsenpflichtblatt* oder über ein bei Marktteilnehmern weit verbreitetes *elektronisch betriebenes Informationssystem*.²⁰ Durch Mitteilungen in der Hauptversammlung oder in Pressekonferenzen allein kann die Bereichsöffentlichkeit nicht hergestellt werden.²¹

[Hier Tab. 3 ‚Tatbestandsmerkmale‘ einfügen]

3 DIE REGELPUBLIZITÄT IM KONTEXT DER AD-HOC-PUBLIZITÄT

3.1 DIE REGELPUBLIZITÄT ALS ERGEBNIS EINES MEHRSTUFIGEN ENTSCHEIDUNGSPROZESSES

Eine besondere Problematik der AHP ergibt sich daraus, dass die meisten Entscheidungsprozesse in Unternehmen *mehrstufig* sind und sich deshalb i.d.R. über längere

¹⁹ Vgl. *Dreyling* (2000), S. 132.

²⁰ Mittlerweile werden laut BAWe über 95 Prozent der Ad-hoc-Mitteilungen über ein elektronisches Informationssystem veröffentlicht.

²¹ Vgl. *Assmann*, in *Assmann/Schneider* (1999), S. 252 f. Tz. 46, 47 zu § 13.

Zeiträume erstrecken.²² Im Falle kursrelevanter Tatsachen aus der Regelpublizität, sei es als Ergebnis aus Einzelgeschäften (*Einzel-tatsachen*) oder als Summierung mehrerer Einzelereignisse bzw. -geschäfte (*Summentatsachen*), zwingt die AHP die Emittenten dazu, diese unmittelbar zu veröffentlichen.²³ Formal ändert sich auch durch § 15 WpHG nichts am regulären Ablauf der Auf- und Feststellung des Jahresabschlusses. Mit der sofortigen Veröffentlichung von Tatsachen *vor* der Bilanzsitzung des Aufsichtsrats werden allerdings möglicherweise Fakten geschaffen, die seine Gestaltungsmöglichkeiten einschränkend *präjudizieren*.²⁴ Der richtige Zeitpunkt von Ad-hoc-Veröffentlichungen im Rahmen der Regelpublizität ist mithin für die Emittenten von großer Bedeutung und stellt sie angesichts der ungeklärten Rechtslage vor ein bislang ungelöstes Entscheidungsproblem.²⁵

Das BAWe erklärt, dass es zwischen Ad-hoc- und Regelpublizität grundsätzlich keine Konflikte gäbe.²⁶ Der Zwang zur Sofortveröffentlichung neuer Tatsachen nach Aufstellung der Bilanz durch den Vorstand bedeute keinen Eingriff in die Rechte von Aufsichtsrat und Hauptversammlung. Vielmehr beschließe der Aufsichtsrat auf Basis des vom Vorstand aufgestellten Jahresabschlusses. Einfluss habe er nur auf dessen bilanzielle Darstellung. Das tatsächlich erwirtschaftete operative Ergebnis könne er dagegen nicht ungeschehen machen. Daraus folgert das BAWe: „Wenn sich bei der Aufstellung des Jahresabschlusses derart deutliche Veränderungen im Vergleich zum Vorjahr (oder im Vergleich zu den bisherigen Erwartungen) ergeben, dass dadurch die Kursentwicklung der vom Unternehmen emittierten Wertpapiere wesentlich beeinflusst werden könnte, ist dies als ad-hoc-meldepflichtige Tatsache zu veröffentlichen, sobald der Vorstand den Jahresabschluss aufgestellt hat“.²⁷

²² Die Problematik mehrstufiger Entscheidungsprozesse wird erstmals ausführlich behandelt von *Kiem/Kotthoff* (1995). Vgl. auch *Schwark* (2000); *Fürhoff/Wölk* (1997); *BAWe/Deutsche Börse*, (1998); *Cahn* (1998); *Burgard* (1998); *Ekkenga* (1999).

²³ Zur Abgrenzung von Einzel- bzw. Summentatsachen und ihrer Bedeutung für die AHP siehe ausführlich *Kümpel* (1996b), S. 94 ff. m.w.N. Hervorzuheben im Zusammenhang mit der Regelpublizität ist dabei insbesondere der Umstand, dass negative Entwicklungen möglicherweise erst bei Bilanzerstellung als Summentatsachen sichtbar werden.

²⁴ Vgl. *DAV-Handelsrechtsausschuss* (1997), S. 560, *Happ/Semler* (1998), S. 127 ff.

²⁵ Vgl. *Schwark* (2000), S. 571.

²⁶ Vgl. *BAWe* (1997). Fundstelle: http://www.bawe.de/pm6_97.htm. Zuvor veröffentlichte es bereits die „Bekanntmachung zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität“ am 9. Juli 1996 und am 22.07.1996 eine weitere Pressemitteilung.

²⁷ *BAWe/Deutsche Börse* (1998), S. 33.

Der Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltsvereins (DAV) kommt hier zu anderen Ergebnissen.²⁸ Geschehensabläufe wie einerseits die Summierung von Einzelereignissen zu kursrelevanten Ergebnissen und andererseits Entscheidungen über bilanzpolitische Maßnahmen können seiner Ansicht nach nicht getrennt werden. Erst daraus entstehe der zutreffende Einblick in die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage des Unternehmens. Die Mitwirkung des Aufsichtsrats hierbei gehöre zu seinen unentziehbaren Kompetenzen. Der Ausschuss fügt das Argument an, dass dies insbesondere im Hinblick auf die gegenwärtige Diskussion um eine Verstärkung der Befugnisse und der Verantwortlichkeiten des Aufsichtsrats gelten müsse. In Harmonie mit dem Anliegen des Gesetzgebers im KonTraG sollte der Aufsichtsrat eher gestärkt als übergangen werden. Die Ausschussmitglieder *Happ* und *Semler* konkretisieren: „Und schließlich kann und darf der Aufsichtsrat eine andere als die vom Vorstand vorgeschlagene Aufteilung des Jahresüberschusses auf Bilanzgewinn und Rücklagenzuführung für geboten halten“.²⁹ Die Meinung des BAWe, nach der die Bilanzpolitik allein durch den Vorstand entschieden werde, finde im Gesetz keine Stütze.

Nach Ansicht von *Burgard* ist die Meldepflicht kursrelevanter Tatsachen im Jahresabschluss im Sinne des § 15 WpHG hingegen schon dann gegeben, wenn die Buchhaltung den Rohabschluss aufgestellt hat, denn mit der Fertigstellung des Rohabschlusses stehe bereits die kursrelevante Größenordnung des Jahresüberschusses/–fehlbetrages als Tatsache fest.³⁰ Die einzelnen Sachverhalte, die summiert zum Jahresergebnis führen, sind mit dem 31. Dezember des Geschäftsjahres abgeschlossen. Der bilanzpolitische Spielraum des Aufsichtsrats bleibe bei dieser Verfahrensweise gewahrt, denn erst hinsichtlich des Bilanzgewinns und dem Gewinnverwendungsvorschlag steht auch dem Aufsichtsrat eigenes unternehmerisches Ermessen zu. Erst sie sind unverzichtbarer Teil der Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats. Allerdings genügt beim Jahresüberschuss/ -fehlbetrag nach Meinung von *Burgard* in der Ad-hoc-Mitteilung vorläufig die Angabe von ‚Eckwerten‘, die das Ausmaß der Kursrelevanz des Ergebnisses erkennen lassen.

Genau hier setzt die Kritik von *Ekkenga* an, der darin eine Aufforderung an die Vorstände sieht, „Informationen im Frühstadium durch gezielte Ungenauigkeiten (‚Eckwerte‘) zu verwässern. [...] Im Ergebnis wäre damit die eigentlich bezweckte Prolongation der Regelpublizität

²⁸ Vgl. *DAV-Handelsrechtsausschuß* (1997), S. 559-567.

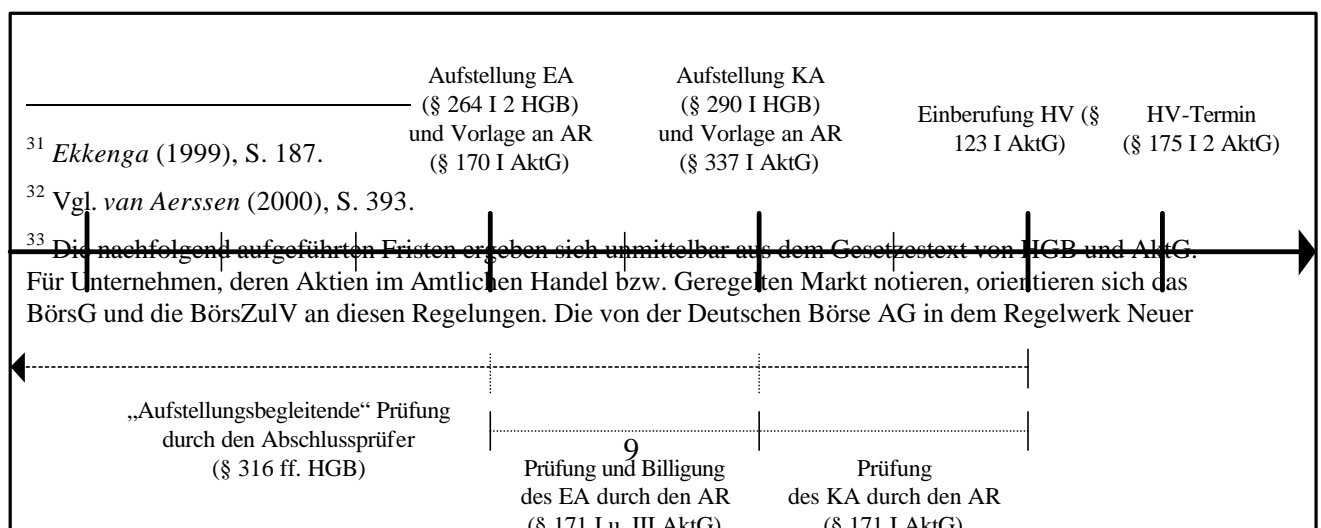
²⁹ Vgl. *Happ/Semler*, (1998), S. 133.

