

Weitere Informationen zum Titel unter [www.otto-schmidt.de](http://www.otto-schmidt.de)

**Leseprobe** zu



Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.)

[Wertpapierhandelsgesetz, 4. Auflage](#)

4. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, 2006, 1800 S., DIN A5, gebunden,  
ISBN 3-504-40086-2

Verlag Dr. Otto Schmidt KG / Köln

Internet: [www.otto-schmidt.de](http://www.otto-schmidt.de)

### Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen

**15** (1) Der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, muss Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind. Wer als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, hat diese zeitgleich zu veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Erfolgt die Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insiderinformation nach Satz 3 unwissentlich, so ist die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen. In einer Veröffentlichung genutzte Kennzahlen müssen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen.

(2) Sonstige Angaben, die die Voraussetzungen des Absatzes 1 offensichtlich nicht erfüllen, dürfen, auch in Verbindung mit veröffentlichungspflichtigen Informationen im Sinne des Absatzes 1, nicht veröffentlicht werden. Unwahre Informationen, die nach Absatz 1 veröffentlicht wurden, sind unverzüglich in einer Veröffentlichung nach Absatz 1 zu berichtigen, auch wenn die Voraussetzungen des Absatzes 1 nicht vorliegen.

(3) Der Emittent ist von der Pflicht zur Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1 solange befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Die Veröffentlichung ist unverzüglich nachzuholen. Absatz 4 gilt entsprechend. Der Emittent hat die Gründe für die Befreiung zusammen mit der Mitteilung nach Absatz 4 Satz 1 der Bundesanstalt unter Angabe des Zeitpunktes der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung mitzuteilen.

(4) Der Emittent hat die nach Absatz 1 oder Absatz 2 Satz 2 zu veröffentlichende Information vor der Veröffentlichung

1. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen die Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind,
2. der Geschäftsführung der organisierten Märkte, an denen Derivate gehandelt werden, die sich auf die Finanzinstrumente beziehen, und
3. der Bundesanstalt

mitzuteilen. Absatz 1 Satz 5 sowie die Absätze 2 und 3 gelten entsprechend. Die Geschäftsführung darf die ihr nach Satz 1 mitgeteilte Information vor der Veröffentlichung nur zum Zweck der Entscheidung verwenden, ob die Ermittlung des Börsenpreises auszusetzen oder einzustellen ist. Die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Mitteilung nach Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vornehmen, wenn dadurch die Entscheidung der Geschäftsführung über die Aussetzung oder Einstellung der Ermittlung des Börsenpreises nicht beeinträchtigt wird.

(5) Eine Veröffentlichung von Insiderinformationen in anderer Weise als nach Absatz 1 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 7 Nr. 1 darf nicht vor der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 oder 4 oder Absatz 2 Satz 2 vorgenommen werden. Der Emittent hat die Veröffentlichungen nach Satz 1 unverzüglich der Geschäftsführung der in Absatz 4 Satz 1 Nr. 1 und 2 erfassten organisierten Märkte und der Bundesanstalt zu übersenden, soweit nicht die Bundesanstalt nach Absatz 4 Satz 4 gestattet hat, die Mitteilung nach Absatz 4 Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vorzunehmen.

(6) Verstößt der Emittent gegen die Verpflichtungen nach den Absätzen 1 bis 4, so ist er einem anderen nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Schadenersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben unberührt.

(7) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form der Veröffentlichung nach Absatz 1 Satz 1, 3 und 4 sowie Absatz 2 Satz 2,
2. den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form einer Mitteilung nach Absatz 3 Satz 4 und Absatz 4 und
3. berechnete Interessen des Emittenten und die Gewährleistung der Vertraulichkeit nach Absatz 3.

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

In der Fassung der Bekanntmachung vom 9. 9. 1998 (BGBl. I S. 2708), geändert durch Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22. 4. 2002 (BGBl. I S. 1310), durch 4. FFG vom 21. 6. 2002 (BGBl. I S. 2010) und durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28. 10. 2004 (BGBl. I S. 2630).

**Schrifttum:** *van Aerssen*, Erwerb eigener Aktien und Wertpapierhandelsgesetz: Neues von der Schnittstelle Gesellschaftsrecht/Kapitalmarktrecht, WM 2000, 391; *Assmann*, Die Konzernfinanzierung und das Kapitalmarktrecht, in: Lutter/Scheffler/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, S. 332; *Assmann*, Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationsverbots, ZGR 2002, 697; *Bacher/Dörner*, Ad-hoc-Publizität nach dem WpHG samt Verbesserungsvorschläge, StB 2002, 52; *Baetge* (Hrsg.), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 1995; *BaFin*, Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Stand 15. 7. 2005; *BAWe/Deutsche Börse*, Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 1998; *Becker*, Das neue Wertpapierhandelsgesetz, 1995; *Bernards*, Verpflichtung zur sofortigen Veröffentlichung nach den Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, WPrax 1995, 383; *Bosse*, Melde- und Informationspflichten nach dem Aktiengesetz und dem Wertpapierhandelsgesetz im Zusammenhang mit dem Rückkauf eigener Aktien, ZIP 1999, 2047; *Brandi/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642; *Braun/Rotter*, Können Ad-hoc-Mitteilungen schadensersatzansprüche im Sinne der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung auslösen?, BKR 2003, 918; *Bürgers*, Das Anleger-schutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424; *Burgard*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZHR 162 (1998), 51; *Cahn*, Entscheidungen des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, WM 1998, 272; *Cahn*, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), 1; *Caspari*, Die Problematik der erheblichen Kursbeeinflussung einer publizitätspflichtigen Tatsache, in: Baetge (Hrsg.), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 1995, S. 65; *Claussen*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1996; *Claussen/Florian*, Der Emittentleitfaden, AG 2005, 753; *Diehl/Loistl/Rehkugler*, Effiziente Kapitalmarktkommunikation, 1998; *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 929; *Dier/Fürhoff*, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604; *Dreyling*, Erste Erfahrungen mit dem WpHG – Ad-hoc-Publizität, Insiderrecht, Verfahrensnormen, in: Bankrechtstag 1995: Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, 1996, S. 158; *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Der Konzern 2005, 1; *Dreyling/Schäfer*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität: Praxis und Entwicklungstendenzen, 2001; *Edelmann*, Haftung von Vorstandsmitgliedern für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen – Besprechung der Infomatec-Urteile des BGH, BB 2004, 2031; *Ekkenga*, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, 1998; *Ekkenga*, Die Ad hoc-Publizität im System der Marktordnungen – Plädoyer für eine kapitalmarktrechtliche statt gesellschaftsrechtliche Interpretation des § 15 WpHG, ZGR 1999, 165; *Fedderson*, Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarktrechtlicher und steuerlicher Sicht, ZHR 161 (1997), 269; *Franken*, Das Spannungsverhältnis der allgemeinen Publizität zum Auskunftsrecht des Aktionärs, in: FS Budde, 1995, S. 214; *Fülbiel*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998; *Fürhoff*, Kapitalmarktrechtliche Ad hoc-Publizität zur Vermeidung von Insiderkriminalität, 2000; *Fürhoff*, Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene – Auswirkungen auf § 15 WpHG und systematische Einordnung, AG 2003, 80; *Fürhoff/Wölk*, Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität, WM 1997, 449; *Gehrt*, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, 1997; *Gerke/Bank/Lucht*, Die Wirkungen des WpHG auf

die Informationspolitik der Unternehmen, Die Bank 1996, 612; *Götze*, Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Zulassung einer Due Diligence durch AG-Vorstand?, BB 1998, 2326; *Grimme/v. Buttlar*, Neue Entwicklungen in der Ad-hoc-Publizität, WM 2003, 901; *Grundmann*, Europäisches Schuldvertragsrecht, ZGR-Sonderheft 15, 1999; *Gruson/Wiegmann*, Die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG, AG 1995, 173; *Habermann*, Mitteilungs- und Bekanntmachungspflichten im Zusammenhang mit Konzernumstrukturierungsmaßnahmen im Versicherungsbereich, VersR 1998, 801; *Happ/Semler*, Ad-hoc-Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz – Zum Begriff der „Tatsache“ in § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZGR 1998, 117; *Harbarth*, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898; *Heidmeier*, Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, AG 1992, 110; *Hemeling*, Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf, ZHR 169 (2005), 274; *Hirte*, Die Ad-hoc-Publizität im System des Aktien- und Börsenrechts, in: Bankrechtstag 1995: Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, 1996, S. 47; *Holzborn/Israel*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, WM 2004, 1948; *Hopt*, Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht, in: FS Heinsius, 1991, S. 289; *Hopt*, Zum neuen Wertpapierhandelsgesetz – Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages – in: WM-Festgabe für Thorwald Hellner vom 9. Mai 1994, S. 29; *Hopt*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995), 135; *Hopt*, Verhaltenspflichten des Vorstands der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen, in: FS Lutter, 2000, S. 1361; *Jürgens/Rapp*, Ad-hoc-Publizität: Ablauf und Technik, Die Bank 2/1995, 97; *Kaserer/Nowak*, Die Anwendung von Ereignisstudien bei Ad-hoc-Mitteilungen, ZfB 71 (2001), 1353; *Kersting*, Der Neue Markt der Deutsche Börse AG, AG 1997, 222; *Kiem/Kotthoff*, Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, DB 1995, 1999; *Klein*, Praktische Erfahrungen eines Weltkonzerns mit Vorschriften der Ad-hoc-Publizität in Deutschland und im Ausland, in: Bankrechtstag 1995: Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, 1996, S. 95; *Kleinmann*, Die Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, 1998; *Kleinmann*, Die Wirkung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Finanz Betrieb 1999, 254; *von Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität: Zwischen europäischer Vorgabe und nationaler Umsetzung und zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, 1999; *Köndgen*, Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informationsrechtlicher Prinzipien, in: FS Druey, 2002, S. 791; *Körner*, Infomatec und die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche ad hoc-Mitteilungen, NJW 2004, 3386; *Krause*, Ad-hoc-Publizität und haftungsrechtlicher Anlegerschutz, ZGR 2002, 799; *Kübler*, Institutioneller Gläubigerschutz oder Kapitalmarkttransparenz? Rechtsvergleichende Überlegungen zu den „stillen Reserven“, ZHR 159 (1995), 550; *Kümpel*, Aktuelle Fragen der Ad hoc-Publizität, AG 1997, 66; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Leis/Nowak*, Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, 2001; *Lettl*, Die wettbewerbswidrige Ad hoc-Mitteilung, ZGR 2003, 853; *Letzel*, Ad-hoc-Publizität: Änderungen durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2003, 1757; *Leuering*, Die Ad-hoc-Pflicht auf Grund der Weitergabe von Insiderinformationen (§ 15 I 3 WpHG), NZG 2005, 12; *Loistl*, Empirisch fundierte Messung kursrelevanter Tatsachen, Die Bank 4/1995, S. 232; *Matusche*, Insider und Insiderfakten im Wertpapierhandelsgesetz, in: Herrmann/Bergen/Wackerbarth (Hrsg.), Deutsches und Internationales Bank- und Wirtschaftsrecht

im Wandel, 1997, S. 100; *Messerschmidt*, Die neue Ad-hoc-Publizitätspflicht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – Ist der Aufsichtsrat damit überflüssig?, BB 2004, 2538; *Möllers*, Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 1997, 334; *Nowak*, Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, DB 1999, 601; *Möllers*, Die unterlassene Ad-hoc-Mitteilung als sittenwidrige Schädigung gem. § 826 BGB, WM 2003, 2393; *Möllers*, Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG, WM 2005, 1393; *Möllers/Rotter* (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003; *Nowak*, Eignung von Sachverhalten in Ad-hoc-Mitteilungen zur erheblichen Kursbeeinflussung, ZBB 2001, 449; *Pananis*, Zur Abgrenzung von Insidertatsache und ad-hoc-publizitätspflichtigem Sachverhalt bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, WM 1997, 460; *Pellens*, Ad-hoc-Publizitätspflicht des Managements börsennotierter Unternehmen nach § 44a BörsG, AG 1991, 62; *Pellens/Fülbier*, Publizitätspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz, DB 1994, 1381; *Pellens/Fülbier*, Ad-hoc-Publizität, DBW 1995, 255; *Pellens/Fülbier*, Gestaltung der Ad-hoc-Publizität unter Einbeziehung internationaler Vorgehensweisen, in: Baetge (Hrsg.), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 1995, S. 23; *Pfitzer/Streib*, Bestimmungen über die Unternehmenspublizität im Rahmen des Wertpapierhandelsgesetzes, BB 1995, 1947; *Pötzsch*, Der Diskussionsentwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes, AG 1997, 193; *Pötzsch*, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1998, 949; *Riedel*, Falsche Ad-hoc-Mitteilungen, wistra 2001, 447; *Röder*, Die Informationswirkung von Ad hoc-Mitteilungen, ZfB 70 (2000), 567; *Sangiovanni*, Die Ad-hoc-Publizität im deutschen und italienischen Recht, 2003; *Schander/Lucas*, Die Ad-hoc-Publizität im Rahmen von Übernahmeverhaben, DB 1997, 2109; *Schlittgen*, Die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, 2000; *Schneider, Sven H.*, Befreiung des Emittenten von Wertpapieren von der Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG, BB 2001, 1214; *Schneider, Sven H.*, Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897; *Schockenhoff/Wagner*, Ad-hoc-Publizität beim Aktienrückkauf, AG 1999, 548; *Schruff/Nowak/Feinendegen*, Ad-hoc-Publizitätspflicht des Jahresergebnisses gemäß § 15 WpHG: Wann muss veröffentlicht werden?, BB 2001, 719; *Schumacher*, Ad hoc-Publizitätspflichten börsennotierter Fußballclubs, NZG 2001, 769; *Schumacher/Schwartz/Lüke*, Investor Relations Management und Ad-hoc-Publizität, 2001; *Schwarz*, Das neue Kapitalmarktrecht, NJW 1987, 2041; *Schwarze*, Ad-hoc-Publizität und die Problematik der Notierungsaussetzung, in: Baetge (Hrsg.), Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 1995, S. 97; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; *Simon*, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13; *Sladeczek*, Die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 WpHG, BuW 2000, 456; *Spindler*, Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, 3449; *Spindler/Speier*, Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern, BB 2005, 2031; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1999; *Strieder*, Abgrenzung der Regelberichterstattung von Ad-hoc-Publizität, Finanz Betrieb 2002, 735; *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem Wertpapierhandel, 2003; *Tippach*, Das Insiderhandelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken, 1995; *Tollkühn*, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 2215; *Vaupel*, Zum Tatbestandsmerkmal der erheblichen Kursbeeinflussung bei der Ad hoc Publizität, WM 1999, 521; *Veil*, Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), 365; *Veith*, Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, NZG 2005, 254; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache – Eine Untersuchung zu § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG unter Berücksich-

tigung der Ad-hoc-Publizität im Vereinigten Königreich, 2002; *Weisgerber*, Neue Informationskultur durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1995, 19 f.; *Wertenbruch*, Die Ad-hoc-Publizität bei der Fußball-AG, WM 2001, 193; *Wittich*, Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland, AG 1997, 1; *Wittich*, Übernahmen und die Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes, in: v. Rosen/Seifert (Hrsg.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, 1999, S. 377; *Wölk*, Ad-hoc-Publizität – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, AG 1997, 73; *Wüsthoff*, Der Auskunftsanspruch des Aktionärs nach § 131 Aktiengesetz zwischen Insider-Verboten und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2000; *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537. S. auch das Vor § 12 angegebene Schrifttum.

