

Jochen Zimmerman, Stephan Abée

# Börsenregulierung als Wettbewerbsfaktor

*Ende März ist die Porsche AG mit ihrer Klage vor dem Hessischen Verwaltungsgerichtshof gegen die Streichung vom Index des MDAX wegen nicht vorgelegter Quartalsberichte gescheitert. Wie sind die Transparenzanforderungen an deutschen Börsen im internationalen Vergleich zu beurteilen? Wie haben sich die Steuerungsstrukturen an den Börsen in Deutschland, Großbritannien und den USA historisch entwickelt? Stärkt das Index-Verbot für Porsche-Aktien das deutsche Mischmodell von privater und staatlicher Börsenregulierung?*

Kapitalmarktorientierte Unternehmen sehen sich zunehmend aufgefordert, ihre Kapitalkosten zu senken und so den Wert der ausgegebenen Eigenkapitaltitel weiter zu steigern. Dabei spielt die Wahl eines geeigneten Börsenstandorts inzwischen eine wichtige Rolle, und mit Strategien wie etwa der Nutzung von Cross-listings sind Unternehmen nicht mehr ausschließlich an die Regelungen des heimischen Kapitalmarkts gebunden. Mit ihrem Börsenplatz wählen Unternehmen zugleich ein Regulierungsniveau, das ihren Bedürfnissen besser angepasst ist, und beeinflussen so die Höhe der Kapitalkosten. Inzwischen werben die internationalen Finanzplätze um Initial Public Offerings (IPOs) und Handelsvolumen, insbesondere auch von ausländischen Emittenten. Börsenregulierung ist somit zu einem Wettbewerbsfaktor geworden. Das deutsche Modell der Börsenregulierung zeichnet sich durch ein Miteinander einer sich ergänzenden staatlichen und privaten Regulierung aus.

## Der Fall Porsche AG

Bis zum September 2001 notierten die Aktien der Porsche AG im Zwischenwertindex MDAX der Deutschen Börse. Wegen der Weigerung des Automobilherstellers, unterjährige Bilanzen vorzulegen, wurde die Aktie im August 2001 aus dem Index gestrichen. Obwohl die Porsche AG inzwischen wohl zu den dreißig größten deutschen Aktiengesellschaften zählen dürfte, bleibt eine Aufnahme in den bedeutenden DAX-Index ausgeschlossen, weil auch hierfür Quartalsberichte vorgelegt werden müssen. Die Porsche AG verweigert die Vorlage unterjähriger Bilanzen, weil Vorstand und Aufsichtsrat die Ansicht vertreten, eine derartige Transparenz lasse langfristige Strategien im Verhältnis zu kurzfristigen Erfolgszielen zurücktreten.

Hingegen sieht die Deutsche Börse AG in der Transparenz, die eine Quartalsberichterstattung bietet, nicht nur eine Voraussetzung dafür, zu sachgerechten Kauf- und Verkaufsentscheidungen zu kommen, sondern auch, sich im Wettbewerb der Börsenplätze zu positionieren. Je mehr Informationen den Akteuren auf Kapitalmärkten bereitgestellt werden, desto effizienter vollzieht sich die Preisbildung. Bei der Neuordnung der Börsensegmente im Jahr 2003 hatte diese Idee besonderes Gewicht. Nur Aktien, die eine internationale vergleichbare Transparenz aufweisen, sollten in die „Erste Liga“ der Börse aufgenommen werden. Eine solche Entscheidung erschien nach dem Desaster des Neuen Marktes zwingend.

Die Porsche AG sah sich durch die Transparenzanforderungen des Börsenbetreibers zu Unrecht ausgeschlossen und hatte deswegen im November 2004 vor dem Hessischen Verwaltungsgerichtshof in Kassel geklagt. Mit ihrer Klage verfolgte die Porsche AG durchaus handfeste ökonomische Motive: Eine Aufnahme in den DAX steigert unmittelbar die Aktiennachfrage und führt ceteris paribus zu höheren Kursen. Insbesondere institutionelle Anleger, die im Rahmen ihrer Investmentstrategien oder -produkte den DAX kaufen oder nachbilden (müssen), reagieren auf eine Neuordnung des Index, von der hinzutretende Unternehmen profitieren. Dieser so genannte Index-Effekt ist eindeutig dokumentiert und greift auf allen und nicht nur den deutschen Aktienmärkten. Mit einem höheren Kurs gewinnt die Akquisitionswährung der Porsche-Aktie an Wert und eröffnet so neue Möglichkeiten für die Unternehmensstrategie.