³⁰ Vgl. *Burgard* (1998), S. 84-87.

ausgeschaltet und durch eine Vorverlagerung der in § 325 Abs.1 HGB turnusmäßig festgesetzten Veröffentlichungstermine ersetzt“.³¹ Auch verwehrt er sich gegen die unmittelbare Verknüpfung des „Eintretens“ von Tatsachen im Sinne des § 15 WpHG an das bilanzrechtliche Realisationsprinzip gem. § 252 Abs. 1 Ziff. 4 HGB. Dieses wirke als *gläubigerschützende* Restriktionsregel dem Gebot des *True and Fair View* im Sinne von § 264 Abs. 2 HGB diametral entgegen und sei somit für eine *anlegerschutzorientierte* Regelung wie die AHP irrelevant. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht sei es nicht hinzunehmen, dass die Kapitalmarktteilnehmer von der Beobachtung und Kontrolle mehrstufiger Entscheidungsprozesse gänzlich ausgeschlossen würden. Einen Vorrang des Kapitalmarktrechts – und damit der AHP - bejaht auch *van Aerssen*, der zu erkennen meint, dass sich diese Auffassung unter den Juristen langsam durchsetzt.³²

3.2 EIN VORSCHLAG ZUR LÖSUNG DES ENTSCHEIDUNGSPROBLEMS IN BEZUG AUF DEN RICHTIGEN VERÖFFENTLICHUNGSZEITPUNKT

Ein entscheidender Aspekt, der in der dargestellten Diskussion um den *richtigen* Veröffentlichungszeitpunkt von ad-hoc-meldepflichtigen Sachverhalten aus den Ergebnissen der Regelpublizität bisher unberücksichtigt geblieben ist, ist die Rolle der Jahresabschlussprüfung. Zur näheren Beurteilung ist es jedoch zunächst erforderlich, die vom Gesetzgeber für die Auf- und Feststellung von Jahresabschluss und Konzernabschluss definierten Fristen zu analysieren.³³



31.12 31.01 28.02 31.03 30.04 31.05 30.06 31.07 31.08

Abb. 2: Wichtige Fristen in Zusammenhang mit Jahresabschluss bzw. Konzernabschluss

Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, markieren die Aufstellungsfristen für Einzel- und Konzernabschluss den ersten Meilenstein der Jahresberichterstattung. Die Aufstellung des Einzelabschlusses hat innerhalb der ersten drei Monate des neuen Geschäftsjahres zu erfolgen, die des Konzernabschlusses innerhalb der ersten fünf Monate des Konzerngeschäftsjahres. Für die ordnungsmäßige Aufstellung zeichnet der Vorstand verantwortlich.

Der Vorstand hat den aufgestellten Jahresabschluss bzw. Konzernabschluss einschließlich Lagebericht unverzüglich nach der Aufstellung dem Aufsichtsrat vorzulegen. Dieser hat den Jahresabschluss bzw. Konzernabschluss zu prüfen und der Hauptversammlung über seine Prüfung schriftlich zu berichten. Hierzu steht ihm eine Frist von einem Monat zur Verfügung, innerhalb derer er seinen Bericht dem Vorstand zuzuleiten hat. Diese kann um maximal einen Monat verlängert werden. In dem Bericht hat der Aufsichtsrat auch dazu Stellung zu beziehen, ob er den vom Vorstand aufgestellten Jahresabschluss billigt. Mit der Billigung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat ist dieser festgestellt, sofern nicht die Feststellung der Hauptversammlung übertragen wird. Die Regelungen hinsichtlich des Konzernabschlusses sind analog. Allerdings entfällt aufgrund seiner reinen Informationsfunktion die formale Feststellung. Wesentliche Grundlage für die Prüfung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat ist die Prüfung durch den Abschlussprüfer. Der Abschlussprüfer hat über das Ergebnis seiner Prüfung schriftlich zu berichten und seinen Prüfungsbericht nach § 321 Abs. 5 Satz 2 HGB unmittelbar

Markt und in den SMAX-Teilnahmebedingungen zusätzlich vorgeschriebenen verkürzten Fristen zur Einreichung der Jahresberichte bleiben hier zunächst unberücksichtigt (siehe hierzu Tabelle 2).

dem Aufsichtsrat vorzulegen. Mit der Auslieferung des Prüfungsberichts ist die Abschlussprüfung beendet. Vorher kann der Jahresabschluss nicht festgestellt werden (§ 316 Abs. 1 Satz 2 HGB). Außerdem hat der Aufsichtsrat zu dem Ergebnis der Prüfung des Abschlussprüfers Stellung zu nehmen (§ 171 Abs. 2 AktG). Daraus ergibt sich, dass der Prüfungsbericht dem Aufsichtsrat zu Beginn seiner Prüfung (am 31. März) vorliegen muss. Da bis zur Auslieferung des Prüfungsberichts, d.h. dem Ende der Abschlussprüfung, der Jahresabschluss durch den Vorstand ohne weiteres geändert werden kann, ist die Aufstellung des Jahresabschlusses in der Regel erst zu diesem Zeitpunkt beendet.³⁴ Vorlage des aufgestellten Jahresabschlusses und Vorlage des Prüfungsberichts an den Aufsichtsrat erfolgen daher zeitgleich, spätestens am 31. März (für den Konzernabschluss am 31. Mai).

Unverzüglich nach Erhalt des Berichts des Aufsichtsrats hat der Vorstand schließlich die Hauptversammlung einzuberufen. Sie hat innerhalb der ersten acht Monate des Geschäftsjahres stattzufinden und ist mindestens einen Monat vor dem Tag der Versammlung einzuberufen.³⁵

In der Praxis der Jahresberichterstattung börsennotierter Unternehmen ist jedoch gegenüber dem gesetzlich festgeschriebenen (Maximal-)Zeitraumen deutlich ein Trend hin zu einer möglichst zeitnahen Publikation der Ergebnisse und Entwicklungen des abgelaufenen Geschäftsjahres zu erkennen. Als besonders vorbildliches Beispiel schnellstmöglicher Information der Kapitalmarktteilnehmer ist hier die *Motorola, Inc.*, Schaumburg, Illinois, zu erwähnen, die bereits Anfang Januar des neuen Geschäftsjahres den Weltabschluss per 31. Dezember des Vorjahres veröffentlicht.³⁶ Neben der beachtlichen organisatorischen Leistung ist insbesondere hervorzuheben, dass es sich bei dem vorgelegten Abschluss um einen geprüften und vom Abschlussprüfer testierten Abschluss handelt.³⁷

Während Äußerungen von Vorständen zum Jahresergebnis auf Basis interner Auswertungen zu Beginn des neuen Geschäftsjahres allenfalls als vorläufig angesehen werden können und daher

³⁴ Zwar kann der Vorstand auch noch nach Ende der Abschlussprüfung und Erteilung des Bestätigungsvermerks den Jahresabschluss ändern, allerdings unterliegen die vorgenommenen Änderungen wiederum der Prüfungspflicht durch den Abschlussprüfer (§ 316 Abs. 3 Satz 1 HGB).

³⁵ Sollten die Teilnahme an der Hauptversammlung oder die Ausübung des Stimmrechts davon abhängen, dass die Aktien bis zu einem bestimmten Zeitpunkt vor der Versammlung hinterlegt werden, so gilt der Tag der letzten Hinterlegungsmöglichkeit (spätestens drei Tage vor der Hauptversammlung) als für die Bemessung der Einberufungsfrist maßgeblich.

³⁶ Für das am 31. Dezember 1999 zu Ende gegangene Geschäftsjahr 1999 veröffentlichte Motorola bereits am 17. Januar 2000 den testierten Jahresbericht. Vgl. 1999 Summary Annual Report, *Motorola*, S. 21.