## Inhaltsübersicht

<b>I. Allgemeines</b> . . . . .	1	a) Normadressaten . . . . .	42
1. Rechtssystematische Stellung der Ad-hoc-Publizität und Überblick . . . . .	1	aa) Marktsegmente . . . . .	43
a) Ad-hoc-Publizität als Teil des kapitalmarktrechtlichen Publizitätssystems . . . . .	1	bb) Finanzinstrumente . . . . .	46
b) Normentwicklung und Überblick über die Regelung der Ad-hoc-Publizität in § 15 . . . . .	8	cc) Emittenten . . . . .	48
2. Allgemeine Anwendungsfragen . . . . .	20	b) Publizitätspflichtige Informationen . . . . .	51
a) Entwicklung der Ad-hoc-Publizität . . . . .	20	aa) Allgemeines . . . . .	51
b) Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität . . . . .	27	bb) Insiderinformation . . . . .	54
c) Ad-hoc-Publizitätspflicht als insiderrechtliche Präventivmaßnahme . . . . .	32	cc) Unmittelbarer Emittentenbezug (§ 15 I 1 und § 15 I 2) . . . . .	55
d) Spannungsverhältnis zwischen Regelpublizität sowie anderen kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten und der Ad-hoc-Publizität . . . . .	35	(1) Allgemeines . . . . .	55
<b>II. Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen (§ 15 I)</b> . . . . .	40	(2) Im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretene Insiderinformationen . . . . .	58
1. Die Veröffentlichungstatbestände im Überblick . . . . .	40	(3) Von außen kommende Insiderinformationen . . . . .	63
2. Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen mit unmittelbarem Emittentenbezug (§ 15 I 1) . . . . .	42	(a) Insiderinformationen ohne unmittelbaren Emittentenbezug . . . . .	64
		(b) Insiderinformationen mit unmittelbarem Emittentenbezug . . . . .	68
		dd) Besondere Anwendungsfälle . . . . .	73
		(1) Wertpapiererwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote . . . . .	73
		(2) Nicht dem WpÜG unterfallende Anteilserwerbe . . . . .	79
		(3) Squeeze-Out (§§ 327a ff. AktG) . . . . .	83

(4) Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG . . . . .	85	(2) Interesse des Emittenten . . . . .	150
(5) Außerordentliche Erträge oder Aufwendungen . . . . .	88	(3) Interessenabwägung . . . . .	155
(6) Wechsel von Organmitgliedern . . . . .	89	b) Keine Irreführung der Öffentlichkeit . . . . .	158
(7) Verwaltungs- und Gerichtsverfahren . . . . .	90	c) Gewährleistung der Vertraulichkeit . . . . .	161
(8) Strafbare Handlungen . . . . .	91	3. Nachholung der Veröffentlichung (§ 15 III 2) . . . . .	166
(9) Veränderungen des Stimmrechtsanteils (§§ 21 ff.) . . . . .	92	a) Nachholungspflicht . . . . .	166
(10) „Directors' Dealings“ (§ 15a) . . . . .	96	b) Wegfall der Aufschubvoraussetzungen . . . . .	168
(11) Enforcement-Verfahren (§§ 37n ff.) . . . . .	97	c) Gegenstand der Veröffentlichung und Wegfall der Veröffentlichungspflicht . . . . .	171
c) Befreiung von Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 1 . . . . .	107	d) Vorabmitteilung über die Nachholung der Veröffentlichung (§ 15 III 3 und 4) . . . . .	175
d) Unverzögliche Information . . . . .	108	e) Vornahme der Veröffentlichung . . . . .	181
3. Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen auf Grund ihrer Weitergabe (§ 15 I 3 und § 15 I 4) . . . . .	109	f) Übersendung der Veröffentlichung . . . . .	182
a) Überblick und Allgemeines . . . . .	109	<b>IV. Die Pflicht zur Aktualisierung und Berichtigung von Ad-hoc-Mitteilungen (§ 15 I 1 und II 2)</b> . . . . .	183
b) Wissentliche Weitergabe (§ 15 I 3) . . . . .	112	1. Aktualisierung einer Ad-hoc-Mitteilung (§ 15 I 1) . . . . .	183
c) Unwissentliche Weitergabe (§ 15 I 4) . . . . .	122	2. Berichtigung einer Ad-hoc-Mitteilung (§ 15 II 2) . . . . .	186
<b>III. Befreiung von der Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 1 (§ 15 III)</b> . . . . .	129	<b>V. Veröffentlichung</b> . . . . .	191
1. Übersicht und Allgemeines . . . . .	129	1. Anforderungen an den Inhalt . . . . .	191
2. Befreiungsvoraussetzungen (§ 15 III 1) . . . . .	133	a) Übersicht . . . . .	191
a) Berechtigte Interessen . . . . .	135	b) Allgemeine Anforderungen . . . . .	193
aa) Regel (§ 6 S. 1 WpAIV) . . . . .	136	aa) Zulässige Kennzahlen (§ 15 I 5) . . . . .	193
bb) Gesetzliche Regelbeispiele (§ 6 S. 2 Nrn. 1 und 2 WpAIV) . . . . .	137	bb) Unzulässige Angaben (§ 15 II 1) . . . . .	199
(1) § 6 S. 2 Nr. 1 WpAIV . . . . .	137	cc) Sprache (§ 5 I 1, II WpAIV) . . . . .	206
(2) § 6 S. 2 Nr. 2 WpAIV . . . . .	141	c) Spezielle Anforderungen . . . . .	210
cc) Regelauslegung und -anwendung . . . . .	148	aa) Die Regelform der Ad-hoc-Publizität (§ 15 I 1, 3, 4 WpHG, § 4 I WpAIV) . . . . .	210
(1) Ausgangspunkt . . . . .	148	(1) Angaben zur Urheberschaft . . . . .	211
		(2) Kennzeichnung der Ad-hoc-Veröffentlichung . . . . .	212

(3) Angaben zum Emittenten und zu den Finanzinstrumenten . . . . .	214	cc) Form und Zeitpunkt der Mitteilung (§ 9 WpAIV) . . . . .	271
(4) Angaben zur Insiderinformation . . . . .	219	dd) Verwendungsbeschränkung (§ 15 IV 3) . . . . .	276
(5) Art der Darstellung . . . . .	227	d) Art der Ad-hoc-Veröffentlichung (§ 5 I WpAIV) . . . . .	277
bb) Aktualisierung einer Ad-hoc-Veröffentlichung (§ 15 I 1, 3, 4 WpHG, § 4 II WpAIV) . . . . .	228	e) Übersendung der Veröffentlichung (§ 15 II 2) . . . . .	281
cc) Berichtigung einer Ad-hoc-Veröffentlichung (§ 15 II 2 WpHG, § 4 III WpAIV) . . . . .	237	f) Folgepflichten (Jährliches Dokument nach § 10 WpPG) . . . . .	282
2. Verfahren der Veröffentlichung . . . . .	246	<b>VI. Sanktionen</b> . . . . .	283
a) Übersicht . . . . .	246	1. Ordnungswidrigkeiten . . . . .	284
b) Zeitpunkt (Unverzögerlichkeit) . . . . .	248	a) Die erfassten Verstöße . . . . .	284
c) Die Vorabmitteilung (§ 15 IV) . . . . .	254	b) Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder . . . . .	291
aa) Mitteilungspflicht . . . . .	254	c) Organisatorische Maßnahmen . . . . .	293
bb) Inhalt der Mitteilung . . . . .	261	d) Festsetzung von Geldbußen gegen Emittenten . . . . .	299
(1) Regel (§ 8 I WpAIV) . . . . .	261	e) Verantwortlichkeit unternehmensexterner Berater der Emittenten . . . . .	302
(2) Ergänzende Informationen bei Ad-hoc-Berichtigungen nach § 15 II 2 . . . . .	263	2. Anderweitige Ordnungswidrigkeits- und Straftatbestände . . . . .	305
(3) Ergänzende Informationen bei Ad-hoc-Mitteilungen wegen Informationsweitergabe nach § 15 I 3, 4 . . . . .	266	3. Einschränkung der zivilrechtlichen Haftung der Emittenten (§ 15 VI) . . . . .	307
(4) Ergänzende Informationen im Hinblick auf den Aufschub einer Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 III . . . . .	270	a) Fehlender Schutzgesetzcharakter (§ 15 VI 1) . . . . .	307
		b) Kein Ausschluss sonstiger Schadensersatzansprüche (§ 15 VI 2) . . . . .	308
		<b>VII. Verordnungsermächtigung (§ 15 VII)</b> . . . . .	311

## I. Allgemeines

### 1. Rechtssystematische Stellung der Ad-hoc-Publizität und Überblick

#### a) Ad-hoc-Publizität als Teil des kapitalmarktrechtlichen Publizitätssystems

Nach ihrer **Entstehungsgeschichte** gehört die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, wie sie im Zuge der Umsetzung der Börsenzulassungs-Richtlinie

vom 5. 3. 1979<sup>1</sup> durch die Börsengesetznovelle 1986 zunächst in den §§ 44–44d BörsG und sodann (nach der Einführung des WpHG durch das 2. FFG, s. Einl. Rz. 12 ff.) in § 15 begründet wurde<sup>2</sup>, zu den **kapitalmarkt-rechtlichen Informationspflichten**<sup>3</sup>. Als Teil des in seiner Bedeutung seit-her beständig gewachsenen kapitalmarktrechtlichen Publizitätssystems (s. unten Rz. 2 ff.) hat die Regelung der Ad-hoc-Publizität zunächst nur wenige und eher redaktionelle Änderungen erfahren (s. Rz. 8 ff.), wurde jedoch mit Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie vom 28. 1. 2003<sup>4</sup> und der zu dieser ergangenen Durchführungs-Richtlinie 2003/124/EG vom 22. 12. 2003 (ABl. EU Nr. L 339 v. 24. 12. 2003, S. 70, Text auch unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)) durch das AnSVG vom 28. 10. 2004 (BGBl. I S. 2630) in wesentlichen Teilen neu gestaltet. Das führte zwar zu einer Ausweitung des Anwendungsbereichs der Ad-hoc-Publizität, ließ aber deren Stellung im Gefüge kapitalmarktrechtlicher Publizitätspflichten im Kern unberührt.

- 2 Ungeachtet ihrer stärkeren Anbindung an das Insiderhandelsverbot des § 14 I und ihrer Anknüpfung an den Begriff der Insiderinformation als Gegenstand der Veröffentlichung durch das AnSVG ist es die vorrangige Aufgabe der Ad-hoc-Publizität, die laufende Publizität in Gestalt der jährlichen aktienrechtlichen Rechnungslegung und der obligatorischen Zwischenberichterstattung – die sog. Regelpublizität – zu ergänzen<sup>5</sup>. Sie ist

1 Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. 3. 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. EG Nr. L 66 v. 16. 3. 1979, S. 21; aufgehoben gemäß Art. 111 (i.V.m. Anhang II Teil A) der Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen v. 28. 5. 2001, ABl. EG Nr. L 184 v. 6. 7. 2001, S. 1, 36, 52 (sog. Börsenzulassungs-Richtlinie).

2 Gemeinschaftsrechtliche Grundlage der seinerzeitigen Regelung der Ad-hoc-Publizität in § 15 waren Art. 68 und 81 der Börsenzulassungs-Richtlinie vom 28. 5. 2001 (ABl. EG Nr. L 184 v. 6. 7. 2001, S. 1).

3 Zur Ad-hoc-Publizität im Gefüge der (kapitalmarkt)rechtlichen Informationsordnung s. *Köndgen*, in: FS Druey, S. 791 ff.; *Fülbier*, Regulierung, S. 107 ff.; *von Klitzing*, S. 7 ff., 49 ff.

4 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12. 4. 2003, S. 16 (Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)).

5 BörsZulG, BT-Drucks. 10/4296, S. 16. S. auch Bekanntmachung zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität v. 19. 7. 1996, BAuz. v. 19. 7. 1996, S. 8167, abgedruckt in 2. Aufl. S. 991; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 6; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 147 f.; *Möllers*, ZGR 1997, 344; *Waldhausen*, S. 52 f.; *Wölk*, AG 1997, 76; *Zimmer*, in: Schwark, § 15 WpHG Rz. 12 ff. Zum neuen Recht *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 47. Zum Spannungsverhältnis von Regel- und Ad-hoc-Publizität unten Rz. 35 ff.

deshalb eine tragende Säule des **kapitalmarktrechtlichen Informationssystem**s, dessen Zweck wiederum darin besteht, dem Markt die benötigten Informationen zur Verfügung stellen<sup>1</sup> und für die informationelle Chancengleichheit der Marktteilnehmer zu sorgen<sup>2</sup>. Zentrale Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist seine Transparenz, die eine weitest mögliche Vermeidung von Informationsdefiziten und Informationsasymmetrien bei den Marktteilnehmern voraussetzt. Die kapitalmarktrechtliche Publizität bezweckt deshalb im Unterschied zur aktienrechtlichen Rechnungslegung nicht nur die Unterrichtung der Gesellschafter und Gläubiger der Aktiengesellschaft als Emittentin. Sie soll vielmehr neben den Aktionären dem sonstigen Anlegerpublikum solche Informationen vermitteln, die für eine fundierte Kauf- oder Verkaufsentscheidung erforderlich sind<sup>3</sup>. Diese kapitalmarktbezogene Informationsvermittlung erspart den Marktteilnehmern Zeit und Kosten für die Beschaffung der benötigten Informationen und fördert dadurch die Effizienz des Markts<sup>4</sup>. Die publizitätsbezogene Aufgabe der Veröffentlichungspflicht nach § 15 im Gefüge kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten besteht mithin – kurz – darin, „eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes zu erreichen, damit sich keine unangemessenen Börsen- oder Marktpreise aufgrund fehlerhafter oder unvollständiger Unterrichtung des Marktes bilden“; sie dient damit „dem Interesse des gesamten Anlegerpublikums, sichert die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und schafft gleiche Chancen und Transparenz“<sup>5</sup>.

Die kapitalmarktrechtliche Publizität hat bei den beiden öffentlichrechtlich strukturierten Marktsegmenten des Börsenhandels unterschiedlichen **Inhalt** und unterschiedliche **Reichweite**. Die Emittenten der im **amtlichen Markt** gehandelten Wertpapiere haben sämtliche der in §§ 39–42 BörsG normierten Informationspflichten zu erfüllen. Es gilt der Grundsatz, dass das Publikum und die Zulassungsstelle der Börse über den Emittenten und die zugelassenen Wertpapiere angemessen zu unter-

3

1 Wiedemann, BB 1975, 1593; von Caemmerer, in: Das Frankfurter Publizitätsgespräch, 1963, S. 157.

2 S. dazu schon Vor § 12 Rz. 39, 45. Der Emittentenleitfaden der BaFin (S. 38) spricht insoweit eher irreführend vom Zweck der Ad-hoc-Publizität, einen „gleichen Informationsstand“ der Marktteilnehmer herbeizuführen. Nicht dies, sondern die Chancengleichheit des Informationszugangs ist die Aufgabe der Ad-hoc-Publizität. Die weiteren Ausführungen des Emittentenleitfadens belegen aber, dass in der Sache kein Dissens besteht.

3 Schwark, ZGR 1976, 294; Wiedemann, BB 1975, 1593.

4 Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, 6. Aufl. 2006, § 32 II 2, 3; Wittich, AG 1997, 1.

5 BaFin, Emittentenleitfaden, S. 38.

richten sind (§ 39 I Nr. 3 BörsG)<sup>1</sup>. Hiermit ist im Wesentlichen die jährliche Rechnungslegung gemeint. Sie umfasst den durch die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung gebildeten Jahresabschluss (§ 242 HGB), der bei Kapitalgesellschaften um einen Anhang und den Lagebericht zu ergänzen ist (§ 264 I HGB). Der Jahresabschluss hat unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittenten zu vermitteln (§ 264 II HGB). Diese jährlich zu erfüllende Publizitätspflicht soll dem Anlegerpublikum und der Zulassungsstelle der Börse einen möglichst verlässlichen Einblick in die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Emittenten verschaffen.

- 4 Eine weitere wesentliche Informationspflicht der Regelpublizität ist die Pflicht zur Erstellung mindestens halbjährlicher, inhaltlich präzisierter **Zwischenberichte** (§ 40 BörsG). Eine Reihe von Gesellschaften mit breit gestreutem Aktionärskreis (sog. Publikumsgesellschaften) veröffentlichen darüber hinaus vierteljährliche Zwischenberichte auf freiwilliger Basis. So kennt die Regelpublizität der als Aktiengesellschaft organisierten Großbanken vier Stichtage eines Geschäftsjahres: Jahrespressegespräch über den zum 31. 12. erstellten Jahresabschluss, Hauptversammlung mit Angaben zum 31. 3. und die beiden Zwischenberichte zum 30. 6. und zum 30. 9. eines jeden Jahres.
- 5 Beim **geregelten Markt** als dem zweiten öffentlichrechtlich organisierten Marktsegment sind die Publizitätspflichten im Interesse des erleichterten Zugangs für kleinere und mittlere Aktiengesellschaften eingeschränkt worden, um die Rahmenbedingungen für die dringend notwendige Verstärkung der Eigenkapitalausstattung der deutschen Wirtschaft zu verbessern<sup>2</sup>. Diese eingeschränkte Publizität zeigt sich vor allem in dem reduzierten Inhalt des Unternehmensberichts, der beim geregelten Markt an die Stelle des ausführlicheren Börsenzulassungsprospektes des amtlichen Marktes tritt (§ 51 I Nr. 2 BörsG). Bis zum In-Kraft-Treten des 3. FFG (s. Einl. Rz. 28 ff.) galt die Zwischenberichtspflicht für Emittenten des amtlichen Marktes (§ 44b BörsG a.F.) nicht für den geregelten Markt (vgl. § 76 BörsG i.d.F. vor seiner Änderung durch das 3. FFG). Ungeachtet dessen haben Regelungen in der Börsenordnung die Emittenten von Teilbereichen des geregelten Marktes zu einer solchen Berichterstattung angehalten; die Nichtbeachtung dieser „Sollvorschriften“ zog jedoch keine Sanktionen nach sich<sup>3</sup>. Nach der Neufassung des seinerzeitigen § 72 BörsG (a.F.) durch das 3. FFG, heute § 50 BörsG, kann die Börsenord-

<sup>1</sup> Hopt, WM 1985, 801; Hopt, ZGR 1980, 242.

<sup>2</sup> Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 17.605.