Aus formaler Sicht richtet sich die Klage von Porsche gegen eine Vorschrift der Börsenordnung, die die Deutsche Börse AG zur Festlegung von Informationspflichten ermächtigt. Der Hessische Verwaltungsgerichtshof hatte zu prüfen, ob diese Vorschrift gegen das deutsche Börsengesetz verstößt. Diese Überprüfung ist für den Finanzplatz Deutschland nicht unbedeutend: Die deutsche Börsenlandschaft ist durch

*Prof. Dr. Jochen Zimmermann, 42, ist Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensrechnung und Controlling der Universität Bremen; Stephan Abée, 26, Dipl.-Kaufmann, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an diesem Lehrstuhl.*

ein international nicht vergleichbares Zusammenspiel staatlicher, gesellschaftlicher und privater Akteure gekennzeichnet, deren Regelungen zum Teil ineinander greifen und zum Teil aufeinander verweisen. Dieses Konstruktionsmodell erlaubt hiesigen Finanzplätzen eine große Flexibilität und Reaktionsgeschwindigkeit und stellt einen Standortvorteil im globalen Wettbewerb um Anlagegelder und Unternehmenslistings dar. Regulierung als Standortfaktor ist keinesfalls zu unterschätzen: So haben die durch Unternehmenskrisen in den USA ausgelösten Neuregelungen zu einer erheblichen Umleitung von Listingaktivitäten auf die britischen Kapitalmärkte geführt. Mit dem Urteil des Hessischen Verwaltungsgerichtshofs stand damit auch ein Konstruktionsprinzip der deutschen Börsenlandschaft auf dem Prüfstand.

### Die Entwicklung des Frankfurter Finanzplatzes

Die Bedeutung der Stadt Frankfurt als Zentrum für Handels- und Finanztransaktionen reicht bis ins 14. Jahrhundert zurück und beruht auf ihrer Funktion als Messestadt. Zunächst basierte der Handel an der Frankfurter Börse lediglich auf freiwilligen Verhaltensregeln zwischen den beteiligten Akteuren; eine Selbstregulierung der Institution Börse etwa durch spezielle Börsenorgane existierte nicht. Auch war der rein privat organisierte Handel zunächst frei von jeglichem Einfluss eines Staates.<sup>1</sup>

Im Zuge einer Öffnung der Börse für Nichtkaufleute markiert die private Börsenverwaltung einen ersten Schritt in Richtung einer strengeren Regulierung des Wertpapierhandels, wie er auch in anderen Nationen zu beobachten ist.<sup>2</sup> Anfang des 19. Jahrhunderts wurde diese private Veranstaltung einiger Kaufleute schließlich zu einer öffentlich-rechtlichen Institution.<sup>3</sup> Hier wurde der Börsenhandel nicht durch eine staats-eigene Behörde erfüllt, sondern auf eine juristische Person des öffentlichen Rechts übertragen, die staatlicher Aufsicht untersteht.<sup>4</sup> Als eine „Körperschaft öffentlichen Rechts“ erfüllte seinerzeit die Handelskammer öffentliche Aufgaben. Zu diesem Zweck verfügte sie als Träger öffentlicher Verwaltung über das Recht, eigene Angelegenheiten durch Satzung selbst zu regulieren.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Vgl. S. Lütz: Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten, Frankfurt 2002.

<sup>2</sup> Während dieser Wandel häufig von privaten Akteuren initiiert wurde, gab es andererseits auch Börsen, deren Existenz und Regulierung auf staatliche Maßnahmen zurückgehen (z.B. die Berliner Börse).

<sup>3</sup> Vgl. J. Mues: Die Börse als Unternehmen: Modell einer privatrechtlichen Börsenorganisation, Baden-Baden 1999.

<sup>4</sup> Vgl. K. Zänsdorf: Verfassung und Organisation der deutschen Börsen im Lichte der rechtswissenschaftlichen Entwicklung, Würzburg 1937, S. 52.

<sup>5</sup> Vgl. H. Avenarius: Die Rechtsordnung der Bundesrepublik Deutschland: Eine Einführung, Bonn 1997, S. 171.

