

Buse Awards 2006: Preisverleihung auf der Sonneninsel

Essay-Wettbewerb im Kapitalmarktrecht etabliert sich

Ein echter Leckerbissen erwartete die fünf Endrundenteilnehmer der Buse Awards 2006 am 23. September auf Mallorca. Die herrliche Bucht von Palma war Schauplatz für die Verleihung der Preise beim diesjährigen Essay-Wettbewerb im Kapitalmarktrecht, den die Sozietät Buse Heberer Fromm in Zusammenarbeit mit dem GoingPublic Magazin schon im zweiten Jahr ausgelobt hatte. Friedemann Kiethe, Christoph Meringer, Anke Luxenburger, Stefan Patzer und Philip Cavallès durften sich nicht nur über professionellen Rahmen der Prämierungsveranstaltung freuen, sondern vor allem über ein zweitägiges Networking-Event der Extraklasse, garniert durch kulinarische und architektonische Leckerbissen.

Teilnehmer & Themen 2006

Teilnahmeberechtigt für die Buse Awards sind Studenten der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften, Rechtsreferendare, Associates von Kanzleien sowie Young Professionals aus Wirtschaftsunternehmen, die zum Zeitpunkt des Wettbewerbs nicht länger als 2 Jahre im Berufsleben standen. Partner der Buse Awards waren wie im Vorjahr auch wieder die European Law Students' Association (ELSA) sowie der Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen (BVH). Die Aufgabenstellung im Jahr 2006 war ein 5- bis 7-seitiges Essay (Abgabetermin 31.7.2006) zu einem der drei folgenden Themenstellungen:

1. Ein Jahr Bilanzkontrollgesetz (BilKoG), erste Erfahrungen mit der „Bilanzpolizei“: Beitrag zu transparenter Rechnungslegung kapitalmarktorientierter Unternehmen oder nur ein teurer Papiertiger?
2. § 10 Wertpapierprospektgesetz (WpPG); jährliches Gesamtdokument: Alle Emittenten „organisierter Märkte“ haben ein so genanntes „Jährliches Dokument“ zu veröffentlichen. Wie werden die neuen Vorschriften umgesetzt, wo gibt es noch Klärungsbedarf?
3. Erhöhung der Hauptversammlungspräsenz durch Dividendenbonus? Geringe HV-Präsenzen setzen wichtige Abstimmungen der Gefahr von Zufallsmehrheiten aus. Kann ein Dividendenbonus Abhilfe schaffen?

Qual der Wahl für die Jury

Aus allen Einsendungen wählte die Jury die fünf besten Arbeiten aus, deren Verfasser für zwei Tage nach Mallorca eingeladen wurden. Im exklusiven 5-Sterne-Hotel Melia de



Die drei Gewinner der Buse Awards 2006 (v.l.n.r.): Stefan Patzer (1. Platz), Anke Luxenburger (2. Platz) und Christoph Meringer (3. Platz)

Mar in Illetas wurden die drei Siegeressays im Rahmen der Buse-Jahresversammlung 2006 gekürt. Auf den folgenden Seiten veröffentlicht das GoingPublic Magazin auszugsweise die Siegeressays von Christoph Meringer zur „Bilanzpolizei“ (Platz 3, Seiten 79-81), Anke Luxenburger zum „Dividendenbonus“ (Platz 2, Seiten 76-78) und Stefan Patzer zum „Jährlichen Dokument“ (Platz 1, Seiten 73-75). Doch den Ausschlag, wer aufs Podium durfte, gaben wieder nur Nuancen. So sollen an dieser Stelle auch die Leistungen von Philip Cavallès, der als einziger auch im zweiten Jahr mit von der Partie war und es wiederum in die Endrunde schaffte, von Friedemann Kiethe (als einziger bereits mit Anwaltszulassung in New York!) und allen anderen Essay-Einsendern gewürdigt werden.

Das sich an die Preisverleihung anschließende Freizeit- und Kulturprogramm, das die Teilnehmer bis in die tiefe Nacht hinein im Kreis aller Buse Heberer Fromm-Partner genießen durften, war vielleicht die schönste Erinnerung an die diesjährigen Buse Awards 2006. Christian Pothe, Geschäftsführer von Buse Heberer Fromm, beschreibt den Spirit von der Sonneninsel treffend mit den Worten: „Die Stimmung auf Mallorca war einzigartig und wir freuen uns sehr, dass wir dem akademischen Nachwuchs mit den Buse Awards wieder eine professionelle Plattform zur Präsentation der teilweise überragenden Fähigkeiten bieten konnten. Darüber hinaus zeigt uns das Feedback der Teilnehmer aus den juristischen Fakultäten, dass die besten Absolventen gerade in mittelständischen Sozietäten interessante Perspektiven für ihre Karriereplanung sehen.“

Markus Rieger

Das jährliche Dokument nach § 10 WpPG

Schwierigkeiten bei der praktischen Umsetzung

Von Stefan Patzer

1. Platz

§ 10 des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) verpflichtet alle börsennotierten Unternehmen, mindestens einmal jährlich dem Publikum ein Dokument zur Verfügung zu stellen, das alle Informationen enthält oder auf sie verweist, die der Emittent in den vorausgegangenen zwölf Monaten aufgrund der in § 10 WpPG benannten kapitalmarktrechtlichen Vorschriften veröffentlicht oder dem Publikum zur Verfügung gestellt hat. Im Einzelnen handelt es sich dabei um Ad-hoc-Mitteilungen, Directors' Dealings, Zwischenberichte, Jahresabschlüsse etc.