<sup>3</sup> Schwark, Börsengesetz, 2. Aufl. 1994, § 76 Rz. 1.

nung dagegen für einen Teilbereich verbindlich anordnen, dass der Emittent von Aktien oder Aktien vertretender Zertifikate des geregelten Marktes Zwischenberichte entsprechend § 40 I BörsG zu veröffentlichen hat. Das Informationsbedürfnis ist bei diesen Wertpapieren besonders hoch. Die Wertpapierbörsen verfügen heute über den erforderlichen Gestaltungsspielraum, um durch eine größere Transparenz die Attraktivität des zweiten öffentlich-rechtlich organisierten Marktsegmentes für die Anleger zu verbessern<sup>1</sup>.

Die Ad-hoc-Publizität gilt gleichermaßen für den amtlichen und den geregelten Markt der inländischen Wertpapierbörsen und soll die unterschiedlich gestaltete **Regelpublizität ergänzen** (s. Rz. 2). Ungeachtet dieses Normzwecks steht die gesetzliche Regelung der Ad-hoc-Publizität nicht mehr, wie noch gemäß § 44a BörsG a.F., im engen Kontext der im Börsengesetz geregelten kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten. Mit Rücksicht darauf, dass die Ad-hoc-Publizität auch eine **Maßnahme zur Bekämpfung des Insiderhandels** sein soll, ist sie von Anfang an hinter den insiderrechtlichen Verbotstatbeständen platziert worden<sup>2</sup>.

Die Ad-hoc-Publizität als **insiderrechtliche Präventivmaßnahme** (s. Vor § 12 Rz. 38 ff. und unten Rz. 32 ff.) soll verhindern, dass die mit den publizitätspflichtigen Sachverhalten vertrauten Insider missbräuchliche Vorteile aus ihrem Informationsvorsprung ziehen können. Die unverzügliche Veröffentlichung der publizitätspflichtigen Insiderinformation entzieht dem Insiderhandel den Boden. Mit der Publizierung werden die kursrelevanten Sachverhalte öffentlich bekannt und verlieren dadurch ihre Rechtsqualität als Insiderinformationen (§ 13 I; s. § 13 Rz. 31 ff.). Ein solcher Verstoß gegen das Gebot der Gleichbehandlung aller Anleger kann deren Vertrauen in die Seriosität des Markts untergraben und so dessen Funktionsfähigkeit erschüttern. Dagegen soll die Ad-hoc-Publizität als **kapitalmarktrechtliche Informationspflicht** verhindern, dass das Anlegerpublikum die Wertpapiere zu Kursen kauft oder verkauft, welche die publizitätspflichtigen Sachverhalte nicht widerspiegeln. Auf Grund der mit dem 4. FFG vom 26. 6. 2002<sup>3</sup> neu in das WpHG eingefügten §§ 37b und 37c, denen zufolge unterlassene, verspätete oder unwahre Ad-hoc-Veröffentlichungen schadensersatzpflichtig machen (s. Einl. Rz. 43),

1 RegE 3. FFG, BR-Drucks. 605/97, S. 81, 82.

2 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48.

3 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl. I 2002 S. 2010, 2030; Berichtigung v. 27. 6. 2002, BGBl. I S. 2316. Zum Gesetz s. auch Einl. Rz. 39 ff., insbes. Rz. 40.

ist die Funktion der Ad-hoc-Publizität, zur **informationellen Chancengleichheit der Marktteilnehmer**<sup>1</sup> beizutragen, erheblich aufgewertet worden.

#### b) Normentwicklung und Überblick über die Regelung der Ad-hoc-Publizität in § 15

- 8 Die Norm ist seit dem Erlass des WpHG mehrfach Gegenstand von **Änderungen** gewesen. Die meisten dieser Änderungen waren jedoch lediglich redaktioneller Art oder von nur begrenzter Tragweite und sind durch die grundlegenden Neugestaltung der Ad-hoc-Publizität durch das AnSVG vom 28. 10. 2004 (Rz. 1) weitgehend überholt und für die Anwendung der Vorschrift irrelevant geworden. Deshalb kann auf die ausführliche Darstellung der früheren Änderungen des § 15 in der 3. Auflage (Rz. 8) und die Hinweise zu den Änderungen des WpHG seit dessen Einführung durch 2. FFG (Rz. 1) in Einl. Rz. 20 ff. verwiesen werden. Soweit einzelne Bestimmungen des § 15 auf frühere Fassungen der Vorschriften zurückgehen, wird dies im Rahmen der jeweiligen Erläuterungen angemerkt.
- 9 Die Änderungen des § 15 durch Art. 1 Ziff. 5 AnSVG und seine heutige Fassung gehen zurück auf die Marktmissbrauchs-Richtlinie vom 28. 1. 2003 (Rz. 1) sowie auf die zu dieser ergangene Durchführungs-Richtlinie 2003/124/EG vom 22. 12. 2003 (Rz. 1), welche die bisherigen EG-Rechtsakte zur Ad-hoc-Publizität (s. Rz. 1) ersetzen<sup>2</sup>. Lässt man Einzelheiten beiseite, so können die wesentlichen Änderungen des § 15 durch das AnSVG in vier Punkten zusammenfasst werden:
- 10 – **Gegenstand der Veröffentlichung:** Während der Emittent nach § 15 I 1 a.F. lediglich solche nicht öffentlich bekannten Tatsachen zu veröffentlichen hatte, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet waren, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, muss er nach neuem Recht alle ihn unmittelbar betreffenden **Insiderinformationen** publizieren, gleich ob sie in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind oder nicht.
- 11 – **Normadressaten:** Unterlag bislang allein der Emittent einer Veröffentlichungspflicht, so trifft diese jetzt auch vom Emittenten beauftragte

<sup>1</sup> Im Gegensatz zur Gewährleistung von Chancengleichheit durch *Beseitigung* von Informationsvorsprüngen (als Element der Insiderhandelsprävention) wird dies auch als „positiver“ Schutz der Chancengleichheit der Anleger verstanden. S. *Hopt*, ZHR 159 (1995), 147; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 5; *Pananis*, WM 1997, 460.

<sup>2</sup> S. Art. 20 der Marktmissbrauchs-Richtlinie (Rz. 1).

oder für dessen Rechnung handelnde Personen, die eine Insiderinformation befugtermaßen an nicht zur Vertraulichkeit verpflichtete Personen weitergeben (§ 15 I 3).

- **Verfahren und Inhalt der Veröffentlichung:** Das Verfahren zur Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung und die Anforderungen an den Inhalt der Veröffentlichung sind nunmehr im Wesentlichen und weit- 12  
aus ausführlicher als bisher in §§ 4–9 WpAIV (Text im Anhang S. 1) geregelt, die auf Grund von § 15 VII 1 erlassen wurde.
- **Befreiung von der Veröffentlichungspflicht:** Während nach altem 13  
Recht die Befreiung von der Veröffentlichungspflicht auf Grund eines entsprechenden Antrags des Emittenten durch die BaFin ausgesprochen wurde (§ 15 I 5 a.F.), ist der Emittent nunmehr auf den Weg der Selbstbefreiung nach Maßgabe von § 15 III i.V.m. §§ 6 f. WpAIV verwiesen.

Mit der Novellierung des § 15 und der Auslagerung verschiedener Rege- 14  
lungsbereiche in die WpAIV ist die Regelung der Ad-hoc-Publizität differenzierter und komplizierter geworden. Eine **Übersicht** über die Zentralnorm der Ad-hoc-Publizität in Gestalt des § 15 und ihre einzelnen Regelungsfelder mag deshalb zugleich Leitfaden der Rechtsanwendung im Detail sein:

- Den Kernbereich der Regelung der Ad-hoc-Publizität bildet **§ 15 I 1:** 15  
Er benennt mit den „Emittenten von Finanzinstrumenten“ die in erster Linie **Publizitätspflichtigen** und mit der einen solchen Emittenten unmittelbar betreffenden „Insiderinformation“ den **Gegenstand der Ad-hoc-Veröffentlichung**. Wann ein Emittent von einer Insiderinformation unmittelbar betroffen ist, erläutert **§ 15 I 2** in einem Regelbeispiel, während **§ 15 I 3 und 4** den sachlichen und personellen Bereich der Veröffentlichungspflicht für den Fall erweitern, dass der Emittent oder eine von diesem beauftragte oder für dessen Rechnung handelnde Person wissentlich oder unwissentlich eine Insiderinformation befugtermaßen an „einen anderen“ weitergibt, der seinerseits nicht zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. Nach **§ 15 II 2** sind ad-hoc-publizierte „unwahre Informationen“ im Wege einer neuerlichen Ad-hoc-Mitteilung zu berichtigen, und dies auch dann, wenn die zu korrigierende Information keine Insiderinformation darstellte und damit nicht im Wege der Ad-hoc-Publizität hätte veröffentlicht werden dürfen.
- Die **inhaltlichen Anforderungen** an die Ad-hoc-Veröffentlichung sind 16  
teils in § 15 I 5 und II 1, teils in § 4 der WpAIV geregelt: **§ 15 I 5** verbietet die Verwendung unüblicher und keinen Vergleich mit den

bisher verwandten Zahlen erlaubender Kennzahlen, und § 15 II 1 untersagt die Veröffentlichung anderer Informationen als die zu publizierende Insiderinformation. § 4 WpAIV enthält nicht nur einen Katalog der in die Ad-hoc-Veröffentlichung aufzunehmenden Angaben, sondern auch Anforderungen an die Gliederung und die sprachliche Präsentation der erforderlichen Angaben.

- 17 – Die Bestimmungen über das **Verfahren und die Art der Veröffentlichung** sind weitgehend aus § 15 herausgenommen und in § 5 WpAIV überführt worden. In § 15 verblieben und nunmehr teils in § 15 IV teils in § 15 V 2 erfasst sind die Vorschriften über die vor und nach einer Ad-hoc-Veröffentlichung vorzunehmenden Mitteilungen gegenüber der Aufsichtsbehörde und den betroffenen börslichen Stellen, aber auch sie werden ergänzt durch die den Inhalt dieser Meldungen regelnde Bestimmungen in §§ 8 und 9 WpAIV. Wie § 15 III 2 a.F. statuiert § 15 V 1 auch weiterhin den Vorrang des förmlichen Ad-hoc-Veröffentlichungsverfahrens vor anderen Formen der Veröffentlichung von Insiderinformationen.
- 18 – Die Voraussetzungen der **Selbstbefreiung** von der Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung von Insiderinformationen durch den Emittenten sowie die hiermit in Zusammenhang stehenden Mitteilungspflichten gegenüber der Behörde und den betroffenen börslichen Stellen sind in § 15 III geregelt. Ergänzend hierzu bestimmen §§ 6 und 7 WpAIV, wann „berechtigte Interessen“ zur Selbstbefreiung vorliegen bzw. welche Anforderungen erfüllt werden müssen, um die Vertraulichkeit während der Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität zu gewährleisten. Die Meldungen gegenüber der Aufsichtsbehörde und den maßgeblichen börslichen Stellen müssen gemäß § 15 III 3 den Anforderungen des § 15 IV und der § 8 I und V, 9 WpAIV genügen.
- 19 – Unverändert statuiert § 15 VI eine **Einschränkung der zivilrechtlichen Haftung des Emittenten** für unterlassene oder fehlerhafte Ad-hoc-Veröffentlichungen. § 15 VII schließlich enthält die **Ermächtigung zum Erlass von Verordnungen** im Hinblick auf die in dessen Satz 1 Nrn. 1–3 aufgeführten Gegenstände, von welcher das Bundesministerium der Finanzen zum Erlass der WpAIV Gebrauch gemacht hat.

## 2. Allgemeine Anwendungsfragen

### a) Entwicklung der Ad-hoc-Publizität

- 20 Der **gesetzliche Tatbestand** der Ad-hoc-Publizität in § 15 I 1 der ursprünglichen Fassung der Vorschrift entsprach im Wesentlichen der von der Vor-

schrift abgelösten Regelung des § 44a I 1 BörsG (a.F.)<sup>1</sup>. Mit der börsengesetzlichen Bestimmung wiederum ist die diesbezügliche Regelung der **Börsenzulassungs-Richtlinie** vom 5. 3. 1979 (s. oben Rz. 1) umgesetzt worden<sup>2</sup>. Die Richtlinie umschreibt die Ad-hoc-Publizität wie folgt: „Die Gesellschaft muss das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, die aber wegen ihrer Auswirkung auf ihre Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung der Kurse ihrer Aktien führen können bzw. die erheblich ihre Fähigkeit beeinträchtigen können, ihren Verpflichtungen nachzukommen“<sup>3</sup>.

Die Keimzelle der Ad-hoc-Publizität in Gestalt des § 44a BörsG a.F. ist in ihrer **Bedeutung** nie recht ausgelotet<sup>4</sup> und in ihrer konkreten Ausgestaltung allenfalls ansatzweise erörtert worden<sup>5</sup>. Die Praxis war sich auch zu keiner Zeit des Risikos der Ad-hoc-Publizität im Hinblick auf zivil- und strafrechtliche Sanktionen bewusst<sup>6</sup>. Bei den Emittenten wie auch bei den Börsen bestand vielmehr große Rechtsunsicherheit über die Reichweite der aus § 44a BörsG a.F. folgenden kapitalmarktrechtlichen Informationspflicht<sup>7</sup>. Diese Unsicherheit dürfte auch der Grund für die Zurückhaltung der Emittenten bei der Ad-hoc-Publizität gewesen sein, die unter der Geltung des § 44a BörsG a.F. „totes Recht“ geblieben ist<sup>8</sup>. 21

Die Erwartung, mit der Neugestaltung der Ad-hoc-Publizität einerseits und ihrer Überführung in eine der Beaufsichtigung durch neu geschaffene Kapitalmarktaufsicht unterliegende Vorschrift des WpHG andererseits werde sich die **Informationspraxis der Emittenten** grundlegend ändern<sup>9</sup>, haben bereits die ersten Erfahrungen des seinerzeitigen BAWe als zuständiger Marktaufsichtsbehörde bestätigt<sup>10</sup>. So kam es während der Geltungsdauer des § 44a BörsG a.F. nur zu 6 Ad-hoc-Meldungen. Im Jahr 1995, zu dessen Beginn § 15 in Kraft getreten ist, erfolgten dagegen 1001 Veröffentlichungen; 1996 waren es 1058 und 1997 1279 Ad-hoc-Meldun- 22

1 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; Assmann, ZGR 1994, 494, 528.

2 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48.

3 Vgl. Anhang der Börsenzulassungs-Richtlinie (Rz. 1), Schema C, Nr. 5a für Aktien und Schema D, Nr. 4a für Schuldverschreibungen.

4 Schwark, NJW 1987, 2045.

5 Pellens, AG 1991, 63.

6 Hopt, ZGR 1991, 50.

7 Pellens, AG 1991, 63.

8 Heidmeier, AG 1992, 110; vgl. weiter RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 35.

9 Hopt, ZHR 159 (1995), 147.

10 Wittich, AG 1997, 4; Wölk, AG 1997, 80.

gen<sup>1</sup>. Dass sich mit dem von der früheren Regelung im Börsengesetz keineswegs signifikant abweichenden § 15 I 1 a.F. eine solche **Veränderung im Publizitätsverhalten** der Emittenten verband, hatte vor allem zwei Gründe: Zum einen die – bewusst auf die Herbeiführung dieses Zwecks gerichtete<sup>2</sup> – Heraufsetzung des Höchstbetrages der **Geldbuße**, die bei einer vorsätzlichen oder leichtfertigen Verletzung der Publizitätspflicht verhängt werden konnte, von ehemals einhunderttausend DM (§ 90 IV BörsG a.F.) auf drei Millionen DM (§ 39 III WpHG a.F.; heute 1 Mio. Euro, § 39 II Nr. 5 lit. a, IV)<sup>3</sup>; und zum anderen die Beaufsichtigung der Erfüllung der Ad-hoc-Publizitätspflicht durch die neu geschaffene Aufsichtsbehörde.

- 23 Die **Zahl** der jährlichen Ad-hoc-Mitteilungen hat sich seit der Einführung derselben im Jahr 1995 beträchtlich vervielfacht, wobei mit dem Jahr 1998 (1856 Mitteilungen) ein bereits kräftiger und mit dem Jahr 1999 (3417 Mitteilungen) ein sprunghafter Anstieg der Ad-hoc-Mitteilungen zu verzeichnen war, der – nachdem er sich auch im Jahr 2000 (5693 Mitteilungen) noch fortsetzte, erst im Jahr 2001 (5421 Mitteilungen) ein Ende fand<sup>4</sup>. Ausschlaggebend für diese **Entwicklung** war einerseits die sprunghafte Zunahme der der Ad-hoc-Publizität unterliegenden Unternehmen sowie die 1999 einsetzende Konjunktur der Anlage in Wertpapieren und andererseits die zunehmende Nutzung von Ad-hoc-Mitteilungen als Mittel von Investor-Relations-Aktivitäten insbesondere von jungen Unternehmen, deren Papiere im seinerzeitigen Neuen Markt gehandelt wurden. Den Rückgang der Ad-hoc-Mitteilungen im Jahr 2001 führt die Aufsichtsbehörde darauf zurück, dass „die Anzahl der überflüssigen Meldungen abgenommen hat“<sup>5</sup>. Das mit dem 4. FFG 2002 (Rz. 7) in das Gesetz eingefügte Verbot der Veröffentlichung überflüssiger Angaben in Ad-hoc-Mitteilungen (§ 15 I 3 a.F., dem § 15 II 1 entspricht; s. unten Rz. 25, 199 ff.) hat diesen Trend noch verstärkt: 2002 waren nur noch 4491 Mitteilungen, 2003 3301 Mitteilungen und 2004 3260 Mitteilungen zu verzeichnen<sup>6</sup>. Auch die Zahl der Anträge auf **Befreiung** von der Veröf-

1 Angeführt ist die Anzahl aller Ad-hoc-Meldungen, einschließlich derjenigen von Emittenten mit Sitz im Ausland. S. Jahresbericht des BAWe für 1996, S. 21, 45; Jahresbericht des BAWe für 1997, S. 25, 54. Zusammenfassung in Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 58.