³⁷ Um dies bei global operierenden Unternehmen erreichen zu können, findet die Prüfung des Rechenwerks heute in der Regel *aufstellungsbeigleitend* statt. Vgl. statt vieler *Lück* (1999).

in der Regel nur Prognosecharakter haben, müssen die Inhalte eines testierten Weltabschlusses durchaus als Tatsachen i.S.v. § 15 WpHG interpretiert werden. Hieraus ergibt sich für den Zeitpunkt der AHP von Jahresergebnissen zwischen den aufgezeigten Extrempositionen einer Meldepflicht bereits aufgrund von Erkenntnissen aus dem Rohabschluss und der eine Tatsache erst begründenden Feststellung des Abschlusses durch den Aufsichtsrat bzw. die Hauptversammlung zwangsläufig die folgende Schlussfolgerung:

Der im Anschluss an die Jahresabschlussprüfung durch den Wirtschaftsprüfer erteilte *Bestätigungsvermerk* als Zwischenschritt bei der Jahresabschlussfeststellung blieb in der dargestellten Diskussion über den richtigen Veröffentlichungszeitpunkt bisher unberücksichtigt. Mit der Erteilung des (uneingeschränkten) Bestätigungsvermerks werden die vom Vorstand ergriffenen bilanzpolitischen Maßnahmen bezüglich ihrer Rechtmäßigkeit und Angemessenheit bestätigt. Bei erheblichen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr bzw. gegenüber den Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer, die das Kriterium der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung erfüllen und somit ad-hoc-meldepflichtig sind, ist davon auszugehen, dass diese auch durch nachträgliche bilanzpolitische Eingriffe des Aufsichtsrats infolge seiner Prüfung nur noch in begrenztem Maße beeinflusst werden können.³⁸

Im Umkehrschluss bedeutet dies, *dass eine potenziell den Börsenkurs eines Wertpapiers erheblich beeinflussende Tatsache bereits in dem Moment angenommen werden muss, in dem der Abschlussprüfer die Ordnungsmäßigkeit des Jahresabschlusses sowie die den tatsächlichen Verhältnissen entsprechende Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens bzw. des Konzerns testiert*. Der Aufsichtsrat bestätigt schließlich durch seine Billigung des Abschlusses die bilanzpolitischen Maßnahmen des Vorstands hinsichtlich ihrer Zweckmäßigkeit. Demzufolge setzt die Ad-hoc-Publizitätspflicht für die Jahresergebnisziffer nach dem Ende der Prüfung durch den Abschlussprüfer ein.

Für die *Zwischenberichterstattung*, für die keine generelle Prüfungspflicht besteht³⁹, muss im Gegensatz zum (Konzern-)Jahresabschluss eine ad-hoc-meldepflichtige Tatsache bereits mit

³⁸ Der Aufsichtsrat kann zwar grundsätzlich insbesondere über die Bildung von Rückstellungen und Wertberichtigungen sowie die Ausübung von Wahlrechten und die Gewinnverwendung anderer Meinung sein als der Vorstand. Allerdings bedingt der Umstand, dass seit Inkrafttreten des KonTraG der Aufsichtsrat den Prüfungsauftrag erteilt und der Abschlussprüfer auch direkt an den Aufsichtsrat zu berichten hat, eine engere Abstimmung zwischen den Beteiligten im Rahmen des Aufstellungsprozesses. Vgl. *Happ/Semler* (1998), S. 133.

³⁹ Vgl. *Coenenberg* (2000), S. 857 ff.; Nur Zwischenberichte von Banken und Investmentgesellschaften unterliegen aufgrund aufsichtsrechtlicher Sonderregelungen der Prüfungspflicht.

Aufstellung des Zwischenberichts durch den Vorstand angenommen werden. Da die Zwischenberichte – dies gilt insbesondere für die Unternehmen am Neuen Markt und die Teilnehmer am SMAX – unverzüglich nach Aufstellung der Deutschen Börse AG zugeleitet werden müssen, sollten entsprechende Ad-hoc-Mitteilungen parallel zur Weiterleitung der Zwischenberichtsergebnisse erfolgen. Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats bleiben hiervon unberührt.

Tabelle 4 liefert eine abschließende Übersicht über die bisherigen Meinungen und den hier erörterten Vorschlag zum Eintritt der Meldepflicht einer Ad-hoc-Tatsache bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen der Regelpublizität.

[Hier Tab. 4 ‚Mehrstufige Entscheidungsprozesse‘ einfügen]

4 ÜBERLEGUNGEN ZU EINER ÖKONOMISCH SINNVOLLEN INTEGRATION VON AD-HOC- UND REGELPUBLIZITÄT

4.1 SCHWIERIGKEITEN BEI DER UMSETZUNG DER GELTENDEN REGELUNG

4.1.1 Die Schwierigkeit der Identifikation ad-hoc-meldepflichtiger Sachverhalte aus der Regelpublizität

In den Ad-hoc-Mitteilungen, die aus Anlass der Regelpublizität veröffentlicht werden, wirken sich die Schwierigkeiten der praktischen Handhabung des § 15 WpHG besonders deutlich aus. Weder der Gesetzgeber noch das BAWe haben bisher konkret definiert, wann welches Ereignis erheblich kursrelevant sein könnte. Zwar existieren Kataloge mit Beispielen von grundsätzlich zur erheblichen Kursbeeinflussung geeigneten Sachverhalten, aber bei welchem Ausmaß einer Veränderung ein Sachverhalt als kursrelevant zu gelten hat, ist nach wie vor ungeklärt.⁴⁰

Angesichts dieser Rechtsunsicherheit versucht das BAWe bereits seit 1996, den Umgang der Unternehmen mit der Regelpublizität im Rahmen der AHP mit strikt formulierten Appellen zu steuern. Diese Appelle haben beim Gros der Emittenten bislang jedoch noch nicht die gewünschte Verhaltensänderung bewirkt. Im Gegenteil ist der Missstand zu vieler und zu umfangreicher Ad-hoc-Mitteilungen über Tatsachen der Regelpublizität so groß geworden, dass sich das BAWe jüngst veranlasst sah, in einem offiziellen Schreiben an die Emittenten erneut

⁴⁰ Für Beispielkataloge vgl. *BAWe/Deutsche Börse* (1998), S. 50 f.; *Kümpel*, in *Assmann/Schneider* (1999), Fn. 3, § 15 Rdn. 66, 72; *Leis/Nowak* (2001), S. 82 ff.; *BT-Drucks. 12/6679*, S. 48.

Stellung zu nehmen: „Zwischenberichte und Jahresabschlüsse können zwar der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegende Tatsachen enthalten, es sind aber nur diese Tatsachen (z.B. ein signifikantes Gewinnwachstum) ad hoc zu veröffentlichen, nicht jedoch der gesamte, möglicherweise mehrere Seiten umfassende Bericht“.⁴¹

Empirisch manifestiert sich dieser Missstand in der Korrelation der monatlichen Verteilung der Ad-hoc-Mitteilungen mit der steigenden Anzahl von Emittenten in den Marktsegmenten Neuer Markt und SMAX, wie Abbildung 3 anschaulich belegt. Demnach werden 1999 im Durchschnitt pro Monat 258 Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht. Signifikante Ausreißer sind dabei die Monate August (326) und November (405), in denen die Veröffentlichung der jeweiligen Quartalsberichte ansteht. Dieser Anstieg verläuft parallel zur Zunahme der Notierungsaufnahmen in den Marktsegmenten, deren Emittenten zur Quartalsberichterstattung verpflichtet sind.⁴²

[Hier Abb. 3 ‚Monatliche Verteilung der Ad-hoc-Mitteilungen, Regelpublizitätstermine und Zunahme der Emittenten am Neuen Markt und SMAX‘ einfügen]

Insbesondere bei kleineren und Wachstumsunternehmen besteht also anscheinend eine Tendenz, jeden Quartalsbericht als Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen, unabhängig davon, ob er wirklich neue Tatsachen enthält, die den Aktienkurs erheblich beeinflussen können.

Für diesen Zustand können im Prinzip drei alternative Erklärungen angeführt werden: (1) die Emittenten missbrauchen gezielt die AHP für PR-Zwecke, um im Rahmen der Regelpublizität auf sich aufmerksam zu machen; (2) die Emittenten sind nicht dazu in der Lage, die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung korrekt abschätzen zu können und veröffentlichen im Zweifelsfall *lieber zuviel als zu wenig*; (3) die Emittenten werden zur nicht bestimmungsgemäßen Nutzung der AHP gedrängt, weil es keinen gleichwertigen Kommunikationskanal als Alternative gibt, um die Ergebnisse der Regelberichterstattung (unabhängig von ihrer Kursrelevanz) schnell und effizient den Teilnehmern des Kapitalmarktes mitzuteilen.

ad (1): Missbrauch der AHP für PR-Zwecke ist primär kein betriebswirtschaftliches, sondern ein juristisches Problem. Unterstellt man, dass ein gezielter Missbrauch der AHP durch die

⁴¹ BAWe (2000a). Ähnlich auch im Jahresbericht 1999 des BAWe (2000b).

⁴² Der sprunghafte Anstieg der Unternehmen im September 1999 erklärt sich dadurch, dass die 108 Unternehmen, die sich seit April für eine Teilnahme am SMAX qualifiziert haben, erstmals zum 30. September 1999 einen Zwischenbericht erstellen mussten.

