



KSCV

Kösener Senioren-Convents-Verband

TP!

Rw!

FB!

2. Praktikerseminar auf dem Österberg

**Aktuelle Entwicklungen
im Wirtschaftsrecht**

**22. Oktober 2010
Tübingen, Österberg**

Ein Gemeinschaftsprojekt der
Tübinger Corps
Franconia, Rhenania und Borussia

KSCV

Aktuelle Entwicklungen im Wirtschaftsrecht

22. Oktober 2010
Tübingen
Österberg

Leitung:

Prof. Dr. Hans-Joachim **Priester**

Notar a.D., Aufsichtsratsmitglied der Fielmann AG

Referenten und Bearbeiter der Arbeitsunterlage:

Dr. Jörgen **Tielmann**, LL.M.

Rechtsanwalt, Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht

Dr. Hans-Jochem **Lüer**, LL.M.

Rechtsanwalt

Dr. Thomas **Lösler**

Head of Group Compliance der Allianz SE

Dr. Stefan **Widder**, LL.M.

Rechtsanwalt

Prof. Dr. Klaus **Pohle**, LL.M.

Aufsichtsratsmitglied und Vorsitzender des Audit Committee der Sanofi-Aventis SA

Prof. Dr. Alexander **Riesenkampff**, M.B.A.

Rechtsanwalt, Notar a.D., Attorney at Law (Pennsylvania)

Torsten **Schmidt**, LL.M.

Rechtsanwalt, Steuerberater

Dr. Hansjörg **Heppe**, LL.M.

Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht, Attorney at Law (New York und Texas)

Gliederung

Zur Fusion von Dresdner Bank und Commerzbank	
— Trotz <i>Gelantine</i> , “ <i>holzmüllert</i> ” es wieder?	4
Gesellschaftsrechtliche Gestaltungen im Insolvenzplanverfahren	
— Kommt jetzt das <i>U.S. Chapter 11</i> ?	20
<i>Compliance</i> als elementarer Bestandteil guter <i>Corporate Governance</i>	
— <i>Anything New</i> ?	44
• Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht	45
• Spannungen zwischen der Effizienz der internen Compliance und möglichen Reporting-Pflichten des Compliance Officers	50
• Zu Rolle und Stellung des Compliance-Beauftragten	57
Das <i>Spector</i> -Urteil des EuGH zum Insiderrecht	
— <i>Public M&A</i> auf dem Prüfstand	64
• Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das <i>Spector</i> -Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen	87
• EuGH: Wertpapierhandel mit Insiderwissen “impliziert” dessen Nutzung	91
Strategieänderungen in der Pharmaindustrie	92
Astronomische Kartellbußgelder nach europäischem und deutschem Recht	94
Bilanzierung nach <i>IFRS</i>	
— Die wesentlichen Unterschiede zum HGB	117
• <i>Handout</i>	118
• <i>PowerPoint Presentation</i>	123
<i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i>	
— Ein Überblick	138

Dr. Jörgen Tielmann, LL.M.
Rechtsanwalt, Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht

Zur Fusion von Dresdner Bank und Commerzbank
Trotz Gelantine, "*holzmüllert*" es wieder?

Luther

Die Unternehmer-Anwälte

Zur Fusion von Dresdner Bank und Commerzbank – Trotz *Gelatine*, „*holz-müllert*“ es wieder?

Dr. Jörgen Tielmann LL.M.
Tübingen, 22. Oktober 2010



www.luther-lawfirm.com



Zur Fusion von Dresdner Bank und Commerzbank – Trotz *Gelatine*, „*holz-müllert*“ es wieder?

- I. Einleitung**
- II. Die BGH-Rechtsprechung – von**
„Holzmüller“ zu „Gelatine“
- III. Der Fall – Die Fusion zwischen**
Commerzbank und Dresdner Bank
- IV. Das Urteil – LG Frankfurt vom 15.12.2009**
- V. Stellungnahme**
- VI. Fazit**

I. Einleitung

- **Leitung der Gesellschaft durch Vorstand (§ 76 Abs. 1 AktG)**
- **Hauptversammlungszuständigkeiten**
 - **gesetzlich ausdrücklich geregelt**
 - § 119 Abs. 1 Nr. 1-8 AktG
 - z.B. §§ 179a, 293 Abs. 1 und 2, 319 Abs. 1, 327a AktG;
§§ 65, 73, 125 UmwG
 - **ungeschrieben**
 - „Holzmüller“-Urteil (BGH, NJW 1982, 1703)
 - „Gelatine“ I (BGH, NZG 2004, 575) und II (BGH, NJW 2004, 1860)

II. Die BGH-Rechtsprechung

- 1.) „Holzmüller“-Urteil (BGH, NJW 1982, 1703)
 - **Sachverhalt:** Ausgliederung eines Betriebs (Seehafen), der den wertvollsten Teil des Gesellschaftsvermögens der AG bildete, auf eine hierfür neu gegründete Tochtergesellschaft
 - **Urteil:**
 - Ungeschriebene Mitwirkungsbefugnis der HV bei grundlegenden Entscheidungen, die „so tief in die **Mitgliedsrechte der Aktionäre** und deren im Anteilseigentum verkörpertes **Vermögensinteresse** eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie in ausschließlicher eigener Verantwortung treffen, ohne die HV zu beteiligen.“
 - „**Mediatisierungseffekt**“ (Minderung der mitgliedschaftlichen Aktionärsrechte)
 - „**Wertverwässerungseffekt**“ (bezogen auf die vermögensrechtliche Aktionärsstellung)
 - Dogmatische Einordnung  „Ermessensreduzierung auf Null“ (§ 119 Abs. 2 AktG); a.A. Gesamtanalogie
 - **Praxisfolgen:** Verunsicherung bzgl. Mitwirkungsbefugnis der HV (sog. „Pseudo-Holzmüller-Fälle“)

II. Die BGH-Rechtsprechung

2.) „Gelatine“-Urteil I (BGH, NJW 2004, 1860) und II (BGH, NZG 2004, 575)

- **Sachverhalt:**
„Umhängen“ einer Tochter- zu einer Enkelgesellschaft
- **Urteil:**
 - Ungeschriebene Mitwirkungsbefugnis der HV allein bei Geschäftsführungsmaßnahmen, die „an die Kernkompetenz der Hauptversammlung, über die **Verfassung der Gesellschaft** zu bestimmen, rühren und in ihren Auswirkungen einem Zustand nahezu entsprechen, der allein durch eine **Satzungsänderung** herbeigeführt werden kann.“
 - Wirtschaftliche Bedeutung der Maßnahme muss mindestens ca. 80% des Gesellschaftsvermögens betreffen (Folgeproblem: konkreter Bezugspunkt der Berechnung)
 - Dogmatische Einordnung  offene Rechtsfortbildung
- **Praxisfolgen:** Erhöhung der Rechtssicherheit

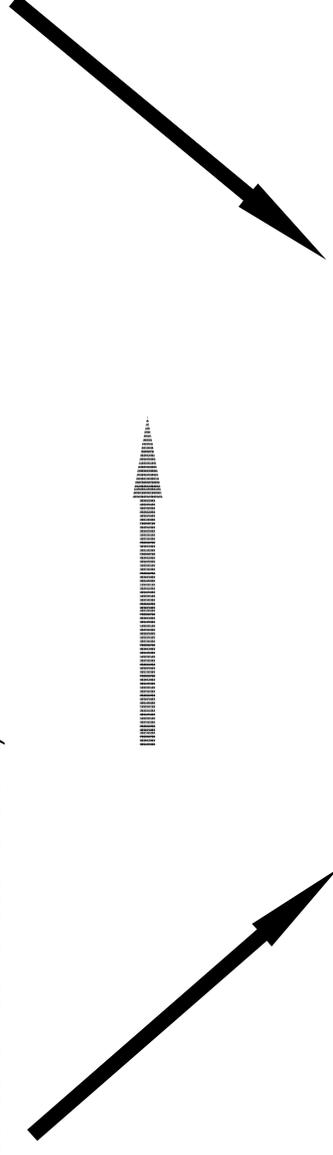
III. Der Fall – Die Fusion zwischen Dresdner Bank und Commerzbank

1.) Ziel

- vollständige Übernahme der Dresdner Bank AG durch die Commerzbank AG von der Allianz SE



(2001-2008 Muttergesellschaft der Dresdner Bank)



III. **Der Fall** – Die Fusion zwischen Dresdner Bank und Commerzbank

2.) geplante Transaktionsstruktur am 29.08.2008

Erster Schritt

- Erwerb von **60,2%** der Anteile an der Dresdner Bank AG durch Commerzbank AG
- Allianz SE erhält als Gegenleistung
 - Aktien an der Commerzbank AG im Wert von 3,4 Mrd. Euro
 - 1,6 Mrd. Euro in bar
 - cominvest (0,7 Mrd Euro)

Zweiter Schritt

- Verschmelzung der Dresdner Bank AG auf die Commerzbank AG im Wege der Verschmelzung mit Kapitalerhöhung (§ 55 UmwG)
- Allianz SE erhält Aktien an der Commerzbank AG im Wert von 3,2 Mrd. Euro für die verbleibenden **39,8%** der Aktien an der Dresdner Bank AG

III. Der Fall – Die Fusion zwischen Dresdner Bank und Commerzbank

3.) In der Folgezeit - dramatische Verwerfungen auf dem Kapitalmarkt

- 15.09.2008 Insolvenz des Bankhauses Lehman Brothers
- 18.10.2008 Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG) tritt in Kraft - Errichtung des SoFFin
 - stille Einlage und unmittelbare Beteiligungen aus gesetzlich genehmigten Kapital (§§ 3,7,7a FMStBG)
 - Möglichkeit, Einfluss auf die Geschäftsführung zu nehmen (§ 5 FMStFV)
- 03.11.2008 SoFFin leistet stille Einlage an der Commerzbank AG in Höhe von Euro 8,2 Mrd.
- 2. Hj 2008 Verlust der Commerzbank i.Hv. von Euro 4,7 Mrd.

III. **Der Fall** – Die Fusion zwischen Dresdner Bank und Commerzbank

4.) **Abschluss einer Änderungsvereinbarung am 27.11.2008**

Erster Schritt:

- Erwerb von **60,2%** der Anteile an der Dresdner Bank AG durch Commerzbank AG
- Allianz SE erhält als Gegenleistung
 - Aktien an der Commerzbank AG im Wert von 3,4 Mrd. Euro
 - 1,6 Mrd. Euro in bar
 - cominvest (0,7 Mrd Euro)

Zweiter Schritt:

- **Barkauf der restlichen 39,8% Anteile** (1,4 Mrd. Euro)
- Verschmelzung der Dresdner Bank auf die Commerzbank im Wege der Verschmelzung **ohne Kapitalerhöhung** (§ 54 UmwG)
- **kein HV-Beschluss** der Commerzbank mehr erforderlich gemäß § 62 UmwG („upstream-merger“)

III. Der Fall – Die Fusion zwischen Dresdner Bank und Commerzbank

5.) weiterer Verlauf

- Januar 2009 SoFFin wird Aktionär der Commerzbank AG in Höhe von 25% + 1 Stammaktie (EK-Zufuhr i.H.v. Euro 10 Mrd.)
- 11.5.2009 Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister
- 15./16.5.2009 Hauptversammlung erteilt den Mitgliedern des Vorstands und Aufsichtsrats Entlastung
 ➔ Anfechtungsklage gegen den Entlastungsbeschluss

IV. Das Urteil – LG Frankfurt (15.12.2009)

- Anfechtungsklage ist begründet
- Abänderungsvertrag zwischen Commerzbank AG und Allianz SE unterlag einer ungeschriebenen Mitwirkungsbefugnis der HV
- ungeschriebene Mitwirkungsbefugnis der HV sei gegeben, wenn es

„durch den Beteiligungserwerb zu einer **wesentlichen Veränderung** **der Unternehmensstruktur** kommt, d.h. einer wesentlichen Änderung der Kapitalstruktur, insbesondere der Erhöhung des Verschuldungsgrades beim Beteiligungserwerb“

IV. Das Urteil – LG Frankfurt (15.12.2009)

- Verluste der Commerzbank im Zuge der Übernahme machten eigenkapitalerhöhende Maßnahme des SoFFin erforderlich, d.h. unmittelbare Beteiligung des SoFFin in Höhe von 25% + 1 Aktie (**erhebliche Veränderung der Kapitalstruktur**)

- Möglichkeit des SoFFin, auf die **Geschäftsführung der Commerzbank Einfluss zu nehmen** durch Stellung von Bedingungen für Stabilisierungsmaßnahmen (vgl. Eingliederung §§ 319 ff bzw. Beherrschungsvertrag § 291 Abs. 1 AktG)

- **erheblicher Eingriff in die Unternehmensstruktur**, der einer Satzungsänderung gleich gelagert sei

V. Stellungnahme

- Anwendbarkeit der „Holzmüller-Grundsätze“ auch auf **Beteiligungserwerb** (vs. Ausgliederungen) umstritten
- Erforderlichkeit einer **Mediatisierung** von Aktionärsrechten
 - Mediatisierungseffekt im Falle der Commerzbankaktionäre fraglich
- Abkehr von zwingenden **Schwellenwerten** (ca. 75-80% des Gesellschaftsvermögens) nicht überzeugend
 - vorliegend nicht erreicht (ca. 40-50%)
 - resultierende Rechtsunsicherheit durch „weiche Kriterien“

V. Stellungnahme

- Heranziehung der Vorschriften zur Eingliederung (§§ 319 ff. AktG) und zum Beherrschungsvertrag (§ 291 Abs. 1 AktG) übersieht, dass § 7d FMStBG gerade Anwendbarkeit dieser konzernrechtlichen Vorschriften außer Kraft gesetzt hat. Ansonsten wäre stille Beteiligung als Teilgewinnabführungsvertrag konzernrechtlich der HV zur Beschlussfassung vorzulegen gewesen.
 - Auch die Ausgabe der neuen Aktien, die hier aus gesetzlich genehmigtem Kapital nach § 3 FMStBG erfolgte, wäre entweder bei der Schaffung neuen genehmigten Kapitals oder unmittelbar als Barkapitalerhöhung ohne die Wertung des FMStBG Gegenstand eines HV-Beschlusses gewesen.
 - Für die anschließende Verschmelzung wäre bei entsprechendem Minderheitsverlangen ebenfalls ein Hauptversammlungsbeschluss nach § 62 Abs. 2 UmwG erforderlich gewesen.
- Entscheidung des Gesetzgebers wird durch Rückgriff auf ungeschriebene HV-Zuständigkeit in ihr Gegenteil verkehrt und verkennt eingreifende HV-Zuständigkeiten.



VI. Fazit

- Urteil zu einer **Sonderkonstellation** (Existenz sowie Einflussnahme auf die Geschäftsführung durch „SoFFin“) – somit geringe Aussagekraft für sonstige Restrukturierungs- und Transaktionspraxis
- wenig überzeugende Urteilsbegründung in der Sache
 - Abweichung von anerkannten BGH-Grundsätzen
 - Verkennung der gesetzlichen Wertung durch das FMStBG und der ansonsten eingreifenden HV-Zuständigkeit (*keine Regelungslücke*)
- demnächst Entscheidung des OLG Frankfurt (mündliche Verhandlung fand am 05.10.2010 statt)
- **Ausblick:** evtl. Klärung der umstrittenen Frage „ungeschriebene Mitwirkungsbefugnis der HV bei Beteiligungserwerben“ durch BGH

Dr. Hans-Jochem Lüer, LL.M.
Rechtsanwalt

Gesellschaftsrechtliche Gestaltungen im Insolvenzplanverfahren
Kommt jetzt das *U.S. Chapter 11*?



Gesellschaftsrechtliche Gestaltungen im Insolvenzplanverfahren – Kommt jetzt das Chapter 11?

Dr. Hans-Jochem Lüer, LL.M.
Rechtsanwalt

Tübingen, 22. Oktober 2010

 **HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK**

RECHTSANWÄLTE STEUERBERATER ATTORNEY-AT-LAW
Berlin Brüssel Chemnitz Düsseldorf Frankfurt Hamburg Köln München Zürich

ÜBERSICHT

- I. Zur Einführung**
- II. Merkmale des Insolvenzplans nach geltendem Recht**
- III. Praktische Erfahrungen und Kritik**
- IV. Vorschläge zur gesetzlichen Neuregelung**
- V. Bewertung des gesetzgeberischen Vorschlags**
- VI. Verbleibende gesetzgeberische Defizite**
- VII. Diskussion**

I. Zur Einführung

1. Diskussionsentwurf BMJ, Stand: 1. September 2010 für ein

„Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen“

2. Artikel – Gesetz – Art. 1 **Änderung der InSO**
- Art. 2-6 Insolvenzzrechtliche **Nebenaspekte**
3. Vorgeschlagene Änderungen der Vorschriften über den **Insolvenzplan**
§§ 217-269 – Einbeziehung von Gesellschafterrechten in das Insolvenzplanverfahren
4. Erweiterung von § 210 a (E) –
Insolvenzplan bei Masseunzulänglichkeit
5. Neue Regeln der Eigenverwaltung –
„Debtor in possession“ –
Eigenverwaltung als selbstständiger Verfahrensmodus

II. Merkmale des Insolvenzplans nach geltendem Recht

1. Rechtspolitisches Leitbild:
Fortführung nach Sanierung durch Insolvenzplanverfahren
2. Vorbild: Chapter 11 US Bankruptcy Code 1978
3. „Manville seeks protection under Chapter 11“
4. Charakteristika des Verfahrens nach Chapter 11
 - 4.1 Selbstständiges Verfahren gegenüber Chapter 7
 - 4.2 „Debtor in possession“ als Regelfall
 - 4.3 „Automatic stay“
 - 4.4 Rolle der Shareholder
 - 4.5 Debt equity swap als Finanzierungsinstrument
 - 4.6 Neuregelung aller Verbindlichkeiten

II. Merkmale des Insolvenzplans nach geltendem Recht

- 5. Merkmale des Insolvenzplanverfahrens nach §§ 217-269
 - 5.1 Unselbstständigkeit des Planverfahrens
 - 5.2 Typische Insolvenzverwaltung
 - Vorverfahren – eröffnetes Verfahren –
Gläubigerversammlung entscheidet über Verfahrensart
 - 5.2.1 Antragsverfahren
 - 5.2.2 Insolvenzverwalter - kein „debtor in possession“
 - 5.2.3 Planverfahren durch
Gläubigerbeschlussfassung, § 235 Abs. 1 S. 1
 - 5.2.4 Eigenverwaltung nach §§ 270 ff. als Ausnahme

II. Merkmale des Insolvenzplans nach geltendem Recht

- 5.3 „Automatic stay“ im deutschen Recht
- 5.3.1 Vorläufige richterliche Maßnahmen nach § 21 Abs. 2
- Einsetzung eines vorläufigen Verwalters
 - Allgemeines Verfügungsverbot
 - Untersagung/Einstellung der Zwangsvollstreckung
- 5.3.2 Wirkungen der Eröffnung nach §§ 80 ff.

II. Merkmale des Insolvenzplans nach geltendem Recht

- 5.4 Keine Beteiligung der Gesellschafter/Unternehmensträger
 - 5.4.1 Insolvenzplan als „Sanierung“ ohne Gesellschafter
 - reines Gläubigerverfahren -
 - 5.4.2 Fortführung nur mit Gesellschaftern
 - Fortführungsbeschluss der Gesellschafter
 - Maßnahmen der Kapitalherabsetzung
 - Maßnahmen der Kapitalerhöhung
 - Emission von Beteiligungs- und Fremdrechten
 - Zulassung neuer Gesellschafter

II. Merkmale des Insolvenzplans nach geltendem Recht

- 5.4.3 Funktion von § 249
Gesellschaftsrechtliche Maßnahmen als
„Voraussetzungen“
- 5.4.4 Alle Abstimmungen im Planverfahren unter
auflösenden Bedingungen
- 5.5 Keine Maßnahmen sanierender Finanzierung im
Planverfahren
Sanierung nur durch Veränderung/Ermäßigung von
Verbindlichkeiten
- 5.6 Zusammenfassung

Planverfahren nach §§ 217 ff.
bisher kein Chapter 11-Verfahren

III. Praktische Erfahrungen und Kritik

1. Beobachtungen der Bundesjustizministerin –

Rede am 17. März 2010

Auszüge

- 1.1 „Im Planverfahren selbst sehe ich den Handlungsbedarf vor allem darin, Hemmnisse und Verzögerungen abzubauen. Sinnvolle Lösungen dürfen nicht an Blockade Einzelner scheitern“

Vordergründig:

Abbau von Rechtsmitteln und Verschärfung des Obstruktionsverbots

In Wirklichkeit:

Ausübung von Druck auf Unternehmensträger

III. Praktische Erfahrungen und Kritik

1.2

„... ein insolvenzrechtlicher Dauerbrenner der letzten Jahre ist der Debt equity swap. Diese Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital ist ein wichtiges Instrument zur Sanierung von Unternehmen, die in Schieflage geraten sind. Durch den Wegfall von Verbindlichkeiten kann eine Überschuldung beseitigt werden. Zugleich wird durch das Erlöschen von Zins- und Tilgungspflichten die Zahlungsfähigkeit wiederhergestellt. Auch für die Gläubiger ist die Umwandlung ihrer Forderungen in Anteile vorteilhaft: Sie erlangen Einfluss auf die Unternehmensgeschichte und werden an künftigen Erträgen beteiligt.“

Zielsetzung:

Fremdkapital wird Equity

In Wirklichkeit:

Sanierung durch Buchausweise auf der Passivseite –
doch keine Zufuhr von liquiden Mitteln!

III. Praktische Erfahrungen und Kritik

2. Ineffizienz des gesetzlichen Insolvenzplanverfahrens
 - 2.1 Objektive Zahlen aus Statistiken nicht zu entnehmen
 - 2.2 Schätzungen: 2 % Planverfahren
 - 2.3 Fälle aus der Praxis
 - Ministerin nennt Babcock, Kirch und Ihr Platz –
 - Weiß jemand, wo diese Unternehmen heute stehen?
 - Was ist aus Philipp Holzmann geworden?
 - 2.4 Schätzung: Heute nicht mehr erfolgreiche Planverfahren als früher erfolgreich durchgeführte Vergleichsverfahren

III. Praktische Erfahrungen und Kritik

- 3. Punkte der Kritik
 - 3.1 Verbleib der Gesellschafterrechte bei den Unternehmensträgern
 - 3.1.1 Keine Beteiligung der Gesellschafter am Planverfahren
 - 3.1.2 Kein Zugriff des Insolvenzverwalters auf Beteiligungsrechte
 - 3.1.3 Formale Rechtsposition der Rechtsträger trotz wirtschaftlicher Wertlosigkeit der Beteiligungsrechte

12

III. Praktische Erfahrungen und Kritik

- 3.1.4 Trittbrettfahrer-Syndrom –
Gesellschafter als Nutznießer fremder
Hilfsbereitschaft
- 3.1.5 Erpressungspotential der Gesellschafter
- 3.1.6 Gesellschafter die „einzigen Gewinner“ bei
Sanierung
- 3.1.7 Angebliche Wertigkeit von Betriebsrechten
per se
- 3.1.8 Keine gesetzlichen Ausschlussstatbestände

III. Praktische Erfahrungen und Kritik

- 3.2 Fehlen von Finanzierungsmechanismen
 - „debt equity swap“ als Heilsbringer
- 3.3 Hilfskonstruktionen de lege lata
 - 3.3.1 Zustimmungsgedote kraft gesellschaftsrechtlicher Treuepflichten
 - 3.3.2 Enger Anwendungsbereich Fortführung ja – Mittelzuführung nein
- 3.4 Grundsätzliche Einschätzungen
 - 3.4.1 Gesetzliche Abstinenz unangebracht
 - 3.4.2 Einheitlichkeit der Kritik eher vorsichtig zu beurteilen

IV. Vorschläge zur gesetzlichen Neuregelung

Diskussionsentwurf BMJ, Bearbeitungsstand: 01.09.2010

1. Als Ausgangzielsetzung bleibt § 1 S. 1
 - „Das Insolvenzverfahren dient dazu, die Gläubiger eines Schuldners gemeinschaftlich zu befriedigen, indem ... in einem Insolvenzplan eine abweichende Regelung insbesondere zum Erhalt des Unternehmens getroffen wird.“
 2. Einbeziehung der Unternehmensträger durch Ergänzung in § 217 (E)
 - „Ist der Schuldner keine natürliche Person, so können auch die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte der am Schuldner beteiligten Person in den Plan einbezogen werden.“

IV. Vorschläge zur gesetzlichen Neuregelung

3. Beteiligung **einer Gruppe** nach § 222 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 (E) nach den Gläubigergruppen unter Nr. 1-3 mit
„den am Schuldner beteiligten Personen, wenn deren Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte in den Plan einbezogen werden“
oder **mehrerer Gruppen** nach § 222 Abs. 3 S. 2 (E), der vorsehen soll:
„Für Kleingläubiger und geringfügig beteiligte Anteilseinhaber mit einer Beteiligung von weniger als einem Prozent oder 1.000,00 Euro am Haftkapital können besondere Gruppen gebildet werden“.

IV. Vorschläge zur gesetzlichen Neuregelung

4. „Rechte der Anteilseigner“ im Planverfahren durch § 225 a (E)
 - 4.1 Sieht der Insolvenzplan nichts vor, bleiben die Anteilseigner außen vor wie bisher, Abs. 1
 - 4.2 Der gestaltende Teil des Plans kann vorsehen
 - 4.2.1 „...“, dass Forderungen von Gläubigern in Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte am Schuldner umgewandelt werden“, Abs. 2 S. 1, d. h. hier erfolgt die gesetzliche Einführung des so sehr ersehnten „debt equity swap“.

IV. Vorschläge zur gesetzlichen Neuregelung

- 4.2.2 Daneben (nicht „insbesondere“) kann der Insolvenzplan nach Abs. 2 S. 2 vorsehen
- eine Kapitalherabsetzung oder
 - eine Kapitalerhöhung,
 - die Leistung von Sacheinlagen,
 - den Ausschluss von Bezugsrechten und
 - die Zahlung von Abfindungen an ausscheidende Anteilhaber.

- 4.2.3 Bei Eingriffen in die Stellung der Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte nach vorstehenden Vorschriften

„ist im Plan eine angemessene Entschädigung vorzusehen, wie § 225 a Abs. 4 (E) ergänzt.“

IV. Vorschläge zur gesetzlichen Neuregelung

5. Stimmrecht der Anteilseigner
 - 5.1 Beteiligungsanteil nach Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag
 - 5.2 Vorbehalt: kein Stimmrecht, wenn nicht betroffen
6. Zustimmung der Anteilseigner
7. Mehrheitsfindung nach § 244 Abs. 3 (E) „Summe der Beteiligungen“
 - 7.1 Angemessene Beteiligung

IV. Vorschläge zur gesetzlichen Neuregelung

- 7.2 Legaldefinition in § 245 Abs. 3 (E)
- „...wenn nach dem Plan
1. kein Gläubiger wirtschaftliche Werte erhält, die den vollen Betrag seines Anspruchs übersteigen, und
 2. kein Anteilsinhaber, der ohne einen Plan den Anteilsinhabern der Gruppe gleichgestellt wäre, besser gestellt wird als diese.“
8. Fingierte Zustimmung der Anteilsinhaber nach § 246 a (E)
- Zustimmung der Gruppe erteilt, wenn kein Mitglied votiert.

V. Bewertung des gesetzgeberischen Vorschlags

1. Rechtspolitische Zielsetzungen des Gesetzgebers
2. Einbeziehung der Anteilinhaber/Rechtsträger geboten
3. Angemessene Beteiligung der Anteilinhaber
 - 3.1 Neugestaltung der Passivseite
 - Fremdmittel Dritter (Banken)
 - Gesellschafterdarlehen
 - Eigenkapitalausstattung

V. Bewertung des gesetzgeberischen Vorschlags

- 3.2 Debt equity swap als Mittel rein bilanzieller Sanierung
- 3.3 Probleme der Bewertung
 - 3.3.1 Umwandlungskurs der Fremdmittel
 - 3.3.2 Verhältnis zum Eigenkapital (soweit verbleibend)
 - 3.3.3 Abfindungen an die ausscheidenden Gesellschafter
 - 3.3.4 Verfahrensfragen
- 3.4 Obstruktionsverbot
- 3.5. Rechtsmittel opponierender Gesellschafter

VI. Verbleibende gesetzgeberische Defizite

1. Mentalitätswandel – anderes Insolvenzverständnis
2. Insolvenzplan kein eigenständiges Verfahren
3. Anlass der Antragsstellung – typische Insolvenztatbestände
Überschuldung – Zahlungsunfähigkeit –
drohende Zahlungsunfähigkeit
4. Ausweitung der Eigenverwaltung allein kein glücklicher Weg
5. Restrukturierungsverfahren neben Insolvenzverfahren geboten
6. **Fazit:**
Chapter 11 wird auch jetzt keinen Einzug in das deutsche
Insolvenzrecht halten

23

VII. Diskussion

Dr. Thomas Lösler
Head of Group Compliance der Allianz SE

Compliance als elementarer Bestandteil
guter *Corporate Governance*
Anything New?

Rechtsanwalt Dr. Thomas Lösler, Frankfurt a. M.

Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht*

Der folgende Beitrag möchte einen Überblick über die Entwicklung und die Funktionen von Compliance geben, Compliance als Teil des integrierten Risikomanagementsystems eines Finanzinstituts beleuchten und dabei auch der Frage nach der Rechtsgrundlage für Compliance nachgehen, ferner fragen, wie unab-

hängig die Compliance-Abteilung eines Finanzinstituts ist bzw. wie unabhängig sie sein soll sowie abschließend zumindest die Frage aufwerfen, ob Compliance eher dem Schutz des Anlegers oder eher dem Schutz des Unternehmens dient.

I. Das bisherige Compliance-Verständnis

Das Compliance-Verständnis hat in den letzten Jahren einen deutlichen Wandel vollzogen. Der Begriff „Compliance“ ist in Deutschland vor etwas mehr als 12 Jahren gebräuchlich worden. Er entstammt der anglo-amerikanischen Rechtssprache und hat zu Beginn der neunziger Jahre ohne Übersetzung Eingang in die deutsche Rechtssprache gefunden. Unter Compliance versteht man ein Handeln in Übereinstimmung mit dem Gesetz oder – etwas allgemeiner formuliert – mit den jeweils anwendbaren Regeln. Infolge der Neuordnung des Kapitalmarktrechts durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz haben Finanzinstitute Compliance-Programme entwickelt und Compliance-Organisationen geschaffen. Ihr Schwerpunkt lag in erster Linie auf der Sicherstellung der das Wertpapierdienstleistungsgeschäft betreffenden Regeln durch Entwicklung und Einrichtung interner Kontrollverfahren¹.

Daneben wurden mit dem Begriff Compliance vor allem die Schlagworte Insiderrecht und Management von Interessenkonflikten verbunden². Die interne Organisation von Wertpapierdienstleistungsunternehmen wurde zunehmend auf die Vermeidung von Insiderverstößen und Interessenkonflikten ausgerichtet. Nach § 31 I Nr. 2 WpHG sind Interessenkonflikte stets im Interesse der Kunden zu lösen.

Diese Compliance-Programme zielten und zielen darauf, das Unternehmen durch organisatorische Maßnahmen sowohl gegen unberechtigte Vorwürfe von außen als auch gegen tatsächliches Fehlverhalten von Mitarbeitern zu schützen.

Die Rechtsgrundlage für Compliance wird bis heute verbreitet in § 33 I WpHG gesehen, der die Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen für das Wertpapiergeschäft enthält. Darauf gründet sich sowohl die anfängliche Ausrichtung von Compliance auf die Einhaltung der Regeln des Wertpapiergeschäfts als auch die starke Betonung des Kontroll- oder Überwachungsgedankens.

Wegen dieser Anknüpfung an die Vorschriften des WpHG ist das Thema Compliance zudem insbesondere durch die Wertpapieraufsicht besetzt – früher durch das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel und heute durch die Säule „Wertpapieraufsicht“ der BaFin. Die Verwaltungsvorschrift, mit der die BaFin die in § 33 I WpHG niedergelegten Organisationspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen konkretisiert, wird denn auch allgemein als „Compliance-Richtlinie“ bezeichnet³.

Die in § 33 I WpHG festgeschriebenen Organisationspflichten ergänzen die allgemeinen und besonderen Verhaltenspflichten für das Wertpapiergeschäft (§§ 31 und 32 WpHG) und verpflichten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu einer angemessenen betrieblichen Orga-

nisation des Wertpapiergeschäfts. Nach Auffassung der BaFin ist eine so genannte Compliance-Stelle einzurichten, welche die Einhaltung dieser Verhaltenspflichten überwacht⁴.

Kurz: Compliance umschreibt in bisher verbreitetem Verständnis eine Compliance-Organisation für das Effektengeschäft. Die so genannte Wertpapier-Compliance ist die Wurzel unseres Compliance-Verständnisses. Hiervon ausgehend nährt man sich dem modernen Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht wohl am besten, wenn man sich zunächst die Funktionen von Compliance vergegenwärtigt.

II. Funktionen von Compliance

Allgemein lassen sich fünf Compliance-Funktionen unterscheiden, nämlich die Schutzfunktion, die Beratungsfunktion und Informationsfunktion, die Qualitätssicherungs- und Innovationsfunktion, die Überwachungsfunktion und schließlich die so genannte Marketingfunktion.

1. Schutzfunktion

In erster Linie hat Compliance eine *Schutzfunktion*. Die Aufklärung der Mitarbeiter über bestehende Regeln dient zusammen mit entsprechenden Überwachungsmaßnahmen der Vorbeugung gegen bewusste wie unbewusste Regelübertretungen. Diese Schutzwirkung kommt sowohl dem Unternehmen als auch seinen Mitarbeitern zu Gute. Potentielle Schadenersatzansprüche werden abgewehrt und das Unternehmen, seine Organe und seine Mitarbeiter werden vor straf- und bußgeldbewehrten Handlungen geschützt. Die Beachtung der einschlägigen Gesetze und die vorbeugende Schadensabwehr sind zwei eng zusammenhängende Sachverhalte⁵. Denn jedem Regelverstoß wohnt ein bestimmtes Schadenspotential inne, nämlich zum einen in Form unmittelbarer finanzieller Schäden, wie zum Beispiel auf Grund von Schadenersatzzahlungen, Bußgeldern oder wegen des Ausschlusses von Handlungsmöglichkeiten. Zum anderen drohen Reputationsschäden,

* Der Beitrag ist die überarbeitete Fassung eines Vortrags auf dem Symposium „Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht“ anlässlich des 65. Geburtstags von Professor Dr. Eberhard Schwark am 5. 11. 2004 in Berlin. Die Vortragsform wurde beibehalten. Der Beitrag ist Herrn Dr. Ulrich Bosch in dankbarer Erinnerung gewidmet. – Der Autor ist Compliance Officer der Deutschen Bank AG, Frankfurt a. M.

1) Zur Entwicklung näher Eisele, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb., 2001, § 109 Rdnrn. 1 ff.; Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 13 ff.

2) Eisele, WM 1993, 1021 ff.

3) Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. § 33 I WpHG vom 25. 10. 1999, Bundesanzeiger Nr. 210 vom 6. 11. 1999, S. 18 453 (Compliance-Richtlinie). Bei den nach § 35 IV WpHG erlassenen Richtlinien der BaFin handelt es sich um Bindungswirkung entfaltende normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften, vgl. dazu ausführlich Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 39 ff.

4) Vgl. auch Erwägungsgrund 24 der Richtlinie 2003/6/EG über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).

5) Dazu Gebauer, Compliance, in: Hdb. Investor Relations, 2004, S. 507.

wie zum Beispiel Beschädigungen des Standings eines Unternehmens im Kapitalmarkt, der Verlust von Kunden oder eine Herabsetzung des Ratings. Auch diese Reputationsschäden beinhalten, wenn man allein an die Herabstufung des Ratings denkt, unmittelbare finanzielle Schäden⁶.

Wenn es trotz vorbeugender Compliance-Maßnahmen zu Regelverletzungen kommt, kann die Existenz einer angemessenen Compliance-Organisation eine erhebliche Milderung der durch Aufsichtsbehörden oder Gerichte verhängten Sanktionen bedeuten⁷.

Zur Schutzfunktion von Compliance zählt es ferner, (potentielle) Interessenkonflikte zu erkennen und zu vermeiden. Lassen sich Interessenkonflikte nicht vermeiden, müssen sie primär am Interesse des Kunden ausgerichtet gelöst werden (§ 31 I Nr. 2 WpHG). Auch die Herstellung und der Erhaltung guter Beziehungen zu den Aufsichtsbehörden kann zur Schutzfunktion von Compliance gezählt werden. Eine gute, proaktive und vertrauensvolle Kooperation mit den Aufsichtsbehörden trägt dazu bei, regulatorische Probleme rechtzeitig zu erkennen und zu lösen.

2. Beratungs- und Informationsfunktion

Eng verzahnt mit der Schutzfunktion ist die *Beratungs- und Informationsfunktion* von Compliance. Compliance-Abteilungen verstehen sich als Ratgeber und Aufklärer der operativen Bereiche des Unternehmens, denn Regeln können nur beachtet werden, wenn sie den Adressaten bekannt sind. Teil dieser Beratungs- und Informationsfunktion ist es, das Bewusstsein der Mitarbeiter für aus ihrer Tätigkeit folgende Risiken zu schärfen. Die Mitarbeiter des Unternehmens müssen in die Lage versetzt werden, solche Risiken frühzeitig zu erkennen und sie müssen vor allem auch wissen, wann es geboten ist, Compliance oder andere ratgebende Funktionen einzuschalten⁸.

3. Qualitätssicherungs- und Innovationsfunktion

Zu nennen ist ferner die *Qualitätssicherungs- und Innovationsfunktion* von Compliance. Der so genannte „Know your Customer“-Grundsatz besagt, dass ein Finanzinstitut seine Kunden kennen muss. Gleiches gilt natürlich auch für Unternehmen außerhalb des Finanzdienstleistungssektors. Allerdings verlangt Grundsatz 15 der Basler Aufsichtsgrundsätze ausdrücklich adäquate Sicherungsvorkehrungen, um bewussten oder unbewussten Missbrauch von Instituten zu verhindern⁹. § 25 a I Nr. 4 KWG setzt dies in Deutschland um.

Hinzu kommt die ebenfalls unter dem Schlagwort „Know your Customer“ bekannte, in den §§ 31, 32 WpHG begründete Verpflichtung zu einer anlage- und anlegergerechten Beratung der Kunden¹⁰. Ein Institut muss in der Lage sein, dem Kunden eine auf seine ganz persönlichen Verhältnisse zugeschnittene Anlage zu empfehlen. Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind verpflichtet, von ihren Kunden Angaben über deren Erfahrungen oder Kenntnisse in Wertpapiergeschäften, über verfolgte Anlageziele sowie über ihre finanziellen Verhältnisse einzuholen.

4. Monitoring- oder Überwachungs-Funktion

Compliance hat ferner eine *Monitoring- oder Überwachungs-Funktion*, denn die Beachtung von Pflichten muss überwacht werden. Ein wesentliches Element einer Compliance-Organisation sind daher Monitoring-Systeme. Diese garantieren eine zeitnahe Kontrolle, ob die einschlägigen Gesetze sowie interne und externe Regelwerke eingehalten werden¹¹.

5. Marketing-Funktion

Schließlich hat Compliance auch eine *Marketing-Funktion*. Durch eine effektive Compliance-Organisation werden Regelverstöße und nicht zuletzt daraus resultierende Reputationsverluste vermieden. Das trägt bei Kunden, Mitarbeitern und anderen Marktteilnehmern, aber auch bei Aufsichtsbehörden sowie der Öffentlichkeit zur Erhaltung des Ansehens eines Unternehmens bei. Eine wirkungsvolle Compliance-Organisation kann wie erwähnt zu einer Sanktionsmilderung bei der Beurteilung von Regelverstößen führen und sie dient zugleich der Erhaltung und Stärkung des Vertrauens in die Integrität eines Finanzdienstleisters.

Die beschriebenen Funktionen weisen schon darauf hin, dass es zu eng gefasst wäre, Compliance auf die Sicherstellung der Einhaltung der Regeln und Usancen des Wertpapiergeschäfts oder die Steuerung der sich aus dem Wertpapiergeschäft ergebenden Risiken zu beschränken.

III. Compliance als Teil eines konzernweit integrierten Risikomanagements

1. Zunehmende Integration von Compliance

Compliance wird heute zunehmend als Bestandteil eines integrierten Risikomanagementsystems verstanden. Vorbeugung durch Integration von Compliance in den Geschäftsbereichen und durch stete Aufklärung der Mitarbeiter wird immer stärker betont. Damit ist selbstverständlich keine Vernachlässigung der organisatorischen Pflichten zur Schaffung interner Kontroll- und Überwachungssysteme verbunden. Aber Prävention ist allemal besser als jede ex-post Kontrolle. Für eine effektive Wahrnehmung der Informations- und Beratungsfunktion ist es notwendig, Compliance fest in den internen Prozessen und in den Geschäftsbereichen zu verankern. Gelegentlich ist mit Blick auf die Größe mancher Compliance-Abteilungen zu hören, dass hinter jedem Banker bald ein Compliance-Officer stehe. Das ist natürlich übertrieben. Aber eine enge Zusammenarbeit zwischen Geschäftsabteilungen und Compliance ist in der täglichen Arbeit unerlässlich für die Erbringung regelgerechter Finanzdienstleistungen.

Dazu zählt etwa die frühe Einbindung von Compliance in die Entwicklung neuer Finanzprodukte und Vertriebsideen (der so genannte New Product Approval Prozess). Gerade hier wird übrigens deutlich, dass Compliance ein ganz wesentlicher Bestandteil der Wertschöpfungskette eines Finanzinstituts ist. Voraussetzung für die erfolgreiche Entwicklung eines neuen Finanzproduktes ist neben der Beteiligung von Produktmanagern und Vertriebsspezialisten, dass auch die Compliance-Risiken einer Produktidee geprüft werden, also die Risiken, die daraus folgen, dass geschäftliche Aktivitäten nicht den geltenden Normen entsprechen.

Der Gedanke von Compliance als Teil des integrierten Risikomanagements eines Finanzdienstleisters ist natürlich nicht ganz neu. Erinnert sei hier nur an die durch den Zusammenbruch der Barings Bank angestoßene Diskus-

6) Gebauer (o. Fußn. 5), S. 507.

7) Beispielgebend *United States Sentencing Commission*, Guidelines Manual, Ch. 8B2 (November 2004). Zu aktuellen Entwicklungen in den USA Fleischer, AG 2003, 291 (296 ff.).

8) Zu ähnl. Aufgaben der Unternehmensrechtsabteilung Kohler, in: Festschr. f. Siegfried Kümpel, 2004, S. 301 (307).

9) *Basel Committee on Banking Supervision*, Core Principles for Effective Banking Supervision, September 1997.

10) Vgl. hierzu auch bereits BGH, WM 1993, 2455 ff. (Bond-Urteil).

11) Eisele, in: *Schimansky/Buntel/Lwowski* (o. Fußn. 1), § 109 Rdnrn. 96 ff.

sionen um die Steuerung des operationellen Risikos und die Etablierung interner Kontrollsysteme.