2 Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drucks. 12/7918, S. 96.

3 Zu den Bußgeldverfahren s. jeweils die Hinweise in den Jahresberichten der Aufsichtsbehörde unter der Rubrik „Markttransparenz – Ad-hoc-Publizität“.

4 S. die Zusammenstellung im Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 31, 58.

5 Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 32.

6 Jahresbericht der BaFin für 2004, S. 197.

fentlichung ad-hoc-publizitätspflichtiger Informationen steht offenbar im Zusammenhang mit der Entwicklung der Wirtschaftslage. Sie sind nach Angaben des BAWe im Jahre 2001 sprunghaft angestiegen<sup>1</sup>.

Der **inhaltliche Schwerpunkt** der Ad-hoc-Publizität lag anfangs (d.h. in den Jahren 1995 und 1996) bei den Mitteilungen zum Jahresabschluss und zu unterjährigen Zwischenergebnissen<sup>2</sup>, hat sich in den folgenden Jahren aber zugunsten von Mitteilungen über „strategische Unternehmensentscheidungen“ (wie etwa Veränderungen in der Unternehmensstruktur, dem Erwerb oder der Veräußerung von Beteiligungen oder Fusionen) verschoben<sup>3</sup>. Dessen ungeachtet nehmen aber Angaben zu Jahresabschlüssen und Zwischenberichten sowie zu Dividenden nach wie vor einen breiten Raum unter den mittels Ad-hoc-Veröffentlichungen verbreiteten Informationen ein<sup>4</sup>. 24

Auch wenn die Entwicklung der Ad-hoc-Publizität ein Spiegel der Entwicklung der Wertpapiermärkte ist, finden sich in der erst kurzen Geschichte ihrer Regelung im WpHG immer wieder bestimmte „Entwicklungseingänge“ in Gestalt besonders auffälliger **Phänomene** oder sich in den Vordergrund drängender **Anwendungsprobleme**. So wurde etwa im Verlauf des Jahres 1999 offenkundig, dass zahlreiche Emittenten Ad-hoc-Mitteilungen zu Zwecken der Werbung oder der Selbstdarstellung nutzen, was zunächst die Aufsichtsbehörde<sup>5</sup> und sodann auch den Gesetzgeber<sup>6</sup> veranlasste, gegen einen solchen **Missbrauch von Ad-hoc-Mitteilungen** vorzugehen. Darüber hinaus sah sich die Aufsichtsbehörde auch gehalten daran zu erinnern, dass § 15 I 1 vom Emittenten die **unverzügliche Veröffentlichung** ad-hoc-publizitätspflichtiger Informationen verlangt, weshalb es ihm verwehrt ist, die Publikation der Information auf einen ihm opportun erscheinenden oder auf einen mit den Börsenhandelszeiten zusammenhängenden Zeitpunkt zu verschieben<sup>7</sup>. Darüber hinaus kommt es im 25

1 Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 34.

2 Jahresbericht des BAWe für 1995, S. 23, und für 1996, S. 22. Vgl. *Wölk*, AG 1997, 74 ff.

3 S. die Zusammenstellung für die Jahre 1999–2001 im Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 33, und die Zusammenstellung für die Jahre 1997 und 1998 im Jahresbericht des BAWe für 1998, S. 24.

4 Hierzu und zur Übersicht über den Anteil einzelner „Ad-hoc-Sachverhalte“ an allen Ad-hoc-Meldungen s. die Übersichten in den einzelnen Jahresberichten des BAWe, etwa für die Jahre 1999–2001 im Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 33.

5 S. Jahresbericht des BAWe für 2000, S. 27. Schreiben des BAWe v. 22. 3. 2000 (Missbrauch der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG).

6 S. den seinerzeit auf Grund von Art. 2 Ziff. 7 lit. a des 4. FFG (Rz. 7) in das Gesetz eingefügten § 15 I 3 (a.F.), dem § 15 II 1 entspricht; dazu auch unten Rz. 199 ff.

7 S. Jahresbericht des BAWe für 2000, S. 25 f. Zum Problem schon Jahresbericht des BAWe für 1997, S. 27.

Zuge der Entwicklung der Wirtschaft und der Wertpapiermärkte immer wieder zu gleichförmigen Vorgängen, welche die Frage aufwerfen, ob sie ad-hoc-publizitätspflichtige Informationen darstellen. Anfang des neuen Jahrtausends stellte sich diese Frage vor allem im Hinblick auf das **Delisting** von am seinerzeitigen Neuen Markt notierten Unternehmen, wobei die Aufsichtsbehörde im Ausschluss eines Unternehmens aus diesem Marktsegment lediglich eine die Handelbarkeit der Wertpapiere berührende, aber keine die finanzielle oder wirtschaftliche Situation des Unternehmens betreffende und damit nach § 15 zu veröffentlichende Information sieht<sup>1</sup>. Schließlich zwingen mitunter auch **gesetzgeberische Maßnahmen** zu einer Neubeurteilung von Ad-hoc-Publizitätspflichten, wie in jüngerer Zeit etwa der Erlass des **WpÜG** mit seiner Regelung von Wertpapiererwerbs-, Übernahme- und Pflichtangeboten<sup>2</sup>.

- 26 Generelle Aussagen darüber, in welcher Weise die Neugestaltung der Ad-hoc-Publizität in § 15 zu einer **Neuorientierung der Informationspolitik und des Kommunikationsverhaltens der Emittenten** geführt hat, sind mit Vorsicht zu handhaben. Halbwegs sicher lässt sich sagen, dass der Gehalt des Rechtsinstituts der Ad-hoc-Publizität stets auch eine Funktion seiner Handhabung und Wahrnehmung durch die Emittenten und die Adressaten der Veröffentlichung darstellte. So ist die Ad-hoc-Publizität anfangs als lästige weitere kapitalmarktrechtliche Pflicht wahrgenommen worden, wurde in den Boomzeiten der Wertpapiermärkte zu einem Medium der Öffentlichkeitsdarstellung, der Werbung und der Investor-Relations-Beziehungen instrumentiert, um aus dieser Degeneration gestärkt und haftungsbewehrt als Medium der Markt- und Anlegerinformation u.a. zum Zwecke der Herstellung der informationellen Chancengleichheit an den Kapitalmärkten hervorgegangen zu sein. Nicht bestätigt hat sich dagegen die Vermutung, die mit ihrer Neuregelung in § 15 verbundene Effektivierung der Ad-hoc-Publizität könne zu einer sowohl verbandsrechtlich wie kapitalmarktrechtlich problematischen, signifikanten Verzögerung unternehmerischer Entscheidungen führen. Gleiches gilt auch für die Annahme, die Neugestaltung der Ad-hoc-Publizität werde zu einer Ausweitung und inhaltlichen Verbesserung einer kontinuierlichen, über die gesetzlichen Mindestanforderungen der Regelpublizität hinausgehenden Berichterstattung führen, weil so von der Ad-hoc-Publizität erfasste Sachverhalte gar nicht erst eintreten könnten und der Emittent sich auf diese Weise von Ad-hoc-Publizitätspflichten entlaste<sup>3</sup>.

1 So zum alten Recht Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 33. S. auch die Hinweise im Jahresbericht des BAWe für 2001, S. 32, im Hinblick auf „Gewinnwarnungen“ von Emittenten.

2 Näher dazu unten Rz. 46 f., 109 ff. Zum Überblick *Assmann*, ZGR 2002, 711 ff.

3 So noch 2. Aufl. Rz. 13 f.

**b) Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität**

Der **Normzweck** der Ad-hoc-Publizität ist nicht der Schutz der Individualinteressen der Anleger, sondern ausschließlich die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. § 15 dient damit nur dem Schutz des Anlegerpublikums als Gesamtheit der potentiellen Anleger (s. Rz. 28, 30). Das kommt auch in den Gesetzesmaterialien zu § 15 (a.F.) zum Ausdruck, wie etwa im Bericht des Finanzausschusses des des Deutschen Bundestages zum 2. FFG, demzufolge die Ad-hoc-Publizität dazu beizutragen hat, dass sich keine unangemessenen Marktpreise infolge mangelhafter oder fehlender Information bildeten und die für die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte notwendige Markttransparenz hergestellt wurde<sup>1</sup>.

Verschiedene Änderungen der Ad-hoc-Publizitätsregelung selbst sowie anderer Normen des WpHG haben daran nichts geändert: Das gilt zunächst für die Einführung der §§ 37b und 37c durch Art. 2 Ziff. 7 lit. e des 4. FFG (Rz. 7), welche dem Emittenten Schadensersatzpflichten bei unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen bzw. bei Veröffentlichung unwahrer Tatsachen in einer Mitteilung über kursbeeinflussende Tatsachen auferlegen, und in gleichem Maße für die durch die diese Maßnahme vorgenommene und auch heute noch gültige Neufassung der Bestimmung des § 15 VI 1. Letztere stellt mit der Formulierung, Verstöße des Emittenten gegen Pflichten aus § 15 I-IV machten diesen nur unter den Voraussetzungen des § 37b oder des § 37c schadensersatzpflichtig, vielmehr sogar klar, dass es sich bei § 15 nicht um ein Schutzgesetz i.S.d. § 823 II BGB handelt und Schutzgut der Norm allein die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist<sup>2</sup>. Auch die Änderungen, die der § 15 durch das AnSVG erfahren hat, geben keinen Anlass, an diesem auf den überindividuellen Schutz des Anlegerpublikums und des Funktionenschutzes der Wertpapiermärkte beschränkten Normzweck der Ad-hoc-Publizität zu zweifeln<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drucks. 12/7918, S. 102.

<sup>2</sup> Begr. RegE 4. FFG BR-Drucks. 936/01 (neu) v. 14. 11. 2001, S. 245. Zimmer, in: Schwark, § 15 WpHG Rz. 8. S. auch im Folgenden Rz. 30.

<sup>3</sup> S. etwa RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34, und BaFin, Emittentenleitfaden, S. 38, wo es (die Hervorhebung ist hinzugefügt) heißt: „Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist es, einen gleichen Informationsstand der Marktteilnehmer durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes zu erreichen, damit sich keine unangemessenen Börsen- oder Marktpreise aufgrund fehlerhafter oder unvollständiger Unterrichtung des Marktes bilden. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht dient daher dem Interesse des gesamten Anlegerpublikums, sichert die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und schafft gleiche Chancen und Transparenz. Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität ist gleichzeitig eine wichtige Präventivmaßnahme gegen den Missbrauch von Insiderinformationen.“

- 29 Die Ad-hoc-Publizität soll die Bildung unangemessener Börsenpreise infolge von Informationsdefiziten der Marktteilnehmer vermeiden helfen. Sie dient insoweit der **Markttransparenz** und der **Preiswahrheit** durch Beseitigung von Informationsasymmetrien<sup>1</sup>. Daneben soll der Kreis der potentiellen Insider möglichst klein gehalten und der Zeitraum für das missbräuchliche Ausnutzen von Insiderwissen soweit wie möglich verkürzt werden<sup>2</sup>.
- 30 Die **Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts**, wie sie durch die Ad-hoc-Publizität mit geschützt werden soll, ist nach den Gesetzesmaterialien ein Schutzgut, das „ausschließlich dem öffentlichen Interesse“ dienen soll. Der die Ad-hoc-Publizität normierende § 15 I 1 hat deshalb keinen drittschützenden Charakter und kann schon deshalb **kein Schutzgesetz** i.S.d. § 823 II BGB sein, bei dessen pflichtwidriger Verletzung der geschädigte Anleger Schadensersatzansprüche gegen den Emittenten geltend machen könnte<sup>3</sup>. Dementsprechend kann auch ein Versäumnis der BaFin bei der Überwachung der Einhaltung der Ad-hoc-Publizität **keine Amtspflichtverletzung** i.S.d. § 839 BGB darstellen, die eine Staatshaftung begründen könnte (Art. 34 GG). Die BaFin nimmt die ihr nach dem WpHG zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahr (§ 4 IV FinDAG).
- 31 Auch wenn die gesetzliche Regelung der Ad-hoc-Publizität keine die Individualinteressen der Anleger schützende Norm darstellt, so bedeutet dies nicht, dass die Regelung überhaupt keine **anlegerschützende Wirkung** zu entfalten vermag. Wesentliche Funktion des Börsenmarkts neben der staatlich kontrollierten Preisfeststellung ist es, Kapitalangebot und -nachfrage des Anlegerpublikums zusammenzuführen und möglichst effizient auszugleichen. Dieser Marktfunktion dient auch die Ad-hoc-Publizität als kapitalmarktrechtliche Informationspflicht und als insiderrechtliche Präventivmaßnahme. Die Ad-hoc-Publizität trägt des-

1 Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drucks. 12/7918, S. 96; Schreiben des BAWe v. 8. 2. 2002 (zur unverzüglichen Veröffentlichung von Ad-hoc-Tatsachen), S. 1; s. auch *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 38. Ferner *Hopt*, ZHR 159 (1995), 147; *Pananis*, WM 1997, 460.

2 Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drucks. 12/7918, S. 102; RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35; s. auch *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 38.

3 Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drucks. 12/7918, S. 102; Begr. RegE 4. FFG BR-Drucks. 936/01 (neu) v. 14. 11. 2001, S. 245; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 16.222; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rz. 10.64; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 3; *Schwark*, in: Schwark, § 14 WpHG Rz. 273; *Zimmer*, in: Schwark, § 15 WpHG Rz. 8, 172. S. schon vorstehend Rz. 28 und unten Rz. 307.

halb mit ihrer vertrauensbildenden Wirkung zum Funktionieren des Marktes bei, der auf Angebot und Nachfrage in ausreichendem Umfang angewiesen ist; hierzu wird wiederum das Vertrauen des Anlegers in die Ordnungsmäßigkeit des Marktes benötigt. Die Ad-hoc-Publizität schützt also im Sinne eines Rechtsreflexes auch das Individualinteresse der Anleger an einem integren und liquiden Markt, um dort Wertpapiere zu fairen Preisen<sup>1</sup> kaufen und verkaufen zu können.

### c) Ad-hoc-Publizitätspflicht als insiderrechtliche Präventivmaßnahme

In der Diskussion um ein gesetzliches Verbot des Insiderhandels ist früh die Bedeutung einer kurzfristigen Veröffentlichung kursrelevanter Sachverhalte für die Unterbindung verbotenen Insiderhandelns betont worden<sup>2</sup>. Wie die langjährigen Erfahrungen in den USA gezeigt haben, ist eine vernünftig praktizierte und durchgesetzte Ad-hoc-Publizität das beste **präventive Korrelat jeder Insidervorschrift**<sup>3</sup>. Die Veröffentlichung einer Insiderinformation nimmt ihr die Rechtsqualität einer Insiderinformation und entzieht damit dem verbotenen Insiderhandel den Boden<sup>4</sup>. Das Insiderhandelsverbot soll nur sicherstellen, dass *unveröffentlichte* kursrelevante Informationen nicht von Insidern ausgenutzt werden und dadurch die Chancengleichheit aller Anleger beeinträchtigt wird. Insidergeschäfte können das Vertrauen des Anlegerpublikums auf einen integren und seriösen Markt erschüttern; die Funktionsfähigkeit des Marktes ist deshalb auf dieses Vertrauen in hohem Maße angewiesen.

Der Gesetzgeber hat dementsprechend die Ad-hoc-Publizität auch als **Instrument zur Bekämpfung des Missbrauches von Insiderwissen** konzipiert<sup>5</sup>. Aus rechtsvergleichender Sicht ist deshalb die deutsche Regelung durch eine doppelte Zielrichtung der Ad-hoc-Publizität gekennzeichnet: kapitalmarktrechtliche Informationspflicht und insiderrechtliche Präventivmaßnahme. Durch die unverzügliche Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen soll zum einen der Kreis der potentiellen Insider möglichst klein gehalten und zum anderen der Zeitraum, in dem Insider-

1 Zur Ad-hoc-Publizität als Mechanismus, der zur „Bildung ‚realistischer‘ Wertpapierpreise“ beiträgt, s. Zimmer, in: Schwark, § 15 WpHG Rz. 9.