Die ersten substanzielleren staatlichen Eingriffe datieren auf das Jahr 1896, als der Gesetzgeber mit dem Börsengesetz (BörsG) das Marktsegment „Amtlicher Handel“, und damit die ersten formalen Listinganforderungen, an allen deutschen Börsen einführt.<sup>6</sup> Gleichzeitig wurde so eine einheitliche Regulierung aller 29 existierenden deutschen Börsen etabliert, indem diese unter Aufsicht der jeweiligen Länder gestellt wurden. Aufgrund ihrer Aufsichtskompetenz war es den Ländern vorbehalten, über das Mittel der Lizenzierung die Einrichtung einer Börse zu gestatten bzw. zurückzunehmen. Weitere regulatorische Kompetenzen standen ihnen aber nicht zu. Die interne Organisation lag weiterhin in den Händen der Börsenorgane, so dass staatliche Kontrollen eher formaler Natur waren und eine aktive Intervention praktisch nicht erfolgte. Auch blieben die Publizitätsstandards de facto in den Händen der Emittenten, lediglich die Haftung für veröffentlichte Informationen bedeutete einen ersten Schritt in Richtung Investorenschutz.

Während dieses fragmentierte Modell der Länderaufsicht nach dem Zweiten Weltkrieg mit erweiterten Eingriffskompetenzen der Bundesebene wiedererrichtet wurde, basierte es weiterhin vorwiegend auf Selbstregulierungsfunktionen unter der Kontrolle der großen deutschen Geschäftsbanken.<sup>7</sup> Veränderungen der wegen der Branchenwiderstände starren Börsenlandschaft gehen auf Harmonisierungsbestrebungen der EU und auf Kooperationsanfragen US-amerikanischer Behörden bei der Verfolgung grenzüberschreitender Vergehen zurück.<sup>8</sup> Die durch EG-Vorschriften initiierte Neustrukturierung der Notierungsmöglichkeiten sah ab 1986 die Einführung des „Regulierten Marktes“ als zweites gesetzliches Marktsegment neben dem Amtlichen Handel vor, um mit leichteren Listinganforderungen die Eigenkapitalaufnahmen insbesondere kleinerer Unternehmen zu erleichtern. Zudem wurde der bereits existierende Freiverkehr als drittes Marktsegment akzeptiert, wobei die dortigen Anforderungen nicht vom Gesetzgeber, sondern von den Börsen selbst gesetzt werden mussten, wenn diese einen Freiverkehr eingerichtet hatten.<sup>9</sup> Damit standen differenzierte staatliche und durch die Börse selbstregulierte Emittenten einander gegenüber.

Die Richtlinie zum Insiderhandel von 1989 (89/592/EWG) verlangte die Einführung eines institutionellen

<sup>6</sup> Daneben hatte die Preisbildung nun durch amtliche Kursmakler zu erfolgen, die individuelle Preisbildung zwischen den Händlern wurde damit eingestellt.

<sup>7</sup> Vgl. B. Steil: Changes in Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences, Working Paper 2002.

<sup>8</sup> Vgl. A. Möller: Kapitalmarktaufsicht, Berlin 2006.

<sup>9</sup> Vgl. S. Kumpel: Kapitalmarktrecht: Eine Einführung, Berlin 2004.

Rahmens ähnlich dem in den USA.<sup>10</sup> Dort werden sowohl die bestehende private Regulierung überwacht als auch Fehlverhalten (z.B. das Ausnutzen von Insiderwissen) sanktioniert. Statt einer zügigen Umsetzung unternahm der Gesetzgeber den zaghaften Versuch, die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzplatzes mit anderen Mitteln zu stärken. Anpassungen des Börsengesetzes (1989) und das Erste Finanzmarktförderungsgesetz (1990) zielten darauf ab, den (elektronischen) Marktzugang zu erleichtern und bestehende Barrieren wie z.B. die Börsenumsatzsteuer und die Wechselsteuer abzuschaffen.<sup>11</sup> So konnten zwar die Transaktionskosten an deutschen Börsen gesenkt werden, die grundsätzliche Struktur mit geringer Transparenz und Verlässlichkeit wurde jedoch nicht angegangen, so dass der Finanzplatz Deutschland mit seiner untergeordneten Rolle privater Investoren im globalen Wettbewerb weiterhin als unterentwickelt galt.

Anfang der 1990er Jahre gaben schließlich ökonomische Motive des Finanzsektors den Ausschlag für weitere Veränderungen. Während Banken das vielversprechende Geschäft des Investmentbankings entdeckten, versuchten Unternehmen ihre Kreditabhängigkeit zu vermindern.<sup>12</sup> Allerdings wurden diese Reformversuche durch kartellähnliche Strukturen bei den Börsen behindert.<sup>13</sup> Auch die Bundesländer hatten keinen Anreiz, den nationalen Wettbewerb zwischen den Börsen zu fördern.