Das Thema hat aber im Oktober 2003 noch einmal kräftig an Fahrt gewonnen – und zwar angestoßen durch den Entwurf eines Konsultationspapiers des Basler Bankenausschusses zur Compliance-Funktion in Banken¹². Dieses Papier wird mittlerweile global breit diskutiert. Interessanterweise waren an der Entwicklung des Konsultationspapiers – jedenfalls aus deutscher Sicht – Vertreter der Bankenaufsicht und nicht der Wertpapieraufsichtsbehörde beteiligt. Compliance scheint damit endgültig als Stichwort auch in den Blick der Bankenaufsicht gerückt zu sein¹³.

Zugleich erweitert sich damit auch die Diskussion über Definition und Umfang von Compliance. Auf der einen Seite wird ein enger Compliance-Begriff vertreten, der unter Compliance im Wesentlichen die Sicherstellung eines regelgerechten Wertpapiergeschäfts versteht. Andererseits lässt sich eine immer stärker werdende Tendenz in Richtung eines weiten Compliance-Verständnisses erkennen. Hinzuweisen ist an dieser Stelle auch auf die Entwicklungen im Bereich der so genannten Emittenten-Compliance¹⁴.

2. Konzernweite umfassende Compliance-Pflichten gemäß § 25 a IKWG

a) Umfassende öffentlich-rechtliche Organisationspflicht

Bislang nur wenig beachtet wird, dass bereits das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz mit der Neufassung von § 25 a I KWG den Anwendungsbereich von Compliance mindestens in doppelter Hinsicht stark erweitert hat¹⁵. Zum einen nimmt Compliance heute mehr Risiken in den Blick als früher und erfährt zum anderen außerdem eine konzerndimensionale Ausdehnung.

Nach § 25 a I Nr. 1 KWG wird ein Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut nunmehr ausdrücklich verpflichtet, über geeignete Regelungen zur Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen zu verfügen. Ausweislich der Materialien will der deutsche Gesetzgeber dies lediglich als Klarstellung verstanden wissen. International werde das Bestehen einer solchen Compliance-Regel schon länger vorausgesetzt¹⁶. Die Gesetzesbegründung stützt sich dabei auf Grundsatz 14 der Basler Aufsichtsgrundsätze¹⁷, der ausdrücklich „angemessene unabhängige interne oder externe Revisions- und Compliance-Funktionen zur Prüfung der Einhaltung ... der einschlägigen Gesetze und Bestimmungen“ vorsieht.

Entsprechendes gab es bis dahin im deutschen (Bank-)Aufsichtsrecht allerdings nicht. Wenn man also von einer Klarstellung sprechen wollte, dann wohl allenfalls mit Blick auf das Gesellschaftsrecht. Es ist Teil des gesellschaftsrechtlichen Leitungsauftrags der Geschäftsleitung, die Beachtung der einschlägigen Regeln sicherzustellen, was überdies ein anerkannter und wesentlicher Bestandteil einer guten Corporate Governance ist¹⁸. Angesprochen ist damit jedoch – „nur“ – die Verantwortung des Leitungsorgans und seiner Mitglieder.

Die Neufassung von § 25 a I Nr. 1 KWG ist demgegenüber gerade keine bloße Klarstellung, sondern eine neue, und zwar an das Unternehmen selbst gerichtete, Organisationspflicht. Das gesellschaftsrechtlich weite unternehmerische Ermessen der Geschäftsleitung bei der Wahrnehmung ihrer Leitungsverantwortung, wird aufsichtsrechtlich dadurch weiter eingeschränkt. In der Rechtswirklichkeit handelt es sich also um eine weitere Verstärkung der Überlagerung des Gesellschaftsrechts durch das Aufsichtsrecht¹⁹.

Noch deutlicher wird dies, wenn man den Umfang der Neuregelung genauer betrachtet. § 25 a I Nr. 1 KWG verlangt geeignete Regelungen zur „Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen“. Auf den ersten Blick könnte man darunter nur die Regeln des KWG verstehen. Das wäre allerdings keine Neuerung gegenüber der Rechtslage vor dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz. Und wie der Hinweis des Gesetzgebers auf Grundsatz 14 der Basler Aufsichtsgrundsätze zeigt, ist eine solchermaßen beschränkte Auslegung auch zu kurz gegriffen.

Sinnvoll kann daher nur eine weite Auslegung im Sinne einer Pflicht zur Sicherstellung der Einhaltung aller einschlägigen Gesetze und Bestimmungen sein²⁰. Auch Sinn und Zweck des KWG und insbesondere der in § 25 a I KWG niedergelegten Organisationspflichten sprechen für eine weite Auslegung. Diese dienen nicht nur dem Schutz der Anleger, sondern auch der Sicherstellung einer ordnungsgemäßen Durchführung der Geschäfte und nicht zuletzt der Vermeidung von Nachteilen für die Gesamtwirtschaft durch Missstände im Kredit- und Finanzdienstleistungswesen²¹.

b) Konzerndimensionale Ausdehnung von Compliance

Die zweite wesentliche Erweiterung des Anwendungsbereichs von Compliance liegt in der gesetzlichen Ausdehnung auf Konzernverhältnisse. Nach § 25 a I KWG sind nunmehr die Organisationspflichten von einem übergeordneten Unternehmen *auch hinsichtlich der Gruppe* zu beachten. Auch darin sah der Gesetzgeber nur eine Klarstellung der bisherigen Rechtslage²². Doch das basierte wohl auf einer Fehlinterpretation des zu diesem Zeitpunkt geltenden Aufsichts- oder Kapitalmarktrechts. Denn abgesehen von wenigen Einzelfällen aus dem Recht der Konzernrechnungslegung, dem Bank- und Kreditwesenrecht oder dem Geldwäscherecht²³, fehlte und fehlt es an grundsätzlichen Regeln zu konzernweiten aufsichtsrechtlichen oder kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten.

Bislang gelangte man daher nur durch einen Rückgriff auf allgemeine gesellschafts- und konzernrechtliche Grundsätze zu einer Leitungsverantwortung des herr-

12) *Basel Committee on Banking Supervision*, Consultative paper on „The compliance function in banks“, 27. 10. 2003, abrufbar unter www.bis.org.

13) Vgl. auch das Rundschreiben 04/155 „Die Compliance-Funktion“ der luxemburgischen Aufsichtskommission des Finanzsektors (CSSF) vom September 2004.

14) Zu neuen und erweiterten Compliance-Pflichten für Emittenten außerhalb der Finanzdienstleistungsbranche vgl. *Kirschhöfer*, *Der Konzern*, 2005, 22 ff.; *Gebauer* (o. Fußn. 5), S. 507 (513 ff.); *Uwe H. Schneider/v. Butlar*, ZIP 2004, 1621 ff.

15) In der Kommentarliteratur wird dies soweit ersichtlich bislang nur thematisiert von *Braun*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler*, KWG, 2. Aufl. (2004), § 25 a Rdnrn. 86 ff. Vgl. auch *Preußner*, NZG 2004, 57 ff.

16) Begründung zum Regierungsentwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Dr 14/8017, S. 124.

17) *Basel Committee on Banking Supervision*, Core Principles for Effective Banking Supervision, September 1997.

18) Dazu jüngst *Fleischer*, AG 2003, 291 (299); *Uwe H. Schneider*, ZIP 2003, 645 (647 f.). Zum Ganzen auch *Haouache*, Unternehmensbeauftragte und GesellschaftsR der AG und GmbH, 2003, S. 46 ff.

19) Zu dieser Entwicklung schon *Uwe H. Schneider*, ZGR 1996, 225; *ders.*, DB 1993, 1909.

20) Zutr. daher *Braun*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler* (o. Fußn. 15), § 25 a Rdnr. 88.

21) *Braun*, in: *Boos/Fischer/Schulte-Mattler* (o. Fußn. 15), § 25 a Rdnr. 88.

22) Begründung zum Regierungsentwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Dr 14/8017, S. 124.

23) Dazu *Lösler*, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 250 ff.

schenden Konzernunternehmens für die Geschehnisse in den Tochtergesellschaften²⁴. Eine solche Leitungsverantwortung hat nun über die in § 25 a I KWG festgeschriebenen Organisationspflichten Eingang in das geschriebene Kapitalmarktrecht gefunden²⁵.

Entscheidend ist, welche Schlussfolgerungen man aus dieser neuen konzerndimensionalen Organisationspflicht ziehen muss. Die Bedeutung der zu Grunde liegenden Fragestellung erschließt sich wohl am ehesten über eine Zusammenschau der eben skizzierten Neuregelungen in § 25 a I KWG, also der inhaltlichen und der konzerndimensionalen Ausdehnung von Compliance.

An dieser Stelle muss es allerdings mit einigen Thesen bzw. Anregungen für die weitere Diskussion sein Bewenden haben. Die wichtigsten zwei Thesen lauten dabei:

(1) Das übergeordnete Unternehmen ist innerhalb einer Gruppe ausdrücklich für die Einhaltung aller einschlägigen gesetzlichen Bestimmungen verantwortlich.

(2) Wie auf der Ebene eines Einzelunternehmens, ist die Einrichtung einer Compliance-Organisation und die Einsetzung eines Compliance Officers auch auf Konzernebene gesetzlich gefordert.

Fasst man die bisherigen Überlegungen zusammen, kann man als generelle These festhalten: § 25 a I KWG ist die Rechtsgrundlage für Compliance-Pflichten in Finanzdienstleistungskonzernen.

IV. Unabhängigkeit von Compliance

Fast jede Darstellung der Funktionen und Erfolgsfaktoren einer effektiven Compliance-Organisation unterstreicht die Notwendigkeit der Unabhängigkeit der unternehmensinternen Compliance-Abteilung. Dabei existieren verschiedene Begriffe oder Vorstellungen von Unabhängigkeit, nämlich eine disziplinarische Unabhängigkeit, eine organisatorische Unabhängigkeit und eine finanzielle Unabhängigkeit.

Zum Teil wird Unabhängigkeit der Compliance-Abteilung im Sinne einer disziplinarischen Weisungsfreiheit verstanden. So fordert zum Beispiel die BaFin in Ziffer 4.2 ihrer Compliance-Richtlinie²⁶, dass die Compliance-Stelle eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens der Geschäftsleitung zwar unmittelbar verantwortlich ist, im Übrigen im Rahmen ihrer Aufgabenerfüllung aber frei von Weisungen sein müsse. Das wird von manchen als Weisungsfreiheit gegenüber der Geschäftsleitung verstanden²⁷. Verbunden damit ist das Verständnis von der Unkündbarkeit des Compliance Officers.

Der Basler Bankenausschuss stellt in seinem Konsultationsdokument zur Compliance-Funktion in Banken den Grundsatz auf, dass Compliance von den geschäftlichen Aktivitäten der Bank organisatorisch unabhängig sein müsse²⁸. Das wird von anderen dahingehend konkretisiert, dass die Compliance-Abteilung von den Geschäfts-, Handels- und Abwicklungsabteilungen zu trennen sei²⁹.

Die Unabhängigkeit der Compliance-Abteilung wird schließlich im Sinne einer finanziellen (materiellen) Unabhängigkeit verstanden. Dazu zählt man zum einen die vom geschäftlichen Erfolg der Bank unabhängige Vergütung der Compliance Officer. Zum anderen versteht man darunter die Ausstattung der Compliance-Abteilung mit den für eine effektive Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlichen personellen und materiellen Ressourcen. Insbesondere soll das zur Verfügung stehende Budget nicht von der Ergebnisentwicklung der Geschäftsbereiche abhängig sein³⁰.

Konsens besteht wohl darüber, dass es eine totale Unabhängigkeit der Compliance-Abteilung nicht geben kann. Die Verantwortung für die Einhaltung von aufsichtsrechtlichen Regeln obliegt der Geschäftsleitung. Die Compliance-Abteilung nimmt ihre Aufgaben in von der Geschäftsleitung abgeleiteter Verantwortung wahr. Die Letztentscheidungsbefugnis bleibt bei der primär verantwortlichen Geschäftsleitung. Sie hat ein Kassationsrecht und kann die Wahrnehmung ihrer Compliance-Verantwortung jederzeit (wieder) an sich ziehen. Damit ist sie auch gegenüber dem Compliance Officer bzw. den Mitarbeitern der Compliance-Abteilung weisungsbefugt.

Kurz gesagt: *Compliance ist Chefsache* – und bleibt es auch bei Delegation der Compliance-Funktion auf nachgeordnete Ebenen³¹. Gegen eine vollständige organisatorische Unabhängigkeit von Compliance spricht, dass es für eine effektive Wahrnehmung ihrer Aufgaben notwendig ist, dass die Mitarbeiter der Compliance-Abteilung nah an den von ihnen betreuten Geschäftsbereichen sind. Compliance kann daher keine separate Veranstaltung einer von allen anderen Bereichen losgelösten Stabsabteilung sein, sondern ist Teil eines integrierten Risikomanagements³².

Das bedeutet: Die Verankerung von Compliance im Unternehmen muss der Organisationsstruktur des Unternehmens folgen. An der Entwicklung und dem Vertrieb von komplexen Finanzinstrumenten und Finanztransaktionen sind aber häufig nicht einzelne, voneinander abgrenzbare Geschäftsbereiche beteiligt, sondern es existieren zahlreiche cross-divisionale Verbindungen. Compliance fällt hier die Aufgabe zu, die aus den unterschiedlichen Teilbeiträgen resultierenden Risiken zu identifizieren und zu adressieren. Deswegen müssen die in den Geschäftsbereichen angesiedelten Compliance-Mitarbeiter zugleich in eine unternehmens- oder konzernweite Compliance-Organisation eingebunden sein.

In einem gemeinsamen Diskussionspapier haben fünf große amerikanische Aufsichtsbehörden einen so genannten „onsite Compliance-Officer“ für jeden einzelnen Geschäftsbereich eines Finanzinstituts gefordert³³. Diese onsite Compliance-Officer müssten in einem fest etablierten Kommunikationsprozess über Geschäftsbereiche sowie Rechtsform- und regionale Grenzen hinweg miteinander vernetzt sein.

24) Vgl. dazu Uwe H. Schneider, BB 1981, 249 (256 ff.). Zusammenfassender Überblick bei Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 287 ff.

25) Vgl. dazu Braun, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler (o. Fußn. 15), § 25 a Rdnr. 219. Umfassend zur gesellschaftsrechtlichen Verankerung der Compliance-Verantwortung in Konzernverhältnissen Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003.

26) O. Fußn. 3.

27) Hausmaninger/Ketzer, Die neue Emittenten-Compliance-Verordnung, ÖBA 2002, 215 (217). Gegen eine solche Auslegung Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 194 f.

28) Basel Committee on Banking Supervision, Consultative paper on „The compliance function in banks“, October 2003, principle 5.

29) Koller, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 3. Aufl. (2003), § 33 Rdnr. 32.

30) Basel Committee on Banking Supervision, Consultative paper on „The compliance function in banks“, October 2003, Ziff. 23.

31) Umfassend hierzu Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 187 und zur Complianceverantwortung als Teil der Leitungsverantwortung S. 138 ff. Ferner Hauschka, NJW 2004, 257; Fleischer, AG 2003, 291; Uwe H. Schneider, ZIP 2003, 645.

32) Hauschka, NJW 2004, 257 (259) nennt dies die unternehmensorganisatorische Risikobegrenzungsstrategie.

33) Department of the Treasury, Office of Thrift Supervision, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation & Securities Exchange Commission, Interagency Statement on Sound Practices Concerning Complex Structured Finance Activities, May 2004, abrufbar unter www.sec.gov.

Das entspricht dem oben skizzierten, in § 25 a I KWG niedergelegten Konzernansatz von Compliance. Integrierender Bestandteil einer konzernweiten Compliance-Organisation sind konzerndimensionale Berichtswege – und zwar insbesondere innerhalb der Compliance-Organisation. Eine effiziente Organisation der internen Berichtswege ist innerhalb von Konzernverbindungen auch deswegen von wesentlicher Bedeutung, weil sich in der Obergesellschaft die Compliance Risiken bündeln (Pyramideneffekt).

Die Sicherstellung regelkonformen Verhaltens und das Risikomanagement sind in erster Linie Aufgabe der Geschäftsleitung und – von dieser abgeleitet – des Managements eines Unternehmens. Es bedarf daher auch unterhalb der Geschäftsleitungsebene einer mindestens doppelten Berichtslinie der Compliance Officer, nämlich einer Berichtslinie an den Leiter der Compliance Abteilung und einer – hier der Einfachheit halber ebenfalls so bezeichneten – Berichtslinie an den Leiter des Geschäftsbereichs. Insbesondere im Tagesgeschäft hat der zuständige Compliance Officer neben seiner Berichtslinie an den Leiter der Compliance-Abteilung, auch den Leiter des von ihm betreuten Geschäftsbereichs über compliance-relevante Sachverhalte und Vorkommnisse zu informieren. Letzterer muss stets darüber unterrichtet sein, wie die Einhaltung der externen und internen Regeln in dem von ihm verantworteten Bereich funktioniert. Er muss über auftretende Compliance-Probleme und Compliance-Risiken zeitnah informiert werden, um rasch eingreifen und Regelverstöße abstellen zu können. Diese zweite, hier ebenfalls Berichtslinie genannte Linie an die Geschäftsbereichsleitung, ist indes nicht als disziplinarische Berichtslinie zu verstehen. Sie dient allein dem Zweck, die Geschäftsbereichsleitungen zu informieren.

Es gehört zu den Aufgaben von Compliance, gemeinsam mit den Geschäftsbereichsleitern für die Sicherstellung der bereichsspezifischen Compliance-Regeln zu sorgen. Dabei ist Compliance eine beratende Funktion ohne eine eigene Entscheidungskompetenz zugewiesen. *Aber:* Die wohl wesentlichste Kompetenz von Compliance ist das *Eskalationsrecht*. Hier liegt der Kern der Unabhängigkeit von Compliance bzw. die Absicherung dieser Unabhängigkeit. Compliance kann und muss Auffälligkeiten, Konflikte oder Probleme bis in die Spitze der Unternehmensleitung *eskalieren*, weil dort die Verantwortung für ein regelgerechtes Verhalten liegt und die Aufgaben von Compliance von der Geschäftsleitung abgeleitet sind.

Schließlich muss der Compliance Officer seine beratende und überwachende Funktion unbeeinflusst von geschäftspolitischen Überlegungen des von ihm betreuten Geschäftsbereichs oder des Unternehmens insgesamt wahrnehmen können³⁴. Mit Blick auf die beschriebene Überwachungsfunktion bedeutet dies, dass diejenigen Bereiche einer Compliance-Organisation, die reine Überwachungsfunktionen wahrnehmen, auch mit besonderer Neutralität ausgestattet sein müssen. Das betrifft insbesondere Bereiche, die der Überwachung und Steuerung von Interessenkonflikten dienen. Man kann viele Monitoringssysteme auch direkt in den Geschäftsbereichen verankern. Für die Überwachung von Interessenkonflikten und die Sicherstellung eines ordnungsgemäßen Prozesses zu ihrer Lösung, bedarf es jedoch einer neutralen Stelle, die völlig unbeeinflusst von den konfliktierenden Interessen ist.

Schließlich gehört es zur Unabhängigkeit von Compliance, dass die Mitarbeiter der Compliance-Abteilung je-

derzeit und ohne vorherige Genehmigung, Zutritts-, Auskunfts- und Einsichtsrechte zu allen Abteilungen und in allen geschäftlichen Angelegenheiten des Unternehmens haben³⁵. Zugleich muss Compliance Zugriffsrechte auf alle Ressourcensysteme der Bank bekommen.

Zusammengefasst bedeutet damit Unabhängigkeit von Compliance, dass die Compliance-Abteilung ihre Aufgaben unabhängig von der Geschäftsentwicklung des Unternehmens, weitgehend selbstbestimmt und ausgestattet mit den für eine effektive Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlichen Ressourcen und Rechten wahrnehmen können muss.

V. Anlegerschutz oder Unternehmensschutz?

Eine noch offene und bislang wenig diskutierte Frage lautet: Dient Compliance eher dem Unternehmensschutz oder eher dem Kapitalmarkt- bzw. dem Anlegerschutz? Gelegentlich wird behauptet, Compliance habe primär die Interessen der Anleger und die Integrität des Kapitalmarktes im Auge zu behalten³⁶. Mit Blick darauf stellt sich für die Compliance-Abteilung eines Finanzinstituts die Frage, in wessen Interesse sie ihre Funktionen und Aufgaben wahrnimmt. Von der Beantwortung dieser Frage hängt es ab, welche Aufgaben der internen Compliance-Abteilung übertragen werden sollten und für welche Aufgaben andere Abteilungen im Unternehmen zuständig sind. Im 24. Erwägungsgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie³⁷ werden vorbeugende Maßnahmen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch als Beitrag professioneller Marktteilnehmer zur Integrität des Marktes bezeichnet. Ausdrücklich genannt werden die Begrenzung des Aktienhandels sensibler Personenkategorien auf genau definierte Zeiträume (*window trading*), interne Verhaltenskodizes und die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen („*Chinese Walls*“). Dabei handelt es sich um Maßnahmen, die nach klassischem Verständnis zu den Kernelementen einer Compliance-Organisation zählen. Ergänzend wird die Benennung eines Compliance Officers angeregt, der die Wirksamkeit der erwähnten Maßnahmen kontrolliert.

Andererseits dienen die eingangs herausgearbeiteten Funktionen von Compliance dem Schutz des Unternehmens und seiner Mitarbeiter. Auch die primär für Compliance verantwortliche Geschäftsleitung ist in erster Linie auf das Unternehmenswohl verpflichtet. Dieser Befund gibt Anlass zu der These, dass Compliance-Programme und Compliance-Abteilungen in erster Linie dem Unternehmensschutz dienen. Weil die Regeln des Kapitalmarktrechts, deren Einhaltung Compliance überwacht und sicherstellt, aber überwiegend dem Schutz des Kapitalmarkts bzw. seiner Akteure dienen, ist Anlegerschutz oder auch Kapitalmarktschutz der Reflex einer regelgerechten Compliance-Organisation bzw. effektiver Compliance-Programme. So verstanden ist Anlegerschutz ein Reflex von Unternehmensschutz. In diesem Verständnis von Compliance liegt auch die Rechtfertigung der üblichen Praxis, rein institutsschützende Aufgaben der internen Compliance-Abteilung zu übertragen.

34) Nicht vergessen sollte man, dass ein Unternehmen in erster Linie auf wirtschaftlichen Erfolg gerichtet betrieben werden muss, um langfristig am Markt bestehen zu können. Compliance darf sich deswegen nicht als frühe Bremse ambitionierter Banker verstehen, sondern muss stets fragen, was unter den geltenden Regeln wie weit vertretbar ist.

35) S. auch Ziff. 4.2 der Compliance-Richtlinie der BaFin (o. Fußn. 3).

36) Koller, in: Assmann/Uwe H. Schneider (o. Fußn. 29), § 33 Rdnr. 32.

37) Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEG v. 12. 4. 2003, Nr. L 96, S. 16.

übung eines vertraglichen Rücktrittsrechts droht⁷⁴. Der Anwendbarkeit des § 346 Abs. 3 Nr. 3 BGB steht also nicht entgegen, dass der Rücktrittsgegner noch Eigentümer der Kaufsache war.

In diesem Ergebnis ist schließlich ein Widerspruch zu der oben vertretenen These, nach welcher der Käufer *grundsätzlich* bei einer leicht fahrlässigen Zerstörung oder Beschädigung des Vorbehaltsguts Schadensersatzpflichtig ist, nicht zu erkennen. Anders als in der hier beschriebenen Konstellation, bei der eine Haftungsprivilegierung greift, fehlt es dort eben an einer (rücktrittsbegründenden) Pflichtverletzung des Verkäufers. Diese rechtfertigt die Privilegierung des Käufers.

b) Erstreckung der Privilegierung auf Schadensersatzansprüche?

Was aber bedeutet dieses Ergebnis für die *Schadensersatzansprüche* aus §§ 346 Abs. 4, 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 823 Abs. 1 BGB? Ist § 346 Abs. 3 Nr. 3 BGB in den Fällen des Vorbehaltskaufs beim Wertersatzanspruch anwendbar, drohen gravierende Wertungswidersprüche, wenn man (weitergehende) Schadensersatzansprüche ohne jedwede Haftungsprivilegierung des Käufers bejahen würde. Richtigerweise kann die Wertersatzpflicht aus § 346 Abs. 2 BGB nicht weiterreichen als die Schadensersatzpflicht aus § 346 Abs. 4 BGB, um die in § 346 Abs. 3 Nr. 3 BGB vom Gesetzgeber getroffene Wertentscheidung nicht zu unterlaufen. Das Problem wird in der Literatur bereits zu § 346 Abs. 4 BGB diskutiert und nach richtiger Auffassung mit einem „Erst-Recht-Schluss“ im gerade dargestellten Sinne gelöst⁷⁵. Mit Blick auf den *Eigentumsvorbehalt* ist diese Gefahr von Wertungswidersprüchen zu § 346 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 BGB bisher allerdings weitgehend unerörtert⁷⁶. Hier ist jedoch nicht nur für § 346 Abs. 4 BGB, sondern auch für etwaige Ansprüche unmittelbar aus §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB und vor allem aus § 823 Abs. 1 BGB zwingend eine vergleichbare Lösung zu finden: Den drohenden Wertungswiderspruch zu § 346 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 BGB gilt es nicht nur im Hinblick auf § 346 Abs. 4 BGB, wo das Problem bereits diskutiert wird, sondern ganz grundsätzlich zu vermeiden.

III. Zusammenfassung

Die hier gefundenen Ergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Beschädigt oder zerstört der Käufer den unter Eigentumsvorbehalt verkauften Gegenstand, begründet jedes Vertretenmüssen i.S.d. § 276 BGB Schadensersatzansprüche des Vorbehaltsverkäufers aus §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2 BGB und § 823 Abs. 1 BGB. Eine Haftung entfällt lediglich für den infolge vertragsgemäßen Gebrauchs eingetretenen Wertverlust.

2. Der Vorbehaltsverkäufer kann bei Fortbestand des Vertrags nicht den vollen Sachschaden liquidieren, da es so zu einer vorzeitigen Befriedigung des Kaufpreisanspruchs käme. Schaden i.S.d. § 249 BGB ist der Verlust der Sicherheit. Insoweit besteht nach dem Rechtsgedanken des § 240 BGB ein Anspruch auf Ergänzung der Sicherheit bzw. Leistung eines entsprechenden Äquivalents, sofern der verbliebene Sachwert des Kaufgegenstands die Kaufpreisforderung nicht mehr ausreichend sichert.

3. Besonderheiten ergeben sich für den Fall der Rückabwicklung: Erklärt der Verkäufer den Rücktritt, bestehen umfassende Wertersatz- und Schadensersatzansprüche. Tritt der Käufer nach der Beschädigung oder Zerstörung der Kaufsache wegen einer ihm nunmehr bekannt werdenden Pflichtverletzung des Verkäufers zurück, greift zu seinen Gunsten eine Haftungsprivilegierung. Der Verkäufer kann den Sachwert (§ 346 Abs. 2 BGB) nur nach Maßgabe des § 346 Abs. 3 Nr. 3 BGB verlangen. Diese abgemilderte Haftung muss zur Vermeidung von Wertungswidersprüchen auf konkurrierende Ansprüche aus §§ 346 Abs. 4, 823 Abs. 1 BGB erstreckt werden.

⁷⁴ So auch jüngst *Sittard/Blattner*, ZGS 2006, 339, die aber nur die zweite gesetzgeberische Erwägung bei ihren Betrachtungen zugrunde gelegt haben.

⁷⁵ Siehe nur *BeckOK/Grothe*, a.a.O. (Fn. 28), § 346 Rdn. 37; *AnwKomm/Hager*, a.a.O. (Fn. 36), § 346 Rdn. 68 f.; *Heinrichs*, a.a.O. (Fn. 56), S. 159, 178; *Arnold*, ZGS 2003, 427, 433 f. A.A. *MünchKomm/Gaier*, a.a.O. (Fn. 72), § 346 Rdn. 59; *Canaris*, a.a.O. (Fn. 57), S. XLVII f.; *Kamanabrou*, NJW 2003, 30, 31.

⁷⁶ Siehe aber jüngst *Sittard/Blattner*, ZGS 2006, 339, 340.

Spannungen zwischen der Effizienz der internen Compliance und möglichen Reporting-Pflichten des Compliance Officers*

Von Rechtsanwalt Dr. Thomas Lösler, Frankfurt a.M.

I. Einführung

1. Schwierigkeiten bei der Effizienzbewertung von Compliance-Organisationen

Es ist bislang noch nicht gelungen, eine befriedigende Antwort auf die Frage zu finden, wie Effizienz und Effektivität von Compliance Maßnahmen gemessen werden können¹. Mit Blick auf das bloße Vorhandensein empirischer Untersuchungen zum Thema ist die Entwicklung in den U.S.A. hier bereits einen Schritt weiter, etwa hinsichtlich wissenschaftlicher Studien über den Einfluss von Compliance-Programmen auf das Verhalten von Mitarbeitern in Finanzinstituten².

Eine Compliance-Organisation unter Effektivitäts- und Effizienzgesichtspunkten sowie hinsichtlich ihrer Wirtschaftlichkeit zu bewerten ist allerdings sehr schwierig, insbesondere weil man überwiegend ledig-

* Der Beitrag basiert auf einem Vortrag auf der 10. Jahrestagung der Arbeitsgruppe Compliance und Ethik in Finanzinstitutionen im deutschen Netzwerk Wirtschaftsethik (DNWE) am 19. Mai 2005 in München. Der Verfasser ist Compliance Officer in Frankfurt a.M.

¹ Die Diskussion dieser Frage wird zumeist mit derjenigen nach den Kosten für das Personal und vor allem für die IT der internen Compliance-Organisation verbunden und geht oft mit einer allgemeinen Diskussion über Regulierungskosten einher.

² Vgl. den zusammenfassenden Überblick bei *Krawieck*, *Cosmetic Compliance and the failure of negotiated governance*, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 81: 487, 510 ff.

lich auf Inputgrößen zurückgreifen kann. Die Messung des Outputs ist hingegen kaum möglich.

Eine quantitative Effizienzmessung lässt sich wegen der unterschiedlichen Komplexität der Geschäftsstrukturen nur verwirklichen, wenn man Vergleichsgrößen mit Unternehmen bildet, die eine ähnliche Organisationsstruktur aufweisen (bench marking). Als solche Größen kommen die Gesamtzahl der Compliance Officer im Verhältnis zur Gesamtzahl der Mitarbeiter³ oder das Verhältnis der Compliance-Kosten zu den Gesamtkosten in Betracht⁴.

Kriterien einer qualitativen Bewertung können die Akzeptanz von Compliance bei Management und Mitarbeitern, das Compliance-Bewusstsein des Managements (beurteilt aus der Sicht der Mitarbeiter („Tone at the Top“)), die Teilnehmerquote bei Trainingsveranstaltungen, die Vollständigkeit von internen Compliance-Meldungen, die Frequenz der Nachfrage nach Beratungsleistung durch Compliance, die Intensität der Einbindung in den Prozess der Entwicklung neuer Produkte sowie die Aufnahme des Themas Compliance als selbstverständliches Thema in betriebliche Ausbildungsprogramme sein. Diese Kriterien können zu einem gewissen Grad mittels Mitarbeiterbefragung messbar gemacht werden.

Als quantitative Bewertungskriterien kommen die Zahl der Kundenbeschwerden und die Dauer ihrer Abwicklung, die Häufigkeit von Regelverletzungen oder auch die Summe von außergerichtlichen Kulanzzahlungen in Betracht⁵.

2. Fragestellung

Im Folgenden soll von der grundsätzlichen These ausgegangen werden, dass eine Compliance-Organisation dann effektiv, wirkungsvoll und wirtschaftlich ist, wenn ihre allgemein anerkannten Funktionen in effektiver Weise und durch effektive Prozessabläufe mit Leben gefüllt und die funktional definierten Aufgaben entsprechend wahrgenommen werden⁶.

Allgemein werden fünf Compliance-Funktionen unterschieden: die Schutzfunktion, die Beratungs- und Informationsfunktion, die Qualitätssicherungs- und Innovationsfunktion, die Überwachungsfunktion und die Marketingfunktion⁷. Wesentlich und prägend für das Compliance-Verständnis ist die Schutzfunktion. Compliance beugt Regelverletzungen vor und schützt das Unternehmen und seine Mitarbeiter so vor zivilrechtlichen Haftungsrisiken sowie vor straf- und verwaltungsrechtlichen Sanktionen. Um dies erreichen zu können, müssen Management und Mitarbeiter die für das Unternehmen herausragende Bedeutung von Compliance anerkennen und der internen Compliance-Abteilung sowie ihrem jeweiligen Compliance Officer Vertrauen entgegenbringen⁸. Es ist und bleibt eine große Herausforderung des Compliance Officers, das Vertrauen der in den operativen Geschäftsbereichen tätigen Mitarbeiter zu gewinnen.

Vor diesem Hintergrund soll der Frage nachgegangen werden, welche Auswirkungen die Anerkennung oder Einführung von Anzeigepflichten an Aufsichtsbehörden auf die Effizienz der internen Compliance bzw. die Effektivität der internen Compliance-Abteilung hat oder haben könnte. Die wesentliche Vorfrage lautet dabei, ob und wie sich externe Anzeigepflichten in unsere Rechtsordnung einfügen bzw. de lege ferenda einfügen lassen.

Dem soll exemplarisch anhand des Falles nachgegangen werden, dass Mitarbeiter eines Finanzdienst-

leistungsunternehmens erheblich gegen die anleger-schützenden Wohlverhaltenspflichten des § 31 Abs. 1 WpHG verstoßen haben. Von diesem Verstoß hat der zuständige Compliance Officer Kenntnis erlangt – sei es durch eigene Feststellungen, über einen Hinweis aus dem Mitarbeiterkreis oder durch die Geschäftsleitung.

II. Externe Anzeigepflicht / externes Anzeigerecht des Compliance Officers de lege lata

Wie ist die Ausgangslage? Gibt es persönlich an den Compliance Officer⁹ gerichtete Anzeigepflichten? Betrachtet werden soll hier in erster Linie das Verhältnis zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als der möglichen Empfängerin von Anzeigen oder Mitteilungen über Regelverstöße. Unter einer Anzeigepflicht wird hier die tatbestandliche Verpflichtung eines Regelungssubjekts verstanden, einem Dritten (in der Regel einer Behörde) unter bestimmten Voraussetzungen einen bestimmten Sachverhalt mitteilen zu müssen.

1. Arbeitsrechtliche Verschwiegenheitspflicht

Wie jeder Arbeitnehmer hat der Compliance Officer auf die geschäftlichen Interessen seines Arbeitgebers Rücksicht zu nehmen. Aus dieser Treue- und Rücksichtnahmepflicht, einer arbeitsvertraglichen Nebenpflicht, folgt, dass über betriebliche Vorgänge Stillschweigen zu bewahren ist. Der Arbeitnehmer hat insbesondere Mitteilungen an Dritte zu unterlassen, wenn dies dem Ruf oder dem Kredit des Arbeitgebers schadet¹⁰. Die arbeitsvertragliche Verschwiegenheitspflicht schließt alle Vorgänge und Tatsachen ein, von denen der Arbeitnehmer im Zusammenhang mit seiner Stellung im Betrieb Kenntnis erlangt hat. Dies umfasst grundsätzlich auch dem Arbeitnehmer bekannt gewordene Rechtsverletzungen oder sonstige sozialschädliche Verhaltensweisen¹¹.

Die Grenzen dieser Verschwiegenheitspflicht sind Gegenstand einer recht breiten arbeitsrechtlichen Diskussion¹². Sie dreht sich um die Bestimmung des Moments, in dem der Arbeitnehmer an seine Pflicht zu schweigen nicht länger gebunden und sogar zu einer

³ Im Investmentbanking hat sich international ein Verhältnis von ca. 1 Compliance Officer auf 100 Mitarbeiter als Marktstandard etabliert.

⁴ Allerdings steht man hier vor der schwierigen Frage, welche Kosten unter Compliance-Kosten zu zählen sind.

⁵ Zum vorstehenden *Eisele*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., § 109 Rdn. 123.

⁶ Dabei kann man etwa auf die durch den Prüfer im Rahmen der jährlichen Prüfung nach § 36 WpHG verwendeten Check Listen zurückgreifen.

⁷ Näher dazu *Eisele*, a.a.O. (Fn. 5), § 109 Rdn. 4; *Lösler*, NZG 2005, 104 f. Vgl. auch *Gebauer*, in: Hauschka, Corporate Compliance, § 31 Rdn. 1.

⁸ Finanzinstitute haben „Compliance heute längst als wertbildenden Faktor erkannt“, so *Tessen von Heydebreck*, Mitglied des Vorstands der Deutsche Bank AG, in einer Rede über „Compliance im Bankenbereich - Herausforderungen und Perspektiven“, auf dem Luxemburger Finanzmarkforum 2005, zitiert nach *Börsen-Zeitung* Nr. 199 vom 15. Oktober 2005, S. 5.

⁹ Wenn hier der Compliance Officer in den Blick genommen wird, so ist dies dem Thema des Beitrags geschuldet und dem Umstand, dass Compliance aufgrund ihrer Aufgabenstellung und Sachnähe am ehesten mit der Frage der Anzeige von Verstößen gegen wertpapierhandelsrechtliche Verhaltenspflichten in Berührung kommt. Die folgenden Aussagen zur arbeitsrechtlichen Situation gelten allerdings ebenso für andere Mitarbeiter eines Finanzdienstleistungsunternehmens.

¹⁰ *Blomeyer*, in: MünchHdb. ArbR, § 53 Rdn. 55; *Müller*, NZA 2002, 424, 429.

¹¹ *Dörner*, in: *Dörner/Luczak/Wildschütz*, Handbuch des Arbeitsrechts, C/Rdn. 329; *Müller*, NZA 2002, 424, 429; *Herbert/Oberrath*, NZA 2005, 193.

¹² Vgl. den zusammenfassenden Überblick bei *Herbert/Oberrath*, NZA 2005, 193, 195 ff.

externen Anzeige der ihm bekannt gewordenen Regelverstöße verpflichtet oder berechtigt ist. Das Thema wird in jüngerer Zeit zunehmend unter dem Begriff „whistleblowing“ diskutiert; auch dies wie Compliance ein aus dem angloamerikanischen Rechtskreis stammender Begriff¹³ - den man allerdings gut mit dem deutschen Wort „verpfeifen“ übersetzen kann.

Abgesehen von der Anzeige geplanter Straftaten nach § 138 Abs. 1 StGB kennt die deutsche Rechtsordnung keine allgemeine Pflicht zur Anzeige von Rechtsverletzungen¹⁴. Hingegen wird verschiedentlich ein ausdrückliches Recht zur unmittelbaren Anzeige eines Sachverhaltes an staatliche Stellen gewährt. Zu erwähnen sind in diesem Zusammenhang¹⁵ das nach § 17 Abs. 2 Arbeitsschutzgesetz (ArbSchG) bestehende Recht zur Einschaltung der zuständigen Behörde, wenn der Arbeitnehmer die Sicherheit und den Gesundheitsschutz bei der Arbeit gefährdet sieht¹⁶ oder etwa das nach § 30 Abs. 1 Störfall-Verordnung (StörfallVO) bestehende Recht, der zuständigen Behörde Missstände im Bereich des Umweltschutzes anzuzeigen.

Wenn daraus zwar allgemein geschlussfolgert wird, dass Anzeigen an staatliche Stellen grundsätzlich zulässig sind, so dürfen diese aber jedenfalls nur nach Maßgabe und unter Beachtung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes erfolgen. Hierbei ist eine stufenförmige Vorgehensweise zu beachten, die von dem Arbeitnehmer verlangt, dass er zunächst seinen Arbeitgeber zur Abhilfe der ihm zur Kenntnis gelangten Rechtsverletzungen auffordert¹⁷. Bei Erfolglosigkeit kann sich der Arbeitnehmer an die Arbeitnehmervertretung wenden. Nur wenn auch deren Aufforderung zur Abstellung der Regelverletzung erfolglos bleibt, ist grundsätzlich eine externe Anzeige möglich.

Nach herrschender Ansicht ist jedoch auch eine solche Anzeige nur in bestimmten Fällen zulässig. Angenommen wird dies, wenn die Abwendung eines nicht unerheblichen Schadens oder eines nicht anders abwendbaren Gesetzesverstößes auf andere Art und Weise nicht erreicht werden kann. Entscheidend für die Frage der Zulässigkeit einer Anzeige ist neben anderen Kriterien die Qualität des Rechtsverstoßes. Eine wesentliche Rolle spielt dabei, wer Schutzobjekt der verletzten Rechtsvorschrift ist. Außerdem ist in die Abwägung einzubeziehen, ob eine Straftat, eine Ordnungswidrigkeit oder eine lediglich privatrechtlich bewehrte Handlung vorliegt¹⁸.

Auf der Basis dieser theoretischen Grundlagen und mit Blick auf die bisherige Rechtsprechung der Arbeitsgerichte¹⁹ wird ein Verstoß gegen die Wohlverhaltenspflichten des WpHG den Compliance Officer selten bis nie zur Anzeige an die BaFin berechtigen oder gar verpflichten. Denn die wenigen in der Rechtsprechung bislang entschiedenen Fälle, in denen Arbeitnehmeranzeigen an externe Stellen als zulässig bewertet wurden, betrafen Konstellationen, bei denen an der Einhaltung der verletzten Vorschriften ein besonderes öffentliches Interesse bestand, das es rechtfertigte, sich in dem konkreten Fall an eine Stelle außerhalb des Unternehmens zu wenden²⁰.

Davon wird man mit Blick auf die Einhaltung der wertpapierhandelsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten im Regelfall nicht ausgehen können. Zwar zielen die Vorschriften der §§ 31 ff. WpHG unstreitig auf die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Auch soll nicht übersehen werden, dass der Gesetzgeber wegen der großen Bedeutung funktionierender Kapitalmärkte für die gesamte Volkswirtschaft das öffentliche Interesse an der Schaffung und Durchset-

zung der Wohlverhaltensregeln ausdrücklich betont hat²¹. Allerdings ist die institutionelle und operationale Funktionsfähigkeit von Wertpapiermärkten regelmäßig nicht durch einzelne Verstöße gegen die Wohlverhaltensregeln gefährdet. Das Interesse des individuellen Anlegers an einer den §§ 31 ff. WpHG entsprechenden Erbringung von Wertpapierdienstleistungen ist nicht von derart gesteigertem öffentlichen Interesse, dass eine externe Anzeige der Rechtsverletzung durch den Compliance Officer ausnahmsweise arbeitsrechtlich zulässig wäre.

2. Vergleich mit Anzeigerecht des Geldwäschebeauftragten

Diese Feststellung bestätigt sich bei einem Vergleich mit den Anzeigerechten des in Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten nach § 14 Abs. 2 Nr. 1 GwG zu bestellenden Geldwäschebeauftragten. Der dem Compliance Officer – allerdings nur strukturell²² – ähnliche Geldwäschebeauftragte nimmt seine Funktion und damit auch seine Aufgaben im Interesse einer Verhinderung der Nutzung und des Missbrauchs des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche wahr²³, einem vom Gesetzgeber im öffentlichen Interesse als besonders schützenswert erachteten Allgemeinbelang²⁴. Auch der Geldwäschebeauftragte ist nur im Rahmen der Geldwäscheverdachtsanzeige gemäß § 11 GwG zu einer Anzeige an die Strafverfolgungsbehörden berechtigt²⁵. Eine darüber hinausgehende Pflicht zur direkten Anzeige intern festgestellter Regelverletzungen besteht nicht. Auch hier greift insofern nur das Recht zur internen Eskalation²⁶.