2 Hopt, ZGR 1991, 50.

3 Hopt, ZHR 159 (1995), 147; Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht, 1973, S. 175.

4 Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drucks. 12/7918, S. 96; RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35; s. auch BaFin, Emittentenleitfaden, S. 38. Ferner Assmann, ZGR 1994, 528; Geibel, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 1; Schwark, in: Schwark, § 14 WpHG Rz. 10; Zimmer, in: Schwark, § 15 WpHG Rz. 10.

5 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35.

wissen missbräuchlich ausgenutzt werden kann, weitest möglich verkürzt werden<sup>1</sup>. § 15 begrenzt also die Möglichkeiten zur Vornahme von Insidergeschäften<sup>2</sup>. Die Regelung der Ad-hoc-Publizität ist deshalb aus dem Börsengesetz (§ 44a BörsG a.F.) herausgenommen und den insiderrechtlichen Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetzes zugeordnet worden. Hierdurch wird verdeutlicht, dass die Ad-hoc-Publizität für die Bekämpfung des Missbrauchs von Insiderinformationen aktiviert werden sollte<sup>3</sup>.

- 34 Mit Rücksicht auf die konzeptionellen Vorstellungen des Gesetzgebers, wie sie in den Gesetzesmaterialien deutlich zum Ausdruck gekommen sind, kann sich die **Auslegung** des § 15 I nicht nur an der Funktion der Ad-hoc-Publizität als eine die kapitalmarktrechtliche Regelpublizität ergänzenden Informationspflicht orientieren. Gleichgewichtig ist auch die Funktion der Ad-hoc-Publizität als insiderrechtliche Präventivmaßnahme zu berücksichtigen.

#### **d) Spannungsverhältnis zwischen Regelpublizität sowie anderen kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten und der Ad-hoc-Publizität**

- 35 **Auslegungsprobleme** bei der Bemessung der **Reichweite der Ad-hoc-Publizität** ergeben sich daraus, dass diese Veröffentlichungspflicht als kapitalmarktrechtliche Informationspflicht die Regelpublizität ergänzt (Rz. 1 f.), also nicht (partiell) verdrängen soll. Nach der missverständlichen Begründung des Regierungsentwurfs des 2. FFG soll sich die Ad-hoc-Publizität deshalb nicht auf solche Tatsachen beziehen, die bereits im Rahmen der laufenden Veröffentlichung der Jahresabschlüsse und Lageberichte (§ 44 I Nr. 3, II BörsG a.F. = § 39 I Nr. 3 BörsG) oder der regelmäßigen Zwischenberichterstattung (§ 44b BörsG a.F. = § 40 BörsG) darzustellen sind<sup>4</sup>. In der Begründung des Regierungsentwurfs der Börsengesetznovelle 1986, welche die in der EG-Börsenzulassungs-Richtlinie geregelte Ad-hoc-Publizität durch Schaffung des § 44a BörsG a.F. in deutsches Recht umgesetzt hat, heißt es jedoch, dass „alle für die Beurteilung der zugelassenen Wertpapiere wichtigen Tatsachen schon *unverzüglich nach ihrem Eintreten* zu veröffentlichen sind“<sup>5</sup>. Mit dieser Bestimmung sollte den Kapitalmarktteilnehmern zwischen den Stichtagen der Regel-

1 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 102; RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35; s. auch *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 38.

2 Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages (2. FFG), BT-Drucks. 12/7918, S. 96, 102.

3 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 35.

4 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48.

5 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 16.

publizität der schnelle Zugang zu Informationen über wichtige Ereignisse in der Unternehmenssphäre des Emittenten ermöglicht werden<sup>1</sup>. Wenn die Ad-hoc-Publizität **die Regelpublizität ergänzt**, so heißt dies, dass „Ereignisse, die im Rahmen der Regelpublizität darzustellen sind, ... unter bestimmten Voraussetzungen bereits vor der Veröffentlichung im Rahmen der Regelpublizität der in § 15 WpHG geregelten Ad-hoc-Publizität unterliegen“ können<sup>2</sup>. Das gilt insbesondere für Geschäftsergebnisse, die in kursrelevanter Höhe von dem jeweiligen Ergebnis des Vergleichszeitraumes z.B. bei saisonabhängigem Geschäftsverlauf abhängen<sup>3</sup>. M. a. W.: Mit der Veröffentlichung von der Regelpublizität unterliegenden Tatsachen kann nicht bis zum nächsten Regelpublizitätstermin gewartet werden, wenn es sich um Tatsachen handelt, die für sich genommen ad-hoc-publizitätspflichtig sind<sup>4</sup>.

Dass die Ad-hoc-Publizität die Regelpublizität ergänzt und dazu führen kann, dass der Regelpublizität unterliegende Sachverhalte vorab im Wege der Ad-hoc-Publizität zu veröffentlichen sind, ist auch der Standpunkt der Aufsichtsbehörde, welche diesen bereits in ihrer **Bekanntmachung zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität** vom 9. 7. 1996<sup>5</sup> dargelegt hat. In dieser heißt es u.a.: „Resultiert eine neue, potentiell kursrelevante Tatsache, z.B. ein erheblicher Gewinn oder ein erheblicher Verlust, aus einem einzelnen Ereignis, so ist diese Tatsache unverzüglich nach ihrem Eintritt zu veröffentlichen. Werden Einzelereignisse, denen bei isolierter Betrachtung kein Potential zur erheblichen Beeinflussung des Börsenpreises zuzumessen ist, in Jahresabschlüssen oder unterjährigen Berichten summiert, so stellt das Ergebnis der Summierung eine Tatsache dar, die zur erheblichen Beeinflussung des Börsenpreises geeignet sein kann. In diesem Fall ist das Ergebnis der Summierung als Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen. Die einer solchen Mitteilung zugrunde liegende Tatsache tritt ein, sobald das Ergebnis der Summierung dem Vorstand oder dem sonst für die Veröffentlichung nach § 15 WpHG Verantwortlichen des Unternehmens zur Verfügung steht. Für den Fall von potentiell kursrelevanten Tatsachen im Jahresabschluss

1 *Pellens*, AG 1991, 63; *Baumbach/Hopt*, HGB, 29. Aufl. 1995, § 44a BörsG Rz. 1.

2 Bekanntmachung des BAWe zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität v. 9. 7. 1996, BAnz. v. 19. 7. 1996, S. 8167; ebenso zum neuen Recht *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 47.

3 *BAWe/Deutsche Börse*, Insiderhandelsverbote, S. 31; *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 47.

4 *Irmen*, in: BuB, Rz. 7/793; *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 450; *Hirte*, S. 51 (Pflicht zur „Vorab-Mitteilung“); *Kümpel*, AG 1997, 70; *Schäfer*, in: Dreyling/Schäfer, Rz. 324; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 8; *Wölk*, AG 1997, 76.

5 S. Bekanntmachung des BAWe zum Verhältnis von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität v. 9. 7. 1996, BAnz. v. 19. 7. 1996.

bedeutet dies, dass die Tatsache spätestens mit der Aufstellung des Jahresabschlusses durch den Vorstand eingetreten ist. Im Rahmen der Berichterstattung nach § 15 WpHG ist lediglich die Tatsache zu veröffentlichen, der die potentielle Kurserheblichkeit zukommt, d.h. nicht der gesamte Jahresabschluss oder Zwischenbericht, der diese Tatsache beinhaltet.“ Diese Ausführungen haben auch nach der Änderung des § 15 durch das AnSVG Gültigkeit<sup>1</sup>.

- 37 Dem Zweck der Ad-hoc-Publizität entsprechend ist mit einer Ad-hoc-Veröffentlichung nicht jeweils der gesamte Jahresabschluss, Quartalsbericht oder Zwischenbericht ad hoc zu publizieren, sondern lediglich die **Information**, die nicht öffentlich bekannt und als **kurserheblich** anzusehen ist<sup>2</sup>. Dazu können auch Prognosen und Plandaten gehören<sup>3</sup>. Die Veröffentlichung ist, sofern nicht eine Befreiung nach § 15 III in Frage kommt, unverzüglich und unabhängig von den Terminen vorzunehmen, zu denen die Berichts- und Rechenwerke der Regelpublizität vorgelegt oder veröffentlicht werden sollen<sup>4</sup>.
- 38 In neuerer Zeit sind **Konflikte der Ad-hoc-Publizität mit anderen kapitalmarktrechtlichen Publizitätsinstrumenten** in den Vordergrund getreten: Diese offenbaren sich in erster Linie in Gestalt des Verhältnisses der Ad-hoc-Publizität zu den Informationspflichten der börsennotierten Bietersgesellschaft und der Zielgesellschaft nach dem WpÜG. Einen Teil der Fälle, in denen Ad-hoc-Publizitätspflicht und Informationspflichten nach dem WpÜG kollidieren können, hat das WpÜG bereits zugunsten eines Vorrangs der speziellen Veröffentlichungspflichten nach dem WpÜG bei gleichzeitiger Verdrängung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 entschieden. So bestimmt bspw. § 10 VI WpÜG, dass § 15 „nicht für Entscheidungen zur Abgabe eines Angebots“ nach § 10 I WpÜG gilt<sup>5</sup>. Die Vielzahl von Fällen, in denen sich die Frage stellt, inwieweit die Ad-hoc-Publizität neben oder ergänzend zu den im WpÜG geregelten Informationspflichten tritt, wird von dieser Vorschrift allerdings nicht berührt. So vertreten etwa der RegE zum WpÜG und die h.M. die Ansicht, dass Eckdaten eines beabsichtigten Angebots, welche in einer Veröffentlichung nach § 10

1 *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 47 unter ausdrücklichem Hinweis darauf, dass an der in der Bekanntmachung vom 9. 7. 1996, BAnz. v. 19. 7. 1996, S. 8167, dargelegten Position festgehalten wird.

2 *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 47.

3 *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 48. S. schon § 13 Rz. 22, 27, 68.

4 *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 47/48.

5 S. dazu ausführlich *Assmann*, in: *Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider* (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 10 Rz. 77 ff. Eine (kraft Verweises auf § 10 V WpÜG) entsprechende Regelung findet sich etwa in § 35 I 4 WpÜG für Pflichtangebote.

nicht aufgeführt werden müssen (weil sie in diesem Zeitpunkt regelmäßig noch nicht feststehen) und auch tatsächlich nicht aufgeführt wurden, „bei ihrem Vorliegen nach § 15 WpHG zu veröffentlichen“ seien<sup>1</sup>.

Zum Zwecke der Vermeidung eines überkomplexen und überkomplizierten Informationssystems ist – auf die Schaffung eines integrierten Publizitätssystems gerichtet – vorgeschlagen worden, eine Überlagerung kapitalmarktrechtlicher Publizitätspflichten dadurch zu vermeiden, dass sonderkapitalmarktrechtliche Regelungen wie das WpÜG, in den von ihnen erfassten Regelungsfeldern als abschließende und § 15 verdrängende Regelung auch der Publizitätspflichten der betroffenen Normadressaten betrachtet werden<sup>2</sup>. Dieser zugleich das **Konkurrenzverhältnis kapitalmarktrechtlicher Publizitätsanforderungen** betreffende Vorschlag hat sich indes nicht durchzusetzen vermocht. So vertritt etwa die BaFin in ihrem Emittentenleitfaden<sup>3</sup> die Ansicht, „Pflichten zur Kapitalmarkttransparenz bzw. -kommunikation (z.B. Mitteilung bedeutender Stimmrechtsveränderungen, Publizitätsvorschriften nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Veröffentlichungspflichten im Zusammenhang mit Aktienrückkaufprogrammen, Transparenzvorschriften hinsichtlich der Erhebung einer Anfechtungsklage)“ stellten „wie bislang . . . keine der Ad-hoc-Publizität vorrangigen oder sie gar ersetzenden Transparenzvorschriften“ dar. Vielmehr müsse der Emittent „in allen Fällen jeweils zusätzlich prüfen, ob eine Insiderinformation“ vorliege. Sei dies der Fall und sehe die jeweilige Vorschrift nicht ausdrücklich vor, dass eine Ad-hoc-Publizität in diesem Fall nicht bestehe, sei „ebenfalls eine unverzügliche Veröffentlichung der Insiderinformation durch eine Ad-hoc-Mitteilung erforderlich“. Die Ad-hoc-Mitteilung sei auch dann unverzüglich zu veröffentlichen, wenn in dem jeweiligen Gesetz hinsichtlich der dort geregelten Transparenzvorschrift eine andere Veröffentlichungsfrist genannt werde.

<sup>1</sup> Begr. RegE WpÜG BT-Drucks. 14/7034, S. 40. Folgend *Noack*, in: Schwark, § 14 WpHG Rz. 40; *Steinmeyer/Häger*, WpÜG, 2002, § 10 Rz. 48; *Thoma/Stöcker*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG (Loseblatt), § 10 Rz. 149.

<sup>2</sup> *Assmann*, ZGR 2002, 697, 713 f.; *Assmann*, in: Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 10 Rz. 79. Vgl. unten Rz. 73 ff.

<sup>3</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 46 f. Ablehnend auch *Noack*, in: Schwark, § 10 WpÜG Rz. 40.

## II. Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen (§ 15 I)

### 1. Die Veröffentlichungstatbestände im Überblick

- 40 In seiner neuen Fassung kennt § 15 I nicht mehr, wie bisher, nur einen, sondern **drei Tatbestände** einer Publizitätspflicht: **§ 15 I 1**, der Grundtatbestand der Ad-hoc-Publizität, verpflichtet den Emittenten bestimmter Finanzinstrumente, ihn unmittelbar betreffende Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen. Nach **§ 15 I 3** muss derjenige, der als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, die Information zeitgleich veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. **§ 15 I 4** schließlich verpflichtet den Emittenten oder die Person, die einem anderen befugtermaßen, aber unwissentlich eine Insiderinformation mitgeteilt oder zugänglich gemacht hat, die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen.
- 41 Veröffentlichte Ad-hoc-Mitteilungen sind nach § 10 I 1 WpPG in ein sog. **Jährliches Dokument** aufzunehmen, das dem Publikum nach Maßgabe von § 10 I 2 WpPG zur Verfügung zu stellen ist (s. unten Rz. 282).

### 2. Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen mit unmittelbarem Emittentenbezug (§ 15 I 1)

#### a) Normadressaten

- 42 Der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 I 1 unterliegen nur die **Emittenten** (Rz. 48 ff.) von Finanzinstrumenten (Rz. 46 f.), die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die der Emittent eine solche Zulassung beantragt hat (Rz. 43 ff.).

#### aa) Marktsegmente

- 43 **Organisierter Markt** im vorstehenden Sinne ist gemäß § 2 V ein Markt, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist. Unter den deutschen („inländischen“) Handelsmärkten erfüllen die diesbezüglichen Anforderungen nur der **amtliche Markt** i.S.v. §§ 30 ff. BörsG und der **geregelter Markt** i.S.v. §§ 49 ff. BörsG, nicht aber der **Freiverkehr** i.S.v. § 57 BörsG (vgl. § 2 Rz. 96) und seine Teilssegmente (wie etwa die zum 1. 7. 2005 an der Börse München bzw. zum 25. 10. 2005 an der Deutschen Börse AG in Frankfurt/M. in den Freiverkehr ein-

geführten Handelssegmente „M:access“<sup>1</sup> bzw. „Entry Standard“<sup>2</sup>). Nicht erfasst sind allerdings die am geregelten Markt gehandelten Finanzinstrumente eines Emittenten, die nicht nach §§ 49 I, II, 51 BörsG zum Börsenhandel im geregelten Markt *zugelassenen*, sondern lediglich auf Antrag eines Handelsteilnehmers nach §§ 49 I 1, 56 I BörsG in den geregelten Markt *einbezogenen* wurden. Nicht zu den inländischen organisierten Märkten gehören darüber hinaus die Finanzinstrumente, die in **außerbörslichen Handelssystemen**<sup>3</sup>, zu dem auch der **Telefonhandel** gehört, gehandelt werden.

Der Zulassung zum Handel an einem inländischen organisierten Markt gleichgestellt sind die Finanzinstrumente, für die der Emittent eine solche **Zulassung beantragt** hat. Diese Bestimmung, die in § 15 I 1 a.F. nicht zu finden war, geht auf Art. 9 III der Marktmissbrauchs-Richtlinie (Rz. 1) zurück. Anders als bei der Umschreibung des Begriffs der Insiderpapiere in § 12 reicht es in Bezug auf die Ad-hoc-Publizität allerdings nicht aus, dass ein Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung der als Insiderpapiere in Betracht kommenden Finanzinstrumente öffentlich angekündigt wurde (§ 12 S. 2; s. § 12 Rz. 3).