Emittenten ökonomisch rational ist,⁴³ kann nur der Gesetzgeber oder das BAWe als dessen exekutive Ordnungsinstanz eingreifen, um sie davon abzuhalten; ad (2): die Bestimmung der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung bei der Veröffentlichung von Ergebnissen ist ein evidenten Problem, dessen Lösung im angemessenen Umgang mit den Erwartungen des Kapitalmarktes gesucht werden muss; ad (3): wenn die Emittenten die AHP nicht gezielt, sondern „gezwungenermaßen“ missbrauchen, weil es keine Informationskanäle gibt, um die periodischen Ergebnisse unverzüglich mit der gleichen Beachtung durch die Marktteilnehmer diesen zukommen zu lassen, liegt ein Strukturproblem hinsichtlich der Verbreitung von Unternehmensdaten in Deutschland vor, das durch Etablierung eines integrierten elektronischen Berichtserfassungs- und Informationssystems gelöst werden kann. Dieses wird in Abschnitt 4.2 vorgestellt.

4.1.2 Die Schwierigkeit der Berücksichtigung von Prognosen und Erwartungen am Kapitalmarkt

Pellens/Fülbier (2000) argumentieren, dass das wesentliche Gütekriterium einer kapitalmarktorientierten Rechnungslegung die Prognosefähigkeit der bereitgestellten Rechnungslegungsdaten ist, da nur solche den Investoren entscheidungsrelevante Informationen liefern.⁴⁴ Die Prognosefähigkeit ist nicht damit zu verwechseln, dass auch tatsächlich Prognosen von den Emittenten veröffentlicht werden.⁴⁵ In der Praxis der AHP werden aber gerade im Umgang mit Prognosen in Zusammenhang mit der Regelpublizität die offensichtlichen Schwierigkeiten der Emittenten im Umgang mit den Erwartungen des Kapitalmarktes besonders deutlich.

Grundsätzlich sind Prognosen oder Werturteile nicht als Tatsachen i. S. d. WpHG zu betrachten. Auch Prognosen von Vorstandsvorsitzenden sind keine Tatsachen, die der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen. Allenfalls die den Prognosen zugrundeliegenden Fakten oder

⁴³ Theoretisch denkbar sind die Ausnutzung von temporären Ineffizienzen am Kapitalmarkt oder Wettbewerbsvorteile im Produktmarktbereich bei kleinen Wachstumsunternehmen, die über die AHP ihren Bekanntheitsgrad erhöhen können.

⁴⁴ Vgl. *Pellens/Fülbier* (2000), S. 582.

⁴⁵ Es geht um die Prognosefähigkeit veröffentlichter Daten, also auch um die Prognosefähigkeit von manifestierten Tatsachen. Beispielsweise kann die Veröffentlichung eines (vergangenen, geprüften und testierten) Jahreserfolges, der auf Basis einer Marktbewertung generiert wurde, eine höhere Prognosefähigkeit aufweisen, als ein auf historischen Kosten basierender Jahreserfolg. Für diese Anmerkung danken wir einem anonymen Gutachter.

Ergebnisse können nach § 15 WpHG publizitätspflichtig sein. Dennoch werden häufig Prognosen in Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht.

Die Abgrenzung im Einzelfall erweist sich als schwierig. Kein Emittent ist dazu verpflichtet, die Öffentlichkeit über das Jahresergebnis zu informieren, ehe der Jahresabschluss vom Vorstand aufgestellt und vom Abschlussprüfer geprüft und damit die Ordnungsmäßigkeit bestätigt worden ist. Es ist jedoch zumindest denkbar, dass einer (erheblich von den Erwartungen abweichenden) Prognose des Vorstands Einzeltatsachen zu Grunde liegen, die als kursrelevante neue Tatsache nach § 15 WpHG publizitätspflichtig sind.

Auch die Korrektur von veröffentlichten Prognosen, die zu Erwartungen der Anleger geworden sind, durch eingetretene Tatsachen kann in hohem Maße kursrelevant und damit ad-hoc-publizitätspflichtig sein. So kann bei falsch prognostizierten Umsatz- oder Ergebniszahlen eine Ad-hoc-Publizitätspflicht eintreten, die ohne eine zuvor verkündete Fehlprognose nicht hätte eintreten müssen. Dies gilt unabhängig davon, ob die falsche Prognose durch eine Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG oder auf andere Weise bekannt gemacht worden ist. In diesem Zusammenhang ist auch die vermehrt auftretende AHP bei Gewinnwarnungen zu erwähnen. Laut BAWe sind Gewinnwarnungen nur dann zu publizieren, wenn sie auf Tatsachen beruhen und auch die anderen Tatbestandsvoraussetzungen des § 15 WpHG erfüllt sind.⁴⁶ Eine Pflicht zur AHP bestehe z.B. nicht, wenn der Vorstand wegen einer Verschlechterung des allgemeinen Geschäftsklimas zu einer weniger positiven Einschätzung komme. Eine Tatsache werde erst mit der Aufstellung konkreter Zahlen – z.B. eines unterjährigen Zwischenstatus – geschaffen, bei der sich erhebliche Abweichungen zum Vorjahr oder den Erwartungen des Kapitalmarktes ergeben.

Voraussetzung für eine sinnvolle Berücksichtigung der Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer ist also eine trennscharfe Abgrenzung von (1) Tatsachen, (2) Prognosen, die (2a) bereits oder (2b) noch nicht in den Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer enthalten sind, und (3) bloßen Werturteilen oder Meinungsäußerungen von Unternehmensinsidern. Nur (1) und (2b) können überhaupt die Tatbestandsvoraussetzungen der AHP erfüllen.

⁴⁶ Vgl. BAWe (2000b), S. 31.

4.2 VORSCHLAG EINES SYSTEMS ZUR STANDARDISIERTEN ERFASSUNG UND VERBREITUNG VON UNTERNEHMENS DATEN

Der Einfluss der Akteure an den globalen Kapitalmärkten auf das Publizitätsverhalten börsennotierter Unternehmen schlägt sich nicht zuletzt in den verschiedenen freiwilligen Anstrengungen der Unternehmen nieder, die auch ohne entsprechende Regelungen zu einer stärker kapitalmarktorientierten Unternehmensberichterstattung in Deutschland geführt haben.⁴⁷ Dennoch muss aus heutiger Sicht festgestellt werden, dass aufgrund fehlender Standardisierung die Vergleichbarkeit der von den Unternehmen zur Verfügung gestellten Informationen nicht immer gegeben ist. Dies gilt insbesondere für die Quartalsberichterstattung der Unternehmen am Neuen Markt und der SMAX-Teilnehmer, wo unterschiedliche Rechnungslegungsstandards verbunden mit uneinheitlicher Berichtstiefe und -qualität die vergleichende Bewertung erschweren. Hinzu kommt das bereits beschriebene Spannungsfeld zwischen den unterschiedlichen Publizitätspflichten und -kanälen.

Es stellt sich daher die Frage, wie im ‚digitalen Zeitalter‘ eine kapitalmarktorientierte Ergebnispublizität aussehen könnte, die den Anforderungen der Kapitalmarktteilnehmer genügen und gleichzeitig das Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung und AHP auflösen kann.⁴⁸ Hierzu wird im folgenden zunächst kurz auf das elektronische Berichtserfassungs- und Informationssystem EDGAR der SEC in den USA eingegangen, bevor abschließend ein Vorschlag für ein entsprechendes Kommunikationssystem für Deutschland vorgestellt wird.

4.2.1 Die US-amerikanische Umsetzung der Kommunikation von Ad-hoc- und Regelberichtspublizität – Das elektronische Filing-System der SEC (EDGAR)

1993 begann die SEC damit, die Verwaltung von Unternehmensberichten an das eigens dafür eingerichtete, privatwirtschaftlich organisierte elektronische Filing-System EDGAR (*Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval*) zu übertragen.⁴⁹ Vordringliches Ziel dabei

⁴⁷ Neben den obengenannten Anstrengungen hin zu einer möglichst zeitnahen Unternehmensberichterstattung (vgl. Abschnitt 3.3) sind hier weiterhin die freiwillige Veröffentlichung von Quartalsberichten sowie die Rechnungslegung nach international anerkannten Standards – auch schon vor Inkrafttreten des Kapitalaufnahme erleichterungsgesetzes (KapAEG) im April 1998 – anzuführen.

⁴⁸ Zum Einfluss der technologischen Entwicklung auf die Kommunikation auf Kapitalmärkten vgl. *Ordelheide* (1999), S. 243 ff.

⁴⁹ Quelle: <http://ftp.sec.gov/edaux/news/dereg2k.html>; Die regulatorischen Grundlagen zu EDGAR finden sich in der *Regulation S-T (Governing Electronic Filing)*, in der die SEC die Regeln der elektronischen Übermittlung von Unternehmensberichten formuliert. Zugriff auf die im EDGAR-System erfassten Unternehmensberichte hat man im Internet unter der Adresse <http://www.edgar-online.com>.

war es, die Effizienz und damit die Fairness an den US-amerikanischen Wertpapiermärkten zu erhöhen.