3. Rechtstellung des Compliance Officers

Das bisherige Ergebnis der Verneinung einer Anzeigepflicht bzw. eines Anzeigerechts entspricht nicht nur den arbeitsvertraglichen Pflichten des Compliance Officers, sondern dies folgt im Übrigen auch aus seiner unternehmensinternen, gesellschafts- und kapital-

¹³ Vgl. dazu näher *Wisskirchen/Körber/Bissels*, BB 2006, 1567 ff.; *Weber-Rey*, AG 2006, 406 ff.; *Herbert/Oberath*, NZA 2005, 193 ff.; *Müller*, NZA 2002, 424 ff. Zur Abgrenzung des External Reporting vom Whistleblowing vgl. *Kittelberger*, ÖDA 2007, 90 ff.

¹⁴ *Tröndle/Fischer*, StGB, 53. Aufl. 2006, § 138 Rdn. 2; *Lieben*, in: *Schönke/Schröder*, StGB, 27. Aufl. 2006, § 138 Rdn. 1.

¹⁵ Das in diesem Zusammenhang häufig genannte Beispiel des betriebsverfassungsrechtlichen Beschwerderechts nach §§ 84, 85 BetrVG passt hier insofern nicht, als der Arbeitnehmer danach „nur“ zur Beschwerde bei zuständigen Stellen des Betriebes oder bei dem Betriebsrat berechtigt ist.

¹⁶ Ähnlich § 21 Abs. 6 GefStoffVO.

¹⁷ Zum stufenförmigen Verfahren allgemein *Blomeyer*, a.a.O. (Fn. 10), § 53 Rdn. 70.

¹⁸ Dazu *Herbert/Oberath*, NZA 2005, 193, 195, 198.

¹⁹ Überblick bei *Müller*, NZA 2002, 424, 432 ff. Vgl. auch *Graser*, Whistleblowing – Arbeitnehmeranzeigen im US-amerikanischen und deutschen Gesellschaftsrecht, 2000, S. 175 ff.

²⁰ Vgl. insbesondere LAG Baden-Württemberg AIB 1987, 260 - „Schutz von Leben und Gesundheit der Bevölkerung“; LAG Köln BB 1996, 2411 - „Verkehrssicherheit“; auch *Preis/Rheinfeld*, ArbUR 1989, 361 ff.

²¹ BT-Drucks. 12/7918, S. 97.

²² In der Praxis zum kleineren Häuser werden beide Funktionen häufig von demselben Mitarbeiter wahrgenommen bzw. in einer organisatorischen Einheit verbunden.

²³ *Langweg*, in: *Füllbier/Aepfelbach/Langweg*, GwG, 5. Aufl. 2006, § 14 Rdn. 17 ff.

²⁴ Hierzu *Haouache*, Unternehmensbeauftragte und Gesellschaftsrecht der AG und GmbH, 2003, S. 23.

²⁵ Die Anzeigepflicht richtet sich an das Unternehmen, § 11 Abs. 1 Satz 1 GwG.

²⁶ Vgl. allgemein auch *Fischer*, Der Betriebsbeauftragte im Umweltschutzrecht: Stellung eines Funktionsträgers aus arbeitsrechtlicher Sicht, 1998, S. 149 ff., 156.

marktrechtlich determinierten Rechtsstellung. Uwe H. Schneider hat es vor einiger Zeit als eine Binsenweisheit bezeichnet, dass Unternehmen, ihre Organmitglieder und Mitarbeiter im Einklang mit geltendem Recht handeln. Und es bleibe eine Binsenweisheit, wenn man das heute als Compliance bezeichne²⁷. Und doch lautet die Frage: Wer kümmert sich um die Umsetzung dieses Programmsatzes²⁸? Die Verantwortung für das rechtstreu Verhalten eines Unternehmens obliegt eindeutig und zuerst der Geschäftsleitung²⁹, das heißt Compliance ist eine zentrale Leitungsaufgabe oder salopp formuliert: Compliance ist Chefsache³⁰! Hiermit korrespondiert eine entsprechende Überwachungsaufgabe des Aufsichtsorgans³¹. Beschrieben ist damit die Verantwortung der Unternehmensleitung dafür Sorge zu tragen, dass alle extern, aber auch die intern selbst gesetzten Gebote und Verbote beachtet werden und das Unternehmen vor Schaden und Ansehensverlust bewahrt wird. Diese Verantwortung ist delegierbar und heute hat – aufgrund komplexer Organisationsstrukturen notwendigerweise – auch praktisch jedes Finanzinstitut eine Compliance-Abteilung eingerichtet, auf die die Unternehmensleitung die Wahrnehmung der Compliance-Funktionen übertragen hat³².

Der Compliance Officer nimmt daher seine Aufgaben in von der Geschäftsleitung abgeleiteter Verantwortung wahr. Die Letztentscheidungsbefugnis in allen Compliance Fragen verbleibt bei der primär verantwortlichen Geschäftsleitung. Diese hat insofern ein Kassationsrecht, kann also die Wahrnehmung der auf die Compliance-Abteilung bzw. den Compliance Officer delegierten Compliance-Verantwortung jederzeit vollständig oder teilweise wieder an sich ziehen³³.

Durch die Ableitung der eigenen Funktionen von der Primärverantwortung des Leitungsorgans ist auch die Interessenbindung von Compliance geprägt. So wie die Verantwortung des Leitungsorgans am Unternehmensinteresse ausgerichtet ist, dient auch Compliance dem Unternehmen, ist auf seinen Schutz, den Schutz seiner Mitarbeiter und die Wahrung seiner Interessen ausgerichtet³⁴.

Aus der Ableitung der Verantwortung von der Geschäftsleitung folgt das sogenannte Eskalationsrecht des Compliance Officers, das heißt die Adressierung von Compliance-Risiken, potentiellen oder tatsächlichen Regelverstößen sowie sonstiger Konflikte und Auffälligkeiten des Compliance Officers an die nächst höhere Managementebene bis hin zur Geschäftsleitung. Das Eskalationsrecht stellt letztlich auch sicher, dass die Geschäftsleitung nicht aus ihrer Entscheidungsverantwortung entlassen wird³⁵.

Der interne Eskalationsprozess von Compliance-Risiken durch Compliance an die Geschäftsleitung muss klar geregelt werden und ist etwa durch regelmäßige unterjährige Berichte sowie einen auch dem Aufsichtsrat zuzuleitenden Jahresbericht umzusetzen³⁶. Wie gesehen fließt das interne Eskalationsrecht aus der Bindung des Compliance Officers an das Unternehmensinteresse. Dieses interne Eskalationsrecht führt nicht zu einem funktionalen Spannungsverhältnis, weil es der Compliance-Funktion inhärent ist.

III. Anzeigepflichten des Unternehmens oder der Geschäftsleitung

Hat der Compliance Officer in Wahrnehmung seines Eskalationsrechts der Unternehmensleitung einen er-

heblichen Verstoß gegen die Verhaltenspflichten zur Kenntnis gebracht (eskaliert), stellt sich die Frage nach daraus folgenden Pflichten. Konkret: Besteht eine Anzeigepflicht gegenüber der Behörde? Zu unterscheiden ist hierbei zwischen einer möglichen Pflicht der Geschäftsleitung selbst, eine entsprechende Mitteilung abzugeben und einer möglichen Anzeigepflicht des Unternehmens.

1. Gesellschaftsrechtliche Treue- und Verschwiegenheitspflicht der Geschäftsleitung

Das Mitglied des Leitungsorgans unterliegt einer über die Treue- und Rücksichtnahmepflicht des gewöhnlichen Arbeitnehmers hinausgehenden Treuepflicht, die sich aus seiner gesellschaftsrechtlichen Organfunktion ableitet. Ist – wie gerade skizziert – schon bei dem gewöhnlichen Arbeitnehmer die Anzeige eines unternehmensinternen Sachverhalts an Dritte nur unter bestimmten engen Voraussetzungen zulässig, so gilt dies im Besonderen für das Organmitglied. Es kann Kritik grundsätzlich nur unternehmensintern, das heißt innerhalb des Gesamtorgans, oder gegenüber dem Aufsichtsorgan vorbringen³⁷. Soweit kein evident kriminelles Verhalten vorliegt oder seine persönliche Verantwortlichkeit betroffen ist, ist kein Raum für eine externe Anzeige.

2. Keine explizite Anzeigepflicht des Unternehmens

Das Unternehmen selbst ist ebenfalls nicht zu einer Anzeige des Sachverhalts verpflichtet. Außer der Pflicht zur Anzeige von Insider- und Marktmanipulationsverdachtsfällen nach § 10 WpHG³⁸, gibt es keine weitere ausdrücklich geregelte Pflicht zur Anzeige von Verstößen gegen wertpapierhandelsrechtliche Vor-

²⁷ Uwe H. Schneider, ZIP 2003, 645, 646. Vgl. auch den interessanten Hinweis von Eisele auf die bislang ausgebliebene Rezeption von Compliance durch die betriebs- und bankwirtschaftliche Literatur, ders., a.a.O. (Fn. 5), § 109 Rdn. 6 mit Fn. 6.

²⁸ Die Rechtsgrundlage für Compliance im Finanzdienstleistungskonzern bildet nach modernem Verständnis § 25a Abs. 1 KWG, Lösler, NZG 2005, 104, 106 f. Mit der Umsetzung der EG-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) wird dieses Verständnis auch Eingang in das geschriebene Recht finden, vgl. § 33 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E (Regierungsentwurf zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 14.9.2006).

²⁹ Hüffer, AktG, 7. Aufl. 2006, § 76 Rdn. 7 f.; Hachenburg/Mertens, GmbHG, 8. Aufl., § 43 Rdn. 20; Scholz/Uwe H. Schneider, GmbHG, 9. Aufl. 2002, § 43 Rdn. 42.

³⁰ Ausführlicher hierzu Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 187 ff.

³¹ Uwe H. Schneider, ZIP 2003, 645, 647.

³² Lösler, a.a.O. (Fn. 30), S. 183 ff. Mit der Umsetzung der MiFID wird die Einrichtung einer „dauerhafte(n) und wirksame(n) Compliance-Funktion“ nun auch ausdrücklich vorgeschrieben werden, vgl. § 33 Abs. 1 Nr. 1 WpHG-E in der Fassung des Regierungsentwurfs zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz vom 14.9.2006.

³³ Eisele, a.a.O. (Fn. 5), § 109 Rdn. 99; Lösler, NZG 2005, 104, 107. Damit ist die Geschäftsleitung gegenüber den Mitarbeitern der Compliance-Abteilung auch weisungsbefugt. Die Unabhängigkeit von Compliance findet hier insoweit ihre Grenze.

³⁴ Lösler, NZG 2005, 104, 108. Das Unternehmensinteresse wird hier als das Interesse von Anteilseignern und Mitarbeitern sowie dem Gemeinwohl verstanden. Zum Spannungsfeld zwischen Unternehmensinteresse und Shareholder Value vgl. etwa Kühner, ZGR 2004, 244 ff.; Mülbart, ZGR 1997, 129 ff.

³⁵ Eisele, a.a.O. (Fn. 5), § 109 Rdn. 105; Gebauer, a.a.O. (Fn. 7), § 31 Rdn. 39 „Risikoreporting“. Zum korrespondierenden Kassationsrecht des Leitungsorgans Lösler, NZG 2005, 104, 107.

³⁶ Gebauer, in: DIRK - Handbuch Investor Relations, 2004, S. 505, 539.

³⁷ Mertens, in: Kölner Kommentar zum AktG, § 77 Rdn. 3; Haouache, a.a.O. (Fn. 24), S. 118.

³⁸ Eingeführt durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (BGBl. 2004 I, Nr. 56 vom 29. 10. 2004, S. 2630 ff.) in Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABi. EU L 96 v. 24.12.2003, S. 16 ff.).

schriften³⁹. Die Meldepflicht nach § 36 Abs. 3 Satz 3 WpHG richtet sich ausdrücklich nur an den WpHG-Prüfer. Zu nennen ist in diesem Zusammenhang noch die bereits erwähnte Pflicht zur Anzeige von Geldwäscheverdachtsfällen gemäß § 11 GwG. Die Existenz dieser beiden Verdachtsanzeigepflichten hat für die Frage der Einführung einer Anzeigepflicht über interne Verstöße gegen die Wohlverhaltenspflichten allerdings keine Bedeutung. Sie zielen auf die Aufdeckung von Straftaten und sind deswegen Bestandteil des repressiven Strafverfolgungssystems⁴⁰.

Als Zwischenergebnis der bisherigen Überlegungen kann danach festgehalten werden, dass de lege lata weder der Compliance Officer noch das Unternehmen oder seine Geschäftsleitung grundsätzlich berechtigt oder gar verpflichtet sind, der BaFin interne Verstöße gegen die wertpapierhandelsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten zu berichten.

IV. Externe Anzeigepflicht / externes Anzeigerecht de lege ferenda

1. CESR-Vorschlag für eine Berichtspflicht⁴¹

Wie aber sieht die Zukunft aus? Die von der Commission of European Securities Regulators (CESR) vorgelegten Standards eines Europäischen Anlegerschutzsystems sehen vor, dass eine Wertpapierfirma die zuständige Aufsichtsbehörde unverzüglich über schwerwiegende Verstöße gegen die Wohlverhaltensregeln informiert⁴². Diese Vorschläge sind bislang nicht in deutsches Recht umgesetzt und eine solche Anzeigepflicht ist soweit ersichtlich auch unter dem Regime der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)⁴³ nicht vorgesehen⁴⁴.

Allerdings haben die CESR Mitglieder, das heißt die nationalen Aufsichtsbehörden, in Ziffer 9 der beiden Standards ihren Umsetzungswillen zum Ausdruck gebracht. Entsprechend werden sie versuchen, die in den Standards formulierten Regeln in ihre aufsichtsrechtlichen Regelwerke aufzunehmen. Das ist allerdings nur in solchen Jurisdiktionen ohne weiteres möglich, in denen die Aufsichtsbehörde weitreichende Rechtssetzungskompetenzen hat, wie etwa die britische Financial Services Authority (FSA). In Großbritannien etwa ergibt sich eine entsprechende Anzeige- oder Berichtspflicht aus Principle 11 der Principles for Businesses der FSA⁴⁵. Dieser Grundsatz regelt die Beziehung zu den Aufsichtsbehörden, stellt allerdings keine Umsetzung der erwähnten CESR-Vorschläge dar. Vielmehr ist Principle 11 (mittlerweile) traditioneller Bestandteil des britischen Regulierungssystems, das lange Zeit ein System der Selbstregulierung war. Zu den konstitutiven Grundpfeilern eines solchen Systems zählt eine sehr enge Kooperation mit den Aufsichtsbehörden.

In Jurisdiktionen, in denen – wie etwa in Deutschland – die Aufsichtsbehörde nur eingeschränkte Regelsetzungskompetenz hat, wollen die jeweiligen Aufsichtsbehörden ihren nationalen Gesetzgeber zur Umsetzung der Standards bewegen⁴⁶.

Mit Blick auf die Umsetzung der von CESR vorgeschlagenen Anzeigepflicht ist insbesondere diskutiert worden, die Pflicht zur Meldung schwerwiegender Verstöße gegen die Wohlverhaltenspflichten an die Aufsichtsbehörde bereits aus § 33 Abs. 1 Nr. 3 WpHG herauszulesen oder als Erweiterung der internen Überwachungsfunktion von Compliance zu postulieren⁴⁷. In die

gleiche Richtung geht der Vorschlag, die Anzeigepflicht als neue Nr. 4 in § 33 Abs. 1 WpHG einzufügen⁴⁸.

Die in §§ 25a Abs. 1 KWG, 33 Abs. 1 WpHG geregelten Organisationspflichten von Finanzdienstleistungsunternehmen sind jedoch *interne* Organisations- und Kontrollpflichten, durch welche die Grundsätze ordnungsgemäßer Geschäftsführung öffentlich-rechtlich konkretisiert werden. Es handelt sich um gesetzlich formulierte Einschränkungen des grundsätzlich weiten gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsermessens der Geschäftsleitung. Dieser Systematik widerspricht eine als Bestandteil der Organisationspflichten ausgestaltete externe Anzeigepflicht⁴⁹. Die grundsätzlichen verfassungs- und strafrechtlichen Bedenken und Hindernisse, denen die Einführung einer Anzeigepflicht begegnen würde, sind im Zuge der Konsultation der CESR Standards für ein europäisches Anlegerschutzsystem ausführlich diskutiert worden⁵⁰. Das soll hier nicht wiederholt werden.

2. Veränderung des Compliance Verständnisses

Hinzuweisen ist vielmehr darauf, dass eine Anzeigepflicht das moderne Verständnis von der Compliance-Funktion ganz wesentlich beeinflussen, wenn nicht gar verändern würde. Die Funktionen und Aufgaben von Compliance leiten sich wie dargelegt von der Compliance-Verantwortung der Geschäftsleitung ab. Daraus ergeben sich die bereits erwähnten fünf Funktionen von Compliance.

Bei Einführung einer externen Anzeigepflicht würde insbesondere die Überwachungsfunktion eine konzeptionelle Änderung erfahren. Die Monitoring- oder Überwachungsfunktion – die im ursprünglichen Compliance-Verständnis noch stärker betont wurde, heute

³⁹ Zu der Verdachtsanzeigepflicht nach § 10 WpHG vgl. insbesondere Gebauer, in: Kapitalmarkt – Recht und Praxis, Gedächtnisschrift für Ulrich Bosch, 2006, S. 31 ff.

⁴⁰ Zur Zunahme der Inanspruchnahme der Finanzindustrie für originär staatliche Aufgaben ohne Kostenerstattung vgl. etwa Gebauer, a.a.O. (Fn. 39), S. 31, 32 oben.

⁴¹ Im Folgenden wird statt des Begriffs *Berichtspflicht* weiterhin der Begriff *Anzeigepflicht* verwendet.

⁴² Rule 13 zu Principles 9 und 10 des CESR Standards „A European Regime of Investor Protection – the Harmonization of Conduct of Business Rules“, Ref.: CESR/01-014d. Eine gleichlautende Berichtspflicht enthält Rule 11 des zweiten CESR Standards „A European Regime of Investor Protection – The Professional and the Counterparty Regimes“, Ref.: CESR/02-098b.

⁴³ Richtlinie 2004/39/EG, Abl. EU L 145/1 vom 21. April 2004.

⁴⁴ Art. 26 Abs. 2 MiFID sieht allerdings vor, dass Wertpapierfirmen und Marktbetreiber, die ein Multilaterales Handelssystem (MTF) betreiben, der zuständigen Behörde schwerwiegende Verstöße gegen seine Regeln oder marktstörende Handelsbedingungen oder Verhaltensweisen, die auf Marktmissbrauch hindeuten könnten, melden. Diese speziell für MTFs und ihre Betreiber geltende Pflicht ist jedoch nicht verallgemeinerbar.

⁴⁵ Principle 11 der Principles for Businesses lautet: „A firm must deal with its regulators in an open and cooperative way, and must disclose to the FSA appropriately anything relating to the firm of which the FSA would reasonably expect notice.“ Die Principles for Businesses sind als Bestandteil des FSA Handbook unter www.fsa.gov.uk abrufbar.

⁴⁶ Vgl. aber auch § 13 Abs. 4 Z 3 der österreichischen Emittenten Compliance Verordnung (ECV). Danach hat der unternehmensinterne Compliance-Verantwortliche einmal jährlich einen Tätigkeitsbericht zu erstellen, welcher gemäß § 13 Abs. 6 ECV der Finanzmarktaufsicht (FMA) übermittelt werden muss. Streng genommen sind in diesen Bericht auch die im abgelaufenen Geschäftsjahr festgestellten Verstöße gegen die ECV aufzunehmen.

⁴⁷ Zum Weiteren vgl. Kittelberger, Einführung einer neuen Berichtspflicht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen und deren Folgen, 2005, insbesondere S. 78 ff. und S. 109 ff.

⁴⁸ Kittelberger, a.a.O. (Fn. 47), passim. Vgl. auch schon Birnbaum/Kittelberger, WM 2002, 1911, 1915.

⁴⁹ Paralleler Befund bei Schwark, in: Schwark, KMRK, § 33 WpHG Rdn. 27 und so wohl auch Birnbaum/Kittelberger, WM 2002, 1911, 1915.

⁵⁰ Überblick bei Kittelberger, a.a.O. (Fn. 47), der allerdings im Ergebnis die Einführung einer Berichtspflicht befürwortet. Vgl. auch Schwark, a.a.O. (Fn. 49), § 33 WpHG Rdn. 27.

des Informationsanspruchs“ diskutiert⁶⁵. Ein Unternehmensbeauftragter benötigt zur Wahrnehmung seiner Kontrollfunktion Kenntnis von allen Vorgängen, die für den durch ihn zu schützenden Allgemeinbelang von Bedeutung sind. Daraus erwächst ein Informationsanspruch des Beauftragten, dem eine Informationspflicht der Geschäftsleitung entspricht. Diese Konstellation birgt allerdings die Gefahr, dass eine in ihrer Vertraulichkeit durch das Gesellschaftsrecht geschützte Information durch einen Beauftragten zum Nachteil des Unternehmens nach außen weitergegeben wird. Nach herrschender Ansicht in der Literatur ist der Informationsanspruch des Beauftragten daher zu begrenzen. Dies kann entweder über eine generelle Begrenzung des Informationsanspruchs selbst geschehen⁶⁶ oder über eine gesteigerte Interessenbindung des Beauftragten begründet werden⁶⁷. Eine generelle Beschränkung des Informationsanspruchs führt im Ergebnis allerdings zu einem Vorenthalten von Informationen. Die Geschäftsleitung müsste bei der Kommunikation mit dem Beauftragten stets fragen und prüfen, ob die Gefahr der unternehmensexternen Weitergabe der mitgeteilten Information besteht. Vorzuziehen ist deswegen die Auffassung, die von einer Verschwiegenheitspflicht des Beauftragten ausgeht, welche derjenigen der Geschäftsleitung ähnlich ist. Weil der Beauftragte systematisch als Funktionsträger in einer besonderen Vertrauensstellung zur Geschäftsleitung konzipiert und die Geschäftsleitung daher ihm gegenüber zu umfassender Offenheit verpflichtet ist, stellt die im Vergleich zu gewöhnlichen Unternehmensangehörigen gesteigerte Verschwiegenheitspflicht nur die Kehrseite der Offenheitspflicht dar⁶⁸. Soweit keine spezialgesetzlichen Offenbarungsrechte oder Offenlegungspflichten bestehen, ist der Beauftragte danach weitgehend und umfangreich zur Verschwiegenheit über vertrauliche Angaben und Geschäftsgeheimnisse des Unternehmens verpflichtet.

Dies muss erst recht für den Compliance Officer gelten, der seine Funktionen und Aufgaben nachgerade unmittelbar von der primär für Compliance verantwortlichen Geschäftsleitung ableitet. Seine Bindung an das Unternehmensinteresse entspricht derjenigen des Leitungsorgans. Selbst wenn man eine an das Unternehmen gerichtete Anzeigepflicht unterstellt, bliebe ein Spannungsverhältnis zur Compliance-Funktion. Da die Geschäftsleitung ebenso wenig wie sie die Compliance-Funktion selbst ausfüllt, persönlich Anzeigen abgeben würde, müsste sie diese Aufgabe an Compliance delegieren. Die Entscheidung über die Abgabe einer Anzeige läge in der Verantwortung des Compliance Officers und in seinem Ermessen. In dieser Konstellation bestünden erhebliche Zweifel an der Bereitschaft von Mitarbeitern und Geschäftsleitung zur vertrauensvollen Zusammenarbeit mit Compliance. Diese aber ist das Fundament jeder wirksamen Vorbeugung gegen Regelverletzungen und damit einer effektiven und effizienten Compliance Organisation.

Eine spezialgesetzliche Pflicht zur Anzeige von Verstößen gegen die Verhaltenspflichten gegenüber der BaFin gibt es wie gesehen nicht. Gerade der Verzicht des Gesetzgebers auf eine solche persönliche Anzeigepflicht bei gleichzeitiger Betonung des öffentlichen Interesses an der Schaffung und Durchsetzung der Wohlverhaltensregeln⁶⁹ zeigt, dass auch der Gesetzgeber die Verantwortung für die Entdeckung und Behebung eines Verstoßes gegen die Wohlverhaltenspflichten in erster Linie innerhalb des Unternehmens verortet.

Vor diesem Hintergrund würde die Einführung einer Anzeigepflicht sowohl den Compliance Officer als auch mittelbar die den Compliance Officer informierende Geschäftsleitung in nicht hinnehmbarer Weise zu einem verlängerten Arm der Aufsichtsbehörde umqualifizieren⁷⁰.

Hinzu kommt: Wenn der Compliance Officer unmittelbar zur Anzeige an die Aufsichtsbehörde verpflichtet oder auch nur berechtigt wäre, ist zumindest nicht ausgeschlossen, dass dadurch die Versuchung gefördert wird, im Unternehmen nicht durchsetzbare, aber persönlich für erforderlich gehaltene Maßnahmen (Ressourcen, Mittel, etc.) durch Veranlassung behördlichen Drucks durchzusetzen. Darin läge eine wesentliche Beschränkung der Compliance Verantwortung der Geschäftsleitung, wenn diese sich in Wahrnehmung ihrer Verantwortung gegen von Compliance angeregte Maßnahmen entschieden hat.

V. Ausreichende Überwachungsmöglichkeiten der BaFin

Die wirksame Überwachung der Einhaltung der anlegerschützenden Verhaltenspflichten ist der BaFin auch ohne eine Anzeigepflicht des Compliance Officers möglich. Hier ist insbesondere auf § 36 Abs. 1 WpHG zu verweisen. Danach ist die Einhaltung der Wohlverhaltenspflichten einmal jährlich durch einen geeigneten Prüfer zu prüfen. In § 36 Abs. 3 WpHG findet sich eine an den Prüfer gerichtete externe Anzeigepflicht. Stellt dieser im Rahmen seiner jährlichen Prüfung schwerwiegende Verstöße gegen die Meldepflichten nach § 9 WpHG oder die Verhaltenspflichten fest, hat er unverzüglich die BaFin zu informieren.

Nach § 36 Abs. 3 WpHG kann die BaFin konkrete Bestimmungen über Inhalt und Umfang der Prüfung treffen. Insbesondere können Schwerpunkte festgelegt werden, denen der Prüfer im Rahmen der Prüfung vertiefte Aufmerksamkeit widmen muss. Zur Festlegung bestimmter Prüfungsschwerpunkte wird sich die BaFin insbesondere dann veranlasst sehen, wenn sich mit Blick auf ein einzelnes Institut oder als generelles Phänomen bestimmte Beschwerden der Kunden von Finanzinstituten häufen⁷¹.

VI. Fazit und Schluss

Nach alledem ist festzuhalten, dass eine Pflicht zur Anzeige von intern festgestellten Verstößen gegen die wertpapierhandelsrechtlichen Wohlverhaltenspflichten weder dem Compliance Officer noch der Geschäftsleitung und auch nicht dem Unternehmen auferlegt ist. Eine solche Anzeigepflicht fügt sich zudem nicht in das Verständnis von Compliance im Sinne einer von der Verantwortung der Geschäftsleitung abgeleiteten und in erster Linie auf den Schutz des Unternehmens ausgerichteten Funktion. Zugleich ist der Compliance Officer grundsätzlich auch nicht berech-

⁶⁵ Zum folgenden Dreher, in: Festschr. Carsten Peter Claussen, 1997, S. 69, 83 ff., Haouache, a.a.O. (Fn. 24), S. 114 ff.

⁶⁶ Dreher, a.a.O. (Fn. 65), S. 69, 85 ff.

⁶⁷ Haouache, a.a.O. (Fn. 24), S. 120 ff.

⁶⁸ Haouache, a.a.O. (Fn. 24), S. 120.

⁶⁹ BT-Drucks. 12/7918, S. 97; Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, Vor. § 31 Rdn. 8 f.

⁷⁰ Siehe auch schon Kittelberger, a.a.O. (Fn. 47), S. 123 ff.; ders., ÖDA 2007, 90, 91.

⁷¹ Vgl. hierzu auch Birnbaum, in: Festschr. Siegfried Kumpel, 2003, S. 49, 60 ff.

tigt, unmittelbar und auf eigene Initiative die Aufsichtsbehörde über intern festgestellte Regelverletzungen zu informieren. In erster Linie ist vielmehr die interne Eskalationsleiter zu beschreiten. Zunächst sind also

die nach der Unternehmensverfassung zuständigen Stellen zu informieren und es obliegt dann diesen bzw. letztlich dem Leitungsorgan, für Abhilfe Sorge zu tragen.

Rechtsprechung

Im Rahmen der Geltendmachung der Informationsdeliktshaftung gemäß § 826 BGB wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität reichen zum Nachweis der konkreten Kausalität zwischen der Täuschung und der Willensentscheidung des Anlegers dessen generelles Vertrauen in die „Richtigkeit allgemeiner Informationen“ über das Unternehmen sowie der „Glaube an dessen wirtschaftliche Substanz und langfristigen Erfolg“ nicht aus.

BGB § 826

B G H, Beschluss vom 28. November 2005
(II ZR 80/04, München)*

Aus den Gründen

[1] Die Revision des Klägers hat keine Aussicht auf Erfolg, und die Voraussetzungen für deren Zulassung liegen nicht vor.

[2] Das Berufungsgericht hat die Berufung des Klägers gegen das seine Klage abweisende Urteil des Landgerichts jedenfalls im Endergebnis mit Recht zurückgewiesen, ohne dass ein entscheidungserheblicher Zulassungsgrund i.S. des § 543 ZPO vorgelegen hätte.

I.

[3] Das Berufungsgericht hat zwar seine Entscheidung auch damit begründet, dass eine Haftung der beklagten Aktiengesellschaft für von ihrem ehemaligen Vorstand durch falsche Ad-hoc-Mitteilungen über die Umsatzzahlen des Unternehmens begangene sittenwidrige vorsätzliche Schädigung (§§ 826, 31 BGB) aufgrund des als vorrangig zu erachtenden Kapitalerhaltungsgrundsatzes des § 57 AktG ausgeschlossen sei, und insoweit die Revision zugelassen. Mit dieser Erwägung könnte allerdings - wäre sie entscheidungserheblich - das Berufungsurteil keinen Bestand haben, weil der Senat nach dessen Erlass zwischenzeitlich durch Urteil vom 9. Mai 2005 (WM 2005, 1358 = ZIP 2005, 1270 - EMTV) die betreffende Grundsatzfrage anders als das Berufungsgericht entschieden hat, nämlich dahingehend, dass in einem derartigen Fall die (gesamtschuldnerische) Haftung der Aktiengesellschaft auf Naturalrestitution als Form des Schadensausgleichs nicht durch die besonderen aktienrechtlichen Gläubigerschutzvorschriften über das Verbot der Einlagenrückgewähr (§ 57 AktG) und das Verbot des Erwerbs eigener Aktien (§ 71 AktG) begrenzt oder gar ausgeschlossen ist.

II.

[4] Die von der Senatsrechtsprechung nunmehr abweichende Begründung des Berufungsgerichts erfordert jedoch keine Entscheidung des Senats zur Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung (§ 543 Abs. 2 Nr. 2.2. Variante ZPO), weil sich das Berufungsurteil auf der Grundlage anderweitig getroffener Feststellungen im Ergebnis als richtig erweist und es daher auf die un-

richtige divergierende Ansicht des Berufungsgerichts zu § 57 AktG nicht entscheidungserheblich ankommt.

[5] Eine Schadensersatzhaftung des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden S. aus § 826 BGB wegen sittenwidriger vorsätzlicher Schädigung, für die die Beklagte nach § 31 BGB einzustehen hätte, scheidet hier daran, dass der Kläger den erforderlichen Kausalzusammenhang zwischen den vorsätzlich falschen Ad-hoc-Mitteilungen des S. über die Umsatzzahlen des Unternehmens und seinen individuellen Entschlüssen hinsichtlich der von ihm am 14. November 2001, 18. Februar 2002, 8. März 2002 und 19. März 2002 jeweils auf dem Sekundärmarkt erworbenen Aktien der Beklagten nicht hinreichend dargelegt, geschweige denn bewiesen hat (vgl. zu diesem Erfordernis: BGHZ 160, 134, 143, 147 = WM 2004, 1731 - Infomatec).

[6] 1. Hinsichtlich der beiden letzten Aktienkäufe des Klägers vom März 2002 hat das Berufungsgericht zutreffend eine Kausalität der vorsätzlichen, grob unrichtigen Ad-hoc-Mitteilungen des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden S. für die Kaufentschlüsse des Klägers deshalb verneint, weil ihm jedenfalls zu diesen Zeitpunkten bereits bekannt war, dass die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft K. ihr Prüfmandat im Hinblick auf die nicht ermittelbare Existenz des - von S. frei erfundenen - Hauptgeschäftspartners aus H. sowie eines weiteren spanischen Geschäftspartners der Beklagten niedergelegt hatte; dabei hatte die Beklagte selbst in einer Ad-hoc-Mitteilung die beiden Sachverhalte als potentiell umsatz- und ergebnisrelevant im Hinblick auf den Jahresabschluss 2001 bezeichnet. Daraus hat das Berufungsgericht in revisionsrechtlich einwandfreier tatrichterlicher Würdigung gefolgert, dass die vom Kläger gleichwohl in einer solchen Phase der Unsicherheit getroffenen Kaufentscheidungen ein so hohes Maß an spekulativen Momenten aufgewiesen hätten, dass andere Motive in den Hintergrund getreten seien. Soweit die Revision dies mit der Behauptung angreift, die diesbezüglichen Feststellungen des Berufungsgerichts beruhten auf einer selektiven, unausgewogenen Auswertung des Prozessstoffs, ist dies unzutreffend; der Kläger versucht damit lediglich in unzulässiger Weise, seine eigene Auffassung an die Stelle der tatrichterlichen Würdigung zu setzen.

[7] 2. Auch hinsichtlich der beiden Aktienkäufe des Klägers vom 14. November 2001 und vom 18. Februar 2002 lässt sich auf der Grundlage der tatrichterlichen Feststellungen der nach der Senatsrechtsprechung im Rahmen des Schadensersatzanspruchs nach § 826 BGB erforderliche Kausalzusammenhang zwischen den vorsätzlich falschen Ad-hoc-Mitteilungen des damaligen Vorstandsvorsitzenden der Beklagten und den zum Schaden führenden individuellen Willensentschlüssen des Klägers - anders als das Berufungsgericht insoweit gemeint hat - nicht begründen.

[8] a) Der Kläger hat sich ausdrücklich nicht darauf berufen, aufgrund einzelner bestimmter Ad-hoc-Mitteilungen der Beklagten seine Kaufentscheidungen getroffen zu haben.

[9] b) Ihm kommen auch nicht die Grundsätze des Anscheinsbeweises zugute, weil nach der Senatsrecht-

Zu Rolle und Stellung des Compliance-Beauftragten

Von Dr. Thomas Lösler, New York

I. Einleitung

1. Endgültige Etablierung des Begriffs Compliance in der deutschen Rechtsterminologie

Die Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)¹ durch das Finanzmarkttricht-

linie-Umsetzungsgesetz (FRUG)² hat mit der ausdrücklichen Erwähnung der Compliance-Funktion in § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG den Begriff „Compliance“

¹ Richtlinie 2004/39/EG, Abl. EU L 145/1 vom 21.4.2004.

² Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz) vom 16.7.2007, BGBl. I 2007, S. 1330 ff.

nun auch endgültig im geschriebenen deutschen Recht verankert⁴.

Von Compliance wird in Deutschland aber bereits seit mehr als fünfzehn Jahren gesprochen. Der anglo-amerikanischen Rechtssprache entstammend, hat der Begriff zu Beginn der 1990er Jahre ohne Übersetzung⁵ Eingang in die deutsche Rechtsterminologie gefunden. Finanzinstitute haben infolge der Neuordnung des Kapitalmarktrechts durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz⁶ Compliance-Programme entwickelt und Compliance-Organisationen geschaffen. Ihr Schwerpunkt lag in erster Linie auf der Sicherstellung der das Wertpapierdienstleistungsgeschäft betreffenden Regeln durch Entwicklung und Einrichtung interner Kontrollverfahren⁶. Daneben wurden mit dem Begriff Compliance vor allem die Schlagworte Insiderrecht und Management von Interessenkonflikten verbunden⁷ und die interne Organisation von Wertpapierdienstleistungsunternehmen auf die Vermeidung von Insiderverstößen und Interessenkonflikten ausgerichtet. Diese Compliance-Programme zielten und zielen darauf, das Unternehmen durch organisatorische Maßnahmen sowohl gegen unberechtigte Vorwürfe von außen als auch gegen tatsächliches Fehlverhalten von Mitarbeitern zu schützen⁸. Auch Unternehmen außerhalb des Finanzdienstleistungssektors haben zunehmend begonnen, unternehmensinterne Compliance-Strukturen zu schaffen und Compliance damit endgültig in den Blick der weiteren Unternehmenspraxis gerückt⁹ - dies lässt sich unter dem Begriff „Corporate Compliance“¹⁰ zusammenfassen und wird insbesondere eindrucksvoll belegt durch die jüngeren Entwicklungen und Diskussionen mit Blick auf die durch die Prüferrichtlinie¹¹ und die Änderungsrichtlinie¹² geänderten Anforderungen an das Risikomanagementsystem nach § 91 Abs. 2 AktG und der in Art. 41 Abs. 2b Prüferrichtlinie vorgesehenen zwingenden „Überwachung der Wirksamkeit des internen Kontrollsystems und des Risikomanagementsystems des Unternehmens“ durch den Prüfungsausschuss des Aufsichtsrates¹³.

Die folgenden Überlegungen beziehen sich allerdings nur auf die Compliance-Funktion von Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne des § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG.

2. Fragestellung

Mit der endgültigen Aufnahme des Begriffs Compliance in die geschriebene Rechtsterminologie ist eine deutliche Hervorhebung der unternehmensinternen Compliance-Abteilungen von Wertpapierdienstleistungsinstituten verbunden. Dies ist ohne Frage zu begrüßen. Streit scheint sich allerdings daran zu entzünden, ob mit der expliziten gesetzlichen Erwähnung auch eine qualitative Veränderung der Rolle und Verantwortlichkeiten dieser Abteilungen bzw. der mit der Wahrnehmung ihrer Funktionen und Aufgaben betrauten Mitarbeiter verbunden ist. Konkret wird der in § 12 Abs. 4 Satz 1 WpDVerOV erwähnte Compliance-Beauftragte als eine neue Figur des Unternehmensbeauftragten bezeichnet¹⁴. Herzuleiten sei dies aus der Betonung der Compliance-Funktion in § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG und dem darin enthaltenen expliziten Gebot, eine solche Funktion „dauerhaft und wirksam“ einzurichten sowie aus der in § 12 Abs. 4 Satz 1 Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV)¹⁵ niedergelegten Pflicht, einen

Compliance-Beauftragten zu benennen¹⁶. Der damit aufgeworfenen Frage nach der Rolle und rechtlichen Stellung des Compliance-Beauftragten soll im Folgenden nachgegangen werden.

II. Rechtliche Stellung der Compliance-Funktion

Während zumindest die wesentlichen Aufgaben der unternehmensinternen Compliance-Funktion und des Compliance-Beauftragten nun erstmals gesetzlich sowie auf dem Verordnungswege (WpDVerOV) umrissen werden¹⁷, fehlt es weiterhin an Bestimmungen hinsichtlich ihrer rechtlichen und organisatorischen Verortung. Die Frage erlangt Bedeutung, wenn es um die Bestimmung und Durchsetzung der Rechte und Pflichten der Compliance-Funktion und der sie ausübenden Unternehmensangehörigen geht, also insbesondere um den Compliance-Beauftragten.

1. Rechtsgrundlage von Compliance

Die Bestimmungen der §§ 25a Abs. 1 und 4 KWG, 33 Abs. 1 WpHG bilden die Rechtsgrundlage der Compliance-Organisation im Finanzdienstleistungsrecht. Selbst ohne ausdrückliche Verwendung des Begriffes Compliance ist § 33 Abs. 1 WpHG auch bereits vor MiFID und FRUG als maßgebliche Rechtsgrundlage für Compliance in Wertpapierdienstleistungsunternehmen

³ Im Deutschen Corporate Governance Kodex wird der Begriff „Compliance“ bereits in Ziffer 4.1.3 verwendet. In einem Begriff fasst der Kodex damit die Verantwortung des Vorstands zusammen, für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien zu sorgen und auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hinzuwirken.

⁴ Eisele weist darauf hin, dass die deutschen Worte Treue und Redlichkeit die (kapitalmarktrechtlichen) Verhaltenspflichten eigentlich zutreffend beschreiben, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb., 3. Aufl., § 109 Rdn. 2 Fn. 3.

⁵ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweite Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26.7.1994, BGBl. I 1994, S. 1749.

⁶ Zur Entwicklung näher Eisele, a.a.O. (Fn. 4), § 109 Rdn. 1 ff.; Lösler, Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, 2003, S. 13 ff.

⁷ Eisele, WM 1993, 1021 ff.

⁸ Zur Schutzfunktion von Compliance Eisele, a.a.O. (Fn. 4), Rdn. 4 ff.; Gebauer, in: DIRK - Handbuch Investor Relations, 2004, S. 507; Lösler, NZG 2005, 104, 107 f.

⁹ Verdeutlicht wird dies auch durch die mehrfache Erwähnung im Deutschen Corporate Governance Kodex, vgl. etwa Ziffer 4.1.3. Insbesondere Finanzinstitute haben aber „Compliance heute längst als wertbildenden Faktor erkannt“, so von Heydebreck, „Compliance im Bankenbereich - Herausforderungen und Perspektiven“ Rede auf dem Luxemburger Finanzmarktforum 2005, zitiert nach Börsen-Zeitung Nr. 199 vom 15.10.2005, S. 5.

¹⁰ Hauschka, in: Corporate Compliance, 2007, § 1. Meyer/Paetzl, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 33 Rdn. 38 ff.

¹¹ Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17.5.2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 84/253/EWG des Rates, ABl. L 157, S. 87 ff. vom 9.6.2006. Dazu Moll/Niedermeier, VW 2006, 2001; Lanfermann/Maul, DB 2006, 1505; Klein/Klaas, WpG 2006, 885; Niemann, DStR 2006, 812; Tiedje, WpG 2006, 593.

¹² Richtlinie 2006/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.6.2006 zur Änderung der Richtlinien des Rates 78/660/EWG über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, 83/349/EWG über den konsolidierten Abschluss, 86/635/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten und 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Versicherungsunternehmen, AbL. L 224, S. 1 ff. vom 16.8.2006. Dazu Niemeier, WpG 2006, 173.

¹³ Kursorisch zur Compliance-Verantwortung des Aufsichtsrates Jäger, Der Aufsichtsrat 2006, 2 f.

¹⁴ Veil, WM 2008, 1093 (in diesem Heft).

¹⁵ Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung - WpDVerOV) vom 20.7.2007, BGBl. I 2007, S. 1432.

¹⁶ Veil, WM 2008, 1093 unter IV. 3. (in diesem Heft). Vgl. auch Sandmann, CCZ 2008, 104.