Die **Freistellung** der in den **Freiverkehr** der inländischen Börsen einbezogenen Finanzinstrumente von der Ad-hoc-Publizität bestand von Anfang an und ist mit Rücksicht auf übergeordnete Marktbedürfnisse vorgenommen worden<sup>4</sup>. Die Emittenten solcher Finanzinstrumente sind regelmäßig nicht bereit, die Ad-hoc-Publizitätspflicht mit ihren weit reichenden Konsequenzen und vor allem Sanktionen einzugehen. Hinzu kommt, dass die Einbeziehung in den Freiverkehr an einer inländischen Börse keiner Zustimmung der Emittenten bedarf und häufig nur zum Zwecke einer erleichterten Handelsmöglichkeit erfolgt. Im Interesse der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Wertpapierbörsen sollte mit dieser Freistellung der Gefahr Rechnung getragen werden, dass der börseninterne Freiverkehr „austrocknet“, weil insbesondere die ausländischen Emittenten wegen einer für sie nicht akzeptablen Ad-hoc-Publizität einem Handel ihrer Wertpapiere im Freiverkehr künftig widerspre-

1 Dazu Schwichtenberg, AG 2005, 911.

2 Dazu Sudmeyer/Rückert, BB 2005, 2703.

3 Schon bisher unstrittig. Vgl. nur Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rz. 10.65; Geibel, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 25; von Klitzing, S. 66 f.

4 Kritisch etwa Burgard, ZHR 162 (1998), 58; Fülbiel, S. 238 ff.; Fürhoff, Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizität, S. 152; Gehrt, S. 117 ff.; Hopt, ZHR 159 (1995), 151; Hopt, in: WM-Festgabe Hellner, S. 32; von Klitzing, S. 63 ff., 263; Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rz. 10.65; Geibel, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 21 ff.; Schlittgen, S. 66 ff.; Waldhausen, S. 166 ff.

chen könnten<sup>1</sup>. Die Ausklammerung der Freiverkehrswerte war möglich, weil schon die Regelung der Ad-hoc-Publizität in Art. 7, 1 Nr. 2 (a.E.) der Insider-Richtlinie<sup>2</sup> nur solche Wertpapiere erfasst, die in einem organisierten Markt gehandelt werden, der von einer staatlich anerkannten Stelle reglementiert und überwacht wird<sup>3</sup>. Hieran fehlt es bei den Wertpapieren, die in den Freiverkehr an den Börsen einbezogen sind<sup>4</sup>. Dies ist durch die seinerzeitige Neufassung von § 78 BörsG a.F. (heute § 57 BörsG) ausdrücklich klargestellt worden<sup>5</sup>. Die Marktmissbrauchs-Richtlinie verwendet (im Anschluss an Art. 1 Nr. 13 der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie<sup>6</sup>) den Begriff des „geregelten Markts“ (Art. 6 I i.V.m. Art. 1 Nr. 3 und 4 der Richtlinie), doch hat sich damit in der Sache nichts geändert.

#### bb) Finanzinstrumente

- 46 Der Ad-hoc-Publizität unterliegen nur die Emittenten der in den nach vorstehenden Ausführungen (in Rz. 43 ff.) erfassten Marktsegmenten zugelassenen Finanzinstrumente bzw. die **Finanzinstrumente**, für die ein entsprechender Antrag gestellt wurde. Während dies bisherige Regelung an den Begriff der Wertpapiere anknüpfte („Wertpapiere, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind“, vgl. 3. Aufl. Rz. 33) und dieser keineswegs identisch war mit dem in §§ 12, 14 a.F. verwandten Begriff der Insiderpapiere, verwendet § 15 I 1 nunmehr den für die Regelung des Insiderhandelsverbots und der Ad-hoc-Publizität gleichermaßen verbindlichen Begriff der Finanzinstrumente. Da auch der in § 15 I 1 a.F. verwandte Begriff der Wertpapiere weniger weit reichte als der Begriff des Finanzinstruments, verbindet sich mit der Neufassung des § 15 I 1 zugleich eine Ausweitung des Anwendungsbereichs der Ad-hoc-Publizität (vgl. § 2 Rz. 40h).
- 47 Die **Bestimmung des Begriffs** der Finanzinstrumente findet sich § 2 IIb; auf die diesbezüglichen Erläuterungen (in § 2 Rz. 40g ff.) ist zu verweisen. Anders als der in § 15 I 1 a.F. verwandte Begriff der Wertpapiere umfasst

1 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 76. Nach *Hopt*, ZHR 159 (1995), 151, und *Baumbach/Hopt*, HGB, 29. Aufl. 1995, § 44a BörsG Rz. 2, gilt das Gebot einer sachgerechten Ad-hoc-Publizität unabhängig von §§ 15, 39 und ohne deren Detailausgestaltung und Sanktionierung zum Schutz von Markt und Anlegerschaft auch für Emittenten ohne Börsennotierung als allgemein kapitalmarktrechtliche Pflicht.

2 ABL EG Nr. L 334 v. 18. 11. 1989, S. 30.

3 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48.

4 Ebenso *Caspari*, ZGR 1994, 534. A.A. *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 21.

5 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 76.

6 Richtlinie 93/22/EWG vom 10. 5. 1993, ABL EG Nr. L 141 v. 11. 6. 1993, S. 27.

derjenige der Finanzinstrumente gemäß § 2 IIb S. 1 neben Wertpapieren im herkömmlichen Sinne (von § 2 I alter und neuer Fassung) auch Geldmarktinstrumente (i.S.v. § 2 Ia), Derivate (i.S.v. § 2 II) und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren.

#### cc) Emittenten

Publizitätspflichtiger Normadressat des § 15 ist allein der **Emittent** von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat. Dabei ist unerheblich, ob es sich um einen „inländische“ oder „ausländische“, genauer: **im Inland oder im Ausland ansässigen Emittenten** handelt, solange nur die von ihm emittierten Finanzinstrumente im amtlichen oder geregelten Markt zugelassen sind oder ein entsprechender Antrag gestellt worden ist. Dass der auslandsansässige Emittent auch in seinem Sitzstaat Ad-hoc-Publizitätspflichten unterliegt und erfüllt, ist für die Anwendung des § 15 unerheblich<sup>1</sup>. Deshalb kommt es auch nicht darauf, ob diese Pflichten denjenigen aus § 15 gleichwertig ausgestaltet sind. 48

Der Ad-hoc-Publizität **fehlt eine Konzernklausel**<sup>2</sup>, wie sie etwa die Definition des Primärsiders in § 13 I Nr. 1 a.F. verwandte und welche bestimmte Konzernunternehmen auf Grund ihrer bloßen Konzernzugehörigkeit einer Ad-hoc-Publizitätspflicht unterwerfen würde. Deshalb ist jedes Konzernunternehmen im Hinblick auf die Ad-hoc-Publizität grundsätzlich als selbstständiges Unternehmen zu betrachten, das nur dann Adressat der Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 1 ist, wenn von ihm emittierte Finanzinstrumente im amtlichen oder geregelten Markt einer inländischen Börse gehandelt werden. Daran fehlt es etwa bei der **Konzernmuttergesellschaft**, deren Aktien nicht an einer dieser Märkte zugelassen sind. Sie unterliegt deshalb auch dann nicht der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, wenn die Finanzinstrumente einer Konzerntochtergesellschaft im amtlichen oder geregelten Markt einer inländischen Börse notiert sind<sup>3</sup>. Gleiches gilt für den Fall, dass ein **Konzernunternehmen**, dessen Finanzinstrumente nicht zum Handeln an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind, Wertpapiere begibt, die zwar Rechte 49

<sup>1</sup> Vgl. *Caspari*, in: Baetge (Hrsg.), S. 148; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 156; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 26.

<sup>2</sup> *Burgard*, ZHR 162 (1998), 58; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 151; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 26; *Waldhausen*, S. 172, 197.

<sup>3</sup> *Assmann*, in: Lutter/Scheffler/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, Rz. 12.43; *Hopt*, ZHR 159 (1995), 151; *Schäfer*, in: Dreyling/Schäfer, Rz. 350.

zum Bezug von im Inland börsenzugelassenen Wertpapieren eines anderen Konzernunternehmens gewähren, aber ihrerseits keine Zulassung an einer inländischen Börse erfahren haben; Emittent der Papiere, deren Bezug dadurch ermöglicht wird, ist allein das an dem inländischen organisierten Markt notierte Unternehmen<sup>1</sup>.

- 50 Sind die in Betracht kommenden Finanzinstrumente an einem inländischen organisierten Markt gehandelte **Derivate** (§ 2 II, s. § 2 Rz. 24 ff.), so sind die an der fraglichen Börse zugelassenen Handelsteilnehmer nicht als deren Emittenten zu betrachten und unterliegen damit auch nicht der Ad-hoc-Publizität in Bezug auf diese Instrumente<sup>2</sup>.

## b) Publizitätspflichtige Informationen

### aa) Allgemeines

- 51 Der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Darin unterscheidet sich die Art. 6 I, 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchs-Richtlinie (Rz. 1) umsetzende **Neufassung von § 15 I 1** in mehrfacher Hinsicht von der **alten Fassung der Bestimmung**: Diese erfasste nur Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten und nicht öffentlich bekannt waren, vorausgesetzt sie waren wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, oder im Fall zugelassener Schuldverschreibungen die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, zu beeinträchtigen. Diese Anforderungen an eine ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache hatte vor allem zur Folge, dass – ungeachtet der gesetzgeberische Konzeption, die Ad-hoc-Publizität sowohl als kapitalmarktrechtliche Informationspflicht wie auch als Präventivmaßnahme gegen Insiderhandel auszugestalten – nicht jede emittenten- und wertpapierbezogene Insiderinformation auch von der Ad-hoc-Publizität erfasst wurde und der Begriff der ad-hoc-publizitätspflichtigen Tatsache erheblich enger war als derjenige der Insider-tatsache (s. 3. Aufl. Rz. 36).
- 52 Daran, dass nicht jede Insiderinformation, über die ein Emittent verfügt, zugleich auch eine von ihm ad hoc zu veröffentlichende Information darstellt, hat sich auch nach der Neufassung des § 15 I 1 nichts geändert. Die nach wie vor zu findende Beschränkung folgt allerdings anderen Gesichtspunkten als bisher: Zum einen trägt sie dem Umstand Rech-

<sup>1</sup> Vgl. *Assmann*, in: Lutter/Scheffler/Uwe H. Schneider (Hrsg.), *Handbuch der Konzernfinanzierung*, Rz. 12.43.

<sup>2</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 39.

nung, dass nicht jedermann dem aufwändigen Verfahren zur Veröffentlichung einer ihm bekannt gewordenen (aber nicht öffentlich bekannten) Insiderinformation unterworfen werden kann; und zum anderen würde eine solche Pflicht einem geordneten Veröffentlichungsverfahren unter Berücksichtigung berechtigter Interessen der von der Insiderinformation betroffenen Emittenten am Aufschub der Veröffentlichung entgegenlaufen. Mit der alleinigen **Einschränkung**, dass der Emittent nur solche Insiderinformationen ad hoc publizieren muss, die ihn **unmittelbar betreffen**, ist die Fortsetzung des Insiderhandelsverbots in der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität und damit die insiderpräventive Wirkung der Letzteren deutlicher als zuvor verwirklicht worden. Der Umstand, dass damit alle den Emittenten unmittelbar betreffenden und nicht nur die in seinem Tätigkeitsbereich eingetretenen und wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten kurserheblichen und öffentlich unbekanntem Informationen zu veröffentlichen sind, hat freilich zu einer beträchtlichen **Ausweitung des Anwendungsbereichs** der Ad-hoc-Publizität geführt<sup>1</sup>. Daran ändert auch der Hinweis der BaFin nichts, erste Erfahrungen hätten gezeigt, dass nur wenige von außen kommende Umstände den Emittenten unmittelbar betreffen<sup>2</sup>, denn die Erweiterung des Kreises publizitätspflichtiger Insiderinformationen auf von außen kommende Informationen ist nur ein Teil der Änderungen des § 15 I 1, die zur Erweiterung der Ad-hoc-Publizitätspflicht beitragen. Darüber hinaus ist zu beachten, dass auch die in § 15 I 1 a.F. enthaltene **Sonderregelung für Schuldverschreibungen** (s. 3. Aufl. Rz. 39 ff.) **entfallen** ist.

Die **Ausweitung der Ad-hoc-Publizität** bringt dem Publikum allerdings **nicht nur Vorteile** und führt nicht unbedingt zur Verbesserung der informationellen Voraussetzungen der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. „Mehr, mehr“, schrie der in Brüssel zu hohem Ansehen gelangte *Kleine Hävelmann*, wo die Devise *multum non multa* lauten müsste: Ad-hoc-Veröffentlichungen sind kostspielige Informationsinstrumente: unmittelbar für den Emittenten, mittelbar aber auch für seine Aktionäre und die Anleger. Die Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflicht trägt darüber hinaus zu Überlagerungen mit anderen kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten bei (s. oben Rz. 35 ff.) und vermehrt die Flut der von den Marktteilnehmern zu verarbeitenden Informationen. Schließlich bestärkt die nahezu konturlose Ausweitung der ad hoc zu veröffentli-

53

<sup>1</sup> In dieser Beurteilung ebenso *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 934; *Dreyling*, Der Konzern 2005, 3; *Harbarth*, ZIP 2005, 1903; *Kuthe*, ZIP 2004, 885; *Simon*, Der Konzern 2005, 14; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2216.

<sup>2</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 40.

chenden Informationen die gerade erst eingedämmte Neigung der Emittenten, eher öfter als zu selten und eher mehr als zu wenig zu publizieren, um den für unterlassene oder fehlerhafte Ad-hoc-Veröffentlichungen drohenden Sanktionen zu entgehen. Das wiederum hat zur Folge, dass „die wirklich wichtigen Informationen in den Fluten untergehen“<sup>1</sup>.

#### bb) Insiderinformation

- 54 Die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität setzt eine Insiderinformation voraus. Unter welchen Voraussetzungen eine Information eine Insiderinformation darstellt, ergibt sich aus der auch für § 15 maßgeblichen Begriffsbestimmung des § 13 (s. dazu die Erläuterungen in § 13 Rz. 4 ff.).

#### cc) Unmittelbarer Emittentenbezug (§ 15 I 1 und § 15 I 2)

##### (1) Allgemeines

- 55 Die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität greift des Weiteren nur ein, wenn die Insiderinformation **den Emittenten unmittelbar betrifft** (§ 15 I 1). Das ist nach § 15 I 2 „insbesondere“ dann der Fall, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die **in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten** sind. Diese Bestimmung, welche eine Formulierung von § 15 I 1 a.F. aufgreift (s. oben Rz. 51), stellt klar, dass jedenfalls alle Sachverhalte, die schon nach altem Recht der Ad-hoc-Publizität unterfielen, auch nach neuem Recht ad-hoc-publizitätspflichtig sind. Da § 15 I 2 aber, wie es in der Wendung „insbesondere“ zum Ausdruck kommt, nur ein Regelbeispiel für eine Insiderinformation mit unmittelbarem Emittentenbezug anführt, erfasst die Neuregelung aber auch Insiderinformationen, die nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind und mithin von außen kommen<sup>2</sup>. Die Abgrenzungsprobleme zwischen im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretenen und von außen kommenden Insiderinformationen, wie sie die alte Fassung des § 15 I 1 in nicht geringem Ausmaß aufwarf (s. dazu 3. Aufl. Rz. 44 ff.), sind damit entfallen. Dafür stellt sich aber nunmehr die Frage, wann eine von außen kommende Insiderinformation den Emittenten unmittelbar betrifft.
- 56 Der unmittelbare Emittentenbezug einer Insiderinformation kann darin bestehen, dass diese **den Emittenten** (als Unternehmen) selbst **oder die von ihm emittierten Finanzinstrumente** betrifft. Das wird zwar in § 15 I 1 nicht ausdrücklich erwähnt, folgt aber daraus, dass bereits die Qualifikation einer Information als Insiderinformation nach § 13 I 1 den Emittenten- oder den Insiderpapierbezug verlangt und jeweils genügen lässt<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Dreyling, Der Konzern 2005, 3.

<sup>2</sup> Vgl. RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35.

<sup>3</sup> I.E. ebenso Simon, Der Konzern 2005, 15; Ziemons, NZG 2004, 541.

Im Falle **derivativer Finanzinstrumente** (Instrumente, die sich unmittelbar oder mittelbar auf andere Finanzinstrumente beziehen, §§ 12, 2 I, II, IIb), die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind, ist der Emittent dieser Instrumente nur zur Veröffentlichung derjenigen Insiderinformationen verpflichtet, die ihn selbst betreffen. Dagegen erstreckt sich die Veröffentlichungspflicht nicht auf solche Insiderinformationen, die den Emittenten des Basiswerts („underlying“), d.h. des Finanzinstruments, auf den sich das fragliche derivative Instrument bezieht, berühren<sup>1</sup>.

57

## (2) Im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretene Insiderinformationen

Begriffliche Anstrengungen zur trennscharfen **Abgrenzung** der im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretenen von den von außen kommenden Insiderinformationen sind nach der Neufassung des § 15 I 1 **müßig**. Grenzfälle, die die Frage aufwerfen, ob ein Ereignis einer eher emittenten-internen oder -externen Quelle zuzuordnen ist und zu denen etwa Vorgänge in Konzernunternehmen, die Insolvenz des Hauptschuldners des Emittenten, der Widerruf oder die Streichung von Kreditlinien oder die bevorstehende Abgabe eines Übernahmeangebots auf Aktien des Emittenten gehören, bedürfen damit keiner eindeutigen Zuordnung in den einen oder anderen Bereich. In gleicher Weise ist es auch unerheblich, ob ein innerer oder von außen kommender Vorgang den **in- oder ausländischen Tätigkeitsbereich des Emittenten** betrifft<sup>2</sup>.