Mit dem EDGAR-System gelang es der SEC, die Effizienz der Datenverarbeitung signifikant zu steigern und damit die Bearbeitungszeiten soweit zu verkürzen, dass Informationen innerhalb von Minuten nach Einreichung der jeweiligen Unternehmensdaten durch die Emittenten an die Marktteilnehmer weitergegeben werden können.⁵⁰ Dies gilt insbesondere für die Regelberichterstattung gemäß Form 10-K und Form 10-Q sowie für die Ad-hoc-Berichterstattung gemäß Form 8-K, aber auch für diverse weitere Formblätter. Mit Abschluss der Einführungsphase müssen seit Mai 1996 alle öffentlich notierten inländischen Gesellschaften ihre Pflichtberichterstattung über EDGAR abwickeln.⁵¹

4.2.2 Konzept eines Deutschen Gesamtkommunikationssystems für Ad-hoc- und Regelpublizität (DGAR)

Die Bedeutung der Regelberichterstattung für die Bewertung von Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt wird von zahlreichen empirischen Studien belegt.⁵² Für den US-amerikanischen Kapitalmarkt ist zudem die relativ höhere Kapitalmarktrelevanz prüfungspflichtiger Jahresabschlussinformationen im Vergleich zu ungeprüften Bestandteilen des Geschäftsberichtes empirisch nachgewiesen worden.⁵³ Für die möglichst zeitnahe Informationsversorgung der Kapitalmärkte wäre es notwendig, wenn gerade auch für die in ihrer Quantität noch weiter zunehmende Regelberichterstattung deutscher Unternehmen ein separater Kanal zur Erfassung und Verbreitung dieser Informationen zur Verfügung stünde, um so einer (weiter) ansteigenden Belastung der AHP mit Sachverhalten aus der Regelpublizität vorzubeugen.⁵⁴

Ein *Deutsches Gesamtkommunikationssystem für Ad-hoc- und Regelpublizität* (DGAR) müsste vor allem zwei Anforderungen erfüllen: (1) die Rechnungslegungsdaten müssen von den

⁵⁰ Das EDGAR-System ist in der Lage, elektronisch zur Verfügung gestellte Unternehmensdaten derjenigen Unternehmen, die zur Einreichung ihrer Daten verpflichtet sind, aufzunehmen und zu validieren. Es führt weiterhin die Indexierung, Annahme und Weiterleitung der Informationen vollautomatisch durch.

⁵¹ Quelle: <http://www.sec.gov/edaux/wedgar.htm>.

⁵² Vgl. statt vieler *Coenenberg/Henes* (1995) oder *Harris et al.* (1995).

⁵³ Vgl. *Davis-Friday et al.* (1999), S. 403 ff.

⁵⁴ Neben den Unternehmen am Neuen Markt und den SMAX-Teilnehmern sind seit dem 1. Januar 2001 auch alle Emittenten, die in den Auswahlindizes DAX und MDAX erfasst werden, zur regelmäßigen Veröffentlichung von Quartalsberichten verpflichtet.

Emittenten in *standardisierter* Form elektronisch übermittelt werden, so dass die Analyse und Transformation der Daten - z.B. in entsprechende Kennzahlen - problemlos möglich sind (*Standardisierungserfordernis*); (2) der Kommunikationskanal muss geeignet sein, die Adressaten der Ad-hoc- und Regelpublizität – also nicht nur die Bereichsöffentlichkeit sondern alle Stakeholder des Unternehmens, die ein berechtigtes Interesse an den Ergebnissen seiner Rechnungslegung haben – unverzüglich zu erreichen (*Distributionserfordernis*).⁵⁵ Hierzu ist es notwendig, dass ein integriertes System geschaffen wird, das aber über die für eine klare Differenzierung zwischen Ad-hoc- und Regelpublizität erforderliche Segmentierung verfügt.

ad (1): Da die Deutsche Börse AG von den Unternehmen am Neuen Markt bereits heute die elektronische Übermittlung der Jahres- und Quartalsergebnisse verlangt, ist eine wichtige Voraussetzung für das DGAR in Bezug auf die Erfassung von Daten der Regelberichterstattung bereits teilweise erfüllt. Ungelöst ist z. Zt. noch das Problem der Standardisierung in Bezug auf Form und Inhalte der Veröffentlichungen.⁵⁶ Gleiches gilt für das Gros der von den Emittenten über die DGAP veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilungen.

ad (2): Ein allen Stakeholdern des Unternehmens gleichermaßen – beispielsweise über das Internet – zugängliches Informationssystem könnte eine zeitnahe und gleichmäßige Verbreitung von Unternehmensdaten gewährleisten. Bei einer klaren Trennung von Ad-hoc-Mitteilungen und Unternehmensberichten – ggf. verbunden mit einem aktuellen Unternehmenskalender, der die wichtigsten Veröffentlichungs- und Veranstaltungstermine enthält – könnte hier sichergestellt werden, dass der jeweiligen besonderen Informationsfunktion der unterschiedlichen Publizitäten Rechnung getragen wird. Durch die Segmentierung wird gleichzeitig auch der Anreiz begrenzt, den Ad-hoc-Kanal lediglich aus Gründen der Öffentlichkeitswirkung zu verwenden, weil andere traditionelle Kanäle nicht die gleiche Aufmerksamkeit beim Anlegerpublikum erzielen.

[Hier Abbildung 4 einfügen „Konzept eines deutschen Gesamtkommunikationssystems für Ad-hoc- und Regelpublizität (DGAR)“]

⁵⁵ Diese Distributionsfunktion kann zwar grundsätzlich auch von Nachrichtenagenturen erfüllt werden, allerdings besteht das Problem, dass hierdurch wiederum keine einheitliche Aufbereitung bzw. Darstellung wesentlicher Unternehmensdaten aus der Regelberichterstattung erreicht werden kann.

⁵⁶ Die Quartals- und Jahresabschlüsse werden momentan einfach als PDF-Datei von den Emittenten an einen IT-Dienstleister geliefert, der die Informationen ins Internet stellt und an die Deutsche Börse weiterleitet.

Das in Abbildung 4 skizzierte Konzept eines DGAR verdeutlicht die Vorteile eines solchen Systems: Zum einen kommt es zu der angestrebten Trennung von Regel- und Ad-hoc-Publizität. Damit einher gehen würde aber auch eine stärkere Betonung der rein fakten- bzw. zahlenbasierten Kommunikation von Unternehmensdaten. Zwar hat die DGAP auch wegen der zunehmenden Kritik einer Überfrachtung der AHP die Einrichtung eines weiteren Berichtskanals geplant. Gerade die Trennung von *News vs. Numbers* wird mit dem von der DGAP im Januar 2001 startenden *Corporate News-Service* aber nicht erreicht – im Gegensatz zum DGAR-Konzept. Der *Corporate News-Service* in der vorgesehenen Form eignet sich lediglich für eine Kanalisierung der traditionellen Kommunikationswege wie Pressemitteilungen und –konferenzen oder auch Analystenveranstaltungen außerhalb der AHP. Ein entscheidender Vorteil der Einführung eines DGAR ist darüber hinaus die Möglichkeit, durch weitere Segmentierung eines einmal akzeptierten Nachrichtensystems zur Verbreitung von kursrelevanten Daten und Nachrichten die Effizienz der Kapitalmarktkommunikation weiter zu steigern. So wäre eine sinnvolle Erweiterung des DGAR beispielsweise die Einrichtung eines Kanals für die freiwillige Veröffentlichung solcher Insidertatsachen, die nicht der Pflicht zur AHP unterliegen, welche aber die Emittenten aufgrund ihrer Kursrelevanz präventiv dann publizieren sollten, wenn durch Gerüchtebildung oder Informationslücken keine Geheimhaltung mehr möglich erscheint (*Inside News*).⁵⁷ Ebenso wäre die freiwillige (oder in Zukunft infolge des 4. FiFöG evtl. geforderte) Veröffentlichung von Wertpapiertransaktionen des Managements oder anderer Insider wie z.B. der Altaktionäre über das DGAR-System möglich.⁵⁸

Die idealtypische Konzeption eines datenbankbasierten Rechnungslegungs- und Publizitätssystem wie *Pellens et al.* es vorschlagen stellt eine sinnvolle Ergänzung der hier beschriebenen Kommunikationskanäle dar.⁵⁹ Hierdurch würde den verschiedenen Stakeholder-Gruppen eines Unternehmens die Möglichkeit eröffnet, sich über die Minimalanforderungen eines DGAR hinaus die für sie relevanten Abschlussdaten direkt aus den Rohdaten des Unternehmens zusammenstellen zu können. Damit würde die standardisierte Grundversorgung

⁵⁷ Dieses Vorgehen legt den Emittenten der Vize-Präsident des BAWe nahe. Vgl. *Dreyling* (2000), S.142. Für den konkreten Fall von Übernahmen empfiehlt dies *Nowak* (1999), der empirische Evidenz von *Böhmer/Löffler* (1999) verwendet.

⁵⁸ Vorbild könnte hier wiederum das EDGAR-System in den USA sein, dass für jeden relevanten Sachverhaltsbereich eine eigene Website bereitstellt. Im Falle von Insidertransaktionen ist das www.insidertrader.com.