¹⁷ Ausführlich dazu Röh, BB 2008, 398; Schlicht, BKR 2006, 489 ff.

angesehen worden. Nach modernem Compliance-Verständnis war dies allerdings nur ein Teil der Antwort. Compliance beschreibt nach diesem weiten Begriffsverständnis die Gesamtheit sämtlicher Maßnahmen, die zur Sicherstellung der Einhaltung aller an ein Unternehmen gerichteten Gesetze und Regeln dienen, sowie eine Managementfunktion, die auf die Vermeidung von Regelverletzungen sowie von Haftungs- und Reputationsrisiken gerichtet ist - zusammengefasst also einen Bestandteil des integrierten Risikomanagementsystems eines Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituts¹⁶. Aus dieser Perspektive hatte schon der Gesetzgeber des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes den Anwendungsbereich von Compliance sowohl inhaltlich als auch konzerndimensional wesentlich erweitert¹⁷; dies freilich ohne Compliance bereits als geschriebenen Rechtsbegriff eingeführt zu haben. Richtigerweise ist die Compliance-Funktion aber seitdem als Bestandteil der umfassenden (konzernweiten) Organisationspflichten für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute und -konzerne gemäß § 25a Abs. 1 KWG zu verstehen¹⁸.

Konsequent wäre es also gewesen, die Pflicht zur Einrichtung einer dauerhaften und wirksamen Compliance-Funktion direkt in § 25a Abs. 1 KWG festzuschreiben. Soweit aber wollte der Gesetzgeber des FRUG offenbar nicht gehen. Durch die Verankerung der Compliance-Funktion in § 33 Abs. 1 WpHG ist daher lediglich das tradierte Verständnis von Compliance als der Sicherstellung der wertpapierhandelsrechtlichen Organisations- und (Wohl-)Verhaltenspflichten normiert worden. Demgegenüber hätte in der Aufnahme der Pflicht zur Einrichtung einer Compliance-Funktion in § 25a Abs. 1 KWG die Chance gelegen, die mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz begonnene Konturierung der konzernweiten Compliance-Pflichten für alle Finanzdienstleistungskonzerne gesetzlich weiter zu entwickeln.

2. Compliance-Funktion und Compliance-Beauftragter - Kein funktionaler Dualismus

Der Compliance-Beauftragte ist nach § 12 Abs. 4 Satz 1 WpDVerOV für die Compliance-Funktion verantwortlich¹⁹. Es besteht kein funktionaler Dualismus, sondern beide Begriffe beschreiben lediglich sachlich²⁰ und persönlich den unternehmensinternen Verantwortungsbereich „Compliance“. Der Compliance-Beauftragte ist daher der Unternehmensangehörige, der für die Compliance-Funktion im Sinne des § 33 Abs. 1 WpHG verantwortlich ist²¹. Die nachfolgenden Überlegungen treffen daher, wenn nicht anders hervorgehoben, gleichermaßen auf Compliance-Funktion und Compliance-Beauftragten zu. Die Anforderungen an die konkrete Ausgestaltung der Compliance-Funktion hängen von Art, Umfang und Komplexität sowie dem Risikogehalt der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens oder der Art und des Spektrums der von ihm erbrachten Dienstleistungen ab, § 33 Abs. 1 Satz 2 WpHG. Das entspricht dem international üblichen Compliance-Verständnis²² und dieser risikobasierte Ansatz ermöglicht es vor allem kleineren Instituten, Compliance-Funktion und Compliance-Beauftragten in einer Person zusammenzufassen. In größeren und komplexen Instituten kann der Compliance-Beauftragte dagegen einen Stab von bis zu mehreren hundert Mitarbeitern haben, die alle zusammen die Aufgaben der Compliance-Funktion erfüllen. Etwas missverständlich ist die Verwendung des Plurals in § 12 Abs. 4 Satz 2 WpDVerOV

(„Personen“), die sich aber vernünftigerweise nur auf die gewöhnlichen Mitarbeiter der Compliance-Funktion beziehen kann. Denn jedes Institut hat nur einen Compliance-Beauftragten²³.

III. Compliance-Beauftragter kein Unternehmensbeauftragter

Unternehmensbeauftragte sind Funktionsträger, die aufgrund des Unternehmens verpflichtender Vorschriften zum Schutz bestimmter Allgemeinbelange bestellt werden müssen, kraft gesetzlicher Inpflichtnahme des Unternehmens über eine exponierte Rechtsstellung verfügen und - obwohl sie in einer privatrechtlichen Beziehung zum Unternehmen stehen - durch Einflussnahme auf die Willensbildung der Geschäftsleitung eine die behördliche Überwachung ergänzende Funktion ausüben²⁴. Die drei begriffsdefinierenden Merkmale des Unternehmensbeauftragten sind danach der Bestimmungszwang, eine gesetzliche Zuweisung von Pflichtaufgaben und Kompetenzen sowie die Ausrichtung auf den unternehmensinternen Schutz von Allgemeinwohlbelangen.

Aus der großen Anzahl gesetzlich vorgeschriebener Beauftragter, weist der nach § 14 Abs. 2 Nr. 1 GwG in Kreditinstituten zu bestellende Geldwäschebeauftragte von Funktion und Aufgabenstellung her besondere Ähnlichkeiten mit der in Wertpapierdienstleistungsunternehmen einzurichtenden Compliance-Funktion auf. In der Praxis werden daher zum Teil die Aufgaben des Geldwäschebeauftragten und der Compliance-Funktion organisatorisch zusammengefasst²⁵. Da er ein Typus des Unternehmens- oder Betriebsbeauftragten ist, können die für den Geldwäschebeauftragten herausgebildeten Regeln vergleichend herangezogen werden, um die Compliance-Funktion näher zu konkretisieren und - wie zu zeigen sein wird - von dem Unternehmensbeauftragten abzugrenzen²⁶. Die folgenden Überlegun-

¹⁶ Braun, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, § 25a Rdn. 86 ff.; Gebauer, a.a.O. (Fn. 8), S. 505 f.; ders., in: Hauschka, Corporate Compliance, 2007, § 31 Rdn. 1 ff.; Lösler, NZG 2005, 104 ff. Zusammenfassend Eisele, a.a.O. (Fn. 4), Rdn. 1 und 3.

¹⁷ Dazu Lösler, NZG 2005, 104, 107 f.

¹⁸ Zu Compliance als Teil der Organisationspflichten eines Unternehmens und in Konzernverhältnissen zuletzt Spindler, WM 2008, 905 ff.; umfassend dazu bereits ders., Unternehmensorganisationspflichten, 2001, insbesondere S. 222 ff. zu den wertpapierhandelsrechtlichen Organisationspflichten.

¹⁹ So auch schon Basel Committee on Banking Supervision, Compliance and the compliance function in banks, December 2004, Principle 5 no 23: "Each bank should have an individual with overall responsibility for co-ordinating the identification and management of the bank's compliance risk and for supervising the activities of compliance function staff."

²⁰ Röh, BB 2008, 398, 400 sieht in dem Compliance-Beauftragten die zentrale praktische Ausfüllung der Compliance-Funktion.

²¹ Ähnlich Spindler, WM 2008, 905, 911.

²² Basel Committee on Banking Supervision, a.a.O. (Fn. 21), Introduction, para 8; IOSCO, Compliance Function at Market Intermediaries - Final Report, 2006, S. 8 (abrufbar unter www.iosco.org); U.S. Securities Industry Association (SIA), White paper on the role of Compliance, July 2005, p. 18 (abrufbar unter www.sifma.com).

²³ So wohl auch Sandmann, CCZ 2008, 104. Eindeutig auch Art. 6 Abs. 3 b) der Richtlinie 2006/73 der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie vom 10.8.2006, ABl. L 241/26 v. 2.9.2006.

²⁴ Haouache, Unternehmensbeauftragte und Gesellschaftsrecht der AG und GmbH, 2003, S. 24.

²⁵ Dazu schon Bergles, ZBB 2000, 140, 141. Zur Vereinbarung der Stellung des Geldwäschebeauftragten mit anderen Unternehmensfunktionen Langweg, in: Fühler/Aepfelbach, GWG - Kommentar zum Geldwäschegesetz, 5. Aufl. 2006, § 14 Rdn. 52.

²⁶ Dafür spricht auch, dass Vorbild für die Einführung eines Geldwäschebeauftragten gerade der - im angelsächsischen Rechtskreis schon viel länger bekannte - compliance officer ist. Vgl. Werner, Bekämpfung der Geldwäsche in der Kreditwirtschaft, S. 175.

gen orientieren sich an den von *Rehbinder*²⁹ für alle Beauftragten herausgearbeiteten systematischen Kriterien Aufgaben, Rechtsstatus, Kompetenzen, organisationsrechtliche Stellung unter Berücksichtigung der sich aus der Compliance-Funktion ergebenden Besonderheiten.

1. Benennung vs. formelle Bestellung

In § 12 Abs. 4 Satz 1 WpDVerOV wird ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, einen Compliance-Beauftragten zu benennen. Schon der Umstand, dass diese Pflicht in einer das formelle Gesetz lediglich konkretisierenden Verwaltungsvorschrift verankert worden ist spricht gegen einen neuen Typus des Unternehmensbeauftragten. Die Benennung kann im Wege der üblichen Zuweisung von Funktionen und Aufgaben durch entsprechend dokumentierte Delegation geschehen. Denn weitere Anforderungen, etwa hinsichtlich des Aktes der Benennung, sind nicht vorgesehen. Insbesondere werden weder im WpHG noch in der WpDVerOV über das Vorhandensein erforderlicher Fachkenntnisse hinausgehende Anforderungen an die Person des Compliance-Beauftragten gestellt. Anders als im Falle des Geldwäschebeauftragten bestehen auch keine Pflichten, die Benennung oder Abberufung des Compliance-Beauftragten einer Aufsichtsbehörde mitzuteilen³⁰.

2. Kein Aufsichtsorgan

Der Compliance-Beauftragte ist kein mit öffentlichen Aufgaben betrautes Organ, also nicht etwa ein verlängerter Arm der Aufsichtsbehörden. Es handelt sich vielmehr um einen institutionellen Funktionsträger des Unternehmens, das heißt einen „Mann des Unternehmens“ ohne öffentlich-rechtliche Pflichtenstellung gegenüber einer Behörde³¹. Es sind gerade Aufgaben und Pflichten des Leitungsorgans, für deren effektive Erfüllung die Compliance-Funktion dauerhaft und wirksam einzurichten und der Compliance-Beauftragte zu benennen ist.

Für die Beauftragten ist die Frage umstritten, ob die gesetzlichen Regelungen über den Beauftragten das organisationsrechtliche Verhältnis oder jedenfalls das arbeitsvertragliche Grundverhältnis ausgestalten. Bejaht man dies, so führt das zu unmittelbar daraus folgenden Rechten und Pflichten des Beauftragten gegenüber dem Unternehmen, aus denen heraus auch Befugnisse des Beauftragten abgeleitet werden können, in bestimmten Fällen an Stelle der Aufsichtsbehörde einzuschreiten³². Die Compliance-Funktion ist durch das FRUG zwar gesetzlich verankert worden, doch fehlt es an expliziten gesetzlichen Regelungen, die über eine generelle Beschreibung der Aufgaben hinausgehen³³. Insbesondere fehlt es an einer konkreten Benennung der Rechte und Pflichten des Compliance-Beauftragten³⁴. Die Frage etwaiger Einflüsse solcher Regelungen auf das Grundverhältnis stellt sich daher schon im Ansatz nicht. Die Rechtsbeziehungen zwischen der Compliance-Funktion und ihren Mitarbeitern, einschließlich des verantwortlichen Compliance-Beauftragten, sowie dem Unternehmen und seiner Leitung richten sich somit in erster Linie nach den gesellschafts- und arbeitsrechtlichen Grundlagen³⁵. Um seine Aufgaben effektiv erfüllen zu können, darf der Compliance-Beauftragte allerdings keinen auf seiner Tätigkeit beruhen-

den Benachteiligungen unterliegen. Schon die BaFin hatte dies in Nr. 4.2 ihrer § 33 Abs. 1 WpHG a.F. konkretisierenden „Compliance-Richtlinie“³⁶ hervorgehoben und von der Weisungsunabhängigkeit von Compliance gesprochen (zum Unabhängigkeitsmerkmal sogleich unter III.6b).

3. Ohne funktionellen Außenkontakt

Der Geldwäschebeauftragte ist Ansprechpartner der Strafverfolgungsbehörden. Das ergibt sich zum einen ausdrücklich aus § 14 Abs. 2 Nr. 1 GwG, folgt zum anderen aber schon daraus, dass seine Bestellung der Beschleunigung und Erleichterung der Kommunikation zwischen Ermittlungsbehörde und Wirtschaftsunternehmen dient³⁷.

Für die Compliance-Funktion kann dies nicht gelten. Ihr obliegt es, hinsichtlich der kapitalmarktrechtlichen Organisations- und Verhaltenspflichten im Inneren des Unternehmens zu beraten und deren Einhaltung zu überwachen. Dazu steht sie notwendigerweise in engem Kontakt zur Unternehmensleitung, die aber bei behördlichen Aufsichtsmaßnahmen der primäre Ansprechpartner der Behörde ist. Zutreffend ist, dass die Mitarbeiter der Compliance-Funktion in der täglichen Praxis überwiegend die tatsächlichen Ansprechpartner der Aufsichtsbehörden sind³⁸, etwa bei der Beantwortung von Anfragen der BaFin. Auch wird der Compliance-Beauftragte in der Regel bei entsprechenden Kontakten zwischen der Behörde und dem Unternehmen hinzugezogen bzw. verhandelt eigenständig mit der BaFin. Dies begründet sich jedoch mit der tatsächlichen Sachkunde, nicht hingegen über einen in der Funktion selbst angelegten Außenkontakt.

4. Kompetenzen

Unterschiede zwischen Geldwäschebeauftragtem und Compliance-Beauftragten bestehen ferner hinsichtlich der Kompetenzausstattung. Der für die Funktion des Geldwäschebeauftragten in Frage kommende Personenkreis ist im GwG selbst bereits stark einge-

²⁹ *Rehbinder*, ZGR 1989, 305, 314 ff.; *ders.*, ZHR 165 (2001) 1, 8 ff. Zu den verschiedenen Typen und Modellen der Unternehmensbeauftragten insbesondere auch *Haouache*, a.a.O. (Fn. 26), S. 24 ff.

³⁰ Gemäß Nr. 34 Abs. 2 der Verlautbarung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen über Maßnahmen der Kreditinstitute zur Bekämpfung und Verhinderung der Geldwäsche vom 30.3.1998, müssen Institute die Bestellung und Entpflichtung von Geldwäschebeauftragten der BaFin mitteilen. Die Mitteilung über die Bestellung hat Angaben über die Namen (Vor- und Zunamen), Funktion und Stellung in der Aufbauorganisation und über das Datum der Bestellung zu enthalten. Im Falle der Entpflichtung sind der BaFin zudem die Gründe hierfür mitzuteilen.

³¹ Vgl. dazu *Rehbinder*, ZGR 1989, 305, 318 m.w.N. in Fn. 34; *Haouache*, a.a.O. (Fn. 26), S. 24 ff.

³² *Haouache*, a.a.O. (Fn. 26), S. 32 f.; *Rehbinder*, ZGR 1989, 305, 319 f. mit weiteren Nachweisen zur Diskussion.

³³ *Spindler*, WM 2008, 905, 911: „magere Regelungen“.

³⁴ Dazu auch *Veil*, WM 2008, 1093 unter IV. 3. a) (in diesem Heft).

³⁵ *Enger Veil*, WM 2008, 1093 unter IV. 3. b) aa) (in diesem Heft), der dieses Verhältnis in erster Linie gesellschaftsrechtlich determiniert sieht.

³⁶ Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe), Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG vom 25.10.1999, Bundesanzeiger Nr. 210 vom 6.11.1999, S. 18453. Mit Schreiben vom 23.7.2007 hat die BaFin diese Richtlinie sowie die Wohlverhaltensrichtlinie und die Mitarbeiterleitsätze aufgehoben.

³⁷ Begründung zum Regierungsentwurf eines Gewinnaufspürungsgesetzes, BT-Drucks. 12/2704, S. 19; *Langweg*, a.a.O. (Fn. 27), § 14 Rdn. 13. Dazu auch *Werner*, Bekämpfung der Geldwäsche in der Kreditwirtschaft, 1996, S. 175.

³⁸ *Gebauer*, a.a.O. (Fn. 18), Rdn. 49 ff.; *Veil*, WM 2008, 1093 unter IV. 3. b) cc) (in diesem Heft) spricht vom „tauglichen Ansprechpartner“. Vgl. auch *Berges*, ZBB 2000, 140, 141, der jedoch nicht zwischen lediglich zur Auskunft berechtigter Stelle und funktionellem Außenkontakt unterscheidet.

grenzt, denn nach § 14 Abs. 2 Nr. 1 GwG muss es sich um eine der „Geschäftsleitung unmittelbar nachgeordnete Person“ handeln. Es kann nur eine (auch sonst) zur Außenvertretung des Unternehmens berechnete und mit unternehmensinternen Weisungsbefugnissen ausgestattete Person bestellt werden³⁹.

Die Compliance-Funktion dagegen ist nach wie vor eine neutrale Stabsstelle⁴⁰, das heißt eine nicht von vornherein mit Weisungsbefugnissen ausgestattete Unternehmenseinheit. Das gilt gleichermaßen für den Compliance-Beauftragten, als dem für diese Einheit verantwortlichen Unternehmensangehörigen. Dennoch muss er, um seinen Aufgaben so effektiv wie möglich und damit auch im Interesse des Unternehmens nachkommen zu können, von der Unternehmensleitung mit den für seine Tätigkeit erforderlichen Kompetenzen ausgestattet werden. Dazu gehört vor allem die Einräumung des in § 12 Abs. 4 Satz 1 WpDVerOV vorgesehenen Zugangs zu allen für seine Tätigkeit relevanten Informationen. Darunter ist das uneingeschränkte Auskunfts-, Zugangs- und Einsichtsrecht hinsichtlich aller im Unternehmen vorhandenen Unterlagen, Bücher und Aufzeichnungen sowie eventuell vorhandener Tonbandaufzeichnungen zu verstehen. Das bedeutet, dass der Compliance-Beauftragte und die Mitarbeiter der Compliance-Funktion mit der Befugnis ausgestattet werden müssen, von anderen Stellen im Unternehmen Unterlagen anzufordern und Informationen zu verlangen⁴¹.

Weitere Weisungsbefugnisse stehen ihnen regelmäßig nicht zu. Compliance-Funktion und Compliance-Beauftragter nehmen ihre Aufgaben aufgrund einer Delegation des Leitungsorgans wahr. Stellen sie Mängel fest, so können sie die betroffenen Stellen im Unternehmen auffordern, diese Mängel abzustellen und die rechtlich geforderte Situation herzustellen. Wird dies nicht befolgt, so hat die Compliance-Funktion das zuständige Organmitglied bzw. den zuständigen Mitarbeiter in Linie des Organs zu informieren. Nur hier kann die Entscheidungsbefugnis zur Abstellung der Mängel letzten Endes liegen. Denn hier liegt auch die rechtliche Verantwortung, wenn die von Compliance monierten Asymmetrien zwischen Recht und Zustand zu Rechtsverletzungen führen. Denn die Unternehmensleitung ist verantwortlich für die ordnungsgemäße Organisation des Unternehmens. Die Ausstattung der Compliance-Funktion mit solchen Befugnissen und die damit verbundenen Kompetenzkonflikte würden das ausbalancierte unternehmensinterne Zuständigkeitsgefüge zu Lasten der Effektivität von Compliance gefährden.

5. Interessenbindung

Durch die Ableitung der eigenen Funktionen von der Primärverantwortung des Leitungsorgans ist auch die Interessenbindung von Compliance geprägt⁴². So wie die Verantwortung des Leitungsorgans am Unternehmensinteresse ausgerichtet ist, dient auch Compliance dem Unternehmen, ist auf seinen Schutz, den Schutz seiner Mitarbeiter und die Wahrung seiner Interessen ausgerichtet⁴³.

Demgegenüber werden Unternehmensbeauftragte zum Schutz bestimmter Allgemeinwohlbelange tätig, das heißt sie sind in ihrem Wirken auf die Vertretung diffuser öffentlicher Interessen ausgerichtet⁴⁴.

Als solche Allgemeinwohlbelange kommen mit Blick auf Compliance das Verbraucher- und Anlegerinter-

se oder generell das Interesse der Allgemeinheit an einem funktionierenden Kapitalmarkt in Betracht. Gelegentlich wird deswegen behauptet, Compliance habe primär die Interessen der Anleger und die Integrität des Kapitalmarktes im Auge zu behalten⁴⁵.

Zutreffend ist allerdings auch bereits mehrfach betont worden, dass Compliance als Rechtspflicht im Prinzip auf einer Selbstverständlichkeit beruht⁴⁶ oder gar eine „Binsenweisheit“⁴⁷ sei. Es ist nämlich keine bank- oder kapitalmarktrechtliche Besonderheit, dass sich geschäftsführende Organmitglieder, insbesondere der Vorstand einer AG, an Recht und Gesetz zu halten haben (Legalitätsprinzip). Bei einer Compliance-Organisation handelt es sich insofern um eine Konkretisierung der allgemeinen Organisationspflicht von Unternehmen und Organmitgliedern, die Unternehmensorganisation so zu gestalten, dass Verstöße gegen Recht und Gesetz vermieden werden⁴⁸. § 33 Abs. 1 WpHG gibt der Unternehmensleitung hinsichtlich der Erfüllung ihrer Organisationspflicht konkrete Maßnahmen auf, wozu die Einrichtung einer dauerhaften und wirksamen Compliance-Funktion zählt. Der Umstand der spezialgesetzlichen Konkretisierung der Organisationspflicht macht die Compliance-Funktion oder den Compliance-Beauftragten aber noch nicht zum Vertreter unternehmensexterner Allgemeinwohlintereessen, sondern es geht darum, das Unternehmen und seine Mitarbeiter vor Schaden durch Regelverletzung zu bewahren. Zuzugeben ist aber immerhin, dass die Regeln des Kapitalmarktrechts, deren Einhaltung durch die Compliance-Funktion überwacht und sichergestellt werden, überwiegend dem Schutz des Kapitalmarkts bzw. seiner Akteure dienen. Daher ist Anlegerschutz oder auch Kapitalmarktschutz immer auch Reflex einer regelgerechten Compliance-Organisation bzw. effektiver Compliance-Programme.

6. Hierarchische Stellung

a) Organisatorische Anbindung

Weder § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 noch § 12 Abs. 4 Satz 1 WpDVerOV geben explizite Hinweise auf die Verortung des Compliance-Beauftragten in der Unternehmenshierarchie. Das ist für den Geldwäschebeauftragten anders, der gemäß § 14 Abs. 2 Nr. 1 GwG „der Geschäftsleitung unmittelbar nachgeordnet“ sein muss. Allerdings ist es der Compliance-Beauftragte, dem § 12 Abs. 4 Satz 1 WpDVerOV die persönliche Verantwortung für die von der Compliance-Funktion gemäß § 33 Abs. 1 Nr. 5 WpHG mindestens einmal jährlich zu er-

³⁹ Nach der Gesetzesbegründung muss der Geldwäschebeauftragte mit Prokura oder Einzelvertretungsvollmacht ausgestattet sein, Begründung zum Regierungsentwurf eines Geldwäschebekämpfungsgesetzes, BT-Drucks. 14/8739, S. 17. Zum früheren Begriff der „leitenden Person“ Langweg, a.a.O. (Fn. 27), § 14 Rdn. 13 und Rdn. 25 zum Umfang der erforderlichen Vertretungsmacht; Werner, a.a.O. (Fn. 37), S. 174 f.

⁴⁰ Siehe bereits Eisele, WM 1993, 1021.

⁴¹ Dem korrespondiert dann die Pflicht der Adressaten einer solchen Anforderung, Einsicht zu gewähren.

⁴² Dazu Lösler, a.a.O. (Fn. 6), S. 190 ff.; ders., WM 2007, 676, 678 f.

⁴³ Lösler, NZG 2005, 104, 108. Das Unternehmensinteresse wird hier als das Interesse von Anteilseignern und Mitarbeitern sowie des Gemeinwohls verstanden. Zum Spannungsfeld zwischen Unternehmensinteresse und Shareholder Value vgl. etwa Kuhner, ZGR 2004, 244 ff.; Mülbart, ZGR 1997, 129 ff.

⁴⁴ Beispiele hierfür sind Umwelt-, Daten-, Tier-, Gesundheits- oder Arbeitsschutz.

⁴⁵ Koller, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 33 Rdn. 32. Ähnlich jetzt auch Veil, WM 2008, 1093 unter IV. 3. a) (in diesem Heft).

⁴⁶ Spindler, WM 2008, 905.

⁴⁷ Uwe H. Schneider, ZIP 2003, 645, 646.

⁴⁸ Spindler, WM 2008, 905.

stattenden Compliance-Berichte auferlegt. Dies deutet darauf hin, dass der Compliance-Beauftragte organisatorisch direkt an die Geschäftsleitung angebunden sein soll. Dies entspricht sowohl der soeben dargelegten direkten Ableitung der Funktionen und Aufgaben der Compliance-Funktion von der Compliance-Verantwortung der Unternehmensleitung als auch internationalen Standards⁴⁹, aber vor allem der wesentlichen Anforderung an eine wirksame (effektive und effiziente) Compliance-Funktion, nämlich dass sie ihre Aufgaben unabhängig wahrnehmen können muss, § 33 Abs. 1 Nr. 1 a.E.

b) Unabhängigkeit

Die Bedeutung des Merkmals der Unabhängigkeit von Compliance wird oft missverstanden. Die BaFin hatte in Nr. 4.2 ihrer Compliance-Richtlinie⁵⁰ statuiert, dass die Compliance-Stelle zwar der Geschäftsleitung unmittelbar verantwortlich ist, im Übrigen im Rahmen ihrer Aufgabenerfüllung jedoch weisungsunabhängig sein müsse. In § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG heißt es heute, dass die Compliance-Funktion ihre Aufgaben unabhängig wahrnehmen können muss. Wenn damit ausgedrückt werden soll, dass selbst die Unternehmensleitung der Compliance-Funktion keine Weisungen hinsichtlich der ihr übertragenen Überwachungsaufgabe erteilen könne, so konnte dem schon unter dem Regime der Compliance-Richtlinie der BaFin nicht gefolgt werden.

Was unter Unabhängigkeit zu verstehen ist, haben weder der europäische Gesetzgeber der MiFID noch der deutsche Gesetzgeber des FRUG näher definiert. Nach wie vor existieren daher recht verschiedene Vorstellungen von der Unabhängigkeit der Compliance-Funktion, nämlich hinsichtlich einer disziplinarischen Unabhängigkeit verbunden mit einer arbeitsrechtlichen Sonderstellung, einer organisatorischen Unabhängigkeit und einer finanziellen Unabhängigkeit.

Zum Teil wird Unabhängigkeit der Compliance-Funktion im Sinne einer (disziplinarischen) Weisungsfreiheit verstanden. Ziffer 4.2 der früheren Compliance-Richtlinie der BaFin⁵¹ wird teilweise als Freiheit von Weisungen der Geschäftsleitung verstanden⁵².

In Anlehnung an einen durch den Baseler Bankenausschuss aufgestellten Grundsatz⁵³, wonach Compliance von den geschäftlichen Aktivitäten der Bank organisatorisch unabhängig sein müsse, wird unter Unabhängigkeit der Compliance-Funktion deren Trennung von den Geschäfts-, Handels- und Abwicklungsabteilungen eines Instituts verstanden⁵⁴. Dieses Verständnis findet seine normative Ausprägung nunmehr in § 12 Abs. 4 Satz 3 Alt. 1 WpDVerOV. Danach dürfen die mit der Compliance-Funktion betrauten Personen nicht an der Erbringung der Wertpapierdienstleistungen beteiligt sein, die sie überwachen. Konsens sollte aber wohl darüber bestehen, dass es eine absolute organisatorische Unabhängigkeit der Compliance-Funktion nicht geben kann. Denn dagegen spricht, dass die Mitarbeiter der Compliance-Funktion nah an den von ihnen betreuten Geschäftsbereichen sein müssen, um ihre Aufgaben effektiv erfüllen zu können. Das leuchtet unmittelbar ein und soll hier nicht vertieft werden⁵⁵.

Unabhängigkeit der Compliance-Funktion wird schließlich im Sinne einer finanziellen (materiellen) Unabhängigkeit verstanden. Dazu zählt man zum einen die vom geschäftlichen Erfolg der Bank unabhängige Vergütung des Compliance-Beauftragten und der Mit-

arbeiter der Compliance-Funktion. Zum anderen versteht man darunter die Ausstattung der Compliance-Funktion mit den für eine effektive Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlichen personellen und materiellen Ressourcen. Insbesondere soll das zur Verfügung stehende Budget nicht von der Ergebnisentwicklung der Geschäftsbereiche abhängig sein⁵⁶. Das Kriterium der finanziellen Unabhängigkeit klingt in § 12 Abs. 4 Satz 3 Alt. 2 WpDVerOV zumindest hinsichtlich der Vergütung an, wenn es dort für die mit der Compliance-Funktion betrauten Personen heißt, dass „die Art und Weise der Vergütung eine Beeinträchtigung ihrer Unvoreingenommenheit (nicht) bewirken oder wahrscheinlich erscheinen lassen“ darf⁵⁷.

Gegen eine arbeitsrechtliche Sonderstellung des Compliance-Beauftragten, etwa in Form eines besonderen Kündigungsschutzes, spricht in erster Linie das Fehlen jeglicher gesetzlicher Anhaltspunkte für eine solche Herausgehobenheit⁵⁸. Hinzu kommt, dass das Unabhängigkeitsmerkmal sich nach § 33 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG und § 12 Abs. 4 Satz 2 WpDVerOV auf alle zur Compliance-Funktion zählenden Unternehmensangehörigen bezieht. Eine Unterscheidung zwischen den gewöhnlichen Mitarbeitern der Compliance-Funktion und dem für diese verantwortlichen Compliance-Beauftragten wird insofern nicht vorgenommen. Es lag aber sicher nicht in der Absicht des Gesetz- und Verordnungsgebers, sämtlichen Mitarbeitern der Compliance-Funktion eine besondere arbeitsrechtliche Stellung zuzusprechen⁵⁹.

Mit Blick auf die Bedeutung und den Umfang der Unabhängigkeit des Compliance-Beauftragten ist vielmehr folgendes wesentlich: Compliance sorgt für die Erfüllung der Pflichten des Instituts. Das aber ist grundsätzlich Bestandteil der Leitungspflicht der Geschäftsleitung, die für das gesamte Geschehen im Unternehmen verantwortlich ist⁶⁰. Ihren Mitgliedern obliegt unabhängig von der jeweiligen Ressortzuständigkeit die (Gesamt-)Verantwortung für die Funktionsfähigkeit und Wirksamkeit der unternehmensinternen Compliance-Organisation. Im Rahmen der Sicherstellung der Organisationspflichten nach § 33 Abs. 1 WpHG bedient

⁴⁹ IOSCO, a.a.O. (Fn. 24), S. 8 (abrufbar unter www.iosco.org).

⁵⁰ Vorstehend Fn. 34.

⁵¹ Vorstehend Fn. 34.

⁵² Zuletzt *Veil*, WM 2008, 1093, unter IV. 3. b) aa) (in diesem Heft). Vgl. auch *Hausmaninger/Ketzer*, Die neue Emittenten-Compliance-Verordnung, OBA 2002, 215, 217. Gegen eine solche Auslegung früher schon *Eisele*, a.a.O. (Fn. 4), Rdn. 99; *Gebauer*, a.a.O. (Fn. 18), Rdn. 58; *Lösler*, a.a.O. (Fn. 6), S. 194 f. Ähnlich wie diese *Röh*, BB 2008, 398, 403.

⁵³ Basel Committee on Banking Supervision, a.a.O. (Fn. 21), Principle 5.

⁵⁴ *Koller*, a.a.O. (Fn. 45), § 33 Rdn. 32.

⁵⁵ *Hauschka*, NJW 2004, 257, 259 nennt dies die unternehmensorganisatorische Risikobegrenzungsstrategie. In einem gemeinsamen Diskussionspapier haben fünf große amerikanische Aufsichtsbehörden einen so genannten „onsite Compliance-Officer“ für jeden einzelnen Geschäftsbereich eines Finanzinstituts gefordert (Department of the Treasury, Office of Thrift Supervision, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation & Securities Exchange Commission, Interagency Statement on Sound Practices Concerning Complex Structured Finance Transactions, May 2004, www.sec.gov). Diese müssten in einem fest etablierten Kommunikationsprozess über Geschäftsbereiche sowie Rechtsform- und regionale Grenzen hinweg miteinander vernetzt sein. Das entspricht dem in § 25a Abs. 1 KWG niedergelegten Konzernansatz von Compliance. Integraler Bestandteil einer konzernweiten Compliance-Organisation sind konzerndimensionale Berichtsweg- und zwar insbesondere auch innerhalb der Compliance-Funktion. Dies ist auch deswegen von wesentlicher Bedeutung, weil sich in der Obergesellschaft die Compliance Risiken eines Konzerns bündeln (Pyramideneffekt).

⁵⁶ Basel Committee on Banking Supervision, Consultative paper on „The compliance function in banks“, October 2003, Ziffer 23.

⁵⁷ Erste Überlegungen dazu bei *Röh*, BB 2008, 398, 403; *Spindler*, WM 2008, 905, 910.

⁵⁸ Allgemein zu Abberufungs- und Kündigungsschutzvorschriften von Beauftragten *Haouache*, a.a.O. (Fn. 26), S. 41 f.

⁵⁹ Zutreffend daher *Spindler*, WM 2008, 905, 910.

⁶⁰ Zu Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung statt vieler *Uwe H. Schneider*, ZIP 2003, 645 ff.

sich die Unternehmensleitung der Compliance-Funktion. Letztendlich handelt es sich um eine in besonderem Maße institutionalisierte und gesetzlich angeordnete Delegation von Leitungspflichten auf nachgeordnete Stellen bzw. einen bestimmten Mitarbeiter (Compliance-Beauftragter)⁶¹. Die Verantwortung für die Compliance-Funktion ruht also praktisch auf zwei Schultern, nämlich denen der Mitglieder der übergeordneten Geschäftsleitung sowie denen des nachgeordneten Compliance-Beauftragten. Damit aber verbleibt die Letztentscheidungsbefugnis auch in Compliancefragen bei dem umfassend verantwortlichen Leitungsorgan. Dieses hat insofern ein umfassendes Kassationsrecht, das heißt es kann die Wahrnehmung seiner Compliance-Verantwortung jederzeit (wieder) an sich ziehen⁶² und ist damit gegenüber dem Compliance-Beauftragten bzw. dessen Mitarbeitern in der Compliance-Funktion auch weisungsbefugt⁶³.

Hiergegen wird nach der Neufassung der Compliance-Pflichten eingewandt, dass eine wirksame Compliance im öffentlichen Interesse liege und damit dem Geschäftsleitungsorgan das Recht abzusprechen sei, dem Compliance-Beauftragten Vorgaben bezüglich der Beseitigung von Unzulänglichkeiten im Unternehmen zu machen⁶⁴. Dieser Auffassung ist schon mit Blick darauf zu widersprechen, dass, wie oben (III. 5) dargelegt, die Compliance-Funktion und der Compliance-Beauftragte in erster Linie auf die Unternehmensinteressen ausgerichtet sind.

Hinzu kommt, dass der Compliance-Funktion im Rahmen ihrer Aufgabe für die Sicherstellung der einem Institut obliegenden Regeln zu sorgen, überwiegend eine beratende Funktion ohne eine eigene Entscheidungsbefugnis zugewiesen ist. Auch das ist oben bereits dargelegt worden⁶⁵. In diesem Zusammenhang ist die wohl wesentliche Kompetenz des Compliance-Beauftragten das so genannte Eskalationsrecht. Und hier liegt auch der Kern der Unabhängigkeit bzw. deren Absicherung.

Das Eskalationsrecht folgt unmittelbar aus der Ableitung der eigenen Verantwortung von derjenigen der Geschäftsleitung. Gemeint ist die Adressierung von Compliance-Risiken, potentiellen oder tatsächlichen Regelverstößen sowie sonstigen Konflikten und Auffälligkeiten an die verantwortliche Managementebene bis hin zur Geschäftsleitung. Das Eskalationsrecht stellt letztlich auch sicher, dass die Geschäftsleitung nicht aus ihrer Entscheidungsverantwortung entlassen wird⁶⁶.

Die Eskalation von Auffälligkeiten ist von den regelmäßigen Berichten der Compliance-Funktion nach § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 WpHG zu unterscheiden. Danach haben die mit der Compliance-Funktion betrauten Mitar-

beiter der Geschäftsleitung und dem Aufsichtsorgan mindestens einmal jährlich einen schriftlichen Bericht über die Angemessenheit und Wirksamkeit der Compliance-Funktion zu erstatten⁶⁷. Die Eskalation festgestellter Mängel oder Verfehlungen muss hingegen unverzüglich erfolgen, um der Geschäftsleitung (!) zu ermöglichen, entsprechende Abhilfemaßnahmen zu veranlassen. Schließlich gehört das jederzeitige Zutritts-, Auskunfts- und Einsichtsrecht zur Unabhängigkeit von Compliance, das mit einem Zugriffsrecht auf alle Ressourcensysteme eines Instituts verbunden sein sollte.

Zusammengefasst bedeutet damit Unabhängigkeit von Compliance, dass die Compliance-Funktion ihre Aufgaben unabhängig von der Geschäftsentwicklung des Unternehmens, weitgehend selbstbestimmt und ausgestattet mit den für eine effektive Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlichen Ressourcen und Rechten wahrnehmen können muss.

IV. Fazit

Der deutsche Gesetz- und Verordnungsgeber hat die Umsetzung der MiFID zu einer begrüßenswerten Aufwertung der unternehmensinternen Compliance-Funktion sowie zur weiteren Konturierung ihrer Aufgaben genutzt. Mit dem Compliance-Beauftragten ist jedoch kein neuer Typ eines Unternehmensbeauftragten geschaffen worden, sondern es handelt sich um die Zuweisung der sachlichen Compliance-Verantwortung an einen Unternehmensangehörigen im Wege üblicher Aufgabendelegation. Der Compliance-Beauftragte unterstützt die Unternehmensleitung bei der Erfüllung ihrer Pflicht, das Unternehmen so zu organisieren, dass die Beachtung von Recht und Gesetz sichergestellt ist. Es bleibt auch nach der Neufassung der Compliance-Pflichten bei der primären Compliance-Verantwortung des Geschäftsleitungsorgans. Dieser kann die Verantwortung jederzeit wieder an sich ziehen oder anderweitig delegieren und seine Mitglieder können dem Compliance-Beauftragten auch inhaltlich Weisungen erteilen.

⁶¹ So wohl auch *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rdn. 16.564. Vgl. auch *Scharrenberg*, in: Das neue Kapitalmarktrecht in Frage und Antwort, Kap. E, S. 69, 85.

⁶² *Eisele*, a.a.O. (Fn. 4), Rdn. 99.

⁶³ Umfassend hierzu *Lösler*, a.a.O. (Fn. 6), S. 187 und zur Compliance-Verantwortung als Teil der Leitungsverantwortung S. 138 ff. Ferner *Hauschka*, NJW 2004, 257 ff.; *Feischer*, AG 2003, 291; *Röh*, BB 2008, 398, 403; *Uwe H. Schneider*, ZIP 2003, 645.

⁶⁴ So jetzt *Veil*, WM 2008, 1093, unter IV. 3. b) aa) (in diesem Heft).

⁶⁵ Vgl. auch vorstehend III. 4.

⁶⁶ *Eisele*, a.a.O. (Fn. 4), Rdn. 105; *Gebauer*, a.a.O. (Fn. 18), Rdn. 39 „Risikoreporting“; *ders.*, a.a.O. (Fn. 8), S. 505, 539.

⁶⁷ Dazu *Sandmann*, CCZ 2008, 104.

Dr. Stefan Widder, LL.M.
Rechtsanwalt

Das *Spector*-Urteil des EuGH zum Insiderrecht
Public M&A auf dem Prüfstand

Das *Spector*-Urteil des EuGH zum Insiderrecht *Public M&A* auf dem Prüfstand?

Dr. Stefan Widder, LL.M.

2. Alumni-Seminar auf dem Österberg
Tübingen, 22. Oktober 2010

Überblick

- Sachverhalt und Fragestellung
- Bisherige Auslegung in Deutschland
- Die Entscheidung des EuGH
- Auswirkungen auf die Rechtslage in Deutschland
- Auswirkungen insbesondere auf M&A-Transaktionen:
 - Pakethandel
 - Öffentliche Übernahmen
 - *Stake Building* und *Alongside Purchases*
- Exkurs: Anschleichen und Insiderrecht

Sachverhalt und Fragestellung (1/3)

- Aktienrückkaufprogramm einer belgischen Emittentin, dessen Bedingungen *nach* Eintritt von Insiderinformationen, aber *vor* deren Ad-hoc-Veröffentlichung geändert wurden:
 - Verhängung von Sanktionen gegen die Emittentin und das verantwortliche Organmitglied wegen Insiderhandels
 - Verteidigung: Kein Nachweis, dass der (vermeintliche) Wissensvorsprung auch genutzt wurde

Sachverhalt und Fragestellung (2/3)

- Vorlagefragen zur Auslegung von Art. 2 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2003/6/EG v. 28.1.2003)
 - Verstößt der bloße Handel in Kenntnis einer Insiderinformation gegen das Insiderhandelsverbot?
 - Oder ist zusätzlich die Nutzung der Insiderinformation erforderlich?
 - Bedarf es also neben der objektiven Kenntnis einer Insiderinformation als subjektives Element auch eines entsprechenden Nutzungswillens?

Sachverhalt und Fragestellung (3/3)

- Käme es nur auf die objektive Kenntnis an, wären Insider generell vom Handel ausgeschlossen:
 - „Insiderfalle“, bis sich der für die Veröffentlichung grundsätzlich allein zuständige Emittent zur Ad-hoc-Veröffentlichung entschließt
 - Marktteilnehmer könnten dadurch vom Handel ausgeschlossen werden, dass ihnen eine Insiderinformation „aufgedrängt“ wird
 - Durchführung einer sog. *Due Diligence* könnte die angestrebte Transaktion vereiteln, wenn dabei Insiderinformationen offenbart werden
 - Erhebliche Behinderung der M&A-Praxis

Bisherige Auslegung in Deutschland (1/2)

- Gemäß § 14 I Nr. 1 WpHG ist es jedermann verboten, Insiderpapiere unter Verwendung einer Insiderinformation zu erwerben oder zu veräußern
 - Bis 2004 (Umsetzung Marktmissbrauchsrichtlinie durch das AnSVG) war noch „Ausnutzung“ erforderlich
- Gesetzesbegründung zum AnSVG (S. 34):
 - Insider muss die Insiderinformation „in sein Handeln mit einfließen lassen“
 - So auch die BaFin im Emittentenleitfaden, 2009, S. 36, aber im Detail dann teils unklar

Bisherige Auslegung in Deutschland (2/2)

- Ebenso die h.M. in der Literatur:
 - Objektive Kenntnis allein schließt nicht vom Wertpapierhandel aus, sondern Insiderinformation muss den Insider zumindest mit motivieren
 - Deshalb verstößt z.B. der Verkauf von Insiderpapieren bei zu erwartendem Kursanstieg nicht gegen das Insiderhandelsverbot
 - Ebenso darf eine Transaktion auch nach Durchführung einer *Due Diligence* fortgesetzt werden, wenn die zuvor festgelegten Transaktionsbedingungen unverändert bleiben (sog. „*Masterplan-Ausnahme*“) (s.u.)