Der nachfolgende Beitrag beruht auf einer Auswertung der jährlichen Dokumente, welche die im DAX-30 notierten Unternehmen für das Geschäftsjahr 2005 veröffentlicht haben (Stand: Juli 2006). Zwar verlangt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) grundsätzlich erst mit Ablauf des Geschäftsjahrs 2006 die Veröffentlichung eines jährlichen Dokuments, doch haben beinahe alle der im DAX-30 notierten Unternehmen bereits eines veröffentlicht. In einem ersten Abschnitt werden diese Dokumente (anonymisiert) in Bezug gesetzt zu den Hinweisen, welche die BaFin am 28. Juni 2006 auf ihrer Homepage veröffentlicht hat. Diese geben Antworten auf die am häufigsten gestellten Fragen während der ersten (freiwilligen) Berichtssaison. Der zweite Abschnitt greift ausgewählte Probleme auf, welchen die Unternehmen bei der Erstellung des jährlichen Dokuments begegnet sind, die bislang aber unbeantwortet geblieben sind.



Stefan Patzer, Jahrgang 1977, studierte an der Universität zu Köln Rechtswissenschaften sowie Wirtschaftswissenschaften an der Fernuniversität Hagen. Er ist zudem Absolvent der George Washington University Law School und arbeitet derzeit bei Freshfields Bruckhaus Deringer als Rechtsreferendar im Bereich Corporate. Stefan Patzer belegte mit seinem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay (Abgabetermin 31.7.2006) zum § 10 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) den 1. Platz bei den Buse Awards 2006.



Die tatsächliche Umsetzung des § 10 WpPG durch die Unternehmen

1. Benutzung von Verweisen

§ 10 WpPG gewährt dem Emittenten ein Wahlrecht, ob er die zu veröffentlichenden Informationen in das Dokument selbst aufnehmen oder lediglich auf sie verweisen möchte. Alle untersuchten Emittenten haben das jährliche Dokument auf ihrer Internetseite veröffentlicht und sich dabei weit überwiegend der Verweisung mittels Hyperlinks bedient. Die BaFin hat diese Praxis ausdrücklich gebilligt, jedoch gewissen Anforderungen unterworfen, die in Zukunft zu beachten sind:

- a) So muss der Verweis während der gesamten Dauer der Veröffentlichung funktionieren. Für den Fall, dass ein Hyperlink einmal nicht abrufbar sein sollte, wird die Angabe eines Pfades angeraten, was bislang allerdings nur vereinzelt praktiziert wird. Besser noch sollte der Emittent darauf hinweisen, dass die benannten Informationen in diesem Fall kostenfrei bei ihm bezogen werden können. Diesen Vorschlag befolgen

immerhin knapp ein Drittel der untersuchten Unternehmen.

- b) Als unzulässig erachtet die BaFin Pauschalverweise, mit denen auf alle Veröffentlichungen zu einem Themengebiet auf einer bestimmten Homepage-Rubrik („sämtliche Ad-hoc-Mitteilungen der vergangenen zwölf Monate finden sich unter...“) verwiesen wird. Vielmehr muss jede einzelne Information (d. h. jede Ad-hoc-Mitteilung, jeder Zwischenbericht etc.) unter Angabe des Datums oder eines anderen, die Differenzierung ermöglichenden Hinweises im jährlichen Dokument aufgeführt sein. Hier besteht noch erheblicher Verbesserungsbedarf.

2. Veraltete Angaben

Art. 27 Abs. 3 der Durchführungsverordnung verlangt ggf. auch eine Erklärung dahingehend, dass einige Angaben im jährlichen Dokument veraltet sind. Dies scheint überflüssig, da bei Veröffentlichung des jährlichen Dokuments naturgemäß die meisten Angaben veraltet sein werden und dies den Anlegern auch bekannt ist. Aufgrund des eindeutigen Wortlauts besteht die BaFin aber auf dieser Erklärung, wobei diejenigen Informationen, die ggf. veraltet sein können, nicht näher spezifiziert werden müssen, sondern ein genereller Hinweis ausreicht. Umso mehr verwundert, dass nur etwa die Hälfte der untersuchten Dokumente einen entsprechenden Hinweis enthält.

3. Informationen „der vorausgegangenen zwölf Monate“

Für Verwirrung hat auch die Bestimmung des zeitlichen Umfangs der Berichtspflichten gesorgt. Das Gesetz verlangt, dass sich das jährliche Dokument auf alle in den vorausgegangenen zwölf Monaten veröffentlichten Informationen bezieht. Angenommen, das Geschäftsjahr des Emittenten entspricht dem Kalenderjahr, auf welchen Zeitraum muss sich dann ein am 20. März 2006 veröffentlichtes jährliches Dokument beziehen? Nach dem Wortlaut der Vorschriften, dem sich auch ein Emittent angeschlossen hat, bezöge sich ein am 20. März 2006 veröffentlichtes Dokument auf die vorausgegangenen zwölf Monate, mithin auf den Zeitraum vom 20. März 2005 bis zum 19. März 2006. Die BaFin demgegenüber geht davon aus, dass nicht die unmittelbar vorausgegangenen zwölf Monate maßgeblich sein sollen, sondern das abgelaufene



Geschäftsjahr, in unserem Beispiel also der Zeitraum vom 1. Januar bis zum 31. Dezember 2005. Später veröffentlichte Informationen, auch wenn sie sich auf jenes Geschäftsjahr beziehen, brauchen nicht in das Dokument aufgenommen zu werden. Die BaFin scheint es aber zu begrüßen, wenn die Emittenten auf freiwilliger Basis jedenfalls den aktuellen Jahresabschluss in das jährliche Dokument einbeziehen.