58

Zu den klassischen Vorgängen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind, zählen die **Maßnahmen der Geschäftsführung** und die **Akte anderer Organe** des Emittenten, gleich ob sie sich im oder außerhalb des räumlich-betrieblichen Bereichs des Unternehmens abgespielt haben: Etwa Beschlüsse des Vorstands jedweder Art, dessen Entscheidung, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen<sup>3</sup>, Vertragsabschlüsse durch ein Vorstandsmitglied oder einen Bevollmächtigten des Unternehmens, der Beschluss des Aufsichtsrats zur Abberufung eines Vorstandsmitglieds, die Billigung oder Ablehnung eines zustimmungspflichtigen Geschäfts

59

<sup>1</sup> Ebenso *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 42.

<sup>2</sup> So schon zu § 15 I 1 a.F. *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 451; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 37.

<sup>3</sup> Entgegen *Claussen/Florian*, AG 2005, 754, kann diese auch eine Insiderinformation darstellen, denn das Marktpublikum kennt zwar die Entscheidung der Hauptversammlung, nicht aber den Zeitpunkt, zu dem sich der Vorstand entschließt, von der ihm erteilten Ermächtigung Gebrauch zu machen und das Rückkaufprogramm einzuleiten.

durch den Aufsichtsrat, dessen Feststellung des Jahresabschlusses usw. Darüber hinaus können auch bloße Absichten, Pläne oder Vorhaben des Vorstands eine Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht auslösen, wenn sie nur die Voraussetzung einer Insiderinformation erfüllen (vgl. § 13 Rz. 20).

- 60 Sowohl die Neufassung des § 15 I 1 und die damit verbundene Einschränkung der Anforderungen an eine vom Emittenten ad hoc zu publizierende Information (Rz. 51 ff.) als auch die Neubestimmung des Begriffs der Insiderinformation in § 13 (§ 13 Rz. 4 ff.) hat dazu geführt, dass – anders als nach altem Recht (3. Aufl. Rz. 36) – auch nicht abgeschlossene unternehmensinterne Entwicklungs-, Planungs- und Entscheidungsprozesse der Ad-hoc-Publizität unterliegen. Das bedeutet vor allem, dass jede einzelne Stufe eines **mehrstufigen Entscheidungsprozesses** Gegenstand einer vom Emittenten ad hoc zu publizierenden Insiderinformation sein kann<sup>1</sup>. Eine hinreichende Wahrscheinlichkeit zur Umsetzung des Vorhabens und die Kurserheblichkeit einer diesbezüglichen Information unterstellt, kann so schon der schiere Plan des Vorstands eine der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterworfenen Insiderinformation darstellen. Will der Emittent die mit einer solch frühzeitigen Information verbundenen Nachteile vermeiden, ist es auf den Weg der Selbstbefreiung von der Veröffentlichungspflicht nach Maßgabe von § 15 III verwiesen<sup>2</sup>. Allein der Umstand, dass der erforderliche Zustimmungsbeschluss des Aufsichtsrats noch aussteht, ist damit kein hinreichender Grund, um die Veröffentlichung einer Information aufzuschieben, die sich auf einen dem Beschluss vorausgehenden Planungsakt oder Vorstandsbeschluss bezieht und eine Insiderinformation darstellt. Auch hier ist der Emittent verpflichtet zu prüfen, ob unter den konkreten Umständen des Einzelfalls die Voraussetzungen des § 15 III für den Aufschub einer Ad-hoc-Veröffentlichung erfüllt sind.
- 61 Eindeutig im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind auch **unternehmensbezogene Handlungen von Angestellten und Vorgänge, die sich im räumlich-betrieblichen Bereich des Unternehmens** zugetragen haben: Etwa Erfindungen, die Entwicklung neuer Produkte, Unterschlagungen und Veruntreuungen, Unfälle usw.
- 62 Die **BaFin** hat in ihrem Emittentenleitfaden einen als „**Empfehlung**“ und keinesfalls als erschöpfend oder abschließend zu verstehenden **Katalog** von Umständen und Ereignissen dargestellt, die im Tätigkeitsbereich Emittenten eingetreten und ad hoc zu veröffentlichen sind. Der Katalog

1 S. schon die Erläuterungen in § 13 Rz. 28. Speziell im vorliegenden Zusammenhang RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35; *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 46; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 935; *Simon*, Der Konzern 2005, 15 f.; *Veith*, NZG 2005, 256; *Ziemons*, NZG 2004, 541.

2 S. das in der vorigen Fn. angeführte Schrifttum.

ist in § 13 Rz. 68 wiedergegeben. Bei den in diesem angeführten Sachverhalten handelt es sich um solche, die typischerweise auch kurserheblich sind, über deren tatsächliche Kursrelevanz im konkreten Fall damit jedoch noch nichts ausgesagt ist. So sind in Bezug auf die Beurteilung der Kurserheblichkeit eines der in dem Katalog genannten Sachverhalte vor allem Faktoren wie die Größe und Struktur des Unternehmens, die Verhältnisse der betroffenen Branche, die für das Unternehmen maßgebliche Wettbewerbssituation und die sich daraus ergebenden Markterwartungen zu berücksichtigen. Der Katalog ist selbst in den ihm so gezogenen Grenzen rechtlich verbindlich und vermag, da er nur potentiell ad-hoc-publizitätspflichtige Vorgänge benennt, nicht einmal Bindungswirkungen für die Aufsichtsbehörde zu entfalten.

### (3) Von außen kommende Insiderinformationen

Ebenfalls vom Emittenten ad hoc zu publizieren sind Insiderinformationen in Bezug auf Umstände oder Ereignisse, die nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind oder m.a.W. von außen kommen, ihn aber unmittelbar betreffen. Zwar mögen erste Erfahrungen in der Anwendung der Vorschrift gezeigt haben, dass nur wenige von außen kommende Umstände den Emittenten unmittelbar betreffen<sup>1</sup>, doch kommt dem Merkmal der Unmittelbarkeit eine erhebliche Aufgabe bei der Separierung publizitätspflichtiger Insiderinformationen von nicht publizitätspflichtigen zu, ohne dass ihm eine große Trennschärfe zu attestieren und eine fallgruppenweise Präzisierung des Merkmals vermeidbar wäre<sup>2</sup>.

#### (a) Insiderinformationen ohne unmittelbaren Emittentenbezug

Von außen kommend, aber den Emittenten **nicht unmittelbar betreffend** sind Umstände und Ereignisse, die zu den **allgemeinen Marktdaten** zu rechnen sind und damit die für jeden Marktteilnehmer maßgeblichen Wirtschafts- und Wettbewerbsverhältnisse bestimmen<sup>3</sup>. Bei solchen Informationen fehlt es mitunter schon an einer konkreten Information i.S.d. § 13 I 1 und damit an der Eigenschaft, Insiderinformation zu sein (s. § 13 Rz. 9). Haben einzelne Marktdaten dagegen spezifische kurserhebliche Auswirkungen auf einen Emittenten, so handelt es sich bei diesen damit regelmäßig zugleich um den Emittenten unmittelbar betreffende

<sup>1</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 40.

<sup>2</sup> Ebenso *Spindler*, NJW 2004, 3451.

<sup>3</sup> S. schon 3. Aufl. Rz. 45. Ebenso *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 40; *Bürgers*, BKR 2004, 426; *Harbarth*, ZIP 2005, 1903; *Kuthe*, ZIP 2004, 885; *Simon*, Der Konzern 2005, 17; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2216; *Ziemons*, NZG 2004, 541.

Insiderinformationen. Die Entwicklung einzelner **Rohstoffpreise** dürfte deshalb nur in seltenen Fällen, nämlich dann, wenn sie für den fraglichen Emittenten einen außergewöhnlichen Produktionskostenfaktor darstellen, der dessen Preisgestaltung nachhaltig beeinflusst, Gegenstand einer den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformation sein<sup>1</sup>. Der Umstand allein, dass ein Marktteilnehmer vor allen anderen von der bevorstehenden Veränderung von Marktdaten erfährt, ist nicht ausreichend, um seine unmittelbare Betroffenheit zu begründen<sup>2</sup>.

65 Auch **Markterwartungen**, die von einer vom Emittenten ad hoc oder auf andere Weise veröffentlichten **Prognose** (zu Prognosen als ad-hoc-publizitätspflichtige Informationen s. Rz. 37 und § 13 Rz. 22, 27, 68) abweichen, sind allein dadurch keine den Emittenten unmittelbar betreffenden Informationen und scheiden schon von daher und ungeachtet des Umstands, dass solche Markterwartungen i.d.R. keine öffentlich unbekanntes Informationen darstellen dürften, aus dem Kreis der ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen aus<sup>3</sup>.

66 Nach den – freilich nicht rechtsverbindlichen, die Prüfung der Veröffentlichungspflicht im Einzelfall keineswegs ersetzenden, aber zumindest Fingerzeige selbst für die aufsichtsrechtliche Praxis<sup>4</sup> gebenden (s. schon oben Rz. 62) – **Empfehlungen des Komitees der europäischen Aufsichtsbehörden (CESR)** handelt es sich bei folgenden Informationen, auch wenn sie Insiderinformationen darstellen, um den Emittenten **lediglich mittelbar betreffende** Informationen<sup>5</sup>:

- „allgemeine Marktstatistiken,
- zukünftig zu veröffentlichende Ratingergebnisse, Research-Studien, Empfehlungen oder Vorschläge, die den Wert der börsennotierten Finanzinstrumente betreffen,
- allgemeine Zinssatzentwicklungen, Zinssatzentscheidungen,
- Entscheidungen der Regierungsbehörden bezüglich der Besteuerung, der Regulierung, des Schuldenmanagements,

1 I.E. ebenso *Simon*, Der Konzern 2005, 17; *Ziemons*, NZG 2004, 541.

2 Anders aber wohl *Simon*, Der Konzern 2005, 17, der Marktdaten für vom Emittenten zu veröffentlichen ansieht, wenn dieser „Vorabkenntnisse von solchen unternehmensexternen Umständen“ erlangt, wie bspw. als Teilnehmer an einer „Kanzlerrunde“.

3 I.E. ebenso *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 48.

4 Das zeigt sich schon darin, dass die Empfehlungen auch im Emittentenleitfaden der *BaFin*, S. 41, wiedergegeben sind.

5 Der nachfolgend aufgeführte Katalog entspricht der Übersetzung und Wiedergabe der Empfehlungen in *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 41.

- Entscheidungen über Regeln zur Marktaufsicht,
- wichtige Verfügungen durch Behörden oder andere öffentliche Institutionen (z.B. löst die Information, die Aufsicht habe Untersuchungen in Aktien des Emittenten wegen des Verdachts der Verletzung wertpapierhandelsrechtlicher Vorschriften aufgenommen, keine Ad-hoc-Publizitätspflicht aus),
- Entscheidungen über die Regeln der Indexzusammensetzung und -berechnung,
- Entscheidungen der Börsen, der Betreiber außerbörslicher Handelsplattformen und von Behörden zur jeweiligen Marktregulierung,
- Entscheidungen der Wettbewerbs- und Marktüberwachungsbehörden hinsichtlich börsennotierter Unternehmen,
- Kauf- und Verkaufsaufträge in den Finanzinstrumenten des Emittenten,
- Veränderung in den Handelsbedingungen (u.a. Wechsel des Zulassungs- oder Handelssegments, Wechsel des Handelsmodells z.B. vom fortlaufenden Handel in das Einzelauktionsmodell, Wechsel des Market Makers).“

Des Weiteren geht die **BaFin** in folgenden Fällen regelmäßig von einer **nur mittelbaren Betroffenheit** des Emittenten aus<sup>1</sup>. 67

- „Informationen über allgemeine Wirtschaftsdaten, politische Ereignisse, Arbeitslosenzahlen, Naturereignisse oder z.B. die Ölpreisentwicklung,
- Information über eine für den Emittenten relevante Veränderung der Situation des Konkurrenten (z.B. bevorstehende Insolvenz eines Konkurrenten),
- Informationen, die nur das Finanzinstrument selbst betreffen, z.B. Erwerb oder Veräußerung eines größeren Aktienpaketes durch eine Investmentgesellschaft aus Anlagegesichtspunkten,
- Aktiensplits.“

#### (b) Insiderinformationen mit unmittelbarem Emittentenbezug

Zu den von außen kommenden und den Emittenten **unmittelbar betreffenden** Informationen über Umstände oder Ereignisse sind ganz sicher solche zu zählen, die ihre Quelle zwar nicht im Tätigkeitsbereich des Emit- 68

<sup>1</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 42.

tenten haben, diesen aber ausschließlich oder doch maßgeblich betreffen. Dazu gehören etwa: die Information, dass ein Emittent mit einem **Großauftrag** bedacht werden soll, vorausgesetzt es handelt sich um eine diesem bekannt gewordene konkrete Information i.S.d. § 13 I 1<sup>1</sup>; Informationen über die **Änderung eines externen Ratings** des Emittenten, namentlich eine Herabstufung<sup>2</sup>; der Entschluss eines Dritten zur Erhebung einer **Klage** gegen den Emittenten<sup>3</sup>; oder die **Entscheidung einer Behörde** (bspw. der Kartellbehörde oder der BaFin) in Angelegenheiten des Emittenten<sup>4</sup>.

- 69 Fraglos gehören zu den von außen kommenden, den Emittenten unmittelbar betreffenden Umständen oder Ereignissen auch dem Emittenten bekannt werdende **Vorhaben zur Ausübung von Aktionärsrechten**, vorausgesetzt, diese sind jeweils hinreichend wahrscheinlich und kurserheblich (§ 13 I 1). Dazu gehören vor allem Vorhaben eines Mehrheitsaktionärs etwa in Gestalt eines Entschlusses zur Einleitung eines „**Squeeze Out**“<sup>5</sup>, aber auch solche von Minderheitsaktionären, wie etwa das Verlangen einer Sonderprüfung nach § 142 II 1 AktG oder die Stellung eines Antrags auf Zulassung, im eigenen Namen die in § 147 I 1 AktG bezeichneten Ersatzansprüche der Gesellschaft geltend machen zu dürfen.
- 70 Weniger eindeutig als diese Vorgänge sind solche, welche eine eingetretene oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit (§ 13 I 3) zu erwartende **Veränderung in der Aktionärsstruktur** des Emittenten zum Gegenstand haben. So bestehen etwa Zweifel, ob „**einfache**“ **Veränderungen** in der Struktur der Anteilseigner, welche vorhandene Mehrheiten oder Minderheiten nicht berühren und damit auch keine Änderung bei der Wahrnehmung gesetzlicher oder satzungsmäßiger Mehrheits- oder Minderheitenrechte erwarten lassen, den Emittenten unmittelbar berühren. Das wird zwar vereinzelt mit dem Hinweis verneint, in solchen Fällen fehle es an einem unmittelbaren Einfluss auf die zukünftige Vermögens- und Finanzlage, den Geschäftsverlauf oder die Geschäftspolitik des Emittenten<sup>6</sup>,

1 Droht eine frühzeitige Ad-hoc-Veröffentlichung das Zustandekommen des Geschäfts zu vereiteln, so kann der Emittent nach § 15 III von der Veröffentlichung Abstand nehmen.

2 RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35; *Bürgers*, BKR 2004, 426; *Simon*, Der Konzern 2005, 16, der zu und in Fn. 14 auf die frühere anderweitige Ansicht verweist.

3 Die Zustellung einer solchen Klage (welche *Simon*, Der Konzern 2005, 16, zu den von außen kommenden Ereignissen zählt) ist dagegen schon als ein Umstand zu betrachten, der im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist.

4 Etwa *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 42; *Simon*, Der Konzern 2005, 16.

5 Vgl. *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 934; *Simon*, Der Konzern 2005, 16. S. auch unten Rz. 83 ff.

6 So *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 656 f.

doch vermischt diese Ansicht die Merkmale zur Bestimmung einer Insiderinformation (namentlich dasjenige der Kurserheblichkeit einer Information) mit dem Merkmal der Unmittelbarkeit, das der Separierung ad-hoc-publizitätspflichtiger von nicht ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen dient. Deshalb wird man von außen kommende Informationen über die Veränderungen der Aktionärsstruktur des Emittenten, die in Bezug auf den Emittenten als kurserheblich und damit als Insiderinformationen zu qualifizieren sind, auch als diesen unmittelbar betreffend zu betrachten haben<sup>1</sup>, denn anders als § 15 I 1 a.F.<sup>2</sup> kennt das Gesetz keine Parameter, über deren Beeinflussung die Kurserheblichkeit eingetreten oder nunmehr die Unmittelbarkeit zu bestimmen sein müssten.