Die Entscheidung des EuGH (1/2)

- Insiderverstoß erfordert neben Insiderwissen auch dessen Nutzung
 - Wortlaut Art. 2 I 1 Marktmissbrauchsrichtlinie: „... Personen, die über eine *Insider-Information* verfügen, unter Nutzung derselben ...“
- Handel in Kenntnis einer Insiderinformation „*impliziert*“ deren Nutzung
 - Im Normalfall ist Handel = Nutzung
 - Aber Insider kann dies widerlegen („*widerlegliche Vermutung*“)

Die Entscheidung des EuGH (2/2)

- Aber immer zusätzlich Verstoß gegen die Ziele der Marktmissbrauchsrichtlinie erforderlich
 - Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte durch Stärkung des Anlegervertrauens in die dortigen Abläufe
 - Insbesondere Chancengleichheit („*level playing field*“)

Auswirkungen auf die Rechtslage in Deutschland (1/2)

- Schon bislang war als subjektives Element eine Nutzung („Verwenden“) der Insiderinformation erforderlich (s.o.)
- Aber Beweiserleichterung wegen widerleglicher Vermutung?
 - Kaum, weil Beweislastverteilungen z.L. des Täters unzulässig sind (==> Unschuldsvermutung/Rechtsstaatsprinzip)
 - Allenfalls als tatsächlicher Erfahrungssatz zu verstehen, dass Insiderinformationen im Zweifel auch in das Handeln des Insiders einfließen

Auswirkungen auf die Rechtslage in Deutschland (2/2)

- Ergibt sich schon aus der Legaldefinition der Insiderinformation in § 13 I 2 WpHG: „... ein verständiger Anleger [würde] die Information bei seiner *Anlageentscheidung berücksichtigen*.“
- Auch Insider wird man im Normalfall unterstellen können, verständig zu handeln
 - Tatsächlich bringt das EuGH-Urteil also wohl am Ende kaum eine Verschärfung, aber Diskussion noch im Fluss – bislang:
 - 6 ausführlichere Besprechungen
 - 7 Anmerkungen und Kurzkommentare

Auswirkungen insbesondere auf M&A-Transaktionen (1/5)

- Gerade in Bezug auf M&A-Transaktionen kann grundsätzlich aufgetaht werden
- Insbesondere bringt der EuGH sogar (teils erstmals) ausdrückliche Freistellungen schon bislang diskutierter Transaktionsstrukturen, nämlich für:
 - „Unvernünftige“ Geschäfte entgegen der zu erwartenden Kursentwicklung (s.o.)
 - Pakettransaktionen außerhalb der Börse („*face to face*“) unter beidseitigem Insiderwissen
 - Georgakis-Entscheidung des EuGH

Auswirkungen insbesondere auf M&A-Transaktionen (2/5)

- Der EuGH und öffentliche Übernahmen
 - Bieter darf Insiderinformationen sogar bei der Festlegung der Bedingungen seines Übernahmeangebots berücksichtigen
 - Erwägungsgrund 29 der Marktmissbrauchsrichtlinie
 - Solange der Angebotspreis über dem Börsenkurs liegt
 - Aber in der Sache unklar, warum Übernahmeangebote im Vergleich zu anderen Transaktionen privilegiert werden sollen
 - Weitere Diskussion bleibt abzuwarten

Auswirkungen insbesondere auf M&A-Transaktionen (3/5)

- Der EuGH und öffentliche Übernahmen (Forts.)
 - Ansicht der BaFin (Emittentenleitfaden, S. 38), der Bieter müsse vor Angebotsabgabe dafür sorgen, dass die Zielgesellschaft Insiderinformationen vor Angebotsabgabe ad hoc veröffentlicht, nach dem EuGH kaum haltbar
 - Andere Frage ist, ob die Zielgesellschaft die Veröffentlichung der Insiderinformation nach § 15 III WpHG weiter aufschieben darf

Auswirkungen insbesondere auf M&A-Transaktionen (4/5)

- *Stake Building* und *Alongside Purchases*
 - Bislang nach der Masterplan-Ausnahme wohl zulässig (h.M.)
 - EuGH befasst sich nicht mit Masterplan-Ausnahme, aber Insiderinformation muss als „*integraler Bestandteil*“ der Entscheidungsfindung des Insiders angesehen werden
 - Parallele zu nach der Durchführungs-VO zur Marktmissbrauchsrichtlinie privilegierten Rückkaufprogrammen
 - Gemäß Art. 6 III darf Emittent den Aktienrückkauf auch dann fortsetzen, wenn eine Insiderinformation auftritt, deren Ad-hoc-Veröffentlichung aufgeschoben wird (vgl. § 15 III WpHG), wenn (i) „*programmiertes Rückkaufprogramm*“ oder (ii) Kreditinstitut den Rückkauf unabhängig durchführt

Auswirkungen insbesondere auf M&A-Transaktionen (5/5)

- *Stake Building* und *Alongside Purchases* (Forts.)
 - Gute Gründe sprechen dafür, dass die Masterplan-Ausnahme weiter gültig bleibt, aber
 - Transaktionsplanung sorgfältig und genau dokumentieren
 - Beteiligungsaufbau bzw. Parallelwerb über ein Kreditinstitut abwickeln, das (i) selbst keinen Zugang zu Insiderinformationen hat und (ii) über die Erwerbszeitpunkte selbständig entscheiden kann
 - BaFin wohl eher skeptisch!
 - *Stake Building* und *Alongside Purchases* müssen in jedem Fall sehr sorgfältig strukturiert und ihre Durchführbarkeit im Einzelnen abgewogen werden

Exkurs: Anschleichen und Insiderrecht (1/3)

- *Stake Building* und *Alongside Purchases* müssen gemeldet werden, wenn hierdurch bestimmte Schwellenwerte (ab 3 % der Stimmrechte) erreicht oder überschritten werden (§§ 21 ff. WpHG)
 - Meldepflicht kollidiert mit dem Interesse des Bieters, sich unbemerkt anzuschleichen (sonst wird die Übernahme verteuert oder sogar vereitelt)
 - Beteiligungsaufbau unter Missachtung der Mitteilungspflichten ist aber nach h.M. ein Insiderverstoß, weil der Umstand, dass eine mitteilungspflichtige Beteiligung besteht, selbst eine Insiderinformation ist
 - Außerdem ist Verstoß gegen Mitteilungspflicht Ordnungswidrigkeit und führt zum Verlust der Stimmrechte aus den Aktien (§ 28 WpHG)

Exkurs: Anschleichen und Insiderrecht (2/3)

- Die bisherige Lösung: *Contracts for Difference/Cash Settled Equity Swaps*
 - Gerichtet auf Barausgleich von Kursveränderungen eines bestimmten Basiswerts (hier: Aktien der Zielgesellschaft)
 - Zur Absicherung des Kursrisikos erwirbt der Verkäufer der Option den Basiswert (=die zu Grunde liegenden Aktien der Zielgesellschaft)
 - Im Ausübungszeitpunkt der Option einigen sich die Parteien dann häufig darauf, dass im Rahmen des Settlements die Aktien übertragen werden, ohne dass der Optionsinhaber darauf einen Anspruch hat

Exkurs: Anschleichen und Insiderrecht (3/3)

- *Cash Settled Equity Swaps* sind nicht meldepflichtig (h.M.), weil
 - sie selbst keine Stimmrechte gewähren und
 - der Optionsinhaber auch gerade keinen Anspruch auf die Belieferung mit Aktien hat (§ 22 I 1 Nr. 5 und § 25 WpHG daher (-)).
 - *Cash Settled Equity Swaps* haben sich bei *Schaeffler/Conti* und *Porsche/VW* „bewährt“
- Aber: Diskussionsentwurf für einen § 25a WpHG-E
 - Meldepflichtig sollen zukünftig auch Instrumente sein, die es ihrem Inhaber bloß (faktisch oder wirtschaftlich) „ermöglichen“, mit Stimmrechten verbundene Aktien zu erwerben

Zum Nachlesen

- *Widder/Bedkowski, EuGH: Wertpapierhandel mit Insiderwissen „impliziert“ dessen Nutzung*, in: GWR 2010, 35
- *Widder, Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen*, in: BB 2010, 515

Kontakt

Dr. Stefan Widder, LL.M.
Latham & Watkins LLP
Warburgstraße 50
20354 Hamburg
Tel.: +49-40-41 40 30
Fax: +49-40-41 40 31 30
E-Mail: stefan.widder@lw.com

85

© Latham & Watkins LLP 2010

Diese Präsentation ist nicht als umfassende Darstellung gedacht und kann eine individuelle Rechtsberatung nicht ersetzen.



Dr. Stefan Widder, LL.M. (Stellenbosch), RA

Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen

In seinem Grundsatzurteil in Sachen „Spector Photo Group“ setzt sich der EuGH mit der Frage auseinander, ob die strafbare Nutzung einer Insiderinformation den Nachweis eines entsprechenden Nutzungswillens voraussetzt oder ob schon die bloße Kenntnis der Insiderinformation vom Handel ausschließt. Der nachfolgende Beitrag untersucht die Auswirkungen dieser Entscheidung auf die hergebrachten Abläufe bei M&A-Transaktionen und insbesondere auf die bislang weitgehend anerkannte sog. „Masterplan-Ausnahme“, nach der die unveränderte Umsetzung eines ohne Insiderwissen gefassten Transaktionsentschlusses nach späterer (insbesondere im Rahmen einer Due Diligence) erlangter Kenntnis von Insiderinformationen zulässig bleiben soll.

I. Einleitung

Der EuGH¹ hatte sich jüngst mit der Frage zu befassen, ob nach europäischem Recht jede Transaktion in Insiderpapieren mit Insiderwissen gegen das Insiderhandelsverbot verstößt oder ob zusätzlich die Nutzung der Insiderinformation und damit ein entsprechender Nutzungswille erforderlich ist. Angesichts der dem Urteil vorausgehenden Schlussanträge der Generalanwältin² war teilweise befürchtet worden, der EuGH könnte die hergebrachten Praktiken bei M&A-Transaktionen ins Wanken bringen.³ Diese Sorge hat sich nicht bewahrheitet. Der EuGH stellt klar, dass die Frage, ob ein Insiderverstoß vorliegt, im Lichte der Ziele der das Insiderhandelsverbot auf europäischer Ebene statuierenden Marktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2003/6/EG) beantwortet werden müsse. Deshalb sollen öffentliche Übernahmen und die Umsetzung eigener Transaktionsentschlüsse ebenso unberührt bleiben wie der Pakethandel außerhalb der Börse („face to face“) unter beidseitigem Insiderwissen.⁴

Mit einer weiteren bei M&A-Transaktionen wichtigen Frage beschäftigt sich der EuGH nicht ausdrücklich, ob nämlich auch dort kein Insiderhandel vorliegt, wo ein ohne Insiderwissen gefasster Transaktionsentschluss nach Kenntniserlangung von Insiderinformationen unverändert umgesetzt wird. Die bislang h. M. bejaht diese sog. „Masterplan-Ausnahme“.⁵ In diesem Beitrag wird erörtert, dass die Masterplan-Ausnahme auch im Lichte des nun vorliegenden Urteils des EuGH anwendbar bleibt. Hierfür sprechen auch die europäischen Vorgaben für Aktienrückkaufprogramme, die unter bestimmten Voraussetzungen Aktienrückkäufe in Kenntnis von Insiderinformationen zulassen.

II. Praktische Relevanz, bisheriger Streitstand und Verwaltungspraxis

1. Praktische Relevanz der Masterplan-Ausnahme

Die praktische Relevanz der Masterplan-Ausnahme ist vor allem in Zusammenhang mit M&A-Transaktionen regelmäßig vorausgehenden

sog. Due Diligence-Prüfungen zu sehen, durch die sich der eine Transaktion in Insiderpapieren Anstrebende ein möglichst umfassendes Bild über die Verhältnisse bei dem die Insiderpapiere ausgebenden Emittenten machen will.⁶ Dies gilt für öffentliche Übernahmen ebenso wie für den Erwerb größerer Aktienpakete, sei es im Rahmen eines sog. Block Trades außerhalb der Börse oder der Zeichnung junger Aktien aus einer Kapitalerhöhung.⁷ Durch die Due Diligence besteht die Möglichkeit, Insiderinformationen über den Emittenten oder die Insiderpapiere zu erfahren.⁸ Hätte dies zur Folge, dass der Erwerbsinteressent seinen zuvor gefassten Transaktionsentschluss unter Verweis auf das Insiderhandelsverbot aus § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG⁹ nicht mehr umsetzen dürfte, müsste von einer Due Diligence generell Abstand genommen werden.¹⁰ Das könnte den Erwerbsinteressenten in eine schwierige Lage bringen, da sich dann die Frage stellt, ob derjenige, der eine Unternehmensbeteiligung ohne Due Diligence erwirbt, sorgfaltswidrig handelt.¹¹ Abhilfe schafft hier die Masterplan-Ausnahme: Wer einen Transaktionsentschluss gefasst hat, der alle wesentlichen Rahmenbedingungen der Transaktion, insbesondere den Erwerbspreis, festlegt, verstößt bei unveränderter Umsetzung des Transaktionsentschlusses nicht gegen das Insiderhandelsverbot, auch wenn er zwischenzeitlich (insbesondere durch eine Due Diligence) Kenntnis von Insiderinformationen erlangt.¹² Entscheidend ist, dass der ursprüngliche Transaktionsentschluss nicht infolge der Due Diligence modifiziert wird. Dann wären auch der Aufbau einer Beteiligung (sog. Stakebuilding) oder Parallelerwerbe über die Börse neben einem Übernahmeangebot oder einer Pakettransaktion (sog. Alongside Purchases) zulässig,¹³ jedenfalls sofern die Meldepflichten bezüglich wesentlicher Beteiligungen aus §§ 21 ff. beachtet werden, deren Begründung ihrerseits Insiderinformationen sein können.¹⁴ Freilich dürften in der Praxis in einer Due Diligence häufig weniger Insiderinformationen offenbart werden, als im Rahmen der Diskussion der Masterplan-Ausnahme wohl teils unterstellt wird. Zum einen wird es sich bei den fraglichen Informationen, auch wenn sie Ge-

1 EuGH, 23.12.2009 – Rs C-45/08 („Spector Photo Group“), BB 2010, 329 mit Komm. Voß = WM 2010, 65 = ZIP 2010, 78.

2 Zu finden unter <http://curia.europa.eu/jurisp/cgi-bin/form.pl?lang=de>.

3 Vgl. *Cascante/Bingel*, AG 2009, 894 ff., freilich am Ende auch mit einem positiven Ausblick.

4 EuGH, WM 2010, 69 ff. Dazu schon *Bedkowski/Widder*, F.A.Z. v. 6.1.2010, S. 19; *dies.*, GWR 2010, 35; *Cascante*, Börsen-Zeitung v. 13.1.2010, S. 2.

5 Vgl. etwa *Schäfer*, in: *dies./Hamann*, Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl., Loseblatt, Stand: 01/2008, § 14 WpHG Rn. 7; *Mennicke*, in: *Fuchs*, WpHG, 2009, § 14 Rn. 55 ff.; *Assmann*, in: *dies./Uwe H. Schneider*, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 14 Rn. 31, 35.

6 Vgl. etwa *Fromm-Russenschuck/Banerjee*, BB 2004, 2425; *Cascante/Bingel*, AG 2009, 900 f.

7 Zu den sich dort stellenden insiderrechtlichen Fragen eingehend *Widder/Kocher*, AG 2009, 654 ff.

8 Zur grundsätzlichen Zulässigkeit der Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen einer Due Diligence ausführlich *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 ff. m. w. N.

9 Alle folgenden §§ ohne Gesetzesangabe sind solche des WpHG.

10 Vgl. etwa *Hasselbach*, NZG 2004, 1092; *Ingo Schneider*, DB 2005, 2678.

11 Einführend *Beisel*, in: *dies./Klumpp*, Der Unternehmenskauf, 6. Aufl. 2009, § 2 Rn. 27 ff. Dazu auch *Ingo Schneider*, DB 2005, 2679 f. Daneben stellt sich natürlich die generelle Frage, ob bei dem Erwerbsinteressenten die Bereitschaft besteht, die Aktien nur auf der Grundlage öffentlich bekannter Informationen zu kaufen.

12 Anschaulich *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2008, § 15 Rn. 55 ff.

13 Ausführlich dazu *Cascante/Topf*, AG 2009, 53 ff. m. w. N.

14 Dazu etwa *Mennicke*, in: *Fuchs*, WpHG, 2009, § 14 Rn. 80 f.; *Assmann*, in: *dies./Uwe H. Schneider*, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 14 Rn. 46.

schäftsgeheimnisse sein mögen, häufig um Pläne oder andere laufende Vorgänge handeln, die mangels Konkretheit und hinreichender Eintrittswahrscheinlichkeit (noch) nicht die Qualität einer Insiderinformation haben.¹⁵ Überdies darf es bei den Emittenten grundsätzlich ohnehin keine Insiderinformationen geben. Denn die Emittenten sind gemäß § 15 Abs. 1 S. 1 verpflichtet, sie betreffende Insiderinformationen unverzüglich im Wege der Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen. Insiderinformationen könnten im Rahmen einer Due Diligence also grundsätzlich nur in den Ausnahmefällen offenbart werden, in denen sich der Emittent von der Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 Abs. 3 S. 1 befreit hat.¹⁶ Abweichungen mögen sich für Emittenten ergeben, deren Aktien nur im Freiverkehr gehandelt werden, weil hier zwar das Insiderhandelsverbot, nicht aber die Ad-hoc-Publizität greift.¹⁷ Schließlich werden beim Pakethandel außerhalb der Börse die Beteiligten etwaige Insiderinformationen häufig gleichermaßen kennen. Transaktionen unter Informationsgleichgewicht verstoßen aber nicht gegen das Insiderhandelsverbot, was auch der EuGH in seinem vorgenannten Urteil erneut bestätigt hat.¹⁸

2. Bisheriger Streitstand in der Literatur¹⁹

Gegen die Masterplan-Ausnahme sind durch sie vermeintlich verursachte Beweisprobleme eingewandt worden. Wenn der Täter sich mit dem schlichten Einwand verteidigen könnte, er habe eine Transaktion zwar in Kenntnis einer Insiderinformation getätigt, diese sei aber nicht ursächlich für die Transaktion gewesen, sei es letztlich unmöglich, das Gegenteil zu beweisen.²⁰ Die Marktmissbrauchsrichtlinie habe zur Effektivierung der Verfolgung von Insiderverstößen diesbezüglich Beweiserleichterungen bezweckt. Hierfür spreche auch der englische Wortlaut der Marktmissbrauchsrichtlinie, der in Art. 2 Abs. 1 ein generelles Verbot von Transaktionen in Kenntnis von Insiderinformationen („prohibit from using“) vorsehe.²¹

Diese Ansicht überzeugt nicht, weil etwaige Beweisprobleme keine Auslegung des Wortlauts der zu Grunde liegenden Norm entbehrlich machen. Deshalb führen auch die Verweise auf anderssprachige Fassungen der Marktmissbrauchsrichtlinie schon deshalb nicht weiter, weil § 14 Abs. 1 Nr. 1 ein Straftatbestand ist, so dass gemäß Art. 103 Abs. 2 GG der (deutsche) Wortlaut dieser Norm die Auslegung bestimmt.²² Der Gesetzeswortlaut lässt aber ausdrücklich nicht schon jede Transaktion in Kenntnis einer Insiderinformation ausreichen, sondern verlangt die „Verwendung“ der Insiderinformation. Und aus der Gesetzesbegründung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), mit dem die Marktmissbrauchsrichtlinie in deutsches Recht umgesetzt worden ist, ergibt sich, dass eine Insiderinformation nur dann verwendet wird, wenn sie in den Transaktionsentschluss zumindest „mit einfließt“.²³ Ist aber der Transaktionsentschluss bereits gefasst, können später bekannt gewordene Insiderinformationen nicht mehr in ihn einfließen – ergo die Masterplan-Ausnahme.²⁴ Anhaltspunkte für diese Ausnahme ergeben sich auch aus der Marktmissbrauchsrichtlinie: So bestimmt deren Art. 2 Abs. 3, dass die Erfüllung einer fälligen, ohne Insiderwissen eingegangenen Verpflichtung keinen Insiderhandel darstellt.²⁵ Weiter liegt gemäß Erwägungsgrund 18 dort keine Verwendung von Insiderinformationen vor, wo etwa Börsenhändler fremde Aufträge abwickeln.²⁶ Schließlich stellt Erwägungsgrund 29 klar, dass „der Zugang zu Insider-Informationen über eine andere Gesellschaft und die Verwendung dieser Informationen bei einem öffentlichen Übernahmeangebot [...] als solches nicht als Insider-Geschäft gelten“ sollen.²⁷ Unschärfen sind in dem (theoretischen) Fall denkbar, in dem der Erwerbsinteressent nach

Fassung seines Transaktionsentschlusses negative und positive Insiderinformationen erfährt und er seinen Transaktionsentschluss nur deshalb unverändert umsetzt, weil die negative durch die positive Insiderinformation ausgeglichen wird. Hingegen wird man nicht generell sagen können, der Transaktionsentschluss würde immer wegen im Rahmen der Due Diligence offenbarter Insiderinformationen umgesetzt.²⁸ Entscheidend wird am Ende sein, dass der Transaktionsentschluss sorgfältig dokumentiert wird.²⁹ Insbesondere wird es Insidern tatsächlich kaum gelingen, sich einer Verfolgung wegen Insiderhandels mit dem schlichten Verweis zu entziehen, sie seien zu der fraglichen Transaktion schon fest entschlossen gewesen, bevor ihnen Insiderinformationen bekannt wurden, wenn sie diese Schutzbehauptung nicht detailliert belegen können.³⁰

3. Der Emittentenleitfaden der BaFin

Der Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)³¹ ist zu dieser Thematik nicht ganz eindeutig. Grundsätzlich verlangt auch die BaFin, dass die Insiderinformation in die fragliche Transaktion einfließt.³² Gleichwohl sollen Paketerwerbe unterhalb der in § 29 Abs. 2 WpÜG genannten Kontrollschwelle von 30% der Stimmrechte in Kenntnis einer Insiderinformation nur dann zulässig sein, wenn der Veräußerer die Information ebenfalls kennt. Folgerichtig sollen auch Parallelerwerbe über die Börse verboten sein.³³

Auch für Transaktionen oberhalb der Kontrollschwelle gilt nach Ansicht der BaFin nichts anderes. Erwägungsgrund 29 der Marktmissbrauchsrichtlinie beinhalte insoweit keine Privilegierung. Daher müsse der Bieter vor Abgabe eines Übernahmeangebots dafür sorgen, dass die Zielgesellschaft dem Bieter offenbarte Insiderinformationen ad hoc veröffentlicht.³⁴ Andererseits soll der Bieter Gefahr laufen, gegen das Insiderhandelsverbot zu verstoßen, wenn er sein Übernahmeangebot angesichts der ihm offenbarten Insiderinformation ändert, und dem Bieter sei eine umfassende Dokumentation der Übernahmeplanung zu empfehlen.³⁵ Fraglich ist, warum der Bieter seinen Erwerbsentschluss nicht ändern können soll, wenn er vor Abgabe des Übernahmeangebots ohnehin

15 Zu diesen Tatbestandsmerkmalen einführend *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2008, § 15 Rn. 23 ff.

16 Vgl. dazu statt aller *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 15 Rn. 342 ff. Insbesondere zum Erfordernis einer Selbstbefreiungsentscheidung *Widder*, BB 2009, 967 ff.

17 Vgl. etwa *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 15 Rn. 48 ff.

18 EuGH, WM 2010, 70; ZIP 2007, 1207 („Georgakis“), dazu *Widder*, EWIR 2007, 479 f.

19 Die hier diskutierte Streitfrage füllt Monographien und kann deshalb nur in ihren wesentlichen Punkten dargestellt werden. Monographisch etwa *Koch*, Due Diligence und Beteiligungserwerb aus Sicht des Insiderrechts, 2007; *Herbold*, Das Verwendungsmerkmal im Insiderhandelsverbot, 2009.

20 So *Pawlik*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 23.

21 *Pawlik*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 16, 26. Siehe zu den anderssprachigen Fassungen der Marktmissbrauchsrichtlinie auch die Schlussanträge der Generalanwältin in dem Spector-Fall.

22 Freilich ist § 14 Abs. 1 Nr. 1 auch in Ansehung der anderssprachigen Fassungen der Marktmissbrauchsrichtlinie richtlinienkonform, was aus dem vorgenannten Urteil des EuGH folgt. Dazu unten III.

23 Begr. RegE, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

24 Siehe die Nachw. oben in Fn. 5. Ob man die Masterplan-Ausnahme durch die fehlende Kausalität des Insiderwissens begründet oder als teleologische Reduktion des Insiderhandelsverbots begriffet, ist im Ergebnis unerheblich. Dazu *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl. 2009, § 13 Rn. 43 f.

25 Dazu etwa *Assmann*, in: ders./Uwe H. Schneider, WpHG, 5. Aufl. 2009, § 14 Rn. 30 f.

26 Hingegen hilft Erwägungsgrund 30, der die Umsetzung eigener Erwerbsentschlüsse vom Insiderhandelsverbot ausnimmt, nicht weiter, weil im Rahmen einer Due Diligence offenbarte Insiderinformationen nicht Teil des eigenen Erwerbsentschlusses sind. Dazu etwa *Cascante/Bingel*, AG 2009, 898 ff.

27 Vgl. etwa *Schäfer*, in: ders./Hamann, Kapitalmarktgesetz, 2. Aufl., Loseblatt, Stand: 1/2008, § 14 WpHG Rn. 6.

28 So aber *Pawlik*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 24. Auch in den USA, dem „Mutterland“ des Insiderrechts, ist die Masterplan-Ausnahme bekannt: Gemäß Rule 10b5-1(c)(1)(i) zum Securities Exchange Act liegt kein Insiderhandel vor, wenn ein ohne Insiderwissen aufgestellter Handelsplan unverändert umgesetzt wird.

29 Vgl. etwa *Mennicke*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 14 Rn. 58; *Cascante/Bingel*, AG 2009, 900.

30 Zutreffend *Cascante/Bingel*, AG 2009, 900.

31 Stand: 15.7.2005. Dazu allg. *Bedkowski*, BB 2009, 1482 ff.

32 BaFin, Emittentenleitfaden, S. 36.

33 BaFin, Emittentenleitfaden, S. 38.

34 BaFin, Emittentenleitfaden, S. 38.

35 BaFin, Emittentenleitfaden, S. 38 f.

dafür sorgen muss, dass die Insiderinformation ad hoc veröffentlicht wird. Auch der Zweck einer umfassenden Dokumentation der Transaktionsplanung bleibt dann unklar. Umgekehrt werden diese Aussagen schlüssig, wenn man davon ausgeht, dass eine Ad-hoc-Meldung über dem Bieter offenbarte Insiderinformationen vor Angebotsabgabe gerade nicht erforderlich ist.³⁶

III. Die Masterplan-Ausnahme im Lichte des EuGH-Urteils

Der EuGH hält an dem Erfordernis, dass Insiderinformationen auch in einer Transaktion verwendet – der europäische Gesetzgeber spricht in Art. 2 Abs. 1 S. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie von „genutzt“ – werden müssen, fest.³⁷ Anderenfalls wäre das Insiderhandelsverbot zum abstrakten Gefährdungsdelikt „in Reinkultur“ geworden, das jeden Insider ausnahmslos vom Wertpapierhandel ausschließt. Da Insiderinformationen gemäß § 15 Abs. 5 S. 1 grundsätzlich nur durch den Emittenten im Wege der Ad-hoc-Meldung veröffentlicht werden dürfen,³⁸ wären Insider in der sog. „Insiderfalle“ gefangen gewesen, bis eine Ad-hoc-Meldung erfolgt ist. Solange wäre dann auch jede M&A-Transaktion verboten gewesen.

Die Durchführung einer Transaktion in Kenntnis einer Insiderinformation soll aber deren Nutzung im Sinne einer widerleglichen Vermutung „implizieren“.³⁹ Demnach wäre zunächst auch zu Lasten desjenigen, der in Kenntnis einer Insiderinformation einen zuvor gefassten Transaktionsentschluss umsetzt, davon auszugehen, dies geschehe unter Nutzung oder – in der deutschen Terminologie – unter Verwendung einer Insiderinformation. Zwar verlangt der EuGH weiter, dass eine Insidertransaktion gegen die Zielsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie verstößt.⁴⁰ Jedoch verweist der EuGH in dem hier interessierenden Zusammenhang vor allem auf den vorgenannten Erwägungsgrund 29 der Marktmissbrauchsrichtlinie, der seinem Wortlaut nach auf öffentliche Übernahmeangebote beschränkt ist.⁴¹ Diese sind nach dem EuGH insiderrechtlich unproblematisch, wenn der Angebotspreis über dem Börsenkurs liegt,⁴² was praktisch die Regel ist.

Die Festlegung eines Mindestpreises deutet darauf hin, dass der EuGH Erwägungsgrund 29 nicht als Ausformulierung der Masterplan-Ausnahme begreift, sondern als echte Ausnahme vom Insiderhandelsverbot. Denn die Masterplan-Ausnahme unterscheidet nicht danach, ob der Angebotspreis ober- oder unterhalb des Börsenkurses liegt, solange er nur vor Erlangung von Insiderwissen festgelegt wird. Nach dem EuGH kann der potenzielle Bieter die Due Diligence also durchführen und deren Ergebnisse bei der Festlegung der Übernahmebedingungen berücksichtigen. Denn seinem Wortlaut nach erlaubt Erwägungsgrund 29 ja ausdrücklich „die Verwendung“ von Insiderinformationen bei einem Übernahmeangebot.⁴³ Entsprechend macht der EuGH auch keine Einschränkung, dem Bieter offenbarte Insiderinformationen dürften nicht in seinen Übernahmeentschluss einfließen oder müssten vor Angebotsabgabe veröffentlicht werden. Zumindest konzeptionell passt dazu auch die Festlegung eines Mindestpreises zum Schutz des Anlegerpublikums.⁴⁴ Jedenfalls lässt sich vor diesem Hintergrund die Ansicht der BaFin, die Abgabe eines Übernahmeangebots setze voraus, dass die Zielgesellschaft dem Bieter offenbarte Insiderinformationen ad hoc veröffentlicht,⁴⁵ schwerlich halten.

So verstanden, wäre der Verweis des EuGH auf Erwägungsgrund 29 der Marktmissbrauchsrichtlinie für die Masterplan-Ausnahme nur eine schwache Stütze, wobei nicht recht einzusehen ist, warum Über-

nahmeangebote im Vergleich zu Erwerben unterhalb der Kontrollschwelle privilegiert sein sollen.⁴⁶ Jedenfalls basiert das Urteil des EuGH auf der Erwägung, Insiderinformationen müssten „integraler Bestandteil“ des Entscheidungsprozesses sein.⁴⁷ Ist der Entscheidungsprozess bereits abgeschlossen, kann später hinzutretendes Insiderwissen aber nicht mehr in ihn einfließen.⁴⁸ Und der EuGH lässt ja ausdrücklich zu, dass sich der Insider von dem Vorwurf, er habe ihm bekanntes Insiderwissen auch genutzt, entlasten kann. Dass der EuGH die Masterplan-Ausnahme anerkennt, ergibt sich außerdem aus dem Verweis auf Erwägungsgrund 18 Marktmissbrauchsrichtlinie.⁴⁹ In diese Richtung gehen schließlich auch die Ausführungen der Generalanwältin in ihren Schlussanträgen, wo es heißt: „Stehen von vornherein Ob und Wie des Handelns fest und lassen insofern keinen Spielraum, ist ausgeschlossen, dass später hinzutretene Insiderkenntnisse in das Handeln einfließen können, es kann insofern auch nicht von einem „Nutzen“ gesprochen werden.“ Freilich bezieht sich dies auf Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie, also auf die bloße Erfüllung einer fälligen Verpflichtung. Zwar ist zuzugeben, dass ein Transaktionsentschluss weniger Bindungswirkung entfaltet als eine fällige Verpflichtung.⁵⁰ Dogmatisch kann es für die Frage, ob eine Insiderinformation verwendet wurde, aber keinen Unterschied machen, ob sich der ohne Insiderwissen gefasste Transaktionsentschluss bereits in einer rechtlichen Verpflichtung manifestiert hat.⁵¹

IV. Masterpläne und Aktienrückkaufprogramme

Dafür, dass auch auf europäischer Ebene die Masterplan-Ausnahme anerkannt ist, spricht schließlich die Durchführungsverordnung zur Marktmissbrauchsrichtlinie (Verordnung (EG) Nr. 2273/2003), die Aktienrückkaufprogramme unter bestimmten Voraussetzungen vom Insiderhandelsverbot ausnimmt (sog. „Safe Harbor“).⁵² Entsprechend bestimmt § 14 Abs. 2, dass Aktienrückkaufprogramme nicht gegen die Insiderverbote verstoßen, wenn die Vorgaben der Durchführungsverordnung eingehalten werden.⁵³

1. Privilegierte Rückkaufprogramme

Allerdings ist auch der eigene Aktien zurückkaufende Emittent grundsätzlich vom Handel ausgeschlossen, wenn er über ihn betreffende Insiderinformationen verfügt. Dies folgt aus Art. 6 Abs. 1

36 Vgl. auch Mennicke, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 14 Rn. 90.

37 EuGH, BB 2010, 329 = WM 2010, 68.

38 Vgl. Versteegen, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 15 Rn. 246 f.

39 EuGH, WM 2010, 68 f. In Deutschland wird man angesichts der Unschuldsvermutung nicht von einer widerleglichen Vermutung, sondern von einem Erfahrungssatz ausgehen müssen, dass Insiderinformationen im Normalfall auch bei der Anlageentscheidung berücksichtigt und damit verwendet werden, was sich im Grunde schon aus der Legaldefinition der Insiderinformation in § 13 Abs. 1 S. 2 ergibt. Dazu Widder/Bedkowski, GWR 2010, 35. Abweichend Hopt, Handelsblatt v. 26.1.2010, S. 20; Weber, NJW 2010, 274, 277.

40 EuGH, WM 2010, 69 ff.

41 Teils skeptisch deshalb auch Cascante/Bingel, AG 2009, 902, allerdings in Bezug auf die Schlussanträge der Generalanwältin.

42 EuGH, WM 2010, 71.

43 Dafür schon Fromm-Russenschuck/Banerjee, BB 2004, 2427. Ähnlich Ziemons, NZG 2004, 539 f.; Schäfer, a. a. O., § 14 WpHG Rn. 6; Mennicke, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 14 Rn. 90; Cascante/Bingel, AG 2009, 901.

44 Insbesondere sieht die Übernahmerrichtlinie (Richtlinie 2004/25/EG) Mindestpreise nur für Pflichtangebote vor, was der deutsche Gesetzgeber auch auf Übernahmeangebote übertragen hat.

45 Dazu oben II. 3.

46 Siehe auch BaFin, Emittentenleitfaden, S. 38; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929, 931.

47 EuGH, WM 2010, 68.

48 Widder/Bedkowski, GWR 2010, 35.

49 EuGH, WM 2010, 70 f. Dazu schon oben II. 2. Dafür auch Voß, BB 2010, 329.

50 Insoweit zutreffend Pawlik, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 18.

51 Zutreffend Cascante/Bingel, AG 2009, 900.

52 Ausführlich dazu Geber/zur Megede, BB 2005, 1861 ff.; Singhof/Weber, AG 2005, 549 ff.

53 Diese Voraussetzungen waren in dem vom EuGH entschiedenen Spector-Fall, der ebenfalls ein Aktienrückkaufprogramm betraf, offensichtlich nicht erfüllt.

Buchst. c) der Durchführungsverordnung. Danach müssen Emittenten, die ihr Rückkaufprogramm privilegiert sehen wollen, vom Handel absehen, wenn sie die Ad-hoc-Veröffentlichung einer Insiderinformation aufschieben.⁵⁴ Kennt also nur der Emittent, nicht aber der Kapitalmarkt eine für die Preisbildung der Aktien wesentliche Information, muss der Rückkauf unterbrochen werden, bis die Information ad hoc veröffentlicht worden ist.

Auch diese Einschränkung gilt aber gemäß Art. 6 Abs. 3 der Durchführungsverordnung nicht ausnahmslos, nämlich dann nicht, wenn der Emittent ein sog. „programmiertes Rückkaufprogramm“ auflagt (Buchst. a)) oder ein „Wertpapierhaus“ oder Kreditinstitut beauftragt, das den Rückkauf hinsichtlich der Erwerbszeitpunkte unabhängig durchführt (Buchst. b)). Gemäß Art. 2 Nr. 4 der Durchführungsverordnung ist ein „programmiertes Rückkaufprogramm“ ein Programm, bei dessen Bekanntgabe neben den gemäß Art. 4 Abs. 2 der Durchführungsverordnung zu veröffentlichenden Informationen Termine und Menge der Wertpapiere, die zurückgekauft werden sollen, festgelegt werden. Sind die wesentlichen Parameter des Rückkaufprogramms beschlossen und bekannt gemacht und ist insbesondere ein Kreditinstitut mit dem Rückkauf beauftragt worden, darf das Programm also auch dann fortgesetzt werden, wenn bei dem Emittenten später Insiderinformationen eintreten, deren Ad-hoc-Veröffentlichung gemäß § 15 Abs. 3 S. 1 aufgeschoben wird. Ratio für diese Ausnahmeregelungen wird sein, dass in diesen Fällen das Anlegervertrauen in die Kapitalmärkte nicht betroffen ist, weil die später eintretende Insiderinformation nicht (mehr) in die Entscheidungsfindung über das zuvor beschlossene Rückkaufprogramm einfließt.

Bemerkenswert ist, dass der Emittent, der sich auf Art. 6 Abs. 3 der Durchführungsverordnung berufen will, an die Durchführung des Rückkaufprogramms kaum stärker gebunden ist als derjenige, der einen anderweitigen Transaktionsentschluss gefasst hat. Denn dem Emittenten steht es jederzeit frei, das Rückkaufprogramm abzubrechen.⁵⁵ Dem europäischen Gesetzgeber kommt es also nicht darauf an, dass der Emittent über seinen Transaktionsentschluss hinaus i.S.v. Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie rechtlich verpflichtet ist, das Rückkaufprogramm durchzuführen. Hiergegen kann auch nicht eingewandt werden, die Durchführungsverordnung privilegiere gemäß Art. 3 ohnehin nur Rückkaufprogramme, bei denen die Aktien zur Erfüllung einer zuvor eingegangenen Verpflichtung zur Anteilsgewährung erworben werden, insbesondere zur Bedienung von Wandelanleihen oder zur Gewährung im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms.⁵⁶ Denn privilegiert werden auch Aktienrückkäufe zur Kapitalherabsetzung, deren Durchführung ja im Belieben des Emittenten steht. Auch die Aktien für Wandelanleihen oder Mitarbeiterbeteiligungsprogramme könnte sich der Emittent grundsätzlich aus einer Kapitalerhöhung, insbesondere aus bedingtem oder genehmigtem Kapital, beschaffen. Schließlich verlangt die Durchführungsverordnung im Gegensatz zu Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie auch nicht, dass bei Durchführung des Rückkaufprogramms die Verpflichtung zur Anteilsgewährung bereits fällig ist. Letztlich kann es aber ohnehin nicht darauf ankommen, ob aus dem Transaktionsentschluss bereits eine Verpflichtung geworden ist.⁵⁷

2. Übertragung auf sonstige Insidertransaktionen

Art. 6 Abs. 1 Buchst. c) i.V.m. Art. 6 Abs. 3 der Durchführungsverordnung sind demnach ausdrücklich normierte Fälle der Masterplan-Ausnahme.⁵⁸ Da sie erkennbar von dem allgemeinen Gedanken getragen

werden, dass dort keine Übervorteilung des Anlegerpublikums und damit eine Erschütterung des Anlegervertrauens in die Kapitalmärkte zu besorgen ist, wo ein ohne Insiderwissen gefasster Transaktionsentschluss nach Kenntniserlangung von Insiderinformationen unverändert umgesetzt wird, sollte diese Ausnahme auch auf andere Fallgruppen, insbesondere die hier diskutierten M&A-Transaktionen, übertragbar sein.⁵⁹ Allerdings mag aus den detaillierten Anforderungen an ein „programmiertes Rückkaufprogramm“ geschlossen werden, dass die Masterplan-Ausnahme grundsätzlich umso eher zuerkannt werden wird, je enger die Regelungsdichte in dem zu Grunde liegenden Transaktionsentschluss ist. Auch kann es in Anlehnung an Art. 6 Abs. 3 Buchst. b) der Durchführungsverordnung empfehlenswert sein, Parallelenerwerbe oder einen Beteiligungsaufbau über die Börse von einem Kreditinstitut durchführen zu lassen, das selbst keinen Zugang zu Insiderinformationen hat und über den Zeitpunkt der Erwerbe unabhängig entscheiden kann.⁶⁰ Dies ist aber heute schon üblich.

V. Fazit

Auch wenn sich der EuGH in seiner Spector-Entscheidung mit der Masterplan-Ausnahme nicht ausdrücklich befasst, sprechen die Entscheidungsgründe dafür, dass diese Ausnahme auch auf europäischer Ebene anerkannt wird. Hierfür streitet auch Art. 6 Abs. 3 der Durchführungsverordnung zur Marktmissbrauchsrichtlinie, wonach bestimmte Aktienrückkaufprogramme auch bei bestehendem Insiderwissen fortgesetzt werden dürfen. Pakettransaktionen außerhalb der Börse sind ohnehin unproblematisch, wenn die Insiderinformation beiden Parteien bekannt ist. Gleiches gilt für Übernahmeangebote, die der EuGH wohl auch dann für zulässig hält, wenn Insiderinformationen bei der Festlegung der Angebotsbedingungen berücksichtigt worden sind, sofern der Angebotspreis über dem Börsenkurs liegt. Besonderes Augenmerk verdienen damit der Beteiligungsaufbau und Parallelenerwerbe über die Börse. Hier sollte weiter auf eine möglichst umfassende Dokumentation der Transaktionsplanung und -umsetzung geachtet werden, um ggf. belegen zu können, dass keine Insiderinformationen verwendet worden sind. Außerdem wird es sich häufig empfehlen, derartige Transaktionen von einem Kreditinstitut durchführen zu lassen, das selbst keinen Zugang zu Insiderinformationen hat und über den Zeitpunkt der Erwerbe unabhängig entscheiden kann.

// Autor

Dr. Stefan Widder ist Partner der internationalen Rechtsanwaltssozietät Latham & Watkins LLP und berät schwerpunktmäßig im Bereich M&A, einschließlich öffentlicher Übernahmen und Private Equity, sowie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.



⁵⁴ Vgl. Geber/zur Megede, BB 2005, 1864; Singhof/Weber, AG 2005, 561.

⁵⁵ Vgl. Singhof/Weber, AG 2005, 562; Pawlik, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 74.

⁵⁶ In diese Richtung Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2008, § 32 Rn. 29.

⁵⁷ Siehe oben III.

⁵⁸ In diese Richtung wohl auch Pawlik, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 73.

⁵⁹ Dies gilt auch für Aktienrückkaufprogramme, die nicht der Durchführungsverordnung unterfallen, weil sie einem anderen als den in Art. 3 genannten Zwecken dienen. Vgl. Pawlik, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 73.