### Doppelte Struktur

In der Folgezeit und begünstigt durch Fortschritte in der Informationstechnologie gewann der globale Wettbewerb zwischen den Finanzzentren weiter an Bedeutung. Der Parketthandel wurde durch den elektronischen Handel mehr und mehr verdrängt, so dass zu erzielende Skaleneffekte in den Fokus der Börsen ge-

rieten.<sup>14</sup> Die hierfür notwendigen Investitionen konnten nach einer Demutualisierung, d.h. der Umwandlung in eine gewinnorientierte Publikumsgesellschaft, leichter beschafft werden. Diese Publikumsgesellschaft aber konnte dann nicht mehr der Träger öffentlicher Aufgaben sein: Eine doppelte Struktur von öffentlich-rechtlichem Börsenträger und privatrechtlichem Betreiber wurde erforderlich. Hier nahm die Frankfurter Börse eine Vorreiterrolle ein. Bereits 1993 wurden die Geschäfte auf eine selbstregulierende Institution, die Frankfurter Wertpapierbörse, und einen operativen Betreiber, die neu gegründete Deutsche Börse AG aufgeteilt.<sup>15</sup> Letztere wandelte die Mitgliedschaften (Sitze) – meist in Händen der Geschäftsbanken – in Anteilscheine um und fungierte fortan als Börsenträger.

Kurz nach der Privatisierung wurde mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 der Weg für einen stärkeren Investorenschutz geebnet. Nach der Umsetzung der Insiderrichtlinie (89/592/EWG) und der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG) entstand schließlich eine zentrale Aufsichtsinstanz, das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, kurz BAWe.<sup>16</sup> Nach dem Vorbild der US-amerikanischen Securities and Exchange Commission SEC übernahm das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel einen Großteil der Überwachungsaufgaben der Länder und trat zudem als die verantwortliche Kooperationsstelle für internationale Angelegenheiten auf. Seine Existenz und Aufgaben wurden im neu geschaffenen Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) festgeschrieben, das zudem weitere Verpflichtungen der Emittenten hinsichtlich Insiderhandel und Ad-hoc-Berichterstattung enthält. Während das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel die Rolle des Zentralstaates stärkte, wurden die Kompetenzen von Ländern und Börsen beschnitten. Dennoch musste sich der Gesetzgeber die Zustimmung der Bundesländer zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz von 1998 erst noch erkaufen, indem den Regionalbörsen der Zugang zu XETRA garantiert wurde.<sup>17</sup>

Schließlich gelang es im Jahre 2002, die verbliebenen Teile des fragmentierten und ineffizienten Regulierungsmodells aufzulösen. Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz übertrug die Überwachungsaufgaben vollends auf den Bundesstaat, welcher zu diesem Zweck das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapier-

<sup>10</sup> Aufgrund massiven Widerstands aus Wirtschaft und Politik wurde sie jedoch erst fünf Jahre später transformiert; vgl. K. Hopt: Europäisches und deutsches Insiderrecht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 1 (1991), S. 17-73.

<sup>11</sup> Das Erste Finanzmarktförderungsgesetz von 1990 diente der Umsetzung der Investmentrichtlinie von 1985 (85/611/EWG) und hat lediglich das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und das Akteneinsichts- und Informationszugangsgesetz (AIG) modernisiert.

<sup>12</sup> Vgl. R. Deeg: Changes from Within – German and Italian Finance in the 1990s, in: W. Streek, K. Thelen (Hrsg.): Change and Continuity in Institutional Analysis: Explorations in the Dynamics of Advanced Political Economies, Oxford 2005, S. 169-202.

<sup>13</sup> So wurde beispielsweise das Geschäft an den kleineren regionalen Börsen geschützt, indem die Emittenten in Frankfurt ebenfalls an allen anderen Börsen gelistet sein mussten; vgl. S. Lütz: The Revival of the Nation State? Stock Exchange Regulation in an Era of Globalized Financial Markets, in: Journal of European Public Policy, 1 (1998), S. 153-168.

<sup>14</sup> Vgl. C. Williamson: Structural changes in Exchange-traded Markets, in: Bank of England Quarterly Bulletin, 2 (1999), S. 202-206.

<sup>15</sup> Der eigene Börsengang der Deutsche Börse AG im Jahre 2001 erfolgte unter anderem nach Einführung des XETRA Computerhandels (1997) oder der geplanten Übernahme von Clearstream (2002).

<sup>16</sup> Vgl. A. Möller, a.a.O.