71 Sofern die übrigen Voraussetzungen einer Insiderinformation gegeben sind, ist deshalb – anders als nach dem alten Recht (s. 3. Aufl. Rz. 44) – auch die Kenntnis des Emittenten (als Zielgesellschaft) von einem bevorstehenden **Wertpapiererwerbsangebot** und erst recht von einem **bevorstehenden Übernahmeangebot**<sup>3</sup> auf von ihm emittierte Aktien als Kenntnis einer ihn unmittelbar betreffenden Insiderinformation anzusehen.

72 Ist der Emittent ein verbundenes Unternehmen (i.S.d. § 15 AktG), so können ihn auch **zahlreiche Vorgänge im Konzern** unmittelbar betreffen, denn ohne die Berücksichtigung der Einordnung eines Emittenten in den Konzernverbund ist eine zutreffende Beurteilung seiner wirtschaftlichen Lage nicht möglich<sup>4</sup>. Das ist etwa bei Ereignissen der Fall, die bei einer **„voll konsolidierten Tochter“** (s. §§ 290 ff. HGB) des Emittenten eintreten<sup>5</sup> und die schon nach dem alten Recht – seinerzeit aber als im Bereich des Emittenten eingetretene Tatsachen – eine Ad-hoc-Publizität desselben auslösen sollten<sup>6</sup>. Als veröffentlichungspflichtige Insiderinformatio-

1 I.E. auch *Bürgers*, BKR 2004, 426.

2 Nach dieser Vorschrift unterlagen Tatsachen u.a. nur dann der Ad-hoc-Publizitätspflicht, wenn sie „wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet“ waren, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen.

3 RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 35; *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 40, 52; *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 654 f.; *Bürgers*, BKR 2004, 426; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 934; *Simon*, Der Konzern 2005, 16; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2216.

4 Bei Differenzen im Detail i.E. ebenso *Burgard*, ZHR 162 (1998), 96; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 30 f.; *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 451 f.; *Hopt*, in: Bankrechts-Handbuch, § 107 Rz. 55; *von Klitzing*, S. 108 ff.; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 45; *Waldhausen*, S. 198 ff.; *Wölk*, AG 1997, 77. Zur Darstellung der Konzernproblematik *Schäfer*, in: Dreyling/Schäfer, Rz. 389 ff.

5 *Simon*, Der Konzern 2005, 16.

6 Hierzu und zur extensiven Auslegung des Merkmals „Tätigkeitsbereich“ s. 3. Aufl. Rz. 44.

nen kommen nunmehr aber auch Ereignisse in Betracht, die **bei der Muttergesellschaft oder einer Schwestergesellschaft des Emittenten** eingetreten sind<sup>1</sup>, vorausgesetzt es handelt sich um für die Papiere des Letzteren kurserhebliche Informationen. Die Überlegung, eine Tochtergesellschaft solle nicht ad-hoc-publizitätspflichtig sein, wenn die börsennotierte Muttergesellschaft ad-hoc-publizitätspflichtig sei<sup>2</sup>, findet im Gesetz keine Grundlage und ist deshalb abzulehnen. Ist die Information aber von der Ersteren ad hoc publiziert, ist sie öffentlich bekannt und verliert damit ihre Eigenschaft als Insiderinformation.

#### dd) Besondere Anwendungsfälle

##### (1) Wertpapiererwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote

- 73 Wie bereits an anderer Stelle (§ 13 Rz. 77 f.) ausgeführt, ist die einzige Bestimmung des WpÜG in Bezug auf **Wertpapiererwerbs- und Übernahmeangebote**, die sich mit Pflichten zur Ad-hoc-Publizität beschäftigt<sup>3</sup>, diejenige des (gemäß § 34 WpÜG auf Übernahmeangebote anwendbaren) § 10 VI WpÜG. Dieser zufolge ist § 15 auf Entscheidungen **des Bieters** als Emittent (i.S.d. § 15 I 1) zur Abgabe eines Angebots nicht anwendbar. Das bedeutet, dass die Entscheidung eines Bieters zur Abgabe eines Angebots (samt aller in diesem Zusammenhang nach § 10 I und III WpÜG zu veröffentlichenden Angaben) ausschließlich nach den Vorschriften des § 10 WpÜG zu veröffentlichen ist und keine Ad-hoc-Meldepflicht des Bieters nach § 15 auslöst.
- 74 Nach ganz herrschender Meinung hat dies etwa zur Folge, dass **Eckdaten eines beabsichtigten Angebots**, die in einer Veröffentlichung nach § 10 nicht aufgeführt werden müssen und die, weil sie im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Entscheidung noch nicht vorlagen, auch tatsächlich nicht aufgeführt wurden, unverzüglich nach § 15 I 1 zu veröffentlichen sind, sobald sie vorliegen und als kurserheblich für die vom Bieter emittierten und von § 15 I 1 erfassten Finanzinstrumente zu betrachten sind (s. § 13 Rz. 78). Nicht anders soll es sich für alle übrigen **nach der Veröffentlichung der Entscheidung** zur Angabe eines Angebots **eintretenden Ereignisse** verhalten: Sie sollen, sofern sie nur die Voraussetzungen einer

<sup>1</sup> *Kuthe*, ZIP 2004, 885; *Simon*, Der Konzern 2005, 16 f.; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2034. A.A. *Tollkühn*, ZIP 2004, 2216 f. (Ereignisse bei der Muttergesellschaft haben „in der Regel keine Auswirkungen“ auf die Tochter).

<sup>2</sup> Erwogen von *Spindler/Speier*, BB 2005, 2034, aber i.E. ebenfalls verworfen.

<sup>3</sup> Auch die Marktmissbrauchs-Richtlinie und die Durchführungs-Richtlinie 2003/124/EG (Rz. 1) sowie die Übernahmeangebotsrichtlinie (Richtlinie 2004/25/EG vom 21. 4. 2004, ABl. EG Nr. L 142 v. 30. 4. 2004, S. 12) schweigen; s. *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 651.

den Bieter betreffenden Insiderinformation erfüllen und ihre Veröffentlichung nicht nach § 15 III aufgeschoben werden kann, vom Bieter ad hoc zu publizieren sein<sup>1</sup>.

Da § 15 nach herrschender Ansicht einen universellen Anwendungsbereich hat und nur in dem Umfang von anderen Publizitätsregelungen verdrängt wird als diesbezügliche Spezialbestimmungen dies vorsehen (s. oben Rz. 39) und § 10 VI WpÜG eine die Ad-hoc-Publizität nach § 15 verdrängende Wirkung nur im Hinblick auf die nach § 10 I, III vorzunehmenden Veröffentlichungen in Bezug auf die Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zukommt (s. oben Rz. 73), können auch alle dieser Entscheidung **vorausgehenden Vorgänge** eine Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung auslösen<sup>2</sup>. Das bedeutet, dass schon das Vorhaben des Vorstands zur Abgabe eines Übernahmeangebots ein ad-hoc-publizitätspflichtiger Umstand sein kann und ein späterer Beschluss des Vorstands oder gar eine eventuell erforderliche Zustimmung des Aufsichtsrats der Bietergesellschaft nicht unter Berufung auf § 10 VI WpÜG abgewartet werden dürfen. Der Bieter ist auch insoweit gehalten, die Selbstbefreiungsmöglichkeit von der Ad-hoc-Veröffentlichung des fraglichen Umstands nach § 15 III zu prüfen. Ob der Entschluss des potentiellen Bieters, vor der Entscheidung über die Abgabe eines Angebots Gespräche mit der potentiellen Zielgesellschaft aufzunehmen, eine ad hoc zu publizierende Insiderinformation darstellt, hängt allein davon ab, ob schon auf Grund dieses Umstands die Abgabe des Angebots als hinreichend wahrscheinlich angesehen werden darf, was regelmäßig zu verneinen ist<sup>3</sup>. Gleiches gilt, wenn lediglich ein „nicht bindendes Angebotsschreiben“ („non binding indicative offer letter“) vorliegt<sup>4</sup>. Dagegen kann der Abschluss eines „Letter of Intent“, in dem bereits Eckpunkte eines Angebots, eines zukünftigen Vorgehens des Bieters nach einem erfolgreichen Angebot oder die Haltung des Managements der Zielgesellschaft zu einem Angebot festgeschrieben, eine Insiderinformation sowohl im Hinblick auf die Bietergesellschaft wie die Zielgesellschaft darstellen<sup>5</sup>.

75

Entsprechendes gilt für **Pflichtangebote nach §§ 35 ff. WpÜG**. Zwar erklärt § 35 I 4 WpÜG im Hinblick auf die sich aus § 35 I 1 WpÜG ergebende Verpflichtung, die Erlangung der Kontrolle über eine Zielgesellschaft zu veröffentlichen, u.a. § 10 VI für anwendbar, doch wird dadurch die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 nur in dem Umfange ver-

76

1 *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 46 f.

2 *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 652.

3 Ebenso *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 51.

4 *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 51.

5 Ähnlich *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 52.

drängt als es um die Veröffentlichung der Kontrollerlangung geht. Vor oder nach derselben eingetretene Ereignisse sind, soweit kurserheblich und den Bieter als Emittenten betreffend, ganz unabhängig von anderweitigen übernahmerechtlichen Veröffentlichungs- und Meldepflichten gemäß § 15 I 1 zu veröffentlichen. Ein Aufschub der Veröffentlichung ist auch hier nur unter den Voraussetzungen des § 15 III möglich.

- 77 Für die **Zielgesellschaft** wurde bis zur Änderung des § 15 durch das AnSVG eine Verpflichtung zur Ad-hoc-Veröffentlichung ihr bekannt gewordener Informationen über die bevorstehende Abgabe von Wertpapierwerbs-, Übernahme- und Pflichtangebote ganz überwiegend verneint<sup>1</sup>. Das hierfür ausschlaggebende Argument, eine diesbezügliche Information betreffe kein im Tätigkeitsbereich der Zielgesellschaft als Emittentin eingetretenes Ereignis, ist nach der Neufassung des § 15 I 1 durch das AnSVG nicht mehr aufrecht zu erhalten: Die bevorstehende Abgabe eines Wertpapierwerbs-, Übernahme- oder Pflichtangebots ist ein Sachverhalt, der zwar nicht im Tätigkeitsbereich der Zielgesellschaft eingetreten sein mag, der sie aber jedenfalls unmittelbar betrifft (s. Rz. 71). Damit besteht auch für eine Differenzierung zwischen **feindlichen Übernahmeangeboten**, bei denen eine Mitwirkung der Zielgesellschaft per definitionem ausgeschlossen ist und folglich auch keinen selbständigen Informationsgegenstand bilden kann, und **freundlichen Übernahmeangeboten**, bei denen eine solche eigenständige Veröffentlichungspflichten auslösende Mitwirkung angenommen werden kann, kein Bedarf mehr<sup>2</sup>.
- 78 Da die **Zielgesellschaft**, anders als bisher<sup>3</sup>, auch durch **Kontrollerwerbsvorgänge** i.S.v. § 35 unmittelbar betroffen ist<sup>4</sup>, können auch **damit im Zusammenhang stehende Vorgänge** die unmittelbare Betroffenheit der Zielgesellschaft begründen und eine Pflicht zur Ad-hoc-Publizität auslösen. Vielfach wird eine Pflicht der Zielgesellschaft aber schon deshalb entfallen, weil der Bieter den zu einem Pflichtangebot führenden Vorgang bereits seinerseits nach § 35 I 1 WpÜG öffentlich gemacht hat. Doch gibt es auch andere Konstellationen: Konnte das OLG Schleswig<sup>5</sup> unter

1 S. 3. Aufl. Rz. 46 mit den Nachweisen in Fn. 1 S. 405.

2 Zu dieser Differenzierung unter dem alten Recht vgl. *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 655 m.w.N.

3 S. *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 653; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 35 Rz. 182.

4 S. Rz. 77 und speziell zum Kontrollerwerb als Auslöser eines Pflichtangebots *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 653; *Krause/Pöttsch*, in: Assmann/Pöttsch/Uwe H. Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2005, § 35 Rz. 183.

5 OLG Schleswig v. 16. 12. 2004 – 5 U 50/04, WM 2005, 696, 697.

Anwendung von § 15 I 1 a.F. noch zutreffend zu der Ansicht gelangen, in der Absicht eines **Dritten** (d.h. Bieters), nach § 37 I WpÜG einen **Antrag auf Befreiung** von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots zu stellen, sei keine Tatsache zu sehen, die in die „unternehmerische Sphäre“ des Emittenten (d.h. der Zielgesellschaft) falle und damit in dessen Tätigkeitsbereich eingetreten sei, lässt sich dieses Urteil unter § 15 I 1 n.F. nicht mehr aufrechterhalten. Entscheidender Gesichtspunkt für die Annahme einer Ad-hoc-Publizitätspflicht ist auch in diesem Falle nur noch die Kurserheblichkeit der diesbezüglichen Information im Hinblick auf die Wertpapiere der Zielgesellschaft.

## (2) Nicht dem WpÜG unterfallende Anteilserwerbe

Plant ein Emittent den **Erwerb von Finanzinstrumenten**, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, ohne dass hierauf das WpÜG Anwendung findet, so können bereits diesbezügliche Informationen und erst recht solche über weitere Schritte zur Umsetzung dieses Vorhabens Insiderinformationen sein und als den **Emittenten als Käufer** unmittelbar betreffende Informationen der Veröffentlichung nach § 15 I 1 unterliegen. Das gilt namentlich für kleinere börsliche oder außerbörsliche Transaktionen zum **Ausbau einer bestehenden Beteiligung** bis hin zum außerbörslichen Erwerb größerer **Aktienpakete**. Die Veröffentlichung zur Ad-hoc-Veröffentlichung hängt hier allein von der Kurserheblichkeit der Information in Bezug auf den als Käufer auftretenden Emittenten ab. Anderweitige Veröffentlichungspflichten, wie etwa solche nach §§ 21 ff., stehen einer Veröffentlichungspflicht aus § 15 nicht entgegen.

79

Entsprechende Pflichten können auch den **Verkäufer** treffen, wenn dieser als Emittent der Ad-hoc-Publizität unterliegt und die Veräußerung der Papiere für die von ihm emittierten Finanzinstrumente als kurserheblich anzusehen ist.

80

Die Beantwortung der Frage, inwieweit nicht dem WpÜG unterfallende M&A-Transaktionen auch eine Pflicht der über die Vorgänge informierten **Zielgesellschaft** zur Ad-hoc-Publizität auslösen können, wird im Schrifttum<sup>1</sup> bisweilen vom Umfang der fraglichen Transaktion abhängig gemacht. Dem kann indes nicht gefolgt werden, denn für die Beantwortung dieser Frage ist allein maßgeblich, ob die von den fraglichen Vorgängen ausgehende Veränderung in der Aktionärsstruktur die Zielgesellschaft unmittelbar betrifft<sup>2</sup>, und dies hängt nicht vom **Ausmaß der**

81

<sup>1</sup> Brandt/Süßmann, AG 2004, 656 f.

<sup>2</sup> Wie hier generell behandelnd Kuthe, ZIP 2004, 885.

**Änderung** ab. Dieses ist vielmehr allein im Hinblick auf die Beurteilung der Kurserheblichkeit von Bedeutung (Rz. 70). Erfährt die Zielgesellschaft, etwa indem sie von einer der Parteien um die Gewährung einer Due-diligence-Prüfung ersucht wird, von einer geplanten Transaktion in Bezug auf von ihr emittierte Wertpapiere, so kann diese nicht öffentlich bekannte Information mithin eine Pflicht zur Ad-hoc-Publizität auslösen, wenn die Durchführung des Geschäfts als hinreichend wahrscheinlich zu betrachten, kurserheblich und nicht nach § 15 III aufzuschieben ist.

- 82 Für **Vorgänge im Vorfeld eines Entschlusses** eines Emittenten zur Eingehung einer M & A-Transaktion – etwa in Gestalt von Vorgesprächen mit dem potentiellen Verkäufer bzw. der Zielgesellschaft oder in Gestalt des Abschlusses eines „Letter of Intent“ mit dem potentiellen Verkäufer – gelten die Ausführungen oben Rz. 75 entsprechend. Kommt es zwischen mehreren Beteiligten zu der Absprache, dass der Verkäufer dem in einem Auktionsverfahren oder in einem auktionenähnlichen Verfahren Meistbietenden die zu veräußernden Wertpapiere der Zielgesellschaft verkauft, so stellt dies, wegen des ungewissen Zustandekommens einer solchen Transaktion, für die Bieter-Emittenten regelmäßig kein ad hoc zu publizierender Umstand dar; dagegen kann dies aus der Sicht der von der Transaktion betroffenen und von dem Verfahren Kenntnis erlangenden Zielgesellschaft eine Insiderinformation darstellen<sup>1</sup>; diese muss sie aber, wenn die Veröffentlichung ihres Wissens das in ihrem Interesse liegende Zustandekommen der Transaktion gefährden würde, gemäß § 15 III nicht publizieren (s. unten Rz. 154). Wird die Transaktion nach ihrem Zustandekommen veröffentlicht, entfällt auch die Pflicht zur nachholenden Veröffentlichung nach § 15 III 2 (s. unten Rz. 173).

### (3) Squeeze