⁶⁰ Zwar kann das Kreditinstitut hierdurch die Insiderinformation erfahren, dass der Auftraggeber eine Übernahme plant. Diese Insiderinformation „verwendet“ das Kreditinstitut aber jedenfalls dann nicht, wenn es die Aktien gegen eine übliche Vergütung für fremde Rechnung erwirbt. Dafür spricht auch Erwägungsgrund 18 der Marktmissbrauchsrichtlinie. Siehe auch Cascate/Topf, AG 2009, 59 f.

Bank- und Kapitalmarktrecht

EuGH: Wertpapierhandel mit Insiderwissen „impliziert“ dessen Nutzung

Richtlinie 2003/6/EG Art. 2 I (Marktmissbrauchsrichtlinie)

Die Tatsache, dass Insider in Kenntnis einer Insiderinformation Insiderpapiere erwerben oder veräußern oder dies versuchen, impliziert die widerlegliche Vermutung, dass die Insiderinformation „genutzt“ wird i. S. v. Art. 2 I Richtlinie 2003/6/EG. Die Frage, ob ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot vorliegt, ist zusätzlich im Licht der Zielsetzung der Richtlinie zu prüfen, die Integrität der Finanzmärkte zu schützen und das Vertrauen der Investoren zu stärken, das insbesondere auf der Gewissheit beruht, dass sie einander gleichgestellt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insiderinformation geschützt sind. (Gekürzter Leitsatz 1 des Gerichts)

EuGH, Urteil vom 23.12.2009 – C-45/08, BeckRS 2009, 71428

Vorabentscheidungsersuchen des Hof van beroep te Brussel (Belgien)

Problem

Auf Vorlage eines belgischen Gerichts hatte der EuGH neben anderen Fragen zu beantworten, ob nach Art. 2 I der Marktmissbrauchsrichtlinie (Richtlinie 2003/6/EG) Insiderhandel schon bei bloßer Kenntnis von Insiderinformationen vorliegt oder ob zusätzlich eine Nutzung der Insiderinformation erforderlich ist. Da sich der Handel in Kenntnis einer Insiderinformation von deren Nutzung danach unterscheidet, ob der Insider nur schlicht einen Informationsvorsprung hat oder ob er durch diesen auch motiviert wird, ging es also letztlich um die Frage, ob Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot als subjektives Element einen entsprechenden Nutzungswillen voraussetzen. Hintergrund war ein Aktienrückkaufprogramm einer belgischen Emittentin, deren Vorstand die Bedingungen des Aktienrückkaufs nach Eintritt von Insiderinformationen, aber vor deren Veröffentlichung, geändert hatte. Gegen die darauf verhängten Sanktionen der belgischen Finanzaufsicht versuchten sich die Beschuldigten mit dem Einwand zu verteidigen, ihnen sei nicht nachgewiesen worden, dass sie die Insiderinformationen genutzt hätten.

Entscheidung

Der EuGH stellt fest, dass Insiderhandel sowohl die Kenntnis von Insiderinformationen als auch deren Nutzung voraussetzt. Aus Gründen der effektiven Verfolgung von Insiderverstößen „impliziere“ im Normalfall der Handel in Kenntnis von Insiderinformationen allerdings deren Nutzung, und zwar im Sinne einer widerleglichen Vermutung. Zusätzlich sei aber erforderlich, dass die fragliche Transaktion der Zielsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie, also der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte durch Schutz des Anlegervertrauens in die dortigen Abläufe, widerspre-

che. Deshalb blieben insbesondere öffentliche Übernahmen und die Umsetzung eines eigenen Erwerbentschlusses unberührt.

Praxisfolgen

Insiderhandel erfordert, dass Insiderwissen tatsächlich genutzt (in Deutschland gemäß § 14 I Nr. 1 WpHG „verwendet“) wird. Das ergibt sich bereits aus Art. 2 I 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie. Neu ist, dass der Nutzungswille im Regelfall widerleglich zu vermuten sein soll. Auch das ist aus deutscher Sicht nicht wirklich überraschend, weil Insiderinformationen gemäß § 13 I 2 WpHG ohnehin nur solche Informationen sind, die ein „verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigt werden können, verständlich zu handeln. Dies kann in Deutschland wegen der im Strafprozess geltenden Unschuldsvermutung aber nicht als widerlegliche Vermutung angesehen werden, sondern als Erfahrungssatz.

Durch das zusätzliche Kriterium, dass Insiderhandel der Zielsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie widersprechen muss, bestätigt der EuGH weitgehend die hergebrachten Abläufe bei M&A-Transaktionen. Unbeanstandet bleiben neben öffentlichen Übernahmen und der Umsetzung eigener Erwerbentschlüsse auch der Pakethandel außerhalb der Börse („face to face“) bei Informationsgleichgewicht unter den Parteien, z.B. nach Durchführung einer Due Diligence. Dies gilt auch für zur Insiderinformation gegenläufige Geschäfte, etwa Käufe bei zu erwartendem Kursverfall. Leider äußert sich der EuGH nicht zur sog. „Masterplan-Theorie“, nach der dort kein Insiderhandel vorliegt, wo ein ohne Insiderwissen gefasster Transaktionsentschluss nach Kenntniserlangung von Insiderinformationen umgesetzt wird, sofern der ursprüngliche Entschluss nicht modifiziert wird. Zwar wäre gegen diese Theorie der Einwand denkbar, auch bei unveränderter Durchführung des „Masterplans“ werde späteres Insiderwissen insoweit genutzt, als die Planumsetzung nicht abgebrochen wird (was bei Hinzutreten negativer Insiderinformationen ja durchaus in Betracht käme), sodass die Nutzung in der Fortsetzung des „Masterplans“ gesehen werden könnte. Die Entscheidung des EuGH fußt jedoch auf der Erwägung, Insiderinformationen müssten „integraler Bestandteil“ des Entscheidungsprozesses sein. Ist der Entscheidungsprozess bereits abgeschlossen, kann später hinzutretendes Insiderwissen nicht mehr in ihn einfließen.

Rechtsanwalt Dr. Stefan Widder, LL. M. (Stellenbosch), Latham & Watkins LLP, und Dr. Dorothea Bedkowski, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, beide Hamburg

Prof. Dr. Klaus Pohle, LL.M.

Aufsichtsratsmitglied und Vorsitzender des Audit Committee der Sanofi-Aventis SA

Strategieänderungen in der Pharmaindustrie

Strategieänderungen in der pharmazeutischen Industrie

Externe und interne Veränderungen der Umwelt der pharmazeutischen Industrie erzwingen Strategieänderungen. Die wichtigsten Änderungen sind

- das Auslaufen der Patente von Blockbustern, bei denen Umsätze von 150 Milliarden \$ durch Generika bedroht sind;
- die verringerte Produktivität von Forschung & Entwicklung in der Industrie;
- das Stagnieren der Märkte in den entwickelten Ländern, das auch zu einem leichten Rückgang der Umsätze in diesen Ländern führen kann;
- das Wachstum der Märkte in den BRIC-Staaten und Entwicklungsländern, insbesondere für Generika.

Neue Wachstumsimpulse in der Industrie sollen durch einen Strategiewechsel erreicht werden

- Verlagerung der eigenen Forschung und Entwicklung in strategische Allianzen und/oder Akquisitionen auf dem Gebiet der Biotechnologie;
- verstärkte Hinwendung zur Entwicklung der Märkte in den BRIC-Staaten/Entwicklungsländern, insbesondere im Generikageschäft;
- Überführung von Produkten mit auslaufenden Patenten in das OTC (*over-the-counter* = rezeptfreie) Geschäft unter Nutzung der bestehenden Brands;
- verstärkte Kooperationen mit den staatlichen Organisationen zur Lösung gesundheitspolitischer Grundprobleme und der präventiven Gesundheitsvorsorge durch verstärkte Entwicklung von Impfstoffen.

Prof. Dr. Alexander Riesenkauff, M.B.A.
Rechtsanwalt, Notar a.D.
Attorney at Law (Pennsylvania)

Astronomische Kartellbußgelder
nach europäischem und deutschem Recht



Astronomische Kartellbußgelder nach europäischem und deutschem Recht

Rechtsanwalt Prof. Dr. Alexander Riesenkampff, MBA (Columbia), Attorney at Law (Pennsylvania)
22. Oktober 2010, Tübingen



Übersicht

1. Astronomische Kartellbußgelder
 - Europäische Kommission
 - Bundeskartellamt
2. Grundlagen der Bußgeldbemessung
3. Drastisch gestiegenes Aufdeckungsrisiko



1. Astronomische Kartellbußgelder

„Die Kartellverfolgung ist nicht nur darauf gerichtet, Kartelle aufzudecken und zu beenden. Wesentliches Ziel ist auch eine möglichst große Abschreckungswirkung.“

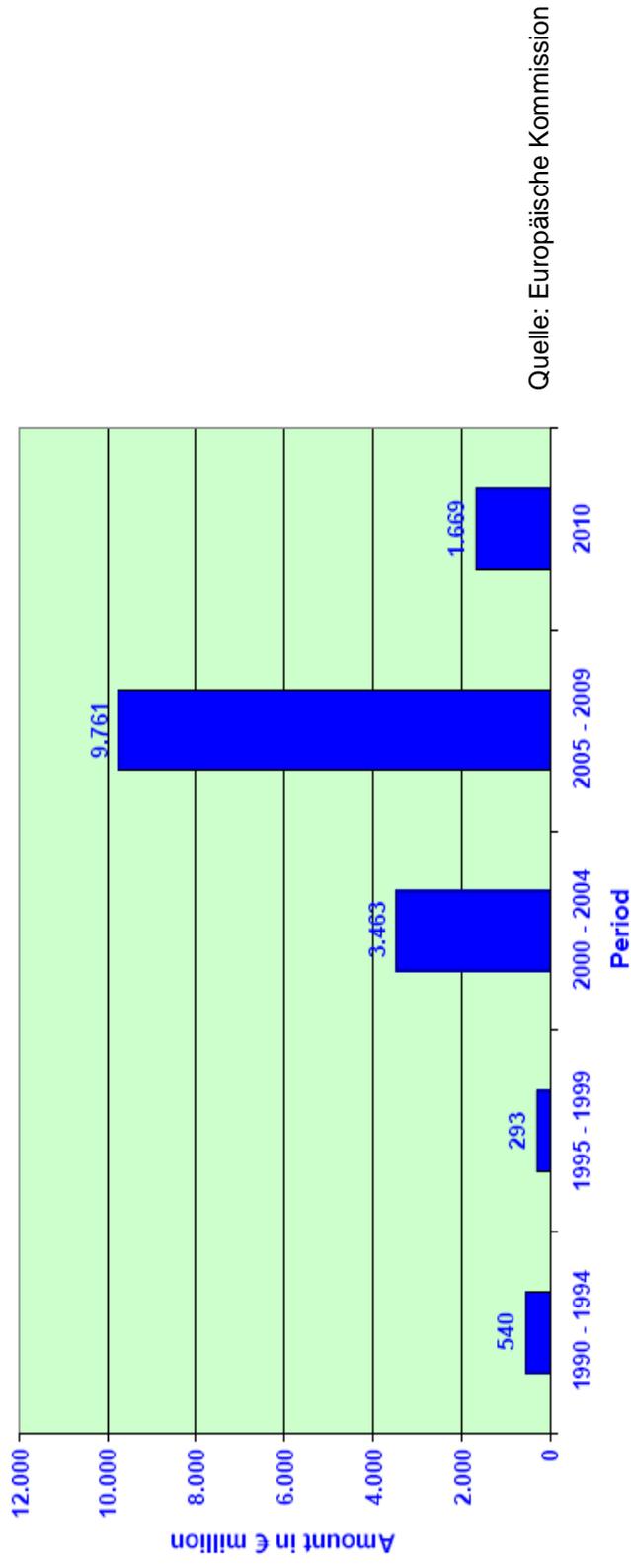
(Informationsbroschüre des Bundeskartellamts, September 2010)





Europäische Kommission: Bußgeldhöhe in Kartellverfahren

Von der Kommission verhängte Bußgelder (Stand: 20. Juli 2010)



Quelle: Europäische Kommission



Europäische Kommission: Die höchsten Kartellbußgelder nach Branchen

1.5. Ten highest cartel fines per case (since 1969)

Last update: ++8th July 2009++

Year	Case name	Amount in €*
2008	Car glass	1.383.896.000
++2009++	Gas	1.106.000.000
2007	Elevators and escalators	992.312.200
2001	Vitamins	790.515.000
2007	Gas insulated switchgear	750.712.500
2008	Paraffin waxes	676.011.400
2006	Synthetic rubber (BR/ESBR)	519.050.000
2007	Flat glass	486.900.000
2002	Plasterboard	458.520.000
2006	Hydrogen peroxide and perborate	388.128.000

Verfahren seit Juli 2009

- 2009 Badezimmersausstattung 622.000.000
- 2010 Kalziumkarbid 61.120.000
- 2010 Tierfutter 175.647.000

Quelle: Europäische Kommission



Europäische Kommission: Die höchsten Kartellbußgelder nach Unternehmen

1.6. Ten highest cartel fines per undertaking (since 1969)

Last update: ++8th July 2009++

Year	Undertaking**	Case	Amount in €*
2008	Saint Gobain	Car glass	896.000.000
++2009++	E.ON	Gas	553.000.000
++2009++	GDF Suez	Gas	553.000.000
2007	ThyssenKrupp	Elevators and escalators	479.669.850
2001	F. Hoffmann-La Roche AG	Vitamins	462.000.000
2007	Siemens AG	Gas insulated switchgear	396.562.500
2008	Pilkington	Car glass	370.000.000
2008	Sasol Ltd	Candle waxes	318.200.000
2006	Eni SpA	Synthetic rubber	272.250.000
2002	Lafarge SA	Plasterboard	249.600.000

Quelle: Europäische Kommission



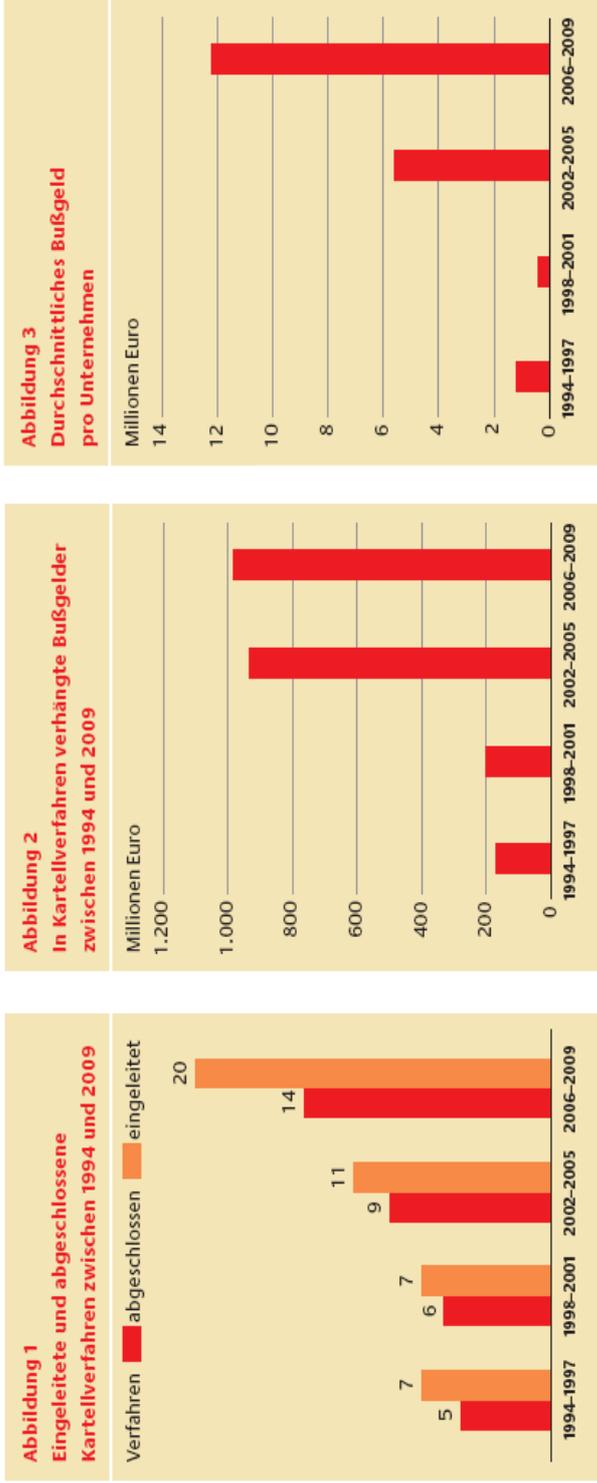
Europäische Kommission: Bußgelder in Missbrauchsverfahren (Art. 102 AEUV)

- Art. 102 AEUV verbietet marktbeherrschenden Unternehmen den Missbrauch ihrer Marktmarkt sowohl im Verhältnis zu Wettbewerbern als auch im Verhältnis zu den Abnehmern.
- Prominente Missbrauchsverfahren der Europäischen Kommission:
 - **Intel (Mai 2009)** **1,06 Mrd. EUR**
 - **Microsoft (März 2004)** **497,2 Mio. EUR**

Quelle: Europäische Kommission



Bundeskartellamt: Drastischer Anstieg der Verfahrenszahlen und der Bußgelder



Quelle: Bundeskartellamt



Bundeskartellamt: Kartellverfahren nach Branchen

<u>Jahr</u>	<u>Fall</u>	<u>Bußgeld</u>
2004	Papiergroßhandel	EUR 57 Mio.
2005	Industrieversicherer	EUR 150 Mio.
2007	Fernsehwerbezeiten	EUR 216 Mio.
2008	Dekorpapier	EUR 165 Mio.
2008	Tondachziegel	EUR 188,1 Mio.
2009	Kaffeeröster	EUR 159,5 Mio.
2010	Brillenglashersteller	EUR 115 Mio.



SCHULTERIESENKAMPFF .

2. Grundlagen der Bußgeldbemessung





Rechtsgrundlagen

Europäische Kommission

- **Verordnung Nr. 1/2003** („Kartellverfahrensverordnung“)
- **Leitlinien** (2006) für das Verfahren zur Festsetzung von Geldbußen gemäß Artikel 23 Absatz 2 Buchstabe a) der Verordnung (EG) Nr. 1/2003

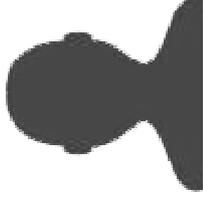
Bundeskartellamt

- **§ 81 GWB** i.V.m. §§ 30, 130 OWiG
- **Bußgeldleitlinien** - Bekanntmachung Nr. 38/2006 über die Festsetzung von Geldbußen nach § 81 Abs. 4 Satz 2 des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB) gegen Unternehmen und Unternehmensvereinigungen vom 15. September 2006



Bußgeldadressaten

- **Unternehmen:**
 - Innerhalb einer Unternehmensgruppe haftet die Muttergesellschaft, wenn diese einen entscheidenden Einfluss auf das geschäftliche Verhalten der Tochtergesellschaft ausübt.
- **Handelnde Person (nur nach deutschem Recht):**
 - bis zu EUR 1,0 Mio.
 - auch wegen Verletzung der Aufsichts- und Organisationspflichten (§ 130 OWiG)





Bußgeldberechnung

1. Maximale Höhe: 10 % des Gesamtumsatzes der Unternehmensgruppe
2. Ermittlung der Höhe ist durch die Leitlinien der EU Kommission und der Bekanntmachung des Bundeskartellamtes standardisiert worden
3. Schritte bei der Bußgeldfestlegung:
 - Festlegung des Grundbetrages: max. 30% des kartellbefangenen Umsatzes
 - Derzeit ca. 22-25 % beim BKartA und 17-18 % bei der Europäischen Kommission
 - Individuelle Anpassung (bußgelderhöhend oder -vermindernd) anhand verschiedener Faktoren (ca. +/- 20%):
 - Rolle im Kartell (z.B. Anführerrolle)
 - Dauer des Kartells
 - Umfang der Wettbewerbsbeschränkung
 - Mitarbeit bei der Aufklärung
 - etc.



Praxisbeispiel

Kartellverfahren der Europäischen Kommission im Bereich Rohtabak

- Im Jahr 2004 hat die Kommission gegen fünf Abnehmer von Rohtabak wegen Kartellabsprachen Bußgelder von insgesamt 20 Mio. Euro verhängt.
- Gegen Deltafina, eine Tochtergesellschaft der US-Gesellschaft Universal Corp., wurde folgendes Bußgeld festgesetzt:

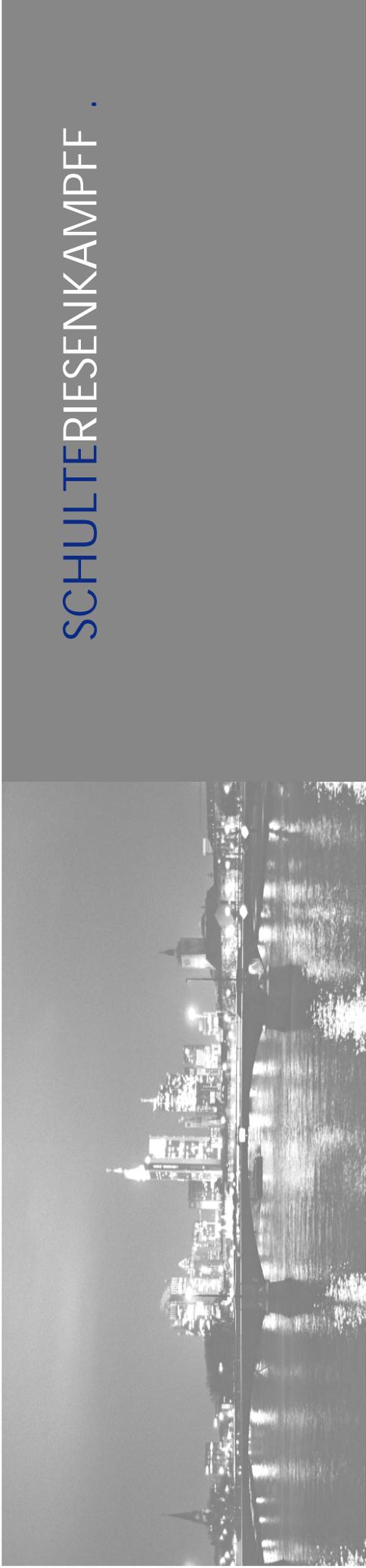
• Ausgangsbetrag (gemäß kartellbefangenem Umsatz)	8,0 Mio EUR
• Grundbetrag (Erhöhung wg. Dauer des Kartells)	12,0 Mio EUR
• Bußgelderhöhung (wg. Anführerrolle)	13,2 Mio EUR
• Bußgeldminderung (wg. Beitrag zur Aufklärung)	11,88 Mio EUR



Praxisbeispiel

Kartellverfahren der Europäischen Kommission im Bereich Rohtabak

- Deltafina hat die Bußgeldentscheidung vor dem EuG angefochten.
- Mit Urteil vom 8. September 2010 wurde die Geldbuße von 11,88 Mio. auf 6,12 Mio. Euro herabgesetzt.
 - laut EuG hat die Kommission die Anführerrolle Deltafinas nicht hinreichend nachgewiesen
 - deshalb durfte die Kommission den Ausgangsbetrag der Geldbuße nicht um 50% erhöhen
 - zudem rechtfertigt der Beitrag bei der Aufklärung des Kartells laut EuG eine Bußgeldminderung um 15% (anstelle von 10%)

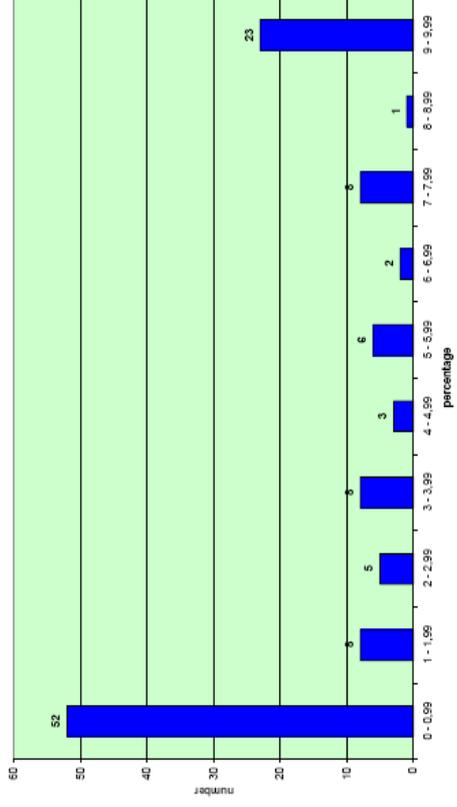


Europäische Kommission: Verhältnis von Bußgeldhöhe und Konzernumsatz

110

fines guidelines 2006 - fines as percentage of global turnover										
undertakings fined	0 - 0,99%	1 - 1,99%	2 - 2,99%	3 - 3,99%	4 - 4,99%	5 - 5,99%	6 - 6,99%	7 - 7,99%	8 - 8,99%	9 - 10 %
116	52	8	5	8	3	6	2	8	1	23

Remark: Undertakings which have received full immunity from fines were not included in the above table.



Quelle: Europäische Kommission



SCHULTERIESENKAMPFF .

3. Drastisch gestiegenes Aufdeckungsrisiko





Drastisch gestiegenes Aufdeckungsrisiko

1. Das Risiko der Aufdeckung eines Kartells durch die Kartellbehörden ist in den letzten Jahren drastisch gestiegen.
2. Gründe hierfür:
 - Kronzeugenregelung
 - Sonderkommission Kartellbekämpfung/zwei zusätzliche Beschlussabteilungen
 - freie Kapazitäten der Kartellbehörden durch 7. GWB-Novelle
 - Netzwerk der Kartellbehörden (Zufallsfunde im Rahmen der Amtshilfe)
 - Durchsuchungen der Europäischen Kommission, aber auch des Kartellamtes werden mit erheblichem Aufwand betrieben

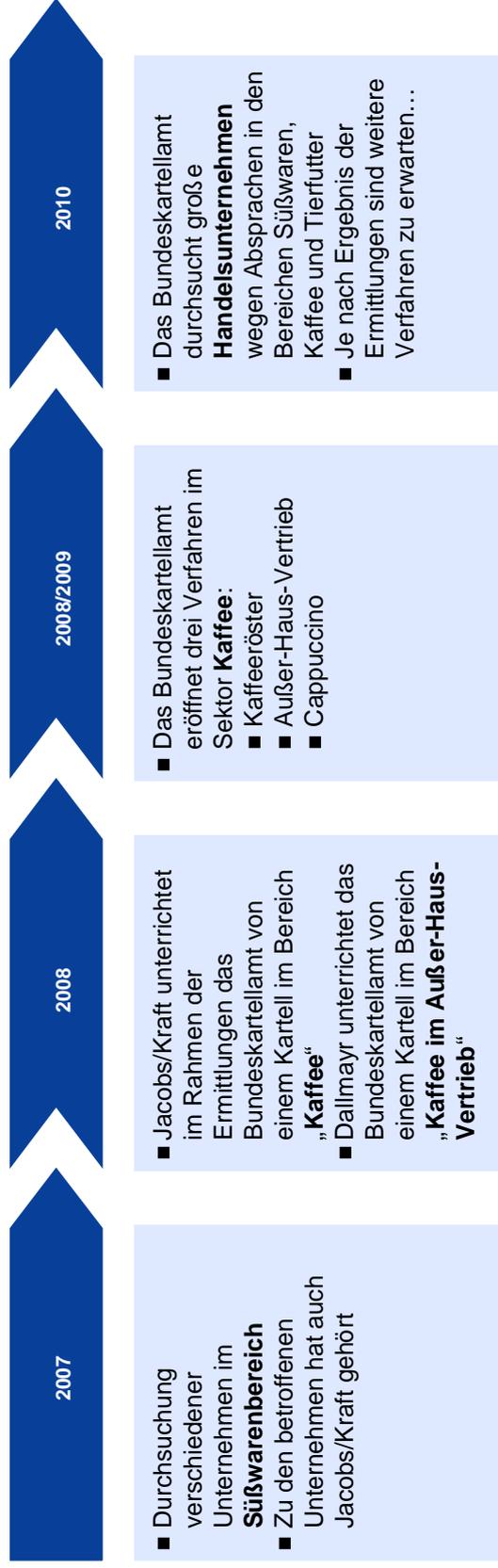


Kronzeugenregelung

1. Kronzeugenregelungen gibt es bei:
 - der Europäischen Kommission (Bekanntmachung vom 8.12.2006)
 - dem Bundeskartellamt (Bekanntmachung vom 7.3.2006)
 - anderen nationalen Wettbewerbsbehörden
2. Grundsätze
 - Bußgeldfreiheit: Nur für das erste Unternehmen
 - Bußgeldreduktion: Für weitere Unternehmen, wenn Mitwirkung zusätzliche Beweise oder Zusatzinformationen liefert (nur für 2. und 3. Unternehmen, das Kronzeugenregelung beantragt)
 - Bußgeldfreiheit hat keine Auswirkungen auf etwaige Schadensersatzforderungen von Dritten (diese sind in vollem Umfang weiterhin möglich)
 - Kritik: Es besteht die Gefahr, dass „Kronzeugen“ das Verhalten der übrigen Kartellanten verzerrt darstellen.



Beispiel für die Erfassung benachbarter Branchen / Märkte





Markersystem

1. Das Markersystem wurde mit den jüngsten Kronzeugenregelungen der Europäischen Kommission und des Bundeskartellamtes eingeführt.
2. Inhalt des Markersystems
 - Kronzeuge muss nicht unmittelbar den gesamten Inhalt seines Wissens über das Kartell preisgeben
 - ausreichend ist das Setzen eines „Markers“ durch die Mitteilung der Aussagebereitschaft
 - Marker sichert aber die Position in der Rangfolge (wichtig für die Bußgeldreduktion)
 - Marker muss innerhalb weniger Wochen mit „Leben gefüllt“ werden



Ansprechpartner

**Prof. Dr. Alexander Riesenkampff, MBA (Columbia), Attorney
at Law (Pennsylvania)**

Hochstraße 49
60313 Frankfurt/Main

Tel.: 069/900 26 6

Fax.: 069/900 26 999

E-Mail: ariesenkampff@schulte-lawyers.com

Internet: www.schulte-lawyers.com



Torsten Schmidt, LL.M.
Rechtsanwalt, Steuerberater

**Zur Bilanzierung nach *IFRS*
Die wesentlichen Unterschiede zum HGB**

IFRS: Abweichungen zum HGB

ALLGEMEINES	HGB	IFRS
Regelungssystem	abstrakt, d. h. Einzelfallbezug nur über Rechtsprechung und Kommentare	konkret, d. h. Behandlung relevanter Einzelfälle (Einzelregelungen gehen Framework vor)
Vorrangige Zielsetzung der Rechnungslegung	vorsichtige Ermittlung des ausschüttungsfähigen Gewinns	Vermittlung entscheidungsnützlicher Informationen (Framework)
Dominierendes Prinzip	Vorsichtsprinzip	Grundsatz der periodengerechten Gewinnermittlung (Framework)
Rechtsform und Größenklassen der Unternehmen	Rechnungslegung, Publizität und Prüfung sind rechtsform- und größenabhängig	keine Differenzierung nach Rechtsform und Größenklasse; aber Publizität und Prüfung ohnehin national geregelt
Abschlussbestandteile	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bilanz 2. GuV 3. bei KapGes auch Anhang und Lagebericht 4. bei Konzern auch Kapitalflussrechnung, Eigenkapitalspiegel 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bilanz 2. Gesamtergebnisrechnung 3. GuV (wahlweise als unselbstständiger Teil der Gesamtergebnisrechnung) 4. Anhang (<i>notes</i>) 5. Eigenkapitalveränderungsrechnung 6. Kapitalflussrechnung 7. bei börsennotierten Konzernen auch Segmentbericht und Ergebnis je Aktie
Gliederung Bilanz	für Personenunternehmen keine, für KapGes streng detaillierte Vorschriften, dabei Aktivseite nach Fristigkeit, Passivseite nach Art der Schuld	Bilanz kann mit wenigen Posten auskommen: Untergliederungen und Fristigkeitsangaben wahlweise in Bilanz oder <i>notes</i> Gliederung Aktiv- und Passivseite nach Fristigkeit (IAS 1)
Gliederung GuV	Gesamtkostenverfahren (GKV) oder Umsatzkostenverfahren (UKV)	In GuV nur wenige Mindestangaben. Weitere Aufgliederung nach <i>nature-of-expense</i> (GKV) oder <i>cost-of-sales</i> (UKV) wahlweise in GuV selbst oder in den <i>notes</i> (IAS 1)
Ergebnis aus einzustellendem Geschäftsbereich	keine Sondervorschriften	gesonderter Ausweis (<i>discontinued operations</i>) (IFRS 5)
Vorjahresangaben	Bilanz und GuV	in allen Abschlussbestandteilen, einschließlich <i>notes</i>

BILANZ		
Sonderaufwendungen		
Eigenkapital-Beschaffungskosten	Aktivierungsverbot, sofort aufwandswirksam	Aktivierungsverbot, aber nicht Aufwand, sondern Rücklagenverrechnung (IAS 32.35)
Ingangsetzungs- u. Erweiterungsaufwand	Aktivierungsverbot nach Streichung § 269 HGB durch BilMoG	Aktivierungsverbot (IAS 38.69a)
Immaterielles AV		
Entwicklungskosten	Aktivierungswahlrecht	Aktivierungsgebot; aber faktisches Wahlrecht, da Forschungskosten nicht zu aktivieren und Abgrenzung Ermessensfrage (IAS 38.51 ff.)
Derivativer Goodwill	planmäßige und außerplanmäßige Abschreibung	nur planmäßige Abschreibung
Negativer Unterschiedsbetrag	nur für Konzernbilanz geregelt - Passivierung	für Konzern und Einzelbilanz geregelt sofortiger Ertrag (IFRS 3.36)
Sachanlagen		
Außerplanmäßige Abschreibung (Theorie)	wiederbeschaffungswertorientiert	nutzungsorientiert (insbesondere <i>value in use</i>) (IAS 36)
Neubewertung (durch Gutachten usw.)	verboten	zulässig; Form: Erfolgsneutral gegen Rücklagen (IAS 16)
Tausch	wahlweise Gewinnrealisierung oder Buchwertfortführung	Gewinnrealisierung, es sei denn ohne wirtschaftlichen Gehalt (IAS 16)
Kriterien für <i>finance leasing</i> , d. h. Zurechnung zum Leasingnehmer	<ol style="list-style-type: none"> 1. Spezialleasing 2. Laufzeit über 90 % der Nutzungsdauer 3. günstige Kaufoption 4. günstige Mietverlängerungsoption 5. Sonderregeln Immobilien 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Spezialleasing 2. Laufzeit überwiegender Teil der Nutzungsdauer 3. günstige Kaufoption 4. Barwert Mindestleasingzahlungen gleich oder größer Zeitwert Leasinggut 5. Sonderregeln Immobilien (IAS 17)
<i>sale and operate lease back</i>	sofortige Realisierung Buchgewinn	ggf. Abgrenzung des Buchgewinns, wenn Veräußerungspreis über <i>fair value</i> (IAS 17)
Nicht eigenbetrieblich genutzte Grundstücke und Gebäude	keine speziellen Regelungen	als <i>investment properties</i> gesondert geregelt. Wahlweise nach Anschaffungskostenprinzip oder Stichtagszeitwert; im ersten Fall Anhangsangabe zu Zeitwert

		(IAS 40)
Vorräte/Auftragsfertigung		
Gewinnrealisierung bei (langfristiger) Auftragsfertigung	Realisierung bei Abschluss des Auftrages bzw. Abnahme (unter speziellen Voraussetzungen ggf. früher)	Realisierung nach Fertigstellungsgrad (<i>percentage-of-completion</i>); dabei Ermittlung Fertigstellungsgrad wahlweise nach Verhältnis Kosten/Gesamtkosten oder Leistung/Gesamtleistung (IAS 11)
Niederstwertprinzip	teils absatzmarktorientiert, teils beschaffungsmarktorientiert	absatzmarktorientiert
Festwert	zulässig	ggf. zulässig (<i>materiality</i>)
Fifo, Lifo	beide zulässig	nur Fifo zulässig
Finanzvermögen		
Bewertung Beteiligungen	Anschaffungskostenprinzip (unter Berücksichtigung des Niederstwertes)	wahlweise Anschaffungskostenprinzip oder <i>fair value</i>
Wertpapiere, soweit jederzeit veräußerbar (<i>available-for-sale</i>) oder zu Handelszwecken gehalten (<i>trading</i>)	Anschaffungskostenprinzip (unter Berücksichtigung des Niederstwertes)	Stichtagszeitwert, auch wenn über Anschaffungskosten Bewertungsergebnis erfolgsneutral gegen EK zu buchen, wenn jederzeit veräußerbar, hingegen erfolgswirksam über GuV, wenn zu Handelszwecken (IAS 39)
Finanzderivate	Wertänderung nur bei Drohverlust zu berücksichtigen	auch im Gewinnfall erfolgswirksam zu Stichtagszeitwert erfassen
<i>Hedge accounting</i> (Sicherungszusammenhänge)	spezielle Regelungen in § 254 HGB mit rückstellungs- oder abschreibungsbegrenzender Wirkung	spezielle Regelungen in IAS 39; 1. <i>cash flow hedge</i> zukünftiger Zahlungsströme: Derivateerfolg neutral gegen EK; 2. <i>fair value hedge</i> : Marktwertänderungen Grundgeschäft und Sicherungsgeschäft sofort erfolgswirksam
Disagio aus Verbindlichkeiten	getrennt von Verbindlichkeit zu erfassen, dabei Aktivierungswahlrecht	im Rahmen des Anschaffungskostenprinzips mit Verbindlichkeit zu erfassen (Kürzung); Aufwand über Laufzeit durch Aufzinsung Verbindlichkeit nach Effektivzinsmethode

Eigenkapital		
Abgrenzung von Fremdkapital	<ol style="list-style-type: none"> 1. Verlustteilhabe und 2. Nachrangigkeit in Insolvenz und 3. Langfristigkeit (z.B. häufig bei Genussrechten) 	Nichtrückzahlbarkeit, deshalb z. B. auch nachrangige, langfristige Genussrechte mit Verlustteilnahme kein Eigenkapital (IAS 32)
Kosten EK-Beschaffung	(außerordentlicher) Aufwand	Kürzung Kapitalrücklage auf Nach-Steuer-Basis (IAS 32)
Geldwerte Vorteile aus <i>stock options</i>	kein Personalaufwand bei Gesellschaft	als Personalaufwand der Gesellschaft anzusetzen (IFRS 2)
Spezielle Bewertungsrücklagen	mit Ausnahme Währungsumrechnung im Konzern nicht vorgesehen	u. a. für Neubewertung für Erfolg aus <i>available-for-sale</i> -Wertpapieren, Währungsumrechnung Konzern
EK-Veränderungsrechnung	zwingend für Konzern	zwingender Abschlussbestandteil
Rückstellungen		
Instandhaltungsrückstellungen	Passivierungsgebot (Übergangsfrist bis zu 15 Jahren)	Passivierungsverbot (IAS 37)
Wahrscheinlichkeitsschwelle Verbindlichkeitsrückstellung	unbestimmt (Steuerrecht lt. BFH: "Mehr Gründe für als gegen Inanspruchnahme")	es müssen mehr Gründe für als gegen Inanspruchnahme durch Dritten sprechen (IAS 37.16)
Bewertung Verbindlichkeitsrückstellung	vernünftige kaufmännische Beurteilung	i. d. R. auch dann wahrscheinlichster Wert, wenn andere Werte höher (IAS 37.40)
Quasi sichere Rückgriffsansprüche	rückstellungskürzend berücksichtigen	separat aktivisch erfassen (IAS 37.53)
Veränderung Rückstellung	keine speziellen Vorschriften	Auflösung nicht benötigter Rückstellung und tatsächliche Inanspruchnahme separat in <i>notes</i> darzustellen (IAS 37.84)
Restrukturierungsrückstellung (Verkauf oder Aufgabe von Bereichen usw.)	keine speziellen Vorschriften	Konkretisierung der allgemeinen Vorschriften durch IAS 37.72 Passivierungsvoraussetzung: <ol style="list-style-type: none"> 1. Verkauf: bindender Vertrag 2. Aufgabe: detaillierter und bekannt gegebener Plan
Rückstellung Rückbau, Entfernung usw.	ratierliche Bildung	volle Einbuchung gegen Erhöhung AK des entsprechenden Anlagegegenstandes (IAS 16.15e)
Pensionsrückstellungen Altzusagen (vor 1997)	Passivierungswahlrecht	Passivierungsgebot
Bewertung Pensionsrückstellungen	i. d. R. auf Basis aktuelles Gehalts; i. d. R. 6 % Abzinsung (aber: Anpassung an IFRS durch BilMoG)	auf Basis zukünftigen Gehalts (Karrieretrends); fristenadäquater Zins (IAS 19)

Verbindlichkeiten		
Zugangswert langfristige Verbindlichkeiten	Rückzahlungsbetrag, z. B. keine Kürzung um Disagio	vereinnahmter Betrag, d. h. z. B. Kürzung um Disagio
Folgebewertung langfristige Verbindlichkeiten	Anschaffungskostenprinzip (unter Berücksichtigung von Höchstwert)	amortisierte AK, d. h. bei Differenz von Einnahme und Rückzahlung Aufzinsung nach Effektivzinsmethode
Fremdwährungsverbindlichkeiten	Höchstwertprinzip, d.h. Anschaffungskosten oder höherer Stichtagswert, nur bei Restlaufzeit von nicht mehr als 1 Jahr immer Stichtagskurs	Stichtagskurs, d. h. Stichtagswert auch dann, wenn Kurs der Fremdwährung gesunken
Latente Steuern		
Aktive latente Steuern im Einzelabschluss	Aktivierungswahlrecht	Aktivierungsgebot (IAS 12)
Aktive latente Steuern auf Konsolidierungsmaßnahmen	Aktivierungsgebot	Aktivierungsgebot (IAS 12)
Latente Steuern auf Verlustvorträge	aktivierungsfähig	aktivierungspflichtig, soweit Verwertung durch zukünftiges positives Einkommen wahrscheinlich (IAS 12.36)
Bildung latenter Steuern	über GuV	im Allgemeinen über GuV, jedoch unmittelbar gegen EK, soweit auch zugrunde liegende Wertänderung gegen EK (z. B. Neubewertung) (IAS 12.61)
Saldierung aktive und passive latente Steuern	Wahlrecht	bei Aufrechnungslage ggf. zwingend (IAS 12.74)
Konzernabschluss		
Aufstellungspflicht	größen- und rechtsformabhängig	unabhängig von Größe und Rechtsform
Konsolidierungskreis	Einbeziehungswahlrechte	keine speziellen Einbeziehungswahlrechte
Währungsumrechnung unselbstständige ausländische Töchter	erfolgsneutral nach modifizierter Stichtagsmethode	in Abhängigkeit von Selbstständigkeit des Tochterunternehmens entweder erfolgsneutral nach modifizierter Stichtagsmethode oder erfolgswirksam wie Fremdwährungsgeschäfte (IAS 21)
Auf Minderheiten entfallende Anteile an Goodwill	nicht bilanzierungsfähig	wahlweise zu bilanzieren
Vereinfachungen (Konsolidierungskreis, Zwischenergebniseliminierung usw.)	eingeschränkt durch Einzelvorschriften zugelassen	nur unter Berufung auf Wesentlichkeitsgrundsatz zulässig