<sup>17</sup> Das Gesetz schuf so die rechtliche Basis für XETRA, allerdings auf Kosten der Börse in Frankfurt.

handel in die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) aufgehen ließ. Weiterhin wurden die Publizitätsanforderungen gemäß der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie (2001/34/EG) angepasst und dabei der Börse ein Gestaltungsspielraum eingeräumt.<sup>18</sup>

### **Gesetzliche und börsenspezifische Publizitätsvorschriften**

Das Börsengesetz sieht drei gesetzliche Marktsegmente vor: Amtlicher Handel, Geregelter Markt und Freiverkehr.<sup>19</sup> Nur der Amtliche Handel und der Geregelter Markt fallen unter die Definition eines regulierten Marktes gemäß § 2 Abs. 5 WpHG. Dagegen ist der Freiverkehr gänzlich privat organisiert. Während der Geregelter Markt als Einstiegssegment geringere quantitative Zulassungsanforderungen verlangt, stellt die Notierung in beiden regulierten Marktsegmenten identische Zulassungsfolgenpflichten. Dazu zählen die Veröffentlichung geprüfter Geschäftsjahresabschlüsse nach dem Handelsgesetzbuch oder internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen, die Veröffentlichung eines Zwischenberichts gemäß § 40 BörsG, Ad-hoc-Veröffentlichungen gemäß § 15 WpHG sowie die Schwellenberichterstattung gemäß § 21 WpHG.

Seit dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz von 2002 besitzen Börsen die Möglichkeit, gemäß § 42 BörsG eigene Transparenzstandards innerhalb der gesetzlichen Marktsegmente Amtlicher Handel und Geregelter Markt einzurichten. Die Frankfurter Wertpapierbörse machte von dieser Option im Jahr 2003 Gebrauch und etablierte jeweils die Subsegmente Prime Standard und General Standard.<sup>20</sup> Dabei werden die zusätzlichen, über das gesetzliche Maß hinausgehenden Anforderungen des Prime Standard in der Börsenordnung geregelt.<sup>21</sup> Demgegenüber sieht das Börsengesetz vor, dass die Anforderungen des General Standard die gesetzlichen Anforderungen nicht überschreiten dürfen. Die Intention dieser Transparenzstandards ist es, Emittenten einen maßgeschneiderten Kapitalmarktzugang je nach Präferenz anzubieten. Amtlicher Handel und Geregelter Markt bieten diese Möglichkeit nur noch hinsichtlich der Zulas-

sungsvoraussetzungen, die Publizitätsanforderungen sind mittlerweile identisch.

Der Prime Standard kann sowohl von Emittenten im Amtlichen Handel als auch im Geregelter Markt gewählt werden. Für diese bedeutet dies eine zusätzliche Veröffentlichung von Quartalsberichten nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen und in englischer Sprache, eines Finanzkalenders und das Abhalten von regelmäßigen Analystenkonferenzen. Derartige, in anderen Ländern gängige Informationen wie auch die Publikation in Englisch zeugen von einer stark internationalen Orientierung bzw. Positionierung der Börse. Von der Wahl des Transparenzstandards hängt auch die Aufnahme in einen der von der Deutschen Börse AG erstellten Marktindizes ab.<sup>22</sup> Damit hat die Deutsche Börse einen zusätzlichen Anreizmechanismus geschaffen, um Unternehmen im Sinne des Anlegerschutzes zusätzliche Informationen zu entlocken. Der Fall Porsche AG ist beispielhaft dafür, dass Unternehmen durch die zusätzlich verlangten Informationspflichten aus dem ursprünglich gewählten Segment verdrängt werden können, wenn diese nicht mehr bereit sind, die Anforderungen zu erfüllen. Somit bleibt „Quartalsverweigerern“ wie der Porsche AG der Weg in die publikumswirksamen Aktienindizes verwehrt.

### **Historische Entwicklung in den USA und in Großbritannien**

Private Handelsaktivitäten von Kaufleuten bildeten auch in Großbritannien und den USA das Fundament für die Entstehung von organisierten Börsen.<sup>23</sup> Traditionell existierten diese Börsen als selbstregulierende Vereine, wobei sich deren Mitglieder kartellartig unter Vermeidung jeglicher Form der Publizität vom Wettbewerb abschirmten.<sup>24</sup> Der Wertpapierhandel basierte daher lediglich auf informellen Normen, staatliche Interventionen fanden sich zunächst nicht. Erst gegen Ende des 19. Jahrhunderts erkannten die Regierungen die Bedeutung der Märkte für den Wohlstand. Dabei gerieten auch die monopolistischen und diskreten Strukturen auf den Prüfstand, erlaubten diese doch einzelnen informierten Teilnehmern die Ausnutzung von Wissensvorsprüngen auf Kosten der Gesellschaft. Trotz ähnlicher Entstehungsgeschichte nahm die wei-

<sup>18</sup> Ebenso zügig wurde von nun an mit den Richtlinien von 2003 (2003/6/EG: Marktmissbrauchrichtlinie und 2003/71/EG: Prospekt-richtlinie) und 2004 (2004/109/EG: Transparenzrichtlinie) verfahren, welche unmittelbar umgesetzt wurden bzw. noch umgesetzt werden.