Rechtliche Probleme

1. Jährliches Dokument ist kein eigenständiges Angebot

Die Veröffentlichung des jährlichen Dokuments und der darin enthaltenen Informationen richtet sich unmittelbar an den Kapitalmarkt und könnte daher findige Anlegerranwälte auf die Idee bringen, das jährliche Dokument selbst als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren anzusehen. Wäre dem so, müsste der Emittent die umfangreichen Anforderungen erfüllen, welche das WpPG und das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) für die Abgabe eines öffentlichen Angebots zum Verkauf oder Kauf von Wertpapieren aufstellen. Um dem vorzubeugen, haben einige Emittenten einen ausdrücklichen Disclaimer aufgenommen, nach dem es sich insoweit

nicht um ein Angebot oder die Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes handele. Von Gesetzes wegen erforderlich sind solche Hinweise allerdings nicht, denn sofern eine Veröffentlichung in Erfüllung einer kapitalmarktrechtlichen Zulassungsfolgepflicht erfolgt, stellt dies kein öffentliches Angebot dar: Das WpPG stellt dies ausdrücklich in § 2 klar, und Gleiches muss auch für das WpÜG gelten.

2. Sanktionen bei Verletzung von § 10 WpPG

Kommt der Emittent seiner Pflicht zur Veröffentlichung eines jährlichen Dokuments nicht nach, kann die BaFin dies mit einer Geldbuße von bis zu 50.000 Euro ahnden. Schadensersatzansprüche geschädigter Anleger drohen dagegen nicht. Trotz der systematisch falschen Einordnung in den zweiten Abschnitt des WpPG, der von der „Erstellung des Prospekts“ handelt, unterfällt das jährliche Dokument nicht der emissionsrechtlichen Prospekthaftung nach §§ 44, 45 Börsengesetz. Da auch keine speziellen sekundärmarktrechtlichen Anspruchsgrundlagen ersichtlich sind, könnten Anleger nur über das allgemeine Deliktsrecht zum Erfolg kommen. Doch auch wenn man § 10 WpPG insoweit als Anleger schützende Vorschrift anzusehen hat, wird ein Schadensersatzanspruch immer an der fehlenden Kausalität scheitern: So beruht eine (Des-)Investitionsentscheidung schon niemals auf der Verletzung des § 10 WpPG, der das Publikum ja lediglich an bereits bekannte Informationen erinnert; erst recht aber fehlt es an der haftungsausfüllenden Kausalität, weil die veröffentlichten Informationen längst in den Börsenkurs der jeweiligen Wertpapiere eingeflossen sind.

3. Freiwillige Informationen

Ungeklärt ist bislang auch, ob ein Emittent über die in § 10 WpPG ausdrücklich geforderten Angaben hinaus weitere Veröffentlichungen in das jährliche Dokument aufnehmen darf.

a) In zeitlicher Hinsicht erstreckt sich § 10 WpPG auf die Informationen des vergangenen Geschäftsjahrs, die der Emittent mindestens einmal im Jahr im Anschluss an die Veröffentlichung des Jahresabschlusses zur Verfügung zu stellen hat. Das Gesetz („mindestens“) verbietet es dem Emittenten daher nicht, die im weiteren Verlauf des aktuellen Geschäftsjahrs veröffentlichten Informationen nachzureichen. Für Veröffentlichun-

gen zwischen dem Ende des Geschäftsjahrs und der Veröffentlichung des jährlichen Dokuments, insbesondere den aktuellen Jahresabschluss, wird dies von der BaFin sogar ausdrücklich begrüßt. Allerdings darf das kontinuierliche Einstellen weiterer Informationen nicht dazu führen, dass mehr als ein Jahr zurückliegende Informationen aus dem Dokument entfernt werden.

b) Inhaltlich beschreibt § 10 WpPG die notwendigen Informationen umfassend. Zu fragen ist, ob ein Emittent darüber hinaus weitere Veröffentlichungen in das jährliche Dokument aufnehmen darf (z. B. neben den Ad-hoc-Mitteilungen auch sonstige „Investor News“). So ist es gängige und zulässige Praxis, dass Pflichtveröffentlichungen neben den gesetzlich zwingend vorgeschriebenen Angaben auch weitere, freiwillige Informationen enthalten dürfen (so etwa der Wertpapierprospekt nach WpPG, die Angebotsunterlage nach WpÜG oder der zum Geschäftsbericht umfunktionierte Lagebericht nach §§ 289, 315 Handelsgesetzbuch). Andererseits listet § 10 WpPG die erforderlichen Angaben explizit auf, so dass der Emittent keinerlei Ermessen darüber besitzt, welche Informationen und in welcher Ausführlichkeit er diese veröffentlichen möchte. Vor allem aber gibt es keine Generalklausel, die im Geiste einer „materiellen Vollständigkeit“ Angaben verlangt, die über die explizit benannten Informationen hinausreichen. Dann aber lässt sich angesichts des klar umrissenen Pflichtkatalogs auch kein Recht des Emittenten herleiten, freiwillig weitere Informationen in das jährliche Dokument einzustellen.

Zusammenfassung

Insbesondere bei der Benutzung von Verweisen sowie des Hinweises auf veraltete Angaben bleibt die Veröffentlichungspraxis der Unternehmen bislang noch deutlich hinter den Vorgaben der BaFin zurück. Da die BaFin ihre Vorstellungen jedoch erst nachträglich bekannt gemacht hat, dürften sich die Unternehmen in der nächsten Berichtssaison an die Vorgaben der BaFin anpassen. Wünschenswert wäre es darüber hinaus, wenn die BaFin ihre Hinweise laufend um weitere auftretende Fragestellungen ergänzen würde, etwa dass das jährliche Dokument kein eigenständiges Angebot darstellt, sowie zur Berechtigung der Emittenten, freiwillig weitere Angaben in das jährliche Dokument aufzunehmen.