⁵⁹ Vgl. *Pellens et al.* (1999), S. 55 ff.

der breiten Öffentlichkeit schließlich um eine den individuellen Bedürfnissen der unterschiedlichen Rechnungslegungsadressaten entsprechende Darstellung ergänzt.

5 THESENFÖRMIGE ZUSAMMENFASSUNG

- (1) Auch sechs Jahre nach Inkrafttreten des WpHG besteht bei den Unternehmen weiterhin große Unsicherheit hinsichtlich der ordnungsmäßigen Anwendung der Vorschriften zur AHP.
- (2) Wie sich aus der zahlenmäßigen Entwicklung der Ad-hoc-Mitteilungen ableiten lässt, wird die Berichterstattung gemäß § 15 WpHG heute mit Sachverhalten aus der Regelpublizität inflationiert.
- (3) Das im Zusammenhang mit der Regelberichterstattung wichtige Problemfeld der mehrstufigen Entscheidungsprozesse bei börsennotierten Aktiengesellschaften wurde bisher fast ausschließlich in der juristischen Literatur behandelt. Betriebswirtschaftliche Ansätze zum Umgang mit dem Spannungsfeld zwischen Regelberichterstattung und AHP liegen so gut wie gar nicht vor. Der vorliegende Beitrag nimmt diesbezüglich zur Rolle der Abschlussprüfung hinsichtlich des Veröffentlichungszeitpunkts Stellung.
- (4) Ein ganzheitlicher Lösungsansatz, der den Bedürfnissen der Kapitalmarktteilnehmer nach zeitnahen und vergleichbaren Unternehmensdaten Rechnung trägt und dabei gleichzeitig die gesetzlichen Anforderungen berücksichtigt, besteht in der Einrichtung eines integrierten Informationserfassungs- und -verarbeitungssystems für Ad-hoc- und Regelpublizität (*Deutsches Gesamtinformationssystem für Ad-hoc- und Regelpublizität*, DGAR). Durch die Einrichtung eines von den Kapitalmarktteilnehmern entsprechend beachteten Informationssystems DGAR könnte darüber hinaus ein wichtiger Beitrag zur Verbesserung der Transparenz dahingehend geleistet werden, dass die prognostizierbare Inflation der AHP durch Regelpublizitätssachverhalte wirkungsvoll eingedämmt werden kann und auch weitere relevante Sachverhaltsgruppen unter dem Dach eines DGAR wirkungsvoll verbreitet werden können.

Literatur

- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider Uwe H. (Hrsg.) (1999): Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, 1999.
- Baetge, Jörg (Hrsg.) (1995): Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, IDW-Verlag: Düsseldorf, 1995.
- Böhmer, Ekkehard/Löffler, Yvonne (1999): Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarkts. Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 51, 4/1999, 299-324.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (2000a): Schreiben an die Vorstände der zum amtlichen Handel oder zum geregelten Markt zugelassenen Aktiengesellschaften sowie die persönlich haftenden Gesellschafter der zum amtlichen Handel oder zum geregelten Markt zugelassenen Kommanditgesellschaften auf Aktien zum Missbrauch der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) vom 22. März 2000.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (2000b): Jahresbericht 1999, Frankfurt am Main, 2000.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1999a): Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 AktG, Schreiben an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften, Frankfurt am Main, 28. Juni 1999.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1999b): Jahresbericht 1998, Frankfurt am Main, 1999.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1998a): Jahresbericht 1997, Frankfurt am Main, 1998.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1998b): Erfahrungen aus der Wirtschaft, AG Report, Die Aktiengesellschaft, 8/1998, 327-330.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1997a): Keine Konflikte zwischen Ad-hoc- und Regelpublizität, Frankfurt am Main, März 1997.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1997b): Jahresbericht 1996, Frankfurt am Main, 1997.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1997c): Schreiben an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften, Frankfurt am Main, Oktober 1997.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1996a): Bekanntmachung zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität vom 9. Juli 1996, Bundesanzeiger Nr. 133 vom 19. Juli 1996, 8167.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1996b): Jahresbericht 1995, Frankfurt am Main, November 1996.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (1996c): Bedeutende Stimmrechtsanteile an amtlich notierten Aktiengesellschaften zum 30. September 1996, Frankfurt am Main, Dezember 1996.
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel/Deutsche Börse AG (1998): Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage, 1998.
- Bundesministerium der Finanzen (1992): Konzept Finanzplatz Deutschland, Wertpapier-Mitteilungen, Nr. 10/1992, S. 420-423.
- Burgard, Ulrich (1998): Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 162, 1998, 51-100.
- Cahn, Andreas (1998): Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 162, 1998, 1-50.

Casper, Matthias: Mißbrauch von Ad-hoc-Meldungen steigt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 20. Mai 1999.

Coenenberg, Adolf G. (1997): Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, 17. Auflage, Landsberg am Lech 2000

Coenenberg, Adolf G./Federspieler, Christian (1999): Zwischenberichtspublizität in Europa. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 41; 1999, S. 167-198.

Coenenberg, Adolf G./Henes, Frank (1995): Der Informationsgehalt der Zwischenberichtspublizität nach § 44 b Börsengesetz, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 47, 1995, 969-995.

Davis-Friday, Paquita Y./Folami, L. Buky/Liu, Chao-Shin/Mittelstaedt, H. Fred (1999): The Value Relevance of Financial Statement Recognition vs. Disclosure: Evidence from SFAS No. 106, Accounting Review 74, 1999, S. 403-423.

Deutscher Anwaltsverein e.v. – Handelsrechtssausschuss: Anwendung des § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, Die Aktiengesellschaft, 12/1997, 559-567.

Diehl, Ulrike/Loistl, Otto/Rehkugler, Heinz (1998): Effiziente Kapitalmarktkommunikation, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1998, 272 S.

Dreyling, Georg (2000): Zur Frage der Kurserheblichkeit im Rahmen der Ad-hoc Publizität und im Insiderrecht des Wertpapierhandelsgesetzes; in: Riekeberg, Marcus/ Stenke, Karin: Banking 2000 Perspektiven und Projekte, Wiesbaden: Gabler, 2000, 131-142.

Ekkenga, Jens (1999): Die Ad-hoc-Publizität im System der Marktordnungen, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 1-2/1999, 165-201.

Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work, Journal of Finance 25, 1970, 383-417.

Fama, Eugene F. (1991): Efficient Capital Markets II, Journal of Finance 46, 1991, 1575-1617.

Finanzausschuss des Deutschen Bundestages: Bundestags-Drucksache 12/7918.

Fülbier, Rolf Uwe (1999): 5 Jahre Ad-hoc-Publizität: Ein Zwischenergebnis, Steuern und Bilanzen (StuB), 1. Jg. (1999), S. 1260-1267.

Fülbier, Rolf Uwe (1998): Regulierung der Ad-hoc-Publizität: Ein Beitrag zur ökonomischen Analyse des Rechts, Wiesbaden: Gabler, 1998.

Fürhoff, Jens/Wölk, Armin (1997): Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität, Wertpapier-Mitteilungen, 10/1997, 449-459.

Gerke, Wolfgang/Bank, Matthias/Lucht, Georg (1996): Die Wirkungen des WpHG auf die Informationspolitik der Unternehmen, Die Bank, 10/1996, 612-616.

Grundsatzkommission Corporate Governance: Corporate Governance-Grundsätze ('Code of Best Practice') für börsennotierte Gesellschaften, Juli 2000.

Gruppe Deutsche Börse (2000a): Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, Stand 28. Dezember 2000.

Gruppe Deutsche Börse (2000b): Regelwerk Neuer Markt, Stand 01.07.2000.

Gruppe Deutsche Börse (2000c): SMAX-Teilnahmebedingungen, Stand 01.07.2000.

Gruson, Michael/Wiegman, William J. (1995): Die Ad-hoc-Publizität nach amerikanischem Recht und die Auslegung von §15 WpHG, Die Aktiengesellschaft, 4/1995, 173-181.

Happ, Wilhelm/Semler, Johannes (1998): Ad-hoc-Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz – Zum Begriff der „Tatsache“ in § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 1/1998, 116-141.