<sup>19</sup> Vgl. S. KümpeI, a.a.O.

<sup>20</sup> Vgl. G. Spindler: Prime Standard und General Standard – Die Börse als Ersatzgesetzgeber für Quartalsberichte, in: Wertpapiermitteilungen, 43 (2003), S. 2073-2120.

<sup>21</sup> Die Voraussetzungen für ergänzende Unterrichtsspflichten im Prime Standard stehen im § 42 BörsG. Nach § 50 Abs. 3 besitzen die Börsenplätze ebenfalls die bisher nicht wahrgenommene Möglichkeit, strengere Zulassungsvoraussetzungen im Geregelter Markt zu schaffen.

<sup>22</sup> Neben dem DAX sind dies MDAX, SDAX und TechDAX.

<sup>23</sup> Vgl. für die USA J. Seligman: The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance, Boston 1995; vgl. für Großbritannien R. Michie: The London Stock Exchange: A History, Oxford 1999.

<sup>24</sup> In Deutschland wurde beispielsweise der Wettbewerb zwischen Frankfurt und den Regionalbörsen behindert. Mit der Festlegung von Mindestprovisionen in den USA oder der Beibehaltung des Monopols für den Handel mit Staatsanleihen in Großbritannien existierten dort ähnliche Strukturen.



tere Entwicklung der Börsen teilweise unterschiedliche Verläufe.

Als Reaktion auf mehrere Finanzskandale und die Große Depression in den 1930er Jahren entwickelte die amerikanische Bundesregierung bereits zu einem vergleichsweise frühen Zeitpunkt ein Interventionsinstrumentarium, das bis heute seinesgleichen sucht. Publizität der Emittenten und Transparenz über das Marktgeschehen wurden damit zu den Grundprinzipien. Mit der Securities and Exchange Commission SEC an der Spitze sicherte sich der Staat indirekt eine vollständige Überwachungs- und Durchsetzungskompetenz.<sup>25</sup> In Ermangelung fachlicher Expertise seitens des Staates wurde durch Vergabe eines öffentlichen Status an die Börsen deren Selbstverwaltung wiederum gestärkt. Diese erhielten als Selbstregulierende Organisationen (SRO) den Auftrag, unter Erstellung eigener Regeln die Tätigkeiten ihrer Mitglieder zu lenken. Zwar begann die Wertpapieraufsichtsbehörde (SEC) bereits kurz nach ihrer Gründung im Jahr 1934 mit der Einführung minimaler Transparenzstandards für alle Börsen, diese sollten allerdings durch börseneigene Regeln ergänzt werden. Tatsächlich entstand so ein über lange Zeit sehr erfolgreicher Wettbewerb zwischen den Börsen. Inzwischen hat sich aber die Regelungsfülle der Securities and Exchange Commission – auch wegen ihrer Publizitätsformulare („forms“) – dermaßen erhöht, dass (zusätzliche) private Regulierung zwar möglich bleibt, jedoch de facto gänzlich verdrängt wurde.<sup>26</sup> Die Demutualisierung von NASDAQ (2002) und NYSE (2006) hatte keine Effekte. Die Regulierung der Kapitalmarktpublizität ist alleinige Sache des Föderalstaates vertreten durch die Securities and Exchange Commission. Die strengen und kontrovers diskutierten Vorschriften des Sarbanes-Oxley Acts von 2002 unterstreichen dies.

In Großbritannien kam staatliche Regulierung erst mit dem Financial Services Act von 1986 auf. Zeitgleich mit der selbst veranlassten Liberalisierung der Londoner Wertpapierbörse („Big Bang“) wurde dabei ein dreistufiges Aufsichtsmodell ähnlich dem in den USA angelegt. Auch hier sollte private Regulierung als Bestandteil der Aufsicht und Regelsetzung erhalten werden, während die EU-Richtlinien relativ zeitnah umgesetzt wurden.<sup>27</sup> Das Securities and Investment Board (SIB) übernahm die Wertpapieraufsicht. Der Fo-

kus lag jedoch eher in der Bekämpfung von Insidertransaktionen denn in der Erhöhung von Transparenz. Schließlich führten zahlreiche Krisen und Aufsichtsdefizite des SIB zur Verabschiedung des Financial Services and Markets Act (FSMA) von 2000. Die Financial Services Authority (FSA) wurde gegründet und als Allfinanzaufsicht legitimiert, für die Börsen und an deren Stelle sämtliche Transparenzstandards zu setzen.<sup>28</sup>