Bilanzierung nach IFRS

Wesentliche Unterschiede
zum HGB



Agenda

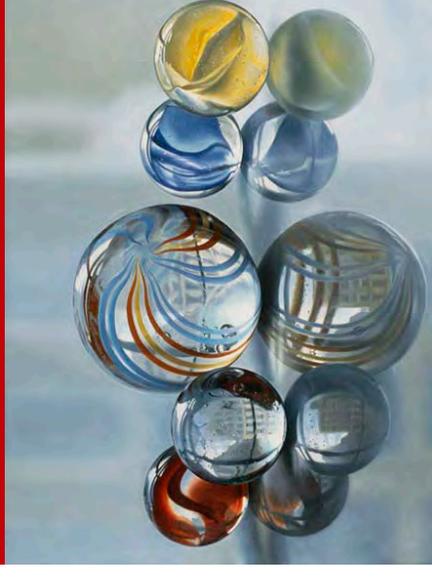
Hintergrund IFRS

Grundprinzipien der IFRS Bilanzierung

Grundprinzipien der HGB Bilanzierung

HGB nach dem BilMoG¹²⁴

Wesentliche Unterschiede zwischen IFRS und HGB



Hintergrund der IFRS

- **IAS/IFRS**
Ursprünglich International Accounting Standards; seit 2003 International Financial Reporting Standards
- **International Accounting Standards Board (IASB)**
Unabhängiges Gremium in London setzt die Standards
- **SIC/IFRIC**
Neben den Standards erlässt das IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee) Interpretationen zu den eigentlichen Standards
- **EU IAS Verordnung**
Einführung der IFRS für Konzernabschlüsse börsennotierter Unternehmen ab 2005
- **Konvergenzprojekt IFRS/US GAAP**
In Zusammenarbeit mit dem FASB sollen bis 2011 die Standards nach IFRS und US GAAP im Wesentlichen angeglichen werden

Grundzüge der IFRS

Ziele

- Informationsfunktion
- Anlegerschutz

Grundzüge der IFRS

Grundprinzipien

- ➔ Periodengerechte Gewinnermittlung
- ➔ Going concern
- ➔ Verständlichkeit
- ➔ Relevanz
- ➔ Verlässlichkeit
- ➔ Vergleichbarkeit
- ➔ Fair presentation (true and fair view)
- ➔ (Economic) substance over (legal) form
- ➔ Zukunftsorientiert

Grundzüge der HGB Bilanzierung

Ziele

- Kapitalerhaltung/Gläubigerschutz
- Ausschüttungsbemessungsfunktion
- Grundlage der steuerlichen Gewinnermittlung

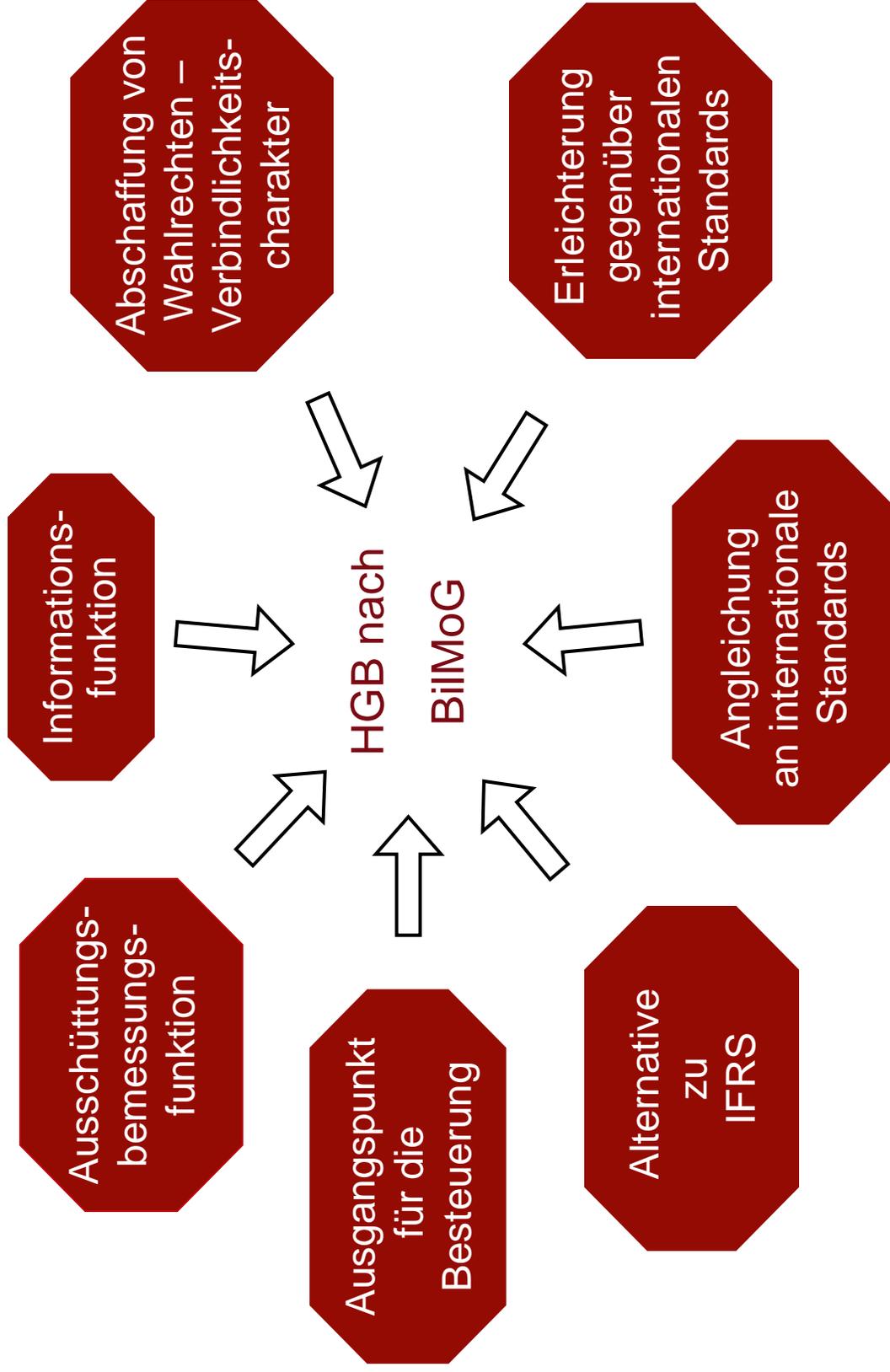
Grundzüge der HGB Bilanzierung

Grundprinzipien

- ➔ Stichtagsprinzip
- ➔ Klarheit/Übersichtlichkeit
- ➔ Vollständigkeit
- ➔ Saldierungsverbot
- ➔ Kontinuität
- ➔ Unternehmensfortführung
- ➔ Einzelbewertung
- ➔ Vorsichtsprinzip
- ➔ Periodengerechte Gewinnermittlung
- ➔ Maßgeblichkeit
- ➔ Vergangenheitsorientiert

GoB (normiert)

HGB nach BilMoG



Wesentliche Unterschiede zwischen IFRS und HGB

- Bestandteile Jahresabschluss/Gliederung Bilanz u. GuV
- Konsolidierung
- Ertragsrealisierung
- Ansatz und Bewertung von Vermögensgegenständen
- ¹³¹ Ansatz und Bewertung von Verbindlichkeiten/Rückstellungen
- Eigenkapital vs. Fremdkapital
- Latente Steuern

Wesentliche Unterschiede zwischen IFRS und HGB Ertragsrealisierung

Position	IFRS	HGB
Ertragsrealisierung	<p>Einnahmen werden in dem Zeitpunkt realisiert, in dem mit dem Zufluss der ökonomischen Vorteile aus der Transaktion mit ausreichender Wahrscheinlichkeit gerechnet werden kann und die Einnahmen und Kosten verlässlich ermittelt werden können (Anwendung der „percentage of completion method“ auch bei Dienstleistungen).</p>	<p>Einnahmen werden erst berücksichtigt, wenn sie zum Bilanzstichtag realisiert sind (Realisationsprinzip). Es erfolgt eine Bewertung der Einnahmen zum gemeinen Wert (Abzinsung auf den Barwert bei Zinskomponente, grundsätzlich keine Anwendung der „percentage of completion method“).</p>

Wesentliche Unterschiede zwischen IFRS und HGB Ansatz und Bewertung von Vermögensgegenständen

Position	IFRS	HGB
AK vs. Fair Value	Historische AK sind primäre Basis des Wertansatzes. IFRS erlaubt jedoch eine Anpassung des Wertes auf Grundlage des gemeinen Wertes (fair value).	Historische AK sind Basis des Wertansatzes. Eine Erhöhung des Wertansatzes über AK auf Grundlage des gemeinen Wertes ist grundsätzlich nicht erlaubt (Ausnahme für Finanzinstrumente im UV bzw. Handelsbestand von Kreditinstituten).
Finanzierungskosten	Finanzierungskosten, die direkt der Anschaffung oder Herstellung eines VG zugeordnet werden können, müssen zusammen mit den AK aktiviert werden.	Finanzierungskosten dürfen nur bei der Herstellung eines VG aktiviert werden. Eine Aktivierung von Finanzierungskosten zur Anschaffung eines VG ist nicht zulässig.

Wesentliche Unterschiede zwischen IFRS und HGB Ansatz und Bewertung von Vermögensgegenständen

Position	IFRS	HGB
Variables Entgelt	Bemisst sich das Entgelt an Faktoren, die in der Zukunft liegen (z.B. earn out), erfordert IFRS den Ansatz des variablen Kaufpreises auf Grundlage einer Bewertung des gemeinen Wertes zum Akquisitionszeitpunkt.	Ein variables Entgelt wird nur insoweit berücksichtigt, als dessen Höhe und Eintrittswahrscheinlichkeit zum Akquisitionszeitpunkt ausreichend feststeht. Veränderungen im Wert oder der Wahrscheinlichkeit des Entgeltes werden rückwirkend im Geschäftswert abgebildet.
Transaktionskosten	Transaktionskosten werden als Ausgabe gewinnwirksam berücksichtigt	Transaktionskosten, die direkt zugeordnet werden können, werden mit den AK aktiviert (soweit sie nach dem Entschluss zur Anschaffung entstanden sind).

Wesentliche Unterschiede zwischen IFRS und HGB Ansatz und Bewertung von Vermögensgegenständen

Position	IFRS	HGB
Entwicklungskosten für selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände	Aktivierungsgebot (aber faktische Aktivierungswahlrecht, da Ermessen zur Bestimmung von nicht aktivierungsfähigen Forschungskosten bzw. Entwicklungskosten).	Aktivierungswahlrecht.
Derivativer Geschäftswert (goodwill)	Keine planmäßige Abschreibung sondern jährlicher „impairment test“ mit ggf. außerplanmäßige Abschreibung.	Planmäßige Abschreibung über voraussichtliche wirtschaftliche Nutzungsdauer.

Wesentliche Unterschiede zwischen IFRS und HGB Eigenkapital vs. Fremdkapital

Position	IFRS	HGB
EK vs. FK	Ein Finanzierungsinstrument wird als EK qualifiziert, wenn keine Verpflichtung zur Überlassung eines wirtschaftlichen Vorteils an den Inhaber besteht (Rückzahlbarkeit).	Die Qualifizierung eines Finanzierungsinstrumentes als EK erfordert: <ol style="list-style-type: none">1. Nachrangigkeit,2. Gewinnabhängige Vergütung/Verlustteilhabe, und3. Langfristigkeit.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

RA StB Torsten Schmidt, LL.M. (US Tax)

Email: torsten.schmidt@de.pwc.com

Tel.: 040 6378 1338

Dr. Hansjörg Heppe, LL.M.
Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht
Attorney at Law (New York und Texas)

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act
Ein Überblick

Der Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act—Eine Kurzübersicht

I. Das Financial Stability Oversight Council

1. Zusammensetzung des Oversight Council

Title I, Subtitle A des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, im Nachfolgenden "**Dodd-Frank Act**", schafft einen behördenübergreifenden Rat, das so genannte "*Financial Stability Oversight Council*", im Nachfolgenden "**Oversight Council**", um durch Finanzdienstleistungsunternehmen bzw. Finanztransaktionen und Finanzmarktpraktiken geschaffene Risiken für die amerikanische Volkswirtschaft zu erkennen und zu überwachen.¹

Das Oversight Council besteht aus 10 stimmberechtigten Mitgliedern; das sind die Leiter der für die Finanzmarktaufsicht zuständigen Bundesbehörden,² sowie einem unabhängigen Mitglied, das über versicherungsaufsichtsrechtliche Expertise verfügt.³ Daneben gehören dem Oversight Council fünf nicht stimmberechtigte Mitglieder an:⁴ Der Leiter des neu geschaffenen "*Office of Financial Research*", der Leiter des neu geschaffenen "*Federal Insurance Office*",⁵ ein Insurance Commissioner eines US Bundesstaates, ein Banking Supervisor eines US Bundesstaates und ein Securities Commissioner eines US Bundesstaates. Dem Oversight Council sitzt der US Finanzminister, der so genannte "*Secretary of Treasury*", vor.⁶ Am 1. Oktober 2010 trat das Oversight Council zum ersten Mal zusammen.

2. Aufgaben des Oversight Council

(a) Überwachung von Finanzdienstleistungsunternehmen

Das Oversight Council identifiziert und bestimmt amerikanische und ausländische Finanzdienstleistungsunternehmen, die nicht der US Bankenaufsicht unterliegen, und sich zu einem Risiko für die finanzielle Stabilität der amerikanischen Volkswirtschaft entwickeln könnten, im Nachfolgenden "**Designated Companies**".⁷ Einmal als Designated Company bestimmt, muss sich das Unternehmen (i) der Aufsicht durch die

¹ § 111(a) i.V.m. § 112(a)(1) und (2) Dodd-Frank Act.

² Wie z.B. der Chairman der Board of Governors der US Bundesbank, der Comptroller of the Currency, der Director of the Bureau of Consumer Financial Protection, der Chairman der Securities and Exchange Commission, der Chairman der Federal Deposit Insurance Corporation, der Chairman der Commodity Futures Trading Commission, der Director der Federal Housing Finance Agency oder der Chairman der National Credit Union Administration Board; § 111(b)(1) Dodd-Frank Act.

³ § 111(b)(1)(J) Dodd-Frank Act.

⁴ § 111(b)(2) Dodd-Frank Act.

⁵ Vgl. dazu nachfolgend unter VIII.1.

⁶ § 111(b)(1)(A) Dodd-Frank Act.

⁷ Vgl. § 113 Dodd-Frank Act.

Board of Governors der US Bundesbank unterwerfen und (ii) wie Bankkonzerne, die über Aktiva von größer/gleich USD 50 Milliarden verfügen, im Nachfolgenden “**Large Bank Holding Companies**”, verschärften von der US Bundesbank festzulegenden Überwachungsmaßstäben unterziehen.⁸

(b) Regelungsrahmenvorgabe

Das Oversight Council beaufsichtigt die von der US Bundesbank festzulegenden Überwachungsmaßstäbe für Designated Companies und Large Bank Holding Companies.⁹ Sollte das Oversight Council diese Maßstäbe für nicht ausreichend halten, kann es schärfere Maßstäbe auf Einzelfallbasis bzw. für bestimmte Kategorien von Finanzdienstleistungsunternehmen festsetzen.¹⁰ Darüber hinaus kann das Oversight Council anderen Finanzmarktaufsichtsbehörden zusätzliche oder verschärfte Regeln im Rahmen der Überwachung von Finanzdienstleistungsunternehmen bzw. Finanztransaktionen und Finanzmarktpraktiken vorgeben.¹¹ Diese müssen von den entsprechenden Finanzmarktaufsichtsbehörden innerhalb von 90 Tagen umgesetzt werden—oder die jeweilige Behörde muss erklären, warum sie der Vorgabe durch das Oversight Council nicht folgen will.¹²

(c) Sonstige Aufgaben

Des Weiteren übersieht das Oversight Council die Zusammenarbeit von Bundes- und Landesbehörden, die in den Vereinigten Staaten mit der Aufsicht über die Finanzmärkte betraut sind.¹³ Das Oversight Council soll (i) Regelungslücken in der Finanzdienstleistungsaufsicht identifizieren und schließen, (ii) neue Finanzmarktpraktiken erkennen, (iii) inländische und internationale Finanzaufsichtsreformen beobachten, und (iv) gegenüber dem US Congress Empfehlungen in allen durch das Oversight Council überwachten Bereichen aussprechen.¹⁴

Das Oversight Council soll schließlich die US Bundesbank in ihren Beschlüssen bestätigen, bestimmte aufsichtsrechtliche Maßnahmen gegenüber Designated Companies und Large Bank Holding Companies zu ergreifen, um schwerwiegende Bedrohungen der amerikanischen Finanzmarktstabilität und damit Volkswirtschaft abzuwenden.¹⁵ Dazu zählt das Verbot von oder besondere Auflagen zu (i) M&A-Aktivitäten, (ii) einzelnen Geschäftsbereichen oder (iii) bestimmten Finanzinstrumenten.¹⁶

⁸ Vgl. § 115 Dodd-Frank Act.

⁹ *Id.*

¹⁰ *Id.*

¹¹ Vgl. § 120 Dodd-Frank Act.

¹² *Id.*

¹³ Vgl. § 112(a)(2) Dodd-Frank Act.

¹⁴ *Id.*

¹⁵ Vgl. § 121 Dodd-Frank Act.

¹⁶ § 121(a)(1) bis (5) Dodd-Frank Act.

II. Schärfere Überwachungsmaßstäbe

1. Betroffene Unternehmen—Inländische und Ausländische Finanzdienstleistungsunternehmen

(a) Risiko für die finanzielle Stabilität der Vereinigten Staaten

Finanzdienstleistungsunternehmen, die verschärften von der US Bundesbank festgelegten Überwachungsmaßstäben unterworfen werden können, sind Unternehmen, die nicht der US Bankenaufsicht unterliegen, sich aber “hauptsächlich mit Finanzmarktprodukten beschäftigen”,¹⁷ die sich zu einem Risiko für die finanzielle Stabilität der amerikanischen Volkswirtschaft entwickeln können, sollten (i) die Produkte sich als nicht werthaltig erweisen oder (ii) das Finanzdienstleistungsunternehmen in finanzielle Schieflage geraten.¹⁸

(b) Hauptsächlich mit Finanzmarktprodukten beschäftigt

Ein Unternehmen ist “hauptsächlich mit Finanzmarktprodukten beschäftigt”, wenn entweder (i) größer/gleich 85% seines jährlichen Umsatzes, oder (ii) größer/gleich 85% seiner Aktiva, aus Geschäften herrühren, die in § 4(k) des Bank Holding Company Act of 1956,¹⁹ im Nachfolgenden “**BHCA**”, als “Finanzgeschäfte”²⁰ definiert sind, oder es eine oder mehrere amerikanische FDIC²¹ pflichtversicherte Depository Institutions, im Nachfolgenden “**Depository Institutions**” besitzt oder beherrscht.²²

(c) Einzelne Bestimmungskriterien

Bei der Beurteilung der Frage, ob sich ein Finanzdienstleistungsunternehmen zu einem Risiko für die finanzielle Stabilität der Volkswirtschaft Vereinigten Staaten entwickeln kann, werden folgende Punkte überprüft: (i) Grad der Unternehmensverschuldung, (ii) Grad der Verstrickung in Vorgänge, die sich nicht in der Unternehmensbilanz wieder

¹⁷ Im Original: “*predominantly engaged in financial activities*”; vgl. § 102(a)(4)(B) i.V.m. § 102(a)(6) Dodd-Frank Act.

¹⁸ Vgl. § 113 Dodd-Frank Act.

¹⁹ Nach § 4(k)(3) BHCA sind z.B. die folgenden Aktivitäten “*considered to be financial in nature: (A) Lending, exchanging, transferring, investing for others, or safeguarding money or securities. (B) Insuring, guaranteeing, or indemnifying against loss, harm, damage, illness, disability, or death, or providing and issuing annuities, and acting as principal, agent, or broker for purposes of the foregoing, in any State. (C) Providing financial, investment, or economic advisory services, including advising an investment company. ... (D) Issuing or selling instruments representing interests in pools of assets permissible for a bank to hold directly. (E) Underwriting, dealing in, or making a market in securities. (F) Engaging in any activity that the Board has determined, by order or regulation that is in effect on the date of the enactment of the Gramm-Leach-Bliley Act, to be so closely related to banking or managing or controlling banks as to be a proper incident thereto.*”

²⁰ “*Financial in nature*”.

²¹ Federal Deposit Insurance Corporation, im Nachfolgenden “**FDIC**”, eine den deutschen Einlagensicherungsfonds vergleichbare Gesellschaft.

²² Vgl. § 102(a)(6) Dodd-Frank Act.

finden, (iii) Art und Weise der wirtschaftlichen Betätigung des Unternehmens, (iv) Art und Weise, in der das Unternehmen bereits von einer oder mehreren Finanzaufsichtsbehörden beaufsichtigt wird, (v) inwieweit sich das Unternehmen kurzfristig finanziert und (vi) alle anderen risikorelevanten Faktoren, die vom Oversight Council für wesentlich erachtet werden.²³

Die vorstehenden Bestimmungskriterien werden weitestgehend auch auf ausländische Finanzdienstleistungsunternehmen angewandt.²⁴ Die *Board of Governors* der US Bundesbank kann im Auftrag des, oder nach Abstimmung mit dem, Oversight Council Kriterien entwickeln, nach denen einzelne Arten oder Gruppen von Finanzdienstleistungsunternehmen, die keine Banken sind, von den verschärften Überwachungsmaßstäben ausgenommen werden können.²⁵

2. Large Bank Holding Companies

Bankkonzerne, die über Aktiva von größer/gleich USD 50 Milliarden verfügen, müssen sich ebenfalls verschärften von der US Bundesbank festgelegten Überwachungsmaßstäben unterziehen.²⁶ Darüber hinaus können sich Large Bank Holding Companies, soweit sie TARP-Zuschüsse²⁷ empfangen haben, den verschärften Überwachungsmaßstäben des Dodd-Frank Act nicht in der Zukunft entziehen, indem sie ihre Bank-Töchter aus dem Konzern ausgliedern;²⁸ so genannte "*Hotel California*"-Regelung.²⁹

3. Einzelne Maßstäbe

Nach Title I, Subtitle C des Dodd-Frank Act soll die *Board of Governors* der US Bundesbank verschärfte Überwachungsmaßstäbe für Designated Companies und Large Bank Holding Companies festlegen.³⁰ Diese Maßstäbe müssen insbesondere schärfer sein, als solche, die üblicherweise an Finanzdienstleistungsunternehmen und Bankkonzerne angelegt werden, die kein Risiko für die finanzielle Stabilität der amerikanischen Volkswirtschaft darstellen.³¹ Abhängig vom Vorliegen der Bestimmungskriterien können sie auf Einzelfallbasis bzw. für einzelne Arten und Gruppen von Finanzdienstleistungsunternehmen bzw. Konzernen geschaffen werden.³² Die festzusetzenden Maßstäbe können unter anderem (i) risikoabhängige Eigenkapitalvorgaben, (ii) Vorgaben zur Art der Unternehmensfinanzierung und Verschuldungsobergrenzen, sowie (iii) Liquiditätsvorschriften, (iv) Risikobehandlungsvorschriften, (v) Notfallpläne, (vi) Pflichtberichte zur

²³ Vgl. § 113(a)(2) Dodd-Frank Act.

²⁴ Vgl. z.B. §§ 102(a)(4)(A) und (C), 112(d)(3)(C) und 113(b) Dodd-Frank Act.

²⁵ Vgl. § 112 Dodd-Frank Act.

²⁶ § 115 Dodd-Frank Act.

²⁷ D.h. Hilfe durch das "*Capital Purchase Program*", welches unter dem "*Troubled Asset Relief Program*" gewährt wurde, welches wiederum auf dem *Emergency Economic Stabilization Act* von 2008 beruht.

²⁸ § 117 Dodd-Frank Act.

²⁹ Nach dem gleichnamigen Lied der *Eagles* in dem es heißt: "*You can checkout any time you like, But you can never leave!*"

³⁰ § 165 Dodd-Frank Act.

³¹ § 165(a)(1)(A) und (B) Dodd-Frank Act.

³² § 165(a)(2)(A) Dodd-Frank Act.

Verschuldung, (vii) Verbote der Konzentration auf einzelne Geschäftsfelder und (viii) verbindliche Stresstests enthalten.³³

4. Zusätzliche Überwachungspflichten

(a) *Intermediate Holding Companies*

Designated Companies, die sowohl Bank- als auch anderes Geschäft betreiben, können, oder dürfen nach dem Dodd-Frank Act verpflichtet werden, ihre Finanzgeschäfte aus(zu)gliedern und in einer so genannten "*Intermediate Holding Company*" bündeln.³⁴ Nur die Intermediate Holding Company wird dann nach dem Dodd-Frank Act überwacht, während die von der Designated Company betriebenen Nicht-Finanzgeschäfte i.S.v. § 4(k) BHCA von der verschärften Aufsicht nach dem Dodd-Frank Act befreit sind.³⁵

(b) Erwerb von Bankaktien, die dem BHCA unterliegen

Designated Companies, die Bankaktien kaufen, werden ebenfalls § 3 BHCA unterworfen, als ob solche Unternehmen Bank Holding Gesellschaften wären.³⁶ Darüber hinaus müssen Designated Companies und Large Bank Holding Companies der US Bundesbank schriftlich Mitteilung machen, von einzelnen Ausnahmen abgesehen, wenn sie stimmberechtigte Anteile von Unternehmen kaufen wollen, die Finanzgeschäfte betreiben und über Aktiva von größer/gleich USD 10 Milliarden verfügen.³⁷

5. Verschärfte Eigenkapitalvorgaben und Risikobehandlungsvorschriften

(a) Mindestbestimmungen zum Eigenkapital

Nach dem so genannten "*Collins Amendment*"³⁸ müssen amerikanische Bankaufsichtsbehörden neue Mindestbestimmungen zum Eigenkapital für alle Depository Institutions, Bankkonzerne, zu denen Depository Institutions gehören, und Designated Companies erlassen.³⁹ Diese Mindestbestimmungen dürfen nicht schwächer sein, als die zur Zeit geltenden Bestimmungen für Depository Institutions.⁴⁰ Hintergrund dieser Regelung ist, dass große Banken und Bankkonzerne sowie Designated Companies mindestens den selben kapitalmarktrechtlichen Standards genügen sollen wie vermeintlich "kleine" Depository Institutions. Kleine Bankkonzerne,⁴¹ d.h. solche mit Aktiva von weniger als

³³ § 165(b)(1)(A)(i) bis (v) Dodd-Frank Act.

³⁴ § 113(c)(3)(A) Dodd-Frank Act.

³⁵ *Id.*

³⁶ § 163(a) Dodd-Frank Act.

³⁷ § 163(b) Dodd-Frank Act.

³⁸ Nach der am 13. Mai 2010 beschlossenen, von Senator Susan Collins vorgeschlagenen Ergänzung des Dodd-Frank Acts.

³⁹ § 171 Dodd-Frank Act.

⁴⁰ § 171(b) Dodd-Frank Act.

⁴¹ Sogenannte "*Small Bank Holding Companies*", die dem Small Bank Holding Company Statement der Board of Governors unterliegen.

USD 500 Millionen, Wertpapiere, die im Zusammenhang mit TARP-Zuschüssen begeben wurden,⁴² und sämtliche Federal Home Loan Banks⁴³ sind von der Anwendbarkeit von § 171 Dodd-Frank Act ausgenommen.⁴⁴ Eigenkapitalvorgaben sind an den Durchschnittswert des Kernkapitals anzuknüpfen;⁴⁵ damit soll vermieden werden, dass zu beaufsichtigende Unternehmen ihre Bilanzen mit so genannten “Repo 105” Geschäften kurzfristig schönen.⁴⁶

(b) *Trust Preferred Securities*

Derartige Wertpapiere entstammen komplizierten Konstruktionen, die es möglich machen, sie in der steuerrechtlichen Bewertung als Fremdkapital, bei der Bewertung durch Rating Agenturen jedoch als Eigenkapital erscheinen zu lassen; so genannte “Hybrid Capital Instruments”. Nach dem Collins Amendment sollte dieses Strukturierungsmodell für Trust Preferred Securities von Konzernen, die Depository Institutions beinhalten, und Designated Companies abgeschafft werden. Das Collins Amendment wurde jedoch in letzter Minute durch den *House-Senate* Einigungsausschuß abgeschwächt. Nach § 174(a) Dodd-Frank Act soll nunmehr der Comptroller General, der das US Government Accountability Office, im Nachfolgenden “GAO”, leitet, eine Studie durchführen, die sowohl die Nutzung von Trust Preferred Securities und anderen Hybrid Capital Instruments als auch ihre Auswirkung auf das Kernkapital analysieren soll.

6. “(Finanzmarkt-)Versorgungsunternehmen”

Title VIII des Dodd-Frank Acts⁴⁷ gewährt der US Bundesbank und dem Oversight Council, soweit es im Verbund mit der Securities and Exchange Commission, im Nachfolgenden “SEC”, oder Commodity Futures Trading Commission, im Nachfolgenden “CFTC”, handelt, weitreichende Befugnisse zur Neuregelung von (i) so genannten “Financial Market Utilities”,⁴⁸ die für den amerikanischen Finanzmarkt wichtig sind, und (ii) anderen (Finanzmarkt-)Versorgungsunternehmen, die keine Clearinghäuser sind, aber an der Abwicklung des amerikanischen Zahlungs- und Giroverkehr beteiligt sind.⁴⁹ Insbesondere können US Bundesbank und Oversight Council diesen Unternehmen neue Risiko-

⁴² Vgl. oben Fn. 27.

⁴³ 12 von der US Bundesregierung gegründete Banken, die den amerikanischen Bankensektor mit Darlehen für kleine und mittelständische Unternehmen sowie Hypothekenrefinanzierungen versorgen sollen. Vgl. <http://www.fhlnbanks.com/>.

⁴⁴ § 171(b)(5) Dodd-Frank Act.

⁴⁵ § 171(a)(1)(A) Dodd-Frank Act.

⁴⁶ “Repo 105” steht für kurzfristige quasi Kreditgeschäfte, meist zum Ende eines Berichtszeitraums, in denen eine Bank—oft nur für eine Woche—einem großen Industrieunternehmen ein ihr gehörendes Wertpapier verkaufte und dieses nach Ablauf der Woche unmittelbar wieder zurückkaufte. “Repo” steht daher für “repurchase” und “105” spiegelt die Besicherung des Industrieunternehmens wieder: Ein Wertpapier, das für 100 verkauft wurde, war in Wirklichkeit zum Verkaufszeitpunkt 105 wert. Während des Höhepunktes der “Repo 105” Geschäftsphase standen derartige Geschäfte i.H.v. USD 12 Billionen in den Büchern der Banken.

⁴⁷ Der unter der offiziellen Bezeichnung steht: “Payment, Clearing, and Settlement Supervision Act of 2010”.

⁴⁸ Wozu auch Clearinghäuser zählen.

⁴⁹ § 810 Dodd-Frank Act.

management-Vorschriften machen und werden darüber hinaus mit weitreichenden Untersuchungsrechten und Bewehrungsbefugnissen ausgestattet.⁵⁰ Financial Market Utilities dürfen im Gegenzug unter bestimmten Umständen einzelne Leistungen der US Bundesbank, wie z.B. besondere Darlehenskonditionen, in Anspruch nehmen.⁵¹

7. Geordnete Abwicklung

Im Hinblick auf *“too big to fail”* sieht der Title II des Dodd-Frank Act ein besonderes Abwicklungsverfahren vor, im Nachfolgenden *“Orderly Liquidation Regime”*.⁵² Das so genannte *“Orderly Liquidation Regime”* regelt die Abwicklung von Finanzunternehmen, die aufgrund ihrer Größe zu einem Risiko für die finanzielle Stabilität der Vereinigten Staaten werden können.⁵³ Es ist dem derzeitigen Abwicklungsverfahren nach dem Federal Deposit Insurance Act, im Nachfolgenden **“FDIA”**⁵⁴, nachgebildet und wird ebenfalls von der FDIC verwaltet.⁵⁵

Nach dem Dodd-Frank Act kann ein Finanzunternehmen nicht den sonst geltenden insolvenzrechtlichen Regeln unterworfen werden, sondern dem Orderly Liquidation Regime unterstellt werden, wenn der amerikanische Finanzminister, nach Rücksprache mit dem US Präsidenten, dies für notwendig hält.⁵⁶ Diese Unterstellung kann sowohl bei Drohen, als auch nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens erfolgen.⁵⁷ Nachdem ein Finanzunternehmen dem Orderly Liquidation Regime unterstellt wurde, muss das Verfahren innerhalb von drei Jahren abgewickelt werden;⁵⁸ das Verfahren kann nur zweimal jeweils um ein Jahr verlängert werden.⁵⁹ Obwohl das Orderly Liquidation Regime den Gebrauch von so genannten *“Bridge Financial Companies”* im Rahmen der Abwicklung erlaubt,⁶⁰ gibt es—im Gegensatz zum FDIA-Verfahren—keine Möglichkeit das betroffene Finanzunternehmen zu erhalten.⁶¹ Es muss vielmehr zerschlagen werden.⁶²

Die Rechte der FDIC als Verwalter nach dem Orderly Liquidation Regime sind denen nach dem FDIA ähnlich. Sie wurden allerdings erweitert, um die Nachteile, die bei einer Abwicklung nach dem FDIA gegenüber einem Insolvenzverfahren bestehen, abzustellen. Die FDIC muss ihre Rechte im Rahmen des Orderly Liquidation Regime so ausüben, dass (a) die finanzielle Stabilität der Vereinigten Staaten nicht weiter bedroht ist und (b) die Abwicklung keine Anreize zur Nachahmung schafft, indem (i) die

⁵⁰ *Id.* und §§ 807 bis 809 Dodd-Frank Act.

⁵¹ Vgl. § 806 Dodd-Frank Act.

⁵² § 202 Dodd-Frank Act.

⁵³ § 203 Dodd-Frank Act.

⁵⁴ Nach dem FDIA werden FDIC pflichtversicherte Depository Institutions von der FDIC abgewickelt, sollten solche Unternehmen in finanzielle Schieflagen geraten.

⁵⁵ Vgl. §§ 201 bis 217 Dodd-Frank Act.

⁵⁶ § 203(b) Dodd-Frank Act.

⁵⁷ § 202(c) und § 208(a) Dodd-Frank Act.

⁵⁸ § 202(d) Dodd-Frank Act.

⁵⁹ *Id.*

⁶⁰ § 210(a)(1)(F) Dodd-Frank Act.

⁶¹ Vgl. §§ 204 bis 206 Dodd-Frank Act.

⁶² *Id.*

Gläubiger und Eigentümer des Finanzunternehmens das Hauptrisiko des Unternehmens tragen, (ii) die Geschäftsleitung des Unternehmens ausgetauscht wird und (iii) die Verursacher der Abwicklung des Finanzunternehmens für den von ihnen verursachten Schaden in Anspruch genommen werden.⁶³

Schließlich wird ein Orderly Liquidation Fonds, der aber erst nach der Eröffnung eines Verfahrens nach dem Orderly Liquidation Regime mit Finanzmitteln ausgestattet werden soll, eingeführt.⁶⁴ Diese Finanzmittel stammen aus Sondersteuern, Krediten die durch das Finanzministerium zur Verfügung gestellt werden und Rückzahlungen an die FDIC, die im Zusammenhang mit der Abwicklung geleistet werden.⁶⁵ Sondersteuern werden z.B. erhoben von Geschäftspartnern des abzuwickelnden Unternehmens, die aufgrund des Orderly Liquidation Regime mehr erhalten, als ihnen in der Insolvenz des Finanzunternehmens zugestanden hätte.⁶⁶ Sondersteuern werden darüber hinaus erhoben von Designated Companies und Large Bank Holding Companies.⁶⁷ Dabei sollen die Sondersteuern in einer Weise erhoben werden, dass größere, risikoreich geführte Unternehmen einen größeren Beitrag leisten als kleinere konservativ geführte Unternehmen.⁶⁸

III. Reform des Bankaufsichtsrechts

1. Abschaffung des *Office of Thrift Supervision*

Ein Zweig der US Hypothekenbankenindustrie wurde bisher durch das Aufsichtsrecht zur Thrift Charter geregelt und das Office of Thrift Supervision überwacht. Während Title III des Dodd-Frank Act⁶⁹ das Aufsichtsrecht zur Thrift Charter unberührt läßt, schafft das Gesetz das Office of Thrift Supervision ab.⁷⁰ Ab 2011 wird die Aufsichtsbehörde durch das bestehende Office of the Comptroller of the Currency, im Nachfolgenden "**OCC**", die FDIC und die US Bundesbank ersetzt.⁷¹

2. Veränderungen im Rahmen der Deposit Insurance

Darüber hinaus verändert Subtitle C des Title III die Berechnung der Bemessungsgrundlage für die Erhebung von FDIC-Beiträgen.⁷² Grundsätzlich soll diese in Zukunft an den Durchschnittswert der Aktiva des versicherten Kreditinstituts geknüpft werden.⁷³

⁶³ D.h. gegen sie Schadensersatzansprüche bzw. Rückforderungen von Gehaltsforderungen und Boni geltend gemacht werden.

⁶⁴ § 210(n) Dodd-Frank Act.

⁶⁵ § 210(n)(2) Dodd-Frank Act mit weitergehenden Verweisen.

⁶⁶ § 210(n)(5) Dodd-Frank Act.

⁶⁷ § 210(o) Dodd-Frank Act.

⁶⁸ § 210(o)(1) Dodd-Frank Act.

⁶⁹ Der unter der offiziellen Bezeichnung steht: "Enhancing Financial Institution Safety and Soundness Act of 2010".

⁷⁰ Vgl. § 302 i.V.m. § 313 Dodd-Frank Act.

⁷¹ Vgl. § 311 Dodd-Frank Act.

⁷² §§ 331 bis 336 Dodd-Frank Act.

⁷³ § 331(b)(1) Dodd-Frank Act.

Von diesem Durchschnittswert darf das durchschnittliche Eigenkapital während des Bewertungszeitraums abgezogen werden.⁷⁴ Außerdem können zusätzliche Beträge in Ansatz gebracht werden, wenn es sich bei dem Kreditinstitut um eine so genannte “*Custodial Bank*” oder “*Banker’s Bank*” handelt.⁷⁵

Schließlich gibt der Dodd-Frank Act der FDIC die Möglichkeit, größere Reserven aufzubauen. So müssen es in Zukunft mindestens 1,15% der versicherten Sparguthaben sein.⁷⁶ Und die FDIC versicherte Höchstsumme von Sparguthaben wird von USD 100.000 auf USD 250.000 angehoben.⁷⁷

3. Notkredite und *Liquidity Events*

Title XI des Dodd-Frank Act verpflichtet die US Bundesbank, eine Verordnung nach § 13 Abs. 3 des Federal Reserve Act zu schaffen, die das Verfahren im Zusammenhang mit Notkrediten regelt.⁷⁸ Dabei verlangt das Gesetz, dass Notkredite nur im Zusammenhang mit Liquiditätsengpässen und nicht im Zusammenhang mit gewöhnlichen Insolvenzen vergeben werden.⁷⁹ Dies soll durch ausreichende Sicherheitsleistungen der Darlehensnehmer sichergestellt werden.⁸⁰ Weiteres Mittel zur Sicherstellung des Gesetzeszwecks ist die Herstellung größerer Öffentlichkeit.⁸¹ Dazu zählen z.B. regelmäßige Berichte, die die US Bundesbank gegenüber dem US Congress abzuliefern hat,⁸² und die Möglichkeit des GAO, derartige Kredite im Rahmen eines Audit zu prüfen.⁸³

Title XI des Dodd-Frank Act verpflichtet außerdem die FDIC, ein Programm und Verfahren einzurichten, nach denen die Verbindlichkeiten von solventen versicherten Kreditinstituten versichert werden.⁸⁴ Die FDIC soll Garantien gewähren, wenn ein so genannter “*Liquidity Event*” eintritt.⁸⁵ Dabei ist der Betrag, den die FDIC garantieren darf, begrenzt.⁸⁶

⁷⁴ § 331(b)(2)(A) Dodd-Frank Act.

⁷⁵ § 331(b)(2)(B) Dodd-Frank Act.

⁷⁶ § 334(a) Dodd-Frank Act.

⁷⁷ § 335 Dodd-Frank Act.

⁷⁸ § 1101 Dodd-Frank Act.

⁷⁹ “*Such policies and procedures shall be designated to ensure that any emergency lending program or facility is for the purpose of providing liquidity to the financial system, and not to aid a failing financial company ...*”; § 1101(a)(6) Dodd-Frank Act.

⁸⁰ § 1101(a)(6) Dodd-Frank Act.

⁸¹ § 1103 Dodd-Frank Act.

⁸² § 1101(a)(6) Dodd-Frank Act.

⁸³ § 1102 Dodd-Frank Act.

⁸⁴ § 1105 Dodd-Frank Act.

⁸⁵ § 1104 i.V.m. § 1105 Dodd-Frank Act.

⁸⁶ § 1105(c) Dodd-Frank Act.

4. Erweiterung des Aufsichtsrechtlichen Focus

Title III des Dodd-Frank Act enthält mehrere Bestimmungen, die das Augenmerk der Verwaltung auf Gerechtigkeit und Gleichheit legen sollen.⁸⁷ Solche Bestimmungen veranlassen z.B. das OCC darauf zu achten, dass die von ihm beaufsichtigten Finanzdienstleistungsunternehmen seinen Kunden “*fair access to financial services*” gewähren und ein “*fair treatment of customers*” sicherstellen.⁸⁸ Bei Verstößen soll die US Bundesbank Bußgelder verhängen dürfen.⁸⁹ Darüber hinaus soll jede US Bankenaufsichtsbehörde ein so genanntes “*Office of Minority and Women Inclusion*” einrichten.⁹⁰ Dieses soll für alle Angelegenheiten im Zusammenhang mit Minderheiten und Frauen zuständig sein und für deren Gleichstellung sorgen.⁹¹ Insbesondere sollen Unternehmen, die mit den Behörden zusammenarbeiten und von Minderheiten und/oder Frauen gegründet und/oder geführt werden, bei sonst gleichen Umständen, bevorzugt werden.⁹²

5. Eigenkapitalvorgaben und “Kraftquellen-Doktrin”

Title VI des Dodd-Frank Act⁹³ stellt klar, dass die Bankaufsichtsbehörden gegenüber Holdinggesellschaften von Banken und Sparkassen Verordnungskompetenz haben und Eigenkapitalvorgaben machen dürfen.⁹⁴ Solche Vorgaben sollen, wie die für Depository Institutions, antizyklisch gestaltet werden.⁹⁵

Alle Holdinggesellschaften von Depository Institutions unterliegen der “Kraftquellen-Doktrin”.⁹⁶ Sollte jedoch die Holdinggesellschaft selber kein Bank- oder Sparkassenkonzern sein, so kann diese dazu verpflichtet werden eine Erklärung abzugeben, aus der hervorgeht, ob sie im Bedarfsfalle wie eine Bankholdinggesellschaft die Mittel hat, als Kraftquelle zu dienen.⁹⁷

6. Die Volcker⁹⁸ Regel

Darüber hinaus gibt Title VI des Dodd-Frank Act vor, dass die Bankaufsichtsbehörden gemeinsam per Verordnung den Eigenhandel oder sonstige Formen der Investition in

⁸⁷ Vgl. grundsätzlich § 301 Dodd-Frank Act.

⁸⁸ § 314(a) Dodd-Frank Act.