Dividendenbonus zur Erhöhung der Hauptversammlungspräsenzen?

2. Platz

Die Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung zur Anwesenheitspflicht

Von Anke Luxenburger

Die Fragen um die Vermeidung von „Heuschrecken-Angriffen“ waren unter anderem, ob eine Notwendigkeit besteht, die Hauptversammlungspräsenzen zu erhöhen und ob dies durch Gesetz geregelt werden muss. Die „Dauerbrenner“-Argumente werden in diesem Beitrag aufgegriffen und gegenübergestellt.

Gründe für geringe HV-Präsenzen

Ist der Aktionär nicht mehr nur „dumm und frech“, wie von C. Fürstenberg konstatiert, sondern auch noch apathisch, wie diejenigen behaupten, denen sonst keine Erklärung zur mangelnden Präsenz der Aktionäre einfällt?

Apathie wird als Teilnahmslosigkeit und Abgestumpftheit definiert. Hingegen wird Apathie in der Ethik der Stoa als die im Ideal des Weisen „vollendet gedachte Freiheit von Leidenschaften und Affekten“ beschrieben. Wofür soll sich der „freie“ Kleinanleger überhaupt leidenschaftlich engagieren, wenn die Vorstände selbst von ihm erwarten, die gestellten Anträge durchzuwinken, und auf den Hauptversammlungen eine Atmosphäre schaffen, die eher zur Teilnahmslosigkeit einlädt?

Die Abwesenheit des Kleinaktionärs auf Hauptversammlungen als Trägheit und Desinteresse, als „Apathie“ abzutun, ist eine völlige Verkennung der Realität von denjenigen, die sich in den Elfenbeinturm – aufs Börsenparkett oder in die Vorstandsetagen – zurückgezogen haben. Der „freche“ Aktionär, der unbequeme Fragen stellt, Anträge diskutieren will, ist von den Vorständen ebenso unerwünscht wie sein Fehlen auf Hauptversammlungen, wenn die Stimme nicht als „Massenmedium“ zur Antragsabstimmung zur Verfügung steht.

Auch wenn seit der Einführung des NaStraG im Jahr 2001 rechtliche Grundlagen für E-Mail-Mitteilungen (§125 NaStraG) und verstärkten Einsatz von Stimmrechtsvertretern (§134 NaStraG) geschaffen wurden, besteht insbesondere bei ausländischen Aktionären hinsichtlich der Hinterlegungspflicht noch immer ein falsches Verständnis, was durchaus ein Grund für deren Abwesenheit auf den Hauptversammlungen darstellt. Es besteht die weit verbreitete Fehlvorstellung, dass die Hinterlegungs-

Anke Luxenburger, Jahrgang 1980, studierte an der Georg-August-Universität Göttingen und an der Universität Hannover Rechtswissenschaften. Zurzeit ist sie als Referendarin beim OLG Frankfurt am Main in der Strafrechtsstation tätig. Anke Luxenburger belegte mit ihrem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay (Abgabetermin 31.7.2006) zur Erhöhung der Hauptversammlungs-Präsenz durch Dividendenbonus den 2. Platz bei den Buse Awards 2006.



pfligt der Aktien nach §123 AktG eine Veräußerungssperre bedeutet. Die Neuregelung des §123 Abs.2 AktG durch das UMAG ermöglicht nun, das Record Date, welches noch dadurch weiteren Aufschwung erfahren wird, dass auf europäischer Ebene über Regelungen zum Cross Border-Voting diskutiert wird und somit die grenzüberschreitende Stimmabgabe und -übertragung vereinfacht wird.

Mittlerweile haben zumindest die Kreditinstitute aufgrund der Diskussionen um die Bankenübermacht auf Hauptversammlungen und den nicht unerheblichen finanziellen Aufwand der Ausübung von Depotstimmrechten von der Stimmrechtsvertretung Abstand genommen.

Auswirkungen mangelnder HV-Präsenzen

Die Hauptversammlung ist das wichtigste Instrument zur Entwicklung und Kontrolle der Aktiengesellschaft. Werden Anträge zur Satzungsänderung oder Entlastung des Vorstandes nur noch von einer Minderheit abgestimmt und beschlossen, schwindet die Legitimation der gefassten Beschlüsse dadurch, dass die in diesen Hauptver-

sammlungen repräsentierten Aktionäre zu großen Teilen die berüchtigten Hedgefonds sind, also die anwesenden Aktionäre die Struktur der Anteilseigner nicht repräsentieren. Es ist jedoch nicht bewiesen, dass die durch „Heuschrecken“ erzeugten Abstimmungsbilder nicht dem Mehrheitswillen entsprechen.

Problematisch ist, dass zur Änderung und Anpassung der Satzung wenigstens die Mindestpräsenz, also 3/4 des Stammkapitals der AG, repräsentiert sein müsste. Jedoch zu beschließen, dass zukünftige Mehrheiten mit geringerer Beteiligung entstehen können, muss dem anwesenden Aktionär widerstreben. Denn seine ohnehin als zu unbedeutend angesehene Stimmgewalt bei Streuaktien würde dann in sich schrumpfen. Auch besteht die Gefahr, dass die vorgeschriebenen Quoren für Beschlüsse nicht erreicht werden. Wenn nicht einmal die Mindestpräsenzen zur Änderung der Satzung erreicht werden, könnten notwendige Veränderungen und Innovationen blockiert werden.