- Harris, Trevor/Lang, Mark/Möller, Hans Peter (1995): Zur Relevanz der Jahresabschlußgrößen Erfolg und Eigenkapital für die Aktienbewertung in Deutschland und den USA, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 47, 1995, 996-1028.
- Hommelhoff, Peter (2000): Anlegerinformationen im Aktien-. Bilanz- und Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 4-5/2000, S. 748-775.
- Kiem, Roger/Kotthoff, Jost (1995): Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, Der Betrieb, 1995, 1999-2004.
- Kleinmann, Niko J. (1999): Die Wirkung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Finanz Betrieb 9/1999, 254-262.
- Kleinmann, Niko J. (1998): Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG. Notwendigkeit einer segmentspezifischen Deregulierung, Sternenfels/Berlin: Verlag Wissenschaft & Praxis, 1998, 280 S.
- KPMG (1999): Rechnungslegung nach US-amerikanischen Grundsätzen, Berlin, 1999.
- Kübler, Friedrich (1995): Institutioneller Gläubigerschutz oder Kapitalmarkttransparenz? Rechtsvergleichende Überlegungen zu den „stillen Reserven“, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 159, 1995, S. 550-566.
- Kümpel, Siegfried (1997): Aktuelle Fragen der Ad-hoc-Publizität, Die Aktiengesellschaft, 2/1997, 66-73.
- Kümpel, Siegfried (1996a): Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität aus Bankensicht, Wertpapier-Mitteilungen, 15/1996, 653-662.
- Kümpel, Siegfried: Wertpapierhandelsgesetz (Eine systematische Darstellung), Berlin: Erich Schmidt Verlag, 1996b, 207 S.
- Kümpel, Siegfried (1994): Zum Begriff der Insidertatsache, Wertpapier-Mitteilungen, 1994, 2137-2176.
- Leis, Josef/Nowak, Eric (2001): Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, 2001.
- Loistl, Otto (1995): Empirisch fundierte Messung kursrelevanter Tatsachen, Die Bank, 4/1995, 232-237.
- Lück, Wolfgang (1999): Prüfung der Rechnungslegung, Jahresabschlußprüfung, München Oldenbourg, 1999.
- Motorola, Inc. (2000): 1999 Summary Annual Report, Schaumburg (Illinois), 2000.
- Müller, Michael/Leven, Franz-Josef (Hrsg.) (1998): Shareholder Value Reporting - Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, 1998.
- Nowak, Eric: Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen – Neue Erkenntnisse aus der empirischen Kapitalmarktforschung, Der Betrieb, 12/99, 601-604.
- Oerke, Marc: Ad-Hoc-Mitteilungen und deutscher Kapitalmarkt: Marktreaktion auf Informationen, Wiesbaden: DUV, 1999.
- Pellens, Bernhard (1991): Ad-hoc-Publizitätspflicht des Managements börsennotierter Unternehmen nach § 44 BörsG, Die Aktiengesellschaft, 36. Jg., 1991, S. 62-68.
- Pellens, Bernhard (1998): Internationale Rechnungslegung, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, 1998.
- Pellens, Bernhard/Fülbier, Rolf Uwe (2000): Differenzierung der Rechnungslegungsregulierung nach Börsenzulassung, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 4-5/2000, S. 574-593.
- Pellens, Bernhard/Fülbier, Rolf Uwe (1995a): Ad-hoc-Publizität, Die Betriebswirtschaft, 1995, 255-257.

- Pellens, Bernhard/ Fülbier, Rolf Uwe (1995b): Gestaltung der Ad-hoc-Publizität unter Einbeziehung internationaler Vorgehensweisen, in: Baetge, Jörg (Hrsg.), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, IDW-Verlag: Düsseldorf, 1995.
- Pellens, Bernhard/ Fülbier, Rolf Uwe (1994): Publizitätspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz – Ausgestaltung unter Berücksichtigung anglo-amerikanischer Regulierungen, Der Betrieb, 1994, S. 1381-1385.
- Pellens, Bernhard/Fülbier, Rolf Uwe/Gassen Joachim (1998): Unternehmenspublizität unter veränderten Marktbedingungen, in: Börsig, C./Coenenberg, A. G. (Hrsg.): Controlling und Rechnungswesen im internationalen Wettbewerb - Kongreß-Dokumentation des 51. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tages 1997, Stuttgart 1998, 55 - 69.
- Röder, Klaus (2000): Die Informationswirkungen von Ad-hoc-Meldungen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 5, 2000, S. 567-593.
- Schander, Albert A./Lucas, Johannes H. (1998): Veränderung der Börsen: der zunehmende Stellenwert der Information, in: Müller, Michael/Leven, Franz-Josef (Hrsg.): Shareholder Value Reporting - Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, 1998.
- Schipper, Katherine (1995): Notes on The Corporation as Contract, University of Chicago, 1995.
- Schwark, Eberhard (2000): Ad-hoc-Publizität und Insiderrecht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen. In Westermann, Harm Peter/Mock, Klaus: Festschrift für Gerold Bezenberger zum 70. Geburtstag. Berlin, 2000, S.771-795.
- Süßmann, Rainer (1997): Insiderhandel – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, Die Aktiengesellschaft, 2/1997, 63-65.
- van Aerssen, Rick (2000): Erwerb eigener Aktien und Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapier-Mitteilungen, 8/2000, 391-406.
- Vaupel, Christoph (1999): Zum Tatbestandsmerkmal der erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad-hoc Publizität, Wertpapier-Mitteilungen, 11/1999, 521-535.
- Volk, Klaus (1999): Die Strafbarkeit von Absichten im Insiderhandelsrecht, Betriebs-Berater, 2/1999, 66-71.
- Wittich, Georg: Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland, Die Aktiengesellschaft, 1/1997, 1-5.

Tatbestandsmerkmal	Konkretisierung
Tatsache	<ul style="list-style-type: none"> - BGH: konkrete, nach Zeit und Raum bestimmte, der Vergangenheit oder der Gegenwart angehörige Geschehnisse oder Zustände (NJW 81, 1562). - BAWe/Deutsche Börse (1998): Vorgang der Vergangenheit oder der Gegenwart, der einer objektiven Klärung zugänglich ist und als etwas Geschehenes oder Vorhandenes bewiesen werden kann. - Im Kontext des § 15 WpHG: Ereignisse (Vorgänge, Geschehnisse, Fakten, Ergebnisse), die nicht mehr veränderbar sind durch Markt- oder Vertragsentwicklungen oder Gremienbeschlüsse. - Negative Abgrenzung (BVerfG 77, 362): Tatsachen stehen im Gegensatz zu Werturteilen oder Urteilen. - Negative Abgrenzung Gesetzesbegründung (Deutscher Bundestag, Drucks. 12/6679): Keine Tatsachen sind Ereignisse, deren Konsequenzen noch nicht feststehen, weil deren Wirksamkeit noch aufgehoben werden kann oder noch Gegenmaßnahmen möglich sind. - Negative Abgrenzung (BAWe/Deutsche Börse): Keine Tatsachen sind Werturteile (Meinungsäußerungen, Rechtsauffassungen, persönliche Ansichten). Sie können nur dann Tatsachencharakter gewinnen, wenn sie mit der Mitteilung von Fakten einhergehen.
Nicht öffentlich bekannt	<ul style="list-style-type: none"> - Öffentlich bekannt ist eine Tatsache, wenn es <i>einer unbestimmten Anzahl von Personen</i> möglich ist, von ihr Kenntnis zu nehmen. Öffentlich bekannt ist eine Tatsache aber <i>auch bereits dann, wenn</i> die sog. <i>Bereichsöffentlichkeit hergestellt</i> ist (Deutscher Bundestag, Drucks. 12/6679). - Bereichsöffentlichkeit ist die Gesamtheit der professionellen Marktteilnehmer, nicht etwa das breite Anlegerpublikum.
Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf	<ul style="list-style-type: none"> - „allgemeiner Geschäftsverlauf“ als weit zu fassender juristischer Auffangtatbestand aller „Unternehmensentscheidungen, die aus Sicht des Kapitalmarktes Auswirkungen auf die wirtschaftliche Lage des Unternehmens haben können“ (Schwark, 2000, S. 778). - Gesetzesbegründung zu § 15 WpHG: Die Einbeziehung des allgemeinen Geschäftsverlaufs betrifft <i>die gesamte Geschäftstätigkeit</i> des Unternehmens. - Aufgrund der Formulierung „Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf“ wird praktisch alles, was im Tätigkeitsbereich des Emittenten geschäftlich eintritt, davon erfaßt. - Finanzausschuss des Bundestages: Der Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG unterliegen Tatsachen, die nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berichterstattung eine Angabepflicht im Lagebericht verursachen, soweit es sich um Tatsachen handelt, die geeignet sind, den Börsenpreis des betreffenden Wertpapiers erheblich zu beeinflussen. - <i>Pellens/Fülbier</i> (1995b): Auslösung eines Buchungsvorfalles oder die Pflicht zur Aufnahme in den Lagebericht.
Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	<ul style="list-style-type: none"> - Dreyling (2000, S. 136): Tatsachen müssen „geeignet sein, nicht aber geeignet gewesen sein, eine erhebliche Kursveränderung herbeizuführen“. - Gesetzesbegründung (Deutscher Bundestag, Drucks. 12/6679): Maßgeblich ist der „Einzelfall unter Zugrundelegung der allgemeinen Lebenserfahrung“ - Vaupel (1999): Anwendung von § 8 der Bedingungen für die Geschäfte an den deutschen Wertpapierbörsen (GeschB), in denen festgelegt ist, dass der Kursmakler erheblich vom letzten Kurs abweichende, erwartete Veränderungen von mehr als 5 Prozent des Kurswertes mit ‚+‘ bzw. ‚-‘ anzuzeigen hat. - Kümpel (1994, S. 2137ff.): „eine der schwierigsten Aufgaben bei der Anwendung des § 15 WpHG überhaupt“.