⁸⁹ § 318(c) Dodd-Frank Act.

⁹⁰ § 342 Dodd-Frank Act.

⁹¹ § 342(a)(1)(A) Dodd-Frank Act.

⁹² § 342(c)(1)(A) Dodd-Frank Act.

⁹³ Der unter der offiziellen Bezeichnung steht: “Bank and Savings Association Holding Company and Depository Institution Regulatory Improvements Act of 2010”.

⁹⁴ § 606 Dodd-Frank Act.

⁹⁵ § 616(a)(2) Dodd-Frank Act.

⁹⁶ Im Original: “*Source of strength doctrine*”. Nach der Kraftquellen-Doktrin erhalten Banktochtergesellschaften eher Finanzspritzen, nämlich von ihren Bankmuttergesellschaften, als alleinstehende Banken. Der Bankkonzern dient gleichsam als Kraftquelle. Vgl. § 616(d) Dodd-Frank Act.

⁹⁷ § 616(d) Dodd-Frank Act.

⁹⁸ Benannt nach Paul A. Volker, Chairman of the Economic Recovery Advisory Board, Former Chairman of the Federal Reserve.

Hedge Fonds oder Private Equity Fonds durch "Banking Entities" verbieten sollen.⁹⁹ Banking Entities sind (a) Depository Institutions, (b) Unternehmen die Depository Institutions beherrschen, (c) Unternehmen, die wie Bank Holding Companies behandelt werden, und (d) alle Tochtergesellschaften der vorgenannten Unternehmen.¹⁰⁰ Die Volker Regel hat zahlreiche Ausnahmen, z.B. wenn die Banking Entity Hedge-Geschäfte zur Risikominderung ihres Anlageportfolios vornimmt oder entsprechende Anteile im Namen und auf Rechnung ihrer Kunden kauft. Die Bankaufsichtsbehörden sollen dann zusätzliche Eigenkapitalvorgaben machen bzw. quantitative Grenzen für solche Geschäfte vorschreiben.¹⁰¹

Auch darf eine Banking Entity weiterhin Hedge Fonds oder Private Equity Fonds gründen, wenn innerhalb von einem Jahr nach Gründung des entsprechenden Fonds ihre eigene Beteiligung an dem Fonds auf kleiner/gleich 3% der Anteile an dem Fond zurückgeführt werden und die Beteiligung an dem Fonds für die Banking Entity unwesentlich ist.¹⁰² Die US Bundesbank darf die vorgenannte Jahresfrist zweimal um jeweils ein Jahr verlängern.¹⁰³

Banking Entities müssen ihre nunmehr verbotenen Investitionen und/oder Verbindungen innerhalb von zwei Jahren nach Inkrafttreten der Volker Regel verkaufen und/oder beenden.¹⁰⁴ Gibt die Banking Entity ihren Banking-Status auf und wird zu einem non-bank Finanzdienstleistungsunternehmen, das aber weiterhin der Aufsicht durch die US Bundesbank nach Title I des Dodd-Frank Act unterliegt, beträgt die Frist ebenfalls zwei Jahre, kann aber dreimal um jeweils ein Jahr verlängert werden.¹⁰⁵ Eine zusätzliche Verlängerung für insgesamt fünf Jahre kann die US Bundesbank in Ausnahmefällen gewähren, falls die Banking Entity vor dem 1. Mai 2010 gegenüber einem illiquiden Fonds einer vertraglichen Verpflichtung unterlag.¹⁰⁶ Die Aufsichtsbehörden sollen Bestimmungen erlassen, die gesonderte Eigenkapitalvorgaben während der Veräußerungsperiode machen und das Verhalten der Banking Entities, die Hedge Fonds oder Private Equity Fonds gründen, regeln.¹⁰⁷

Zu beachten ist, dass die Volker Regel nur auf Banking Entities anwendbar ist. Die US Bundesbank ist jedoch verpflichtet, eine Verordnung zu erlassen, nach der Designated Companies und Large Bank Holding Companies ebenfalls der Eigenhandel mit oder

⁹⁹ § 619 Dodd-Frank Act.

¹⁰⁰ Wie zum Beispiel Broker-Dealer, Fonds-Manager und deren Tochtergesellschaften. "Brokers" sind Unternehmen, die Wertpapiere für bzw. auf Rechnung ihrer Kunden kaufen oder verkaufen. "Dealers" sind Unternehmen die Wertpapiere für sich selber bzw. auf eigene Rechnung kaufen oder verkaufen. Zu den bekanntesten amerikanischen Broker-Dealer Unternehmen zählen: Morgan Stanley, Merrill Lynch, Smith Barney, Charles Schwab und Raymond James.

¹⁰¹ Vgl. § 619 Dodd-Frank Act.

¹⁰² Merke jedoch, dass eine Banking Entity nicht mehr als 3% ihres Kernkapitals in derartigen Fonds anlegen darf. *Id.*

¹⁰³ Vgl. § 619 Dodd-Frank Act.

¹⁰⁴ Zwei Jahren nach Inkrafttreten der Volker Regel bedeutet entweder 12 Monate nach erlaß der endgültigen Verordnung oder 24 Monate nach Inkrafttreten des Dodd-Frank Act. *Id.*

¹⁰⁵ Vgl. § 619 Dodd-Frank Act.

¹⁰⁶ *Id.*

¹⁰⁷ *Id.*

sonstige Formen der Investition in Hedge Fonds oder Private Equity Fonds verboten wird.¹⁰⁸

7. Begrenzung von M&A Aktivitäten

Nach Title VI des Dodd-Frank Act sind M&A Aktivitäten von Depository Institutions verboten, soweit sie zu einer Konzentration von 10% aller amerikanischen Sparguthaben in einem Unternehmen bzw. Konzern führen.¹⁰⁹ Darüber hinaus sind M&A Aktivitäten von Finanzdienstleistungsunternehmen verboten, soweit das dabei entstehende Unternehmen¹¹⁰ größer/gleich 10% aller Verbindlichkeiten aller amerikanischen Finanzdienstleistungsunternehmen enthalten würde.¹¹¹ Zu Finanzdienstleistungsunternehmen im Sinne dieser Vorschrift zählen (a) Depository Institutions, (b) Unternehmen, die diese beherrschen, (c) Designated Companies und (d) Large Bank Holding Companies.¹¹²

IV. Wiederaufnahme der Aufsicht über Derivat-Geschäfte

Title VII des Dodd-Frank Act¹¹³ ist der Versuch, den amerikanischen Derivate-Markt neu zu regulieren, der seit dem Commodity Futures Modernization Act von 2000 als so genannter "*over-the-counter market*", im Nachfolgenden "**OTC**", der Aufsicht durch die CFTC und SEC entzogen war. Herzstück des Title VII ist die Verpflichtung von mit OTC-Derivaten Handelnden, ihre Geschäfte über beaufsichtigte Börsen abzuschließen und mit Hilfe von offiziellen Clearinghäuser abzuwickeln.¹¹⁴ Darüber hinaus werden in Zukunft Derivate-Händler und Finanzdienstleistungsunternehmen, die in wesentlicher Art und Weise am Derivate-Geschäft teilnehmen, beaufsichtigt.¹¹⁵ Die meisten OTC Derivate dürfen nur noch begrenzt unter Verwendung von Darlehen gekauft werden und die meisten Unternehmen, die Derivate in ihrem Portfolio haben, müssen für diese entsprechende Rückstellungen bilden.¹¹⁶ Der Commodity Futures Modernization Act von 2000 wird damit so gut wie vollständig rückgängig gemacht; so gut wie alle OTC-Derivate stehen in Zukunft wieder unter Aufsicht. Dabei teilen sich die CFTC und SEC die Aufsicht über das Derivate-Geschäft:¹¹⁷ Während die CFTC alle Swaps beaufsichtigen wird, die nicht an Wertpapiere geknüpft sind, wird die SEC alle Swaps beaufsichtigen, denen Wertpapiere zu Grunde liegen.¹¹⁸ Unternehmen, die beide Arten von

¹⁰⁸

Id.

¹⁰⁹

§ 622 Dodd-Frank Act.

¹¹⁰

Bzw. der dabei entstehende Konzern.

¹¹¹

§ 622 Dodd-Frank Act.

¹¹²

Id.

¹¹³

Der unter der offiziellen Bezeichnung steht: "Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010".

¹¹⁴

§ 725 Dodd-Frank Act.

¹¹⁵

Id.

¹¹⁶

Id.

¹¹⁷

Vgl. z.B. § 712 oder § 717 Dodd-Frank Act.

¹¹⁸

Herzstück des amerikanischen Wertpapierrechts ist § 5 des Securities Act von 1933, im Nachfolgenden der "Securities Act". Danach muß jedes Wertpapier, das in den USA verkauft wird, zuvor mittels eines "Registration Statement" bei der SEC angemeldet sein und von einem Verkaufsprospekt begleitet werden, es sei denn es kommt ein Ausnahmetatbestand des Securities Act in Frage. § 2(a)(1) Securities Act und § 3(a)(10) des Securities Exchange Act von

Derivaten in ihrem Portfolio haben, werden daher von zwei verschiedenen Aufsichtsämtern überwacht. Zu beachten ist außerdem, dass die neuen Swap-Regeln sich auf Auslandssachverhalte auswirken können.¹¹⁹

1. Börsenhandelspflicht mit offiziellen Clearinghäuser

Die zentrale Vorgabe des Title VII des Dodd-Frank Act ist die Verpflichtung von mit OTC-Derivaten Handelnden, ihre Geschäfte über beaufsichtigte Börsen mit offiziellen Clearinghäuser abzuwickeln. Dabei schafft Title VII keine neue Klasse von Swap Clearinghäusern; vielmehr wird die Kompetenz bereits bestehender Derivative Clearing Organizations, im Nachfolgenden “DCOs”, für alle Arten von Swaps erweitert.¹²⁰ In diesem Zusammenhang wird das Regelwerk der bestehenden Clearinghäuser für diese zusätzlichen Transaktionen erweitert. Die Clearinghäuser müssen den Swap-Aufsichtsbehörden die von ihnen abzuwickelnden Transaktionen vorlegen, bevor sie diese annehmen dürfen. Im Gegenzug müssen CFTC und SEC festlegen, welche Arten von Swaps zentral abzuwickeln sind. Swaps, die vor dem Inkrafttreten des Dodd-Frank Act abgeschlossen wurden, brauchen nicht über ein Clearinghaus abgewickelt werden.¹²¹

Es steht den Vertragspartnern bestehender Swaps jedoch frei, ihre Transaktionen in Clearinghäuser zu überführen, sofern diese damit einverstanden sind. Darüber hinaus müssen Swaps, die über ein Clearinghaus abzuwickeln sind, über eine Börse abgeschlossen werden. Zu diesem Zweck können neue Börsen gegründet werden, die dann als “Swap Execution Facility” oder “Security-based Swap Execution Facility” bezeichnet werden.¹²²

2. Ausnahmen zur Börsenhandelspflicht

So genannte Endverbraucher unterfallen nicht der Börsenhandelspflicht mit offiziellen Clearinghäuser, wenn sie (a) kein “Finanzdienstleistungsunternehmen” sind, (b) den Swap als Hedge-Geschäft zur Risikominderung im Rahmen ihres Betriebs vornehmen und (c) der zuständigen Aufsichtsbehörde mitteilen, wie sie üblicherweise ihre aus Swapgeschäften entstehenden Verbindlichkeiten bedienen. Dabei zählen zu “Finanzdienstleistungsunternehmen” im Sinne von Title VII Derivate-Händler und andere Unternehmen, die sich mit Derivate-Geschäften beschäftigen, sowie Commodity Pools,

1934, im Nachfolgenden “Exchange Act”, definieren den Begriff “Wertpapier”. Diese Definition wurde über die Jahre durch die Rechtsprechung ausgelegt; vgl. z.B. *SEC v. C.M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943); *SEC v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946); *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332 (1967); *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975); *International Brotherhood of Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979); *Marine Bank v. Weaver*, 455 U.S. 551 (1982); *Landreth Timber Co. v. Landreth*, 471 U.S. 681 (1985); *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990); *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389 (2004).

¹¹⁹ Vgl. § 721 Dodd-Frank Act.

¹²⁰ *Id.*

¹²¹ Vgl. §§ 711 bis 774 Dodd-Frank Act.

¹²² *Id.*

Warentermin- und andere Fonds, Pensionskassen, sowie weitere Unternehmen, die sich mit Finanzdienstleistungen beschäftigen.¹²³

3. Lincoln Vorschrift

§ 716 wurde auf Antrag von Senatorin Blanche Lincoln¹²⁴ in den Dodd-Frank Act aufgenommen. Die Vorschrift verbietet Depository Institutions und anderen Finanzdienstleistungsunternehmen, die in irgendeiner Form staatliche Hilfe erfahren, mit OTC-Derivaten zu handeln. Betroffene Unternehmen haben eine Übergangszeit von zwei Jahren, um sich von ihrem OTC-Derivate Handel zu trennen.

4. Beaufsichtigung von Marktteilnehmern

Darüber hinaus werden in Zukunft Derivate-Händler und Finanzdienstleistungsunternehmen, die in wesentlicher Art und Weise am Derivate-Geschäft teilnehmen, beaufsichtigt. Dabei haben sie in Zukunft eine Reihe neuer Verordnungsvorschriften zu beachten. Sie müssen sich z.B. (a) zum Handel zulassen lassen, (b) haben bestimmte Dokumente aufzubewahren, (c) müssen sich bestimmten Wohlverhaltensregeln unterwerfen, (d) haben gegenüber ihren Aufsichtsbehörden bestimmte Auskunftspflichten, (e) müssen bestimmte Eigenkapitalvorgaben einhalten, (f) dürfen die meisten OTC Derivate nur noch begrenzt unter der Verwendung von Darlehen kaufen und (g) müssen sich von ihren Aufsichtsbehörden prüfen lassen. Die dies regelnde Verordnung wird von CFTC und SEC gemeinsam entlassen; dabei haben die Behörden großen Gestaltungsspielraum. Insbesondere steht den Behörden frei, neue selbständige Klassen von Marktteilnehmern zu schaffen, die sich nicht am geltenden Recht orientieren.¹²⁵ Bereits beaufsichtigte Unternehmen müssen daher, soweit sie in Zukunft weiter am OTC-Derivate Handel teilnehmen dürfen, mit zusätzlicher Aufsicht rechnen.

5. Margin and Capital Requirements and Bankruptcy Treatment

Schließlich verlangt Title VII des Dodd-Frank Acts, dass jedes Unternehmen, das Sicherheitsleistungen im Zusammenhang mit Swap-Geschäften erhält, sich als Futures Commission Merchant, Swap Dealer oder Broker-Dealer¹²⁶ zulassen läßt. Und sicherheitsübereignete Gegenstände müssen auf ein Anderkonto übertragen werden.¹²⁷ Sollte ein Futures Commission Merchant, Swap Dealer oder Broker-Dealer daher insolvent werden, werden Gläubiger aus einem abgewickelten Swap bevorzugt befriedigt.¹²⁸

¹²³

Id.

¹²⁴

Democrat, Arkansas, die Vorsitzende des Landwirtschaftsausschuß im Senat ist.

¹²⁵

Vgl. §§ 711 bis 774 Dodd-Frank Act.

¹²⁶

Vgl. vorstehend Fn. 100.

¹²⁷

§ 763 Dodd-Frank Act.

¹²⁸

Insbesondere bestand in der Vergangenheit Unklarheit darüber, ob ein Swap ein "Commodity Contract" i.S.v. § 761 des Bankruptcy Code of 1978 war. Diese ist nunmehr beseitigt.

V. Änderungen im Kapitalmarktrecht

1. Treuepflichten und *Mandatory Pre-dispute Arbitration Agreements*

Title IX des Dodd-Frank Act steht unter der offiziellen Bezeichnung: Gesetz zum Schutz von Investoren und Wertpapierreformgesetz von 2010.¹²⁹ Sein Ziel ist daher, den Schutz von Kleinanlegern zu verbreitern und der SEC erweiterte Aufsichtskompetenzen über Broker-Dealer und Anlageberater zu geben.¹³⁰ Nach Durchführung einer Machbarkeitsstudie soll die SEC insbesondere Broker-Dealern, die Kleinanleger individuell zu deren Anlagemöglichkeiten beraten, Treuepflichten auferlegen.¹³¹ Pflichtschlichtungsverhandlungen, wie sie die meisten AGB von Broker-Dealern bzw. Anlageberatern vorsehen, sollen eingeschränkt werden dürfen, da diese sich meist zum Nachteil des Kleinanlegers auswirken.¹³²

2. Bürgernähe der SEC und *Whistleblower*

Die SEC soll bürgernäher werden, indem drei neue Abteilungen innerhalb der Behörde geschaffen werden: Ein so genanntes "*Investor Advisory Committee*",¹³³ ein so genanntes "*Office of Investor Advocate*"¹³⁴ und ein Ombudsmann.¹³⁵ Die neuen Abteilungen sollen insbesondere helfen, Kleinanleger besser zu schützen und diesen in Streitfällen zur Seite stehen. Darüber hinaus dehnt Title IX des Dodd-Frank Act die bisherigen Whistleblower-Regeln aus.¹³⁶ Insbesondere sollen Anreize zur Verfügungstellung von Informationen geschaffen werden, die zur erfolgreichen Verfolgung von Verstößen gegen das Wertpapieraufsichtsrecht führen.¹³⁷

3. Verordnungsermächtigung hinsichtlich weiterer Transparenzpflichten von Emittenten

Title IX erweitert die Verordnungsermächtigung der SEC nach dem Exchange Act. Er stellt klar, dass die SEC von Broker-Dealern die Zurverfügungstellung bestimmter Unterlagen und Informationen gegenüber Kleinanlegern verlangen kann, bevor diese ihre Investment- oder Entscheidung hinsichtlich der Inanspruchnahme einer Finanzdienstleistung treffen.¹³⁸

¹²⁹ Im Original: "*Investor Protection and Securities Reform Act of 2010*"; § 901 Dodd-Frank Act.

¹³⁰ Vgl. § 911 Dodd-Frank Act.

¹³¹ § 913 Dodd-Frank Act.

¹³² § 921 Dodd-Frank Act.

¹³³ § 911 Dodd-Frank Act.

¹³⁴ § 915 Dodd-Frank Act.

¹³⁵ § 919D Dodd-Frank Act.

¹³⁶ § 922 Dodd-Frank Act.

¹³⁷ Vgl. § 922 Dodd-Frank Act.

¹³⁸ § 919 Dodd-Frank Act.

4. Anstiftung und Beihilfe

Außerdem erweitert Title IX die Fähigkeit der SEC im Rahmen der zivil- und strafrechtlichen Verfolgung von Teilnehmern an Kapitalmarktdelikten nach dem Securities Act, Exchange Act, Investment Company Act von 1940, im Nachfolgenden "**Investment Company Act**" und Investment Advisers Act von 1940, im Nachfolgenden "**Advisers Act**".¹³⁹ Der Comptroller General soll zeitnah eine Studie durchführen, inwieweit sich diese zusätzlichen Verfolgungsmöglichkeiten auf die Disziplin im Kapitalmarkt auswirken.¹⁴⁰

5. Credit Rating Agenturen

Die SEC soll so genannten "*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*", im Nachfolgenden "**NRSROs**", besser überwachen.¹⁴¹ Dazu wird im Rahmen der SEC eine weitere Abteilung eingerichtet, das so genannte "*Office of Credit Ratings*".¹⁴² Diese Abteilung soll Verordnungen, die NRSROs betreffen, umsetzen und die einzelnen NRSROs jährlich prüfen.¹⁴³ NRSROs sollen zukünftig detailliertere Informationen hinsichtlich der von ihnen vergebenen Ratings und Ratingkriterien offen legen.¹⁴⁴ Außerdem führt der Dodd-Frank Act die Dritthaftung von NRSROs ein, soweit diese die Wertehaltigkeit von Wertpapieren oder Vermögenslage von Unternehmen falsch darstellen. Securities Act Rule 436(g) wird abgeschafft.¹⁴⁵ D.h., NRSROs werden ersatzpflichtig, soweit (a) Registration Statement oder Verkaufsprospekt falsch oder unvollständig sind und (i) die entsprechende NRSRO Teile des Registration Statements oder Verkaufsprospekts mit vorbereitet oder geprüft hat bzw. (ii) im Registration Statement oder Verkaufsprospekt ein Bericht oder eine Bewertung zitiert wird, den die entsprechende NRSRO vorbereitet oder geprüft hat, und (b) die NRSRO ihrer namentlichen Nennung im Registration Statement oder Verkaufsprospekt zugestimmt hat. Darüber hinaus muss die SEC eine Studie zum Creditratingprozeß im Rahmen des Verbriefungsprozeß von Asset Backed Securities durchführen;¹⁴⁶ dabei sollen insbesondere Interessenkollisionen berücksichtigt werden, die dadurch entstehen, dass entweder Emittent oder Anleger entsprechende Ratingstudien bezahlen.¹⁴⁷

6. Leitung der SEC

Die Leitung der SEC soll besser überwacht werden. Zum einen soll die SEC regelmäßige ausführliche Berichte gegenüber dem US Congress abliefern.¹⁴⁸ Zum

¹³⁹ § 929M ff. Dodd-Frank Act.
¹⁴⁰ § 929Z Dodd-Frank Act.
¹⁴¹ Vgl. § 931 Dodd-Frank Act.
¹⁴² § 932 Dodd-Frank Act.
¹⁴³ *Id.*
¹⁴⁴ *Id.*
¹⁴⁵ § 939G Dodd-Frank Act.
¹⁴⁶ § 939F Dodd-Frank Act.
¹⁴⁷ *Id.*
¹⁴⁸ § 963(a)(1) Dodd-Frank Act.

anderen muss sie sich regelmäßigen Prüfungen durch den Comptroller General unterziehen.¹⁴⁹

7. Abschwächung von § 404

Nach § 404(a) des Sarbanes-Oxley Act von 2002, im Nachfolgenden “**SOX**”, müssen nach dem Exchange Act berichtspflichtige Unternehmen Internal Control Reports vornehmen, die bestätigen, dass die Unternehmensführung die Wirksamkeit des internen Kontrollsystems und betrieblichen Rechnungswesens festgestellt und für ausreichend befunden hat. Nach § 404(b) SOX hat der Abschlußprüfer eines solchen Unternehmens sowohl dessen Kontrollsystem und Rechnungswesen, als auch die Bestätigung der Wirksamkeit durch die Unternehmensführung zu beurteilen. Title IX des Dodd-Frank Act schafft nunmehr Erleichterung für so genannte “*Non-accelerated Filers*”:¹⁵⁰ Unternehmen, deren sich im Streubesitz befindender Börsenwert kleiner ist als USD 75 Millionen,¹⁵¹ sind in Zukunft von der Prüfungspflicht nach § 404(b) SOX ausgenommen.¹⁵² Sie werden daher nicht mehr der Beurteilung ihres Kontrollsystems und Rechnungswesens sowie der Bestätigung durch die Unternehmensführung durch ihren Abschlußprüfer ausgesetzt und sparen die damit verbundenen Kosten.

VI. Corporate Governance and Managementvergütung

Die Neureglungen durch den Dodd-Frank Act zur Corporate Governance und Managementvergütung gelten grundsätzlich für alle Emittenten von börsennotierten Wertpapieren—unabhängig in welchem Industriezweig sie tätig sind.

1. Board of Director Wahl

Title IX des Dodd-Frank Act stellt klar, dass die SEC zum Erlass einer Verordnung berechtigt ist, die die Wahl der *Board of Directors* durch die Aktionäre regelt.¹⁵³ Üblicherweise geschieht dies in den USA durch die Zusendung bestimmter Unternehmensinformationen, verbunden mit Stimmrechtskarten, die die Stimmabgabe im Rahmen der Hauptversammlung regeln; so genannte “*Proxy Statements*” gem. § 14(a) Exchange Act, die bei der SEC auf Schedule 14A eingereicht und außerdem an die Aktionäre versandt werden.¹⁵⁴

¹⁴⁹ § 963(a)(1) und dann § 962 Dodd-Frank Act.

¹⁵⁰ § 989G Dodd-Frank Act.

¹⁵¹ *Accelerated Filers* sind Emittenten von börsennotierten Wertpapieren, deren—neben anderen Voraussetzungen—sich im Streubesitz befindender Börsenwert größer/gleich USD 75 Millionen ist; vgl. Exchange Act Rule 12b-2.

¹⁵² § 989G Dodd-Frank Act.

¹⁵³ § 971 Dodd-Frank Act.

¹⁵⁴ Üblicherweise enthalten Stimmrechtskarten im Rahmen von Proxy Statements nicht viel mehr als (1) die Namen der für die Board of Directors Vorgeschlagenen, (2) den Namen des für das nächste Geschäftsjahr zu bestellenden Abschlußprüfer und (3) die Ermächtigung des Bevollmächtigten sonstige Angelegenheiten, die vor die Hauptversammlung gebracht werden (das sind in der Regel keine), nach seinem Ermessen zu entscheiden.

Sollte ein Aktionär keine Stimmrechtskarte einsenden, darf der Broker, in dessen Depot die Aktien verwaltet werden, für den Aktionär jedenfalls nicht im Rahmen der Wahl der Mitglieder der *Board of Directors*, des nachfolgend beschriebenen unverbindlichen Say-on-Pay Beschluss und allen von der SEC für sonst wesentlichen erachteten Punkte abstimmen.¹⁵⁵

2. **Say-on-Pay**

Die Hauptversammlung eines börsennotierten Unternehmens soll wenigstens alle drei Jahre die Vergütung des Topmanagements unverbindlich beschließen;¹⁵⁶ so genanntes "Say-on-Pay". Alle sechs Jahre soll sie beschließen, ob sie solche Beschlüsse jährlich, alle zwei oder alle drei Jahre vornehmen will.¹⁵⁷ Dabei soll nicht nur über die unmittelbare Vergütung des Topmanagements abgestimmt werden, auch mögliche "golden Hand-Shakes" im Falle der Übernahme des Unternehmens durch ein anderes Unternehmen sollen unverbindlich von der Hauptversammlung beschlossen werden.¹⁵⁸

3. **Vergütungsausschuß und Vergütungsberater**

Der von der *Board of Directors* gebildete Vergütungsausschuß muss unabhängig sein.¹⁵⁹ Bei der Prüfung, ob dies tatsächlich der Fall ist, wird die SEC heranziehen, wie viel Vergütung und Auslagenersatz bzw. andere Gebühren, Honorare und sonstige Gelder den Mitgliedern des Vergütungsausschuß gezahlt wird und wie das jeweilige Mitglied mit dem Unternehmen verbunden ist.¹⁶⁰ Des Weiteren müssen Vergütungsausschüsse genau prüfen, ob von ihnen beauftragte Berater ebenfalls unabhängig sind. Dabei zu berücksichtigende Faktoren sind (a) die generellen Auswahlkriterien des Beraters, (b) die Frage, ob der Berater das Unternehmen auch in anderen Angelegenheiten berät, (c) die Frage, für wie viel Umsatz des Beraters das Unternehmen verantwortlich ist, (d) die weiteren Verbindungen, die zum Berater bestehen, wie z.B. Verwandtschaft, Überkreuzbesitz o.ä.¹⁶¹

4. **Vergütungsregeln bestimmter Finanzdienstleistungsunternehmen**

Die Aufsichtsbehörden von Finanzdienstleistungsunternehmen, die über Aktiva von größer/gleich USD 1 Milliarde verfügen,¹⁶² müssen gemeinsam neue Regeln schaffen, die die Übernahme von unangemessenen Risiken durch Angestellte, Mitglieder der *Board of Directors* oder Großaktionären verhindern soll.¹⁶³ Insbesondere sollen unmäßige Bezahlung, unmäßige Boni und unmäßige Abfindungen verboten werden, die

¹⁵⁵ § 957 Dodd-Frank Act.

¹⁵⁶ § 951 Dodd-Frank Act.

¹⁵⁷ *Id.*

¹⁵⁸ *Id.*

¹⁵⁹ § 952 Dodd-Frank Act.

¹⁶⁰ *Id.*

¹⁶¹ *Id.*

¹⁶² § 956(f) Dodd-Frank Act.

¹⁶³ Vgl. § 956 Dodd-Frank Act.

zu wesentlichen Verlusten des Unternehmens führen können.¹⁶⁴ Um die Einhaltung dieser Regeln zu überwachen, müssen derartige Finanzdienstleistungsunternehmen die Grundsätze ihrer leistungsbezogenen Vergütung den Aufsichtsbehörden mitteilen.¹⁶⁵

5. Erweiterte Transparenzpflichten hinsichtlich ihres Management

Die Unternehmensinformationen, die im Rahmen eines Proxy Statements zur Managementvergütung mitgeteilt werden müssen, sind zu erweitern um (a) eine Darstellung der Korrelation von Bezahlung des Topmanagement und Entwicklung des Unternehmens,¹⁶⁶ (b) das durchschnittliche Jahresgehalt aller Angestellten des Unternehmens, ausschließlich des *Chief Executive Officers*, (c) das effektive Jahresgehalt des *Chief Executive Officers* und (d) den Quotient in dem das durchschnittliche Jahresgehalt aller Angestellten des Unternehmens zum effektiven Jahresgehalt des *Chief Executive Officers* steht.¹⁶⁷

Daneben soll das Unternehmen in Zukunft ausführlicher¹⁶⁸ begründen, warum sein *Chief Executive Officers* gleichzeitig Chairman der *Board of Directors* ist bzw. dieses Amt von einer anderen Person ausgeübt wird.¹⁶⁹ Auch muss im Proxy Statement mitgeteilt werden, ob Mitglieder der *Board of Directors* oder Angestellte ihre Beteiligung am Unternehmen mittels Warentermingeschäften absichern dürfen.¹⁷⁰

6. Pflicht zum Erlass einer *Clawback Policy*

Börsennotierte Unternehmen müssen ihr Topmanagement einer Regelung unterwerfen nach der, sollte das Unternehmen wegen wesentlicher Verstöße gegen das betriebliche Rechnungswesens seine Bilanzen nachträglich ändern müssen, es bestimmte an das Topmanagement gezahlte Boni zurückfordern muss,¹⁷¹ so genannte "*Clawback Policy*".

VII. Verbriefungsgeschäft

Die Reform des Verbriefungsgeschäfts ist in Subtitle D des Title IX geregelt.¹⁷² Danach sollen mit der Verbriefung befasste Finanzdienstleistungsunternehmen grundsätzlich an den von ihnen verbrieften Gegenständen in einem zu bestimmenden Mindestmaß beteiligt bleiben.¹⁷³ Und das durch diese Eigentumsposition geschaffene wirtschaftliche Risiko dürfen sie nicht durch Hedge-Geschäfte mindern.¹⁷⁴ Sofern das mit der Verbriefung befasste Finanzdienstleistungsunternehmen nicht der originäre Kreditgeber ist,

¹⁶⁴ § 956(a)(1)(A) and (B) Dodd-Frank Act.

¹⁶⁵ § 956(a)(1) Dodd-Frank Act.

¹⁶⁶ Unter Einbeziehung von Anstiegen des Aktienkurses und bezahlter Dividenden.

¹⁶⁷ § 953 Dodd-Frank Act.

¹⁶⁸ Als seit dem 28. Februar 2010 von Item 407(h) Regulation S-K gefordert wird.

¹⁶⁹ § 972 Dodd-Frank Act.

¹⁷⁰ § 955 Dodd-Frank Act.

¹⁷¹ § 954 Dodd-Frank Act.

¹⁷² Vgl. §§ 941 bis 946 Dodd-Frank Act.

¹⁷³ § 941 Dodd-Frank Act.

¹⁷⁴ *Id.*

dessen Forderung verbrieft werden soll, muss der originäre Kreditgeber ebenfalls an den verbrieften Gegenständen in einem zu bestimmenden Mindestmaß beteiligt bleiben.¹⁷⁵

Dieses Mindestmaß soll grundsätzlich nicht weniger als 5% der verbrieften Gegenstände betragen. Ausnahmen können gemacht werden, wenn der originäre Kreditgeber bei der Kreditvergabe bestimmte Mindestanforderungen bei der Kreditvergabe befolgt hat. Insbesondere sollen bei der Vergabe bestimmter Grundschulden für private Wohnimmobilien Anforderungen geschaffen werden, die diese Mindestmaßbeteiligung überflüssig machen soll. Weitere Ausnahmen können bei Einigkeit der zuständigen Aufsichtsbehörden geschaffen werden.¹⁷⁶

Darüber hinaus gibt Subtitle D der SEC auf, die Transparenzpflichten im Zusammenhang mit den verbrieften Gegenständen zu erweitern.¹⁷⁷ Maßstab soll die Frage sein, ob Investoren in derartige Papiere diese Informationen zur Durchführung interner *Due-Diligence* Untersuchungen benötigen. Außerdem sollen die Emittenten von Asset Backed Securities zusätzlichen Transparenzpflichten nach dem Exchange Act unterworfen werden.¹⁷⁸

VIII. Versicherungsaufsicht

1. Bundesaufsichtsanstalt

War Versicherungsaufsicht bisher ausschließlich Ländersache, so schafft Title V, Subtitle A ein so genanntes "*Federal Insurance Office*".¹⁷⁹ Dieses soll, außer der Kranken- und Pflegeversicherung bzw. der in Deutschland unter dem Begriff "Hagelversicherung" firmierenden Versicherung für die Landwirtschaft, sämtliche Versicherungszweige beaufsichtigen.¹⁸⁰ Dabei soll das Federal Insurance Office die Unternehmen aller Versicherungssparten in einer Form überwachen, dass es, wenn nötig, dem Oversight Counsel einzelne Versicherer zur Überwachung als Designated Company vorschlagen soll.¹⁸¹ Und es soll für die Entwicklung und nationale Umsetzung internationaler Initiativen zur Versicherungsaufsicht zuständig sein.¹⁸² Der Leiter des neu geschaffenen Federal Insurance Office soll den Rang eines Directors haben.¹⁸³ Wie eingangs unter I.1. erwähnt, gehört er in beratender, nicht stimmberechtigter Funktion dem Oversight Council an.

¹⁷⁵

Id.

¹⁷⁶

Id.

¹⁷⁷

§ 942 Dodd-Frank Act.

¹⁷⁸

§ 945 Dodd-Frank Act.

¹⁷⁹

§ 502 Dodd-Frank Act.

¹⁸⁰

Id.

¹⁸¹

Id.

¹⁸²

Id.

¹⁸³

Id. Auch dem Federal Bureau of Investigations (FBI) oder der Central Intelligence Agency (CIA) stehen Directors vor.

2. *Surplus-Lines* Versicherung

Subtitle B des Title V regelt die Aufsicht über Versicherer, die in Bundesstaaten tätig werden, in denen sie nicht zum Versicherungsgeschäft zugelassen sind, neu. In Zukunft sollen sie von der Landesaufsichtsbehörde, in der der Versicherungsnehmer ansässig ist, beaufsichtigt werden.¹⁸⁴ Darüber hinaus soll die Versicherungsaufsicht durch die Landesbehörden vereinheitlicht werden. Im Einzelnen soll Folgendes gelten:

(a) Befindet sich das versicherte Risiko in mehreren Bundesstaaten, so darf nur der Bundesstaat Steuern auf zu zahlende Versicherungsprämie erheben, in dem der Versicherungsnehmer ansässig ist.¹⁸⁵ (b) Maklerdienste für Versicherer, die in Bundesstaaten tätig werden wollen, in denen sie nicht zum Versicherungsgeschäft zugelassen sind, so genanntes "*Surplus-Lines*" Maklergeschäft, sollen nur von der Landesbehörde überwacht werden, in dem der vom Makler betraute Versicherungsnehmer ansässig ist.¹⁸⁶ (c) Soweit ein Bundesstaat nicht die nach Subtitle B des Title V zu entwickelnden einheitlichen Aufsichtsmaßstäbe umsetzt, darf dieser Bundesstaat nur Aufsichtsmaßstäbe erlassen, die im Einklang mit dem National Association of Insurance Commissioners Nonadmitted Insurance Model Act stehen.¹⁸⁷ (d) Sollte ein nicht in den USA zugelassener Versicherer im Verzeichnis der National Association of Insurance Commissioners geführt werden, darf ein Bundesstaat einem zum *Surplus-Lines* Geschäft zugelassenen Makler nicht verbieten, seine Risiken bei diesem ausländischen Versicherer einzudecken bzw. Versicherungsprodukte dieses ausländischen Versicherers anzubieten.¹⁸⁸ Und (e) soweit es um die Platzierung bestimmter Großrisiken geht, soll ein zum *Surplus-Lines* Geschäft zugelassener Makler nicht mehr prüfen müssen, ob er diese Risiken zunächst bei einem Versicherer, der im Bundesstaat, wo der potentielle Versicherungsnehmer seinen Sitz hat, zum Versicherungsgeschäft zugelassen ist, eindecken kann.¹⁸⁹

3. Rückversicherung

Soweit die Versicherungsaufsicht im Bundesstaat, in dem der Rückversicherer ansässig ist, von der National Association of Insurance Commissioners geprüft und anerkannt wurde oder Aufsichtsmaßstäbe für die Rückversicherung erlassen hat, die im Einklang mit den Vorgaben der National Association of Insurance Commissioners für Prüfung und Anerkennung stehen, soll dieser Bundesstaat alleinverantwortlich für die Überwachung des dort ansässigen Rückversicherers sein.¹⁹⁰ Kein anderer Bundesstaat darf

¹⁸⁴ § 522(a) Dodd-Frank Act.

¹⁸⁵ § 521(a) Dodd-Frank Act. Die jeweils betroffenen Bundesstaaten können jedoch einen anderen Verteilungsschlüssel bilateral vereinbaren. Vgl. § 521(b) Dodd-Frank Act.

¹⁸⁶ § 522(b) Dodd-Frank Act.

¹⁸⁷ § 524(1) Dodd-Frank Act.

¹⁸⁸ § 524(2) Dodd-Frank Act.

¹⁸⁹ § 525 Dodd-Frank Act.

¹⁹⁰ § 531 Dodd-Frank Act.

einem derart überwachten Rückversicherer zusätzliche Transparenzpflichten auferlegen.¹⁹¹

IX. Bundesbehörde für Verbraucherschutz

Title X des Dodd-Frank Act schafft eine neue Bundesbehörde die ausschließlich für Verbraucherschutz zuständig sein soll, das so genannte "*Bureau of Consumer Financial Protection*".¹⁹² Grund für diese zusätzliche Behörde war die Feststellung, dass die bisher bestehenden Behörden im Rahmen des Verbraucherschutz versagt hatten; es wurden Finanzprodukte angeboten, die für Verbraucher ungeeignet waren.¹⁹³

Verwaltungstechnisch soll die Behörde im Rahmen der US Bundesbank angesiedelt werden.¹⁹⁴ Sie soll jedoch keine Berichtspflicht gegenüber der *Board of Governors* der US Bundesbank haben.¹⁹⁵ Im Gegenteil, der *Board of Governors* ist verboten sich in die Arbeit des Bureau of Consumer Financial Protection einzumischen.¹⁹⁶ Der Behörde sind breite Verordnungsbefugnisse eingeräumt.¹⁹⁷ Darüber hinaus soll sie im Rahmen der Anwendung von Finanzaufsichtsnormen zum Verbraucherschutz, mit bestimmten Ausnahmen, allzuständig sein.¹⁹⁸ Das Bureau of Consumer Financial Protection soll sich insbesondere um unlauteres, betrügerisches und sonst wie missbräuchliches Geschäftsgebaren und Transparenzpflichten im Zusammenhang mit Finanzgeschäften kümmern.¹⁹⁹

X. Verbesserung des Zugangs zu Banken und Krediten

Title XII des Dodd-Frank Act²⁰⁰ beauftragt das Finanzministerium mit der Auflage eines mehrjährigen Programms, das für den erleichterten Zugang zu Konten bei FDIC pflichtversicherten Depository Institutions sorgen soll.²⁰¹ Insbesondere Haushalte mit kleinen oder mittleren Einkommen war solcher in der Vergangenheit häufig verwehrt. Darüber hinaus soll das Finanzministerium ein mehrjähriges Beispielprogramm schaffen, das bei der Zurverfügungstellung von Kleinkrediten zu günstigen Zinsen helfen soll und Verbraucher eine Alternative zu den mit erheblichen Gebühren verbundenen so genannten "*Pay-Day Loans*" ermöglichen soll.²⁰²

¹⁹¹ Vgl. §§ 531 f. Dodd-Frank Act.

¹⁹² Vgl. § 1011 Dodd-Frank Act.

¹⁹³ Vgl. z.B. Großfeld/Heppe, DAJV-NL 2010, 5, 7 ff., aber auch Großfeld/Heppe, DAJV-NL 2009, 175, 178 ff.

¹⁹⁴ § 1011(a) Dodd-Frank Act.

¹⁹⁵ § 1012(c)(2) Dodd-Frank Act.

¹⁹⁶ *Id.*

¹⁹⁷ § 1012(a) Dodd-Frank Act.

¹⁹⁸ *Id.*

¹⁹⁹ § 1013(g) Dodd-Frank Act.

²⁰⁰ Der unter der offiziellen Bezeichnung steht: "Improving Access to Mainstream Financial Institutions Act of 2010".

²⁰¹ §§ 1202 und 1204 Dodd-Frank Act.

²⁰² § 1205 Dodd-Frank Act.

XI. Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending

Title XIV des Dodd-Frank Act steht schließlich unter der offiziellen Bezeichnung: Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act.²⁰³ Dabei enthält Title XIV eine Vielzahl von Änderungen des Truth in Lending Act von 1968, im Nachfolgenden “TILA”. Im Einzelnen:

(1) Vergabekriterien für mit Grundschulden besicherte Darlehen: Diese dürfen in Zukunft nur noch vergeben werden, wenn ein Darlehnsnehmer anhand von nachprüfbaren Informationen nachweist, dass er wahrscheinlich in der Lage sein wird, das Darlehen zurückzuzahlen.²⁰⁴ (2) Die Bezahlung von Maklern, die bei der Vergabe von Grundschulden behilflich sind: Diese soll in Zukunft allein von der Höhe des vergebenen Darlehns abhängig sein und sich nicht danach richten, ob z.B. der Schuldner einen festen oder variablen Zinssatz auf das Darlehen zu zahlen hat.²⁰⁵ (3) Die Möglichkeit mit Grundschulden besicherte Darlehen vorzeitig abzulösen: D.h., bestimmte Strafzahlungen im Rahmen der vorzeitigen Ablösung sollen verboten werden.²⁰⁶ Sollte ein Kreditgeber Darlehen mit erlaubten Strafzahlungen anbieten, so muss er außerdem Darlehen anbieten, bei denen keine Strafzahlungen anfallen.²⁰⁷

Schließlich erweitert der Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act die TILA-Definition von “high-cost mortgage.”²⁰⁸ Was deren Regelung angeht, bevorzugt der Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act aber nicht das Verbot als Aufsichtsmittel, sondern folgt einer alten, von U.S. Supreme Court Justice Louis D. Brandeis 1914 formulierten Transparenzpflicht-These: “**Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.**”²⁰⁹

²⁰³ § 1400 Dodd-Frank Act.

²⁰⁴ § 1411 Dodd-Frank Act.

²⁰⁵ § 1413 Dodd-Frank Act.

²⁰⁶ § 1414 Dodd-Frank Act.

²⁰⁷ *Id.*

²⁰⁸ § 1431 Dodd-Frank Act.

²⁰⁹ Brandeis, *Other People's Money And How the Bankers Use It*, 1914, S. 92