Das eigentliche Problem sind die sog. Zufallsmehrheiten. Die Anwesenheit bestimmter Gruppen von Minderheitsaktionären gegenüber der Abwesenheit von mehrheitlichen Anteilseignern führt dazu, dass Beschlüsse durch Minderheiten gefällt werden und die tatsächlichen Mehrheitsverhältnisse auf Grundlage des Stammkapitals nicht mehr übereinstimmen. Dadurch können Beschlüsse blockiert werden, die in der Vergangenheit von einer Mehrheit des Stammkapitals „abgenickt“ werden könnten (Sperrminoritäten). Diese können zu unvorhersehbaren Abstimmungsergebnissen führen und die Firmenpolitik nachhaltig beeinflussen.

Fraglich ist, worin der behauptete Mangel an Legitimation oder eine Unzulässigkeit von Zufallsmehrheiten liegt. Es könnte behauptet werden, dass die Zufälligkeit bei Anwesenheit von Hedgefonds nicht mehr gegeben ist, wenn diese einzig darauf abzielen, vorsehbare Abstimmungsergebnisse zu verhindern, um ihre Interessen durchzusetzen. Dann muss jedoch die Konsequenz sein, dass die Hedgefonds keine Stimmrechte mehr haben. Wobei aber auch der Kleinaktionär so abstimmen wird, dass eine Wertsteigerung des Unternehmens bewirkt



wird. Offensichtlich halten diese genügend Anteile, um „große“ Abstimmungen kippen zu lassen – also muss man sie nach dem Demokratieprinzip auch hören und ihre Wertung in den Abstimmungen zählen lassen. Insbesondere hinterlässt selbst die Einflussnahme von Hedgefonds zumeist positive Auswirkungen auf das Kursniveau, womit belegt ist, dass diese sog. Zufallsmehrheiten gerade den nicht anwesenden Kleinaktionären eher dienen als schaden und wohl in tatsächlicher Hinsicht keine „Majorisierung“ der Mehrheit durch die Minderheiten stattfindet.

Aktueller Entwicklungsstand

Während noch im April vom Handelsblatt das Absinken der Präsenzzahlen als „dramatisch“ bezeichnet wurde und als Beispiel die Zahlen von Adidas, Continental und der Deutschen Bank angeführt wurden, die nur ein Viertel ihrer Aktionäre zur Hauptversammlung bewegen konnten, wurde einen Monat später in derselben Zeitung bereits über die Trendwende berichtet. Interessant ist, dass in der zugrunde gelegten Statistik gerade Präsenzzahlen von Unternehmen, die einen geringeren Anteil an Streuaktien besitzen (bis zu 80%) schlechtere Präsenzzahlen ausweisen als die Unternehmen, deren Aktien sich zu 100% in Streubesitz befinden. Hiernach wäre nicht allein der „apathische Kleinanleger“ Sündenbock für die Misere der letzten Jahre. Der „Erwachenszeitpunkt“ der deutschen Aktiengesellschaften im Hinblick auf die Erhöhung ihrer Präsenzen wird auf den „spekta-



kulären“ Hedgefonds-Angriff im Jahr 2005 auf die Deutsche Börse festgelegt, wodurch die Übernahme der London Stock Exchange verhindert wurde. Dies belegt, dass ein Positivtrend auch aus sich selbst heraus entstehen kann.

Wege aus der Krise

Vorgeschlagen war eine Verpflichtung zur Stimmabgabe für (zumindest) die institutionellen Anleger, insbesondere Fonds und Kapitalanlagegesellschaften. Jedoch ist dieses Prinzip nach den Vorbildern in den USA, England, Spanien und Frankreich letztlich bei Verstoß kaum zu sanktionieren, erst recht nicht, wenn eine Mehrzahl der Aktionäre im Ausland ansässig ist.

Als zu riskant und sehr kontrovers wurde bislang mangels internationaler Vorbilder die Einräumung von mehr Satzungsautonomie für die deutschen Aktiengesellschaften gesehen, um Dividendenboni für die Aktionärs-Anwesenheit auf der Hauptversammlung einzuführen.

Quantität der anwesenden Aktionäre ist nicht gleich Qualität ihrer Abstimmung, lautet hierzu der Slogan. Hinzu kommt das Risiko einer unkontrollierbaren Eigendynamik, wenn tatsächlich jeder Kleinanleger seine Meinung äußern kann und als Dank womöglich noch „freche“ Fragen stellt.

Hinsichtlich der rechtlichen Umsetzung von solchen Dividendenboni muss § 57 AktG beachtet werden. Nach § 57 Abs.1 AktG kann sich die Zahlung einer Anwesenheitsprämie als verbotene Einlagenrückgewähr darstellen. Gemäß § 57 Abs. 2 AktG wäre die Zahlung eines Dividendenbonus für anwesende Aktionäre nicht nur als unzulässige Sonderdividende einzuordnen, sondern als unzulässige Dividendengarantie. Wenn man zudem bedenkt, dass Vorzugsaktionäre in der Regel eine um 5% höhere Dividende für ihren Verzicht auf ein Stimmrecht erhalten, wäre die Besserstellung der Vorzugs-

aktien nur noch auf dem Papier erkennbar, wenn nun die Stammaktionäre auch noch eine Sonderdividende dafür erhalten, dass sie ihr Stimmrecht wahrnehmen.

Die Attraktivität der HV zu steigern, wäre durch eine Straffung des Programms, Aus- oder Vorverlagerung von Fragestunden oder reizvollen Rahmenprogrammepunkten mit geringem Aufwand erreichbar. Hierzu sind jedoch die Bestrebungen auf europäischer Ebene, ein uneingeschränktes Fragerecht für die Anteilseigner auf der HV einzuführen, kontraproduktiv.