Tab. 3: Tatbestandsmerkmale gem. § 15 WpHG

Tab. 4: Eintritt der Meldepflicht einer Ad hoc-Tatsache aus der Regelpublizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen

<i>Ereignis (falls kursrelevant)</i>	<i>Jahresabschluß</i>	<i>Konzernabschluss (nach HGB, IAS oder US-GAAP)</i>	<i>Zwischenergebnis</i>
Meinung			
DAV- Handelsrechts- ausschuß (1997)	Billigung durch AR	Prüfung durch AR	Prüfung des Zahlenwerks durch Vorstand ¹
BAWe/Deutsche Börse AG (1998)	Aufstellung durch Vorstand	Aufstellung durch Vorstand	Aufstellung durch Vorstand
Burgard (1998)	Fertigstellung des Rohabschlusses durch Buchhaltung, Angabe von Eckwerten		
Vorschlag der Verfasser (Abschnitt 3.2)	Bestätigungsvermerk durch Abschlussprüfer (Testat)		Aufstellung durch Vorstand

¹ Bei satzungsmäßigem Zustimmungsvorbehalt erst nach Billigung durch AR.

Abb. 1: Inhalte der Ad-hoc-Veröffentlichungen inländischer Emittenten 1995-1999

Quelle: BAWe Jahresberichte, eigene Berechnungen

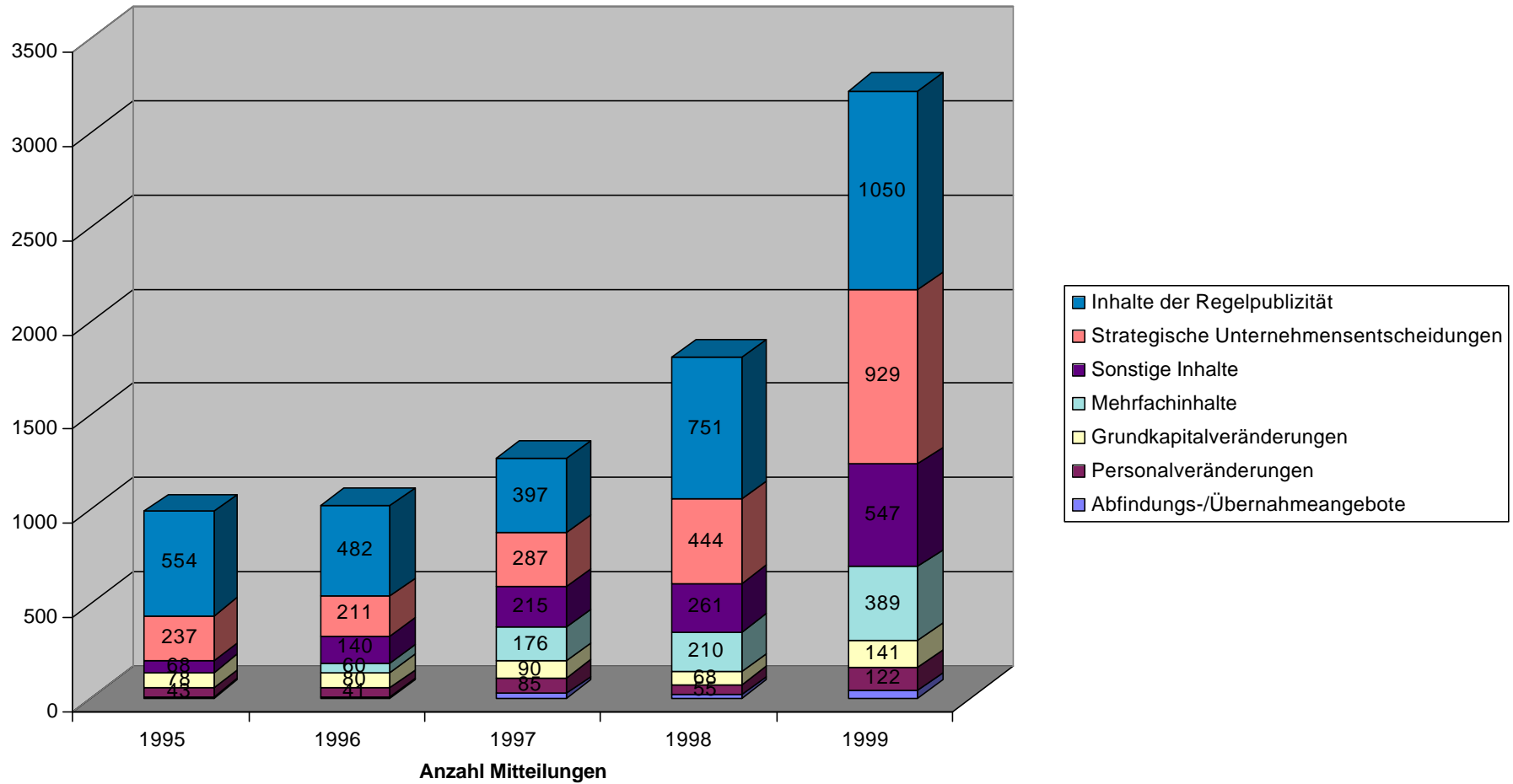


Abb. 3: Monatliche Verteilung der Ad-hoc-Mitteilungen, Regelpublizitätstermine und Zunahme der Emittenten am Neuen Markt und SMAX

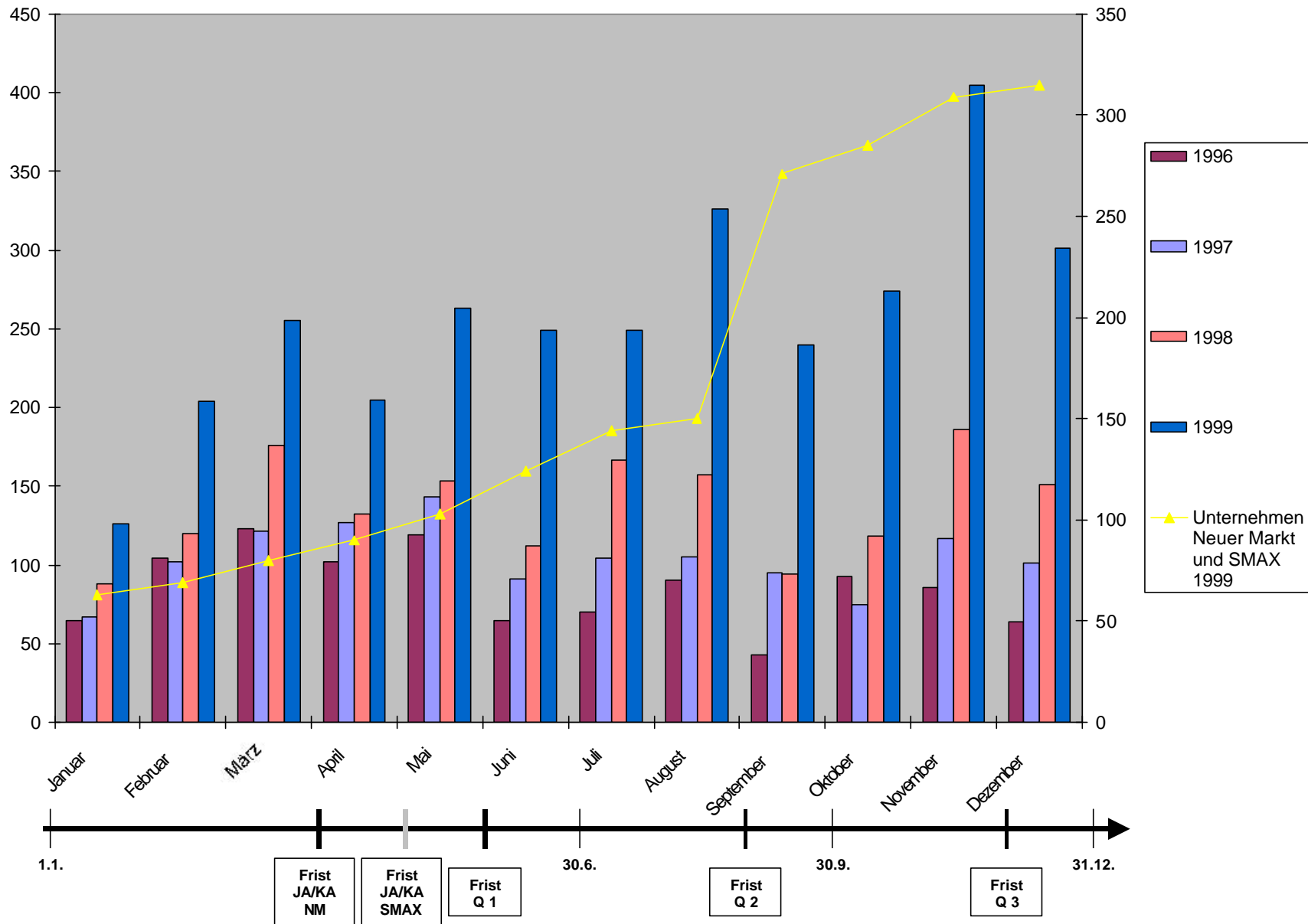


Abb. 4: Konzept eines Deutschen Gesamtkommunikationssystems für Ad-hoc- und Regelpublizität (DGAR)