### **Publizitätsvorschriften in den USA und Großbritannien**

Einem Listing in den USA geht ein zweistufiger Registrierungsprozess bei der Securities and Exchange Commission und der jeweiligen Börse voraus, aus dem sich bestimmte Zulassungsfolgen ergeben. Der Securities Exchange Act 1934 ermächtigt die Securities and Exchange Commission, detaillierte Publizitätsstandards auszuarbeiten, die dem Schutz der Investoren dienen. Hierzu zählen ausdrücklich auch Quartalsberichte. Neben den Registrierungsanforderungen werden von der Securities and Exchange Commission sowohl regelmäßige Jahres- und Quartalsberichte (form 10-K bzw. 10-Q) als auch Informationen über wesentliche Ereignisse wie beispielsweise veränderte Eigentumsverhältnisse (form 8-K) eingefordert und (stichprobenartig) geprüft. Auch die durch den Sarbanes-Oxley Act eingeführten Publizitätspflichten (unter anderem Informationen über ein Internes Kontrollsystem) werden durch die Securities and Exchange Commission ausgeführt. Den Börsen bleibt nichts anderes, als ebenfalls diese Information zu verlangen und diese Pflicht des Emittenten in einem zusätzlichen „Listing Agreement“ festzuhalten.

In Großbritannien lag die Festlegung von Transparenzstandards in den Händen der UK Listing Authority (UKLA), eine Funktion, die durch den Financial Services and Markets Act vollständig von der Börse auf die Financial Services Authority überging. Die „Listing Rules“ sehen Jahres- und Halbjahresberichte vor, Ad-hoc-Berichterstattung und Informationen zu wesentlichen Ereignissen. Obwohl die Publizitätsanforderungen seit der Übernahme durch die Financial Services Authority nicht wesentlich erhöht wurden, hat das berühmte „Yellow Book“ der Börse in London damit seine Bedeutung verloren.

### **Informationsökonomische Aspekte**

Die Porsche AG hat vor allem strategische Gründe angeführt, die gegen die Quartalsberichterstattung sprechen können. Abzustellen sind aber auch auf die

<sup>25</sup> Vgl. F. Skousen: An Introduction to the SEC, Cincinnati 1991.

<sup>26</sup> Dies gilt mittlerweile auch für den privat organisierten und börsenunabhängigen OTC-Markt, dessen Emittenten seit kurzem auch einer SEC-Registrierungspflicht unterliegen.

<sup>27</sup> Vgl. J. Fishman: The Transformation of Threadneedle Street: The Deregulation and Reregulation of Britain's Financial Services, Durham 1993, oder M. Taylor: Accountability and Objectives of the FSA, in: M. Blair (Hrsg.): Blackstone's Guide to the Financial Services and Markets Act 2000, London 2000.

<sup>28</sup> Verblieben ist lediglich die private Regulierung des Alternative Investment Market (AIM), vergleichbar mit dem deutschen Freiverkehr; vgl. H. Fleischer: Der Financial Services and Markets Act 2000: Neues Börsen- und Kapitalmarktrecht für das Vereinigte Königreich, in: Recht der Internationalen Wirtschaft, 11 (2001), S. 817-825.

unmittelbaren finanziellen Effekte einer unterjährigen Berichterstattung. Das Aufbereiten zusätzlicher Informationen verursacht zwar Aufwendungen; diese können aber durch informationsökonomische Vorteile kompensiert werden. Zunächst reduzieren sich die Kosten der Informationsgewinnung für Investoren, da die detaillierteren, vierteljährlichen Angaben durch den Emittenten bereitgestellt werden.<sup>29</sup> Daneben erhöht sich die öffentliche Aufmerksamkeit für die Aktie durch eine höhere Reputation und Präsenz in den Medien. Beides zusammen steigert die Nachfrage nach den Anteilen des Unternehmens und senkt so die Kapitalkosten. Demzufolge könnte also die Nichtzulassung zum prestigeträchtigen DAX – neben dem Index-Effekt – einen zusätzlichen Nachteil darstellen.

Ein nicht zu unterschätzender Effekt ist die Auswirkung der unterjährigen Berichterstattung auf den Investorenschutz. Als Prinzipale verlangen die Investoren Sicherheit für das Überlassen des Kapitals an die Agenten, so dass der Grad der Transparenz direkt die (Eigen-)Kapitalaufnahme des Unternehmens beeinflusst. Höhere Standards wie z.B. zusätzliche Quartalsberichte reduzieren insofern die Informations- und Überwachungskosten, dass ein Fehlverhalten der Agenten eingeschränkt wird. Unter diesen Gesichtspunkten erlaubt die Wahl des Prime Standard eine Bindung an ein erhöhtes Transparenzniveau, während die Wahl eines gesetzlichen Segments allein aufgrund identischer Anforderungen keine Signal- oder Bindungswirkung entfaltet.