Aktuell ist der Vorschlag, eine gesetzlich normierte „Zustimmungsvermutung“ für abwesende Aktionäre festzulegen. Der Vorteil dieses Vorgehens ist darin zu sehen, dass das gesamte Stammkapital als an der Abstimmung beteiligt anzusehen ist. Dagegen spricht, dass dieses Vorgehen eben keine erhöhte Legitimation der Hauptversammlung beinhaltet und zudem ein Schweigen mit Zustimmungswirkung dem deutschen Recht fremd ist.

Fazit

Es sollte der AG selbst überlassen bleiben, ob sie ihre Aktionäre um sich versammeln oder ob sie ihren Vorständen Anlass zur Furcht vor abstimmenden Aktionären bieten will. Die HV ist ein Entscheidungsorgan der AG und lebt von Beteiligung, und kein Gesetz vermag es, aus apathischen Anteilseignern Aktivisten zu machen. Sanktioniertes Unterlassen führt ebenso wenig zu Aktivität wie man die „Hedgefonds-Plage“ als eine „falsche“ Mehrheit oder Zufallsmehrheit bezeichnen kann. Die Entwicklung eines Gesetzes, welches Dividendenbonuszahlungen an Aktionäre erlaubt, nimmt Zeit in Anspruch und verursacht enorme Kosten. Wägt man dies ab mit der bislang unzureichenden Analyse der Gründe des Fernbleibens und der ungewissen Wirkung, welche die Zahlung eines Dividendenbonus erzielen würde, erscheint dieser Aufwand unverhältnismäßig. Dies umso mehr, als sich zeigt, dass bereits jetzt auf dem Kapitalmarkt eine Selbstregulierung eingetreten ist. Wenn die Aktiengesellschaften tatsächlich „erwacht“ sind, dann können die Präsenzen durch Betreuung der Kleinaktionäre, unverschlüsselte Aufklärung über unternehmenstaktische Anträge und Engagement, die eigene AG zu unterstützen, erhöht werden.

Ein Jahr Bilanzkontrollgesetz

Erste Erfahrungen mit der Bilanzpolizei

Von Christoph Mehringer

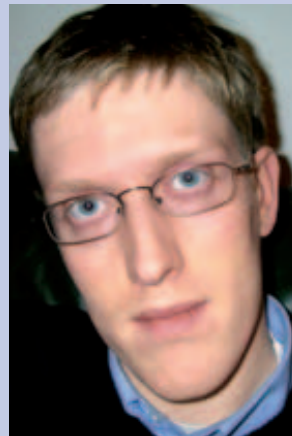
3. Platz

Das zum 16. Dezember 2004 in Kraft getretene Bilanzkontrollgesetz (BilKoG) sieht die Errichtung einer privaten Organisation vor, die Verstöße gegen Rechnungslegungsvorschriften überprüfen und aufdecken soll. Zweck des BilKoG ist die Verbesserung des Enforcements, also der Durchsetzung von Rechnungslegungsvorschriften und damit im Ergebnis eine Stärkung des Kapitalmarktinformationssystems. Die Aufgabe des Enforcements hat in Deutschland die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung e.V. (DPR) übernommen. Zum 1. Juli 2005 nahm sie ihre Arbeit auf. Am 6. Februar 2006 wurde ein erster Bericht über die Arbeit der Prüfstelle veröffentlicht. Der vorliegende Beitrag analysiert zunächst die bisherige Tätigkeit der DPR und vergleicht sie mit dem britischen Pendant, dem Financial Reporting Review Panel (FRRP). Danach werden die Voraussetzungen bestimmt, welche die DPR als eine effiziente und damit vorteilhafte Institution am deutschen Kapitalmarkt erfüllen müsste, und überprüft, ob die DPR nicht doch eine übergebührliche zusätzliche Belastung für die Kapitalmarktteilnehmer (insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen – KMU) darstellt.

Bisherige Tätigkeit der DPR

Naturngemäß fällt die Zahl der bisherigen Prüfungen durch die DPR noch recht klein aus. Im 4. Quartal 2005 wurden insgesamt 50 Unternehmen geprüft. Die Gesamtzahl der erfassten kapitalmarktorientierten Unternehmen beträgt dagegen ca. 1.200. Sieben Überprüfungen waren anlassbezogene Untersuchungen, 43 Gesellschaften wurden im Rahmen der Stichprobenprüfung herangezogen. Alle geprüften Unternehmen haben sich freiwillig und zügig zur Mitwirkung am Verfahren entschlossen.

Christoph Mehringer, Jahrgang 1980, studierte an der Universität Bayreuth sowie an der Bucerius Law School in Hamburg Rechtswissenschaften. Nach der ersten juristischen Staatsprüfung im Februar 2005 promovierte er bei Prof. Dr. Veil in Hamburg. Er ist derzeit als Referendar in der Zivilstation am LG Frankfurt am Main bei der 5. Kammer für Handelssachen tätig. Christoph Mehringer belegte mit seinem an dieser Stelle in Auszügen veröffentlichten Essay (Abgabetermin 31.7.2006) „Ein Jahr Bilanzkontrollgesetz (BilKoG), erste Erfahrungen mit der ‚Bilanzpolizei‘“ den 3. Platz bei den Buse Awards 2006.



Drei Anlassprüfungen und 4 Stichprobenprüfungen wurden bis Ende 2005 abgeschlossen. Sie ergaben zwei Fehler, die vor allem aus der Umstellung der Unternehmensbilanzierung auf internationale Standards (IFRS) resultierten. In einem Fall wurde dabei als Sanktion die Veröffentlichung und Richtigstellung des Fehlers angeordnet. Zum Stand August 2006 sind 49 Verfahren abgeschlossen, davon deckten 5 Fehler auf.

Vergleich zum britischen FRRP

Das britische FRRP ähnelt in seinem Aufbau und seiner Aufgabe der deutschen DPR. Beide sorgen auf privatwirtschaftlicher Ebene dafür, dass die Rechnungslegungsvorschriften eingehalten werden. Beide sind unabhängige Institutionen, die Kapitalmarktemittenten kontrollieren, bevor der Staat in Form der BaFin bzw. der FSA tätig wird. Das FRRP hat Ende letzten Jahres ebenfalls eine Zusammenfassung über seine bisherige Tätigkeit vorgestellt. In den erfassten 15 Monaten wurde gegen 226 Unternehmen ermittelt, bei 42 aufgrund von Beschwerden oder Pressemitteilungen, bei 184 im Rahmen des



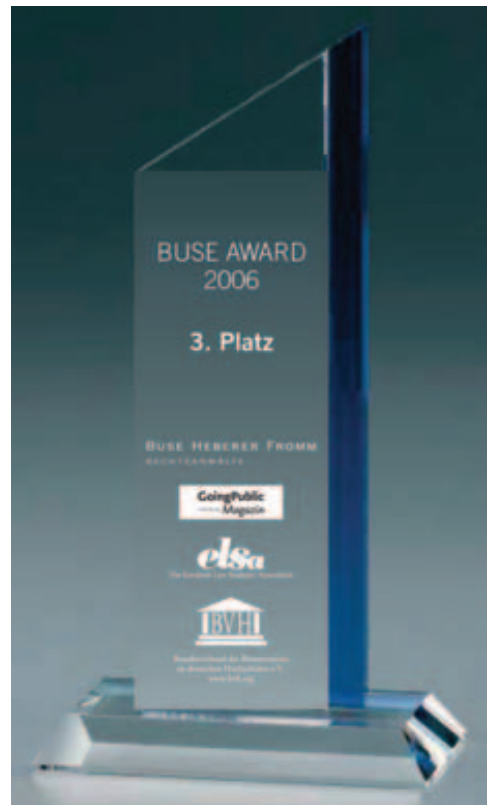
Stichprobenverfahrens. 77 Unternehmen wurden näher begutachtet und befragt, davon ist die genauere Untersuchung bei 2/3 bislang abgeschlossen worden. 38 Unternehmen versprachen, in Zukunft ihre Bilanzierung zu ändern. In drei Fällen waren die Verstöße jedoch so wesentlich, dass Pressemitteilungen mit einer Richtigstellung veröffentlicht werden mussten. Alle Gesellschaften nahmen zügig und kooperativ an der Kontrolle durch das FRRP teil.

Zwischenergebnis

Das bisherige Zahlenmaterial ist noch dürftig und lässt keine statistisch abgesicherten Schlüsse zu. Es zeichnen sich allerdings einige Tendenzen ab: Die Unternehmen, die überprüft werden, wirken größtenteils freiwillig und kooperativ an der Untersuchung durch die privaten Kontrollorganisationen mit. Daraus lässt sich schon einmal schließen, dass es für sie vorteilhafter ist, mit den neuen Enforcementinstitutionen zusammenzuarbeiten, als eine Überprüfung abzuwarten, die von staatlichen Stellen geleitet wird. Zweitens beruhen ca. 20% der Prüfungen auf konkreten Anlässen. Es besteht scheinbar ein Bedürfnis für eine schnelle Überprüfung konkreter Unstimmigkeiten. Drittens ist festzustellen, dass trotz Erstellung und Kontrolle der Bilanzen durch Wirtschaftsprüfer die Bilanzen zu einem nicht unerheblichen Prozentsatz Fehler aufweisen. So wurden in ca. 12% aller abgeschlossenen Verfahren der DPR und in ca. 17% der Fälle vor dem FRRP Fehler in der Rechnungslegung entdeckt. Geht man somit vorsichtigerweise davon aus, dass 10% aller Bilanzen der kapitalmarktorientierten Unternehmen Fehler aufweisen, so muss man zugestehen, dass die privaten Enforcement Panels einen signifikanten Beitrag zur Verbesserung der Kapitalmarktinformationen leisten.

Die DPR als effiziente Institution des Kapitalmarktes?

Fraglich bleibt, ob die DPR einen positiven Beitrag zu einem – bestmöglich informierten – Kapitalmarkt leistet. Aus dem Blickwinkel der Neuen Institutionenökonomie kann auch die sog. Bilanzpolizei nichts anderes als eine Institution zur Senkung der Transaktionskosten und folglich ein Instrument zur Steigerung der Kapitalmarkteffizienz sein. Notwendig ist daher eine Kosten-Nutzen-Analyse der DPR.



1. Privates Enforcement senkt die Transaktionskosten

Die DPR senkt die Überwachungs- und Informationskosten der Anleger. Diese können der Richtigkeit der Kapitalmarktinformationen leichter vertrauen, weil eine zusätzliche Kontrollinstanz den Informationsmarkt überwacht und sie daher keine eigenen Verifizierungskosten aufwenden müssen. Die Richtigkeit der Kapitalmarktinformationen sollte eigentlich mittels Überprüfung der periodischen Berichterstattung durch Abschlussprüfer garantiert werden. Scheinbar reichte aber deren Kontrolle nicht aus. So beruht das BilKoG auch auf der Feststellung, dass es außerhalb der Abschlussprüfung keine Einrichtung gibt, die Fehler in der Rechnungslegung nachträglich aufdecken und korrigieren kann. Die Vertrauenswürdigkeit der Abschlussprüfer hatte aber aufgrund von Interessenkonflikten und Skandalen (Enron) erheblich nachgelassen, so dass folgerichtig das Vertrauen der Anleger in die Integrität des Kapitalmarktes mit einer neuen Institution verbessert werden musste.