Für die Mehrheitseigentümer der Porsche AG ist das Signalling an den Kapitalmarkt von untergeordneter Bedeutung – es handelt sich um ein Familienunternehmen, bei dem die Mehrheit durch entsprechendes Insiderhandeln geschützt werden kann. Daher fällt die Kosten-Nutzen-Abwägung von Quartalsabschlüssen bei der Porsche AG anders aus als bei einer Publikums-gesellschaft mit breitem Streubesitz.

Aus Emittentenperspektive ist die Verweigerung der Quartalsberichterstattung dann nachvollziehbar, wenn unverhältnismäßige Nachteile das Kosten-Nutzen-Verhältnis aus dem Gleichgewicht bringen. Aus ordnungspolitischer Sicht muss dieser Individualnutzen jedoch mit dem Allgemeinwohl abgewogen werden. Die unterjährige Berichterstattung dient dem Schutz des Publikums. Daher ist es unerheblich, ob diese Publizitätsstandards vom Staat oder der Börse gesetzt werden, zumal das deutsche Börsengesetz genau zu

diesem Zweck die Festlegung seitens privater Akteure ausdrücklich gestattet.<sup>30</sup>

### Zusammenfassende Beurteilung

Ein Zusammenspiel staatlicher, gesellschaftlicher und privater Akteure wie im deutschen Börsenmodell ist in den USA und Großbritannien nicht (mehr) zu finden. Zwar hat in allen drei Ländern die Überwachungs- und Regelsetzungskompetenz des Staates an Bedeutung gewonnen, die Gestaltung zusätzlicher Transparenzniveaus durch marktnahe private Akteure wie durch den Börsenbetreiber Deutsche Börse AG ist hingegen einzigartig. Auch wenn dieser Sonderweg Deutschlands – insbesondere auch die frühe Demutualisierung der Frankfurter Börse – möglicherweise eine Reaktion auf regulatorische Missstände gewesen ist, so hat sich die flexible Struktur schnell als vorteilhaft und effizient herausgestellt.

Aus diesem Grund ist es für den Finanzplatz Frankfurt vorteilhaft, dass der Hessische Verwaltungsgerichtshof die Klage der Porsche AG gegen die Vorschriften der Börsenordnung Ende März zurückgewiesen hat. Eine Revision vor dem Bundesverwaltungsgericht in Leipzig wurde jedoch zugelassen. Obwohl die Klägerin ihre Wettbewerbsposition verletzt sah, verweigerte das Gericht vorläufig die Aufnahme in den Deutschen Aktienindex DAX. Auch aus informationsökonomischen Gesichtspunkten ist diese Entscheidung nicht zu beanstanden. Quartalsberichte dienen der effizienteren Preisbildung und werden auch von anderen Ländern gefordert. Weiterhin verteidigt das Gericht die Angemessenheit des Qualitätsstandards mit dem Argument, dass „die Sachkunde der am Börsenhandel beteiligten Kreise in den von dem Gremium betroffenen Regelungen zum Ausdruck gelangen kann“<sup>31</sup>.

Die Existenz eines General Standard mit minimalen gesetzlichen Transparenzstandards unterstreicht zudem, dass die Teilnahme am Handel im Prime Standard und der damit möglichen Aufnahme in den privat berechneten Aktienindex DAX auf einer freiwilligen Entscheidung des Emittenten beruht. Unter diesen Umständen sollte die Porsche AG ihre Entscheidung, keine unterjährige Berichterstattung vorzunehmen, überdenken. Dies würde sowohl der Expansionsstrategie von Porsche zu Gute kommen als auch die Wettbewerbsvorteile des deutschen Börsenmodells nicht in Frage stellen.

<sup>29</sup> Vgl. beispielsweise R. Merton: A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, in: Journal of Finance, 3 (1987), S. 483-510.

<sup>30</sup> § 42 BörsenG sieht vor, dass die in der Börsenordnung festgelegten zusätzlichen Unterrichtungspflichten zwingend dem Schutz des Publikums oder einem ordnungsgemäßen Börsenhandel dienen müssen.

<sup>31</sup> Vgl. Hessischer Verwaltungsgerichtshof: Quartalsberichtspflicht bei Aufnahme in „Prime Standard“ rechtmäßig, Pressemitteilung vom 28.3.2007.