2. Umfang der Transaktionskostensenkung

In welchem Umfang die DPR das Anlegervertrauen stärkt und Transaktionskosten senkt, ist nicht messbar. Eine positive Wirkung lässt sich nur mittelbar nachweisen. Indikatoren wären beispielsweise ein gesteigertes Handelsvolumen, breitere Teilnahme der Bevölkerung am Kapitalmarkt oder eine größere Akzeptanz von Kapitalmarktinvestments. Solche Effekte können leider nicht monokausal auf eine einzelne Institution wie die DPR zurückgeführt werden, sondern sind das Ergebnis des Zusammenspiels sämtlicher kapitalmarktbezogener Rechtsvorschriften sowie des wirtschaftlichen Umfelds. Meines Er-

achtens gibt es aber Bedingungen, welche die DPR erfüllen muss, um zumindest die Wahrscheinlichkeit zu erhöhen, dass sie das Anlegervertrauen maximal stärkt und mithin unnötige Transaktionskosten vermeidet:

a) Qualität der Prüfung

Die DPR muss in jedem Fall eine den Abschlussprüfern qualitativ gleichwertige, wenn nicht sogar bessere Prüfungsqualität garantieren. Dafür wurden die notwendigen Bedingungen geschaffen:

- ◆ § 9 Abs. 2 DPR-Satzung bestimmt zu Mitgliedern der Prüfstelle nur Rechnungsleger, die über ausreichend Erfahrung im Bereich IFRS verfügen.
- ◆ Die private Organisation der DPR und die Einbindung aller Interessengruppen ermöglichen es, sämtliches Fachwissen zu nutzen und marktkonforme Entscheidungen zu fällen.
- ◆ Die Prüfungsbeschränkung der Bilanzpolizei auf einzelne Problemschwerpunkte erhöht automatisch die Prüfungsqualität. Laut Gesetzesbegründung wird themenorientiert kontrolliert, was bedeutet, dass sich die Prüfung auf bekanntermaßen fehlerträchtige Bereiche beschränken darf.
- ◆ Abschließend garantiert das verbindliche Vier-Augen-Prinzip der Prüfung deren Qualität.

b) Unabhängigkeit

Gerade weil Zweifel an der Unabhängigkeit der Abschlussprüfer bestanden, muss die Unabhängigkeit der prüfenden Mitglieder der DPR strikt gewährleistet sein. Die Satzung setzt dafür die notwendigen Bedingungen:

- ◆ Die Mitglieder der Prüfstelle sind vollkommen weisungsunabhängig (§ 9 Abs. 3 DPR-Satzung).
- ◆ Jeder Prüfer muss außerdem eine nabhängigkeitserklärung abgeben, ohne die er nicht prüfen darf, §§ 15 f. DPR-Verfahrensordnung. Ein spezieller Compliance-Ausschuss überwacht schließlich die Unabhängigkeit und die Unbefangenheit der Prüfer.

c) Präventive Wirkung

Schließlich muss die DPR über Durchsetzungskraft verfügen, denn auch die qualifizierteste Einrichtung schafft kein Anlegervertrauen, wenn sie nicht über ein wirksames Sanktionsinstrument verfügt. Mittelbar kann die DPR die Veröffentlichung des Prüfungsergebnisses und

die Korrektur der Bilanzen erzwingen. Die Veröffentlichung führt zu einem erheblichen Reputationsverlust des Emittenten und auch des Abschlussprüfers am Kapitalmarkt und setzt somit präventive Anreize zu einer ordnungsgemäßen Rechnungslegung.

3. Kosten der DPR

Die Bilanzpolizei erfüllt somit alle Bedingungen, um das Anlegervertrauen und folglich die Kapitalmarktintegrität zu stärken. Allerdings verursacht die DPR Kosten, die von den Emittenten getragen werden müssen, was eine übermäßige Belastung insbesondere für KMU sein könnte. Es erscheint mir aber im Ergebnis eher so, dass der erzielte Vertrauensgewinn die Kostenbelastung übersteigt:

Der erste große Kostenpunkt der Prüfstelle ist die jährliche Abgabe nach § 17d FinDAG. Bei einem jährlichen Gesamtbudget der Prüfstelle von 5 Mio. Euro und 1.200 erfassten Unternehmen beträgt die Belastung für jedes Unternehmen aufgrund der Prüfstelle durchschnittlich ca. 4.000 Euro. Das erscheint mir im Vergleich zu den sonstigen Publizitätskosten vernachlässigbar.

Kosten entstehen aber, wenn bei konkreten Prüfungen interne Arbeitszeit für die Zusammenarbeit mit der DPR aufgewendet werden muss. Entscheidet sich nämlich ein Unternehmen für die Kooperation, muss es Auskünfte erteilen und Unterlagen vorlegen. Aber auch diese Belastung ist zu verkraften. Eine Stichprobenkontrolle für kapitalmarktorientierte Unternehmen findet außerhalb der großen Indizes und damit für KMUs durchschnittlich nur alle 10 Jahre statt. Sie werden daher – sofern sie keinen Anlass für eine Prüfung geben – nur jedes Jahrzehnt geprüft.

Fazit

Letztendlich wäre die Alternative zur DPR – eine Untersuchung durch die BaFin – kostspieliger. Das private Enforcement ist ein freiwilliges Angebot an die Unternehmen, eine Prüfung durch die BaFin zu vermeiden. Die bisherige breite Bereitschaft, an der Kontrolle durch die DPR teilzunehmen, indiziert, dass die private Bilanzpolizei jedenfalls keine so überhöhten Kosten erzeugt, dass sie von den Marktteilnehmern abgelehnt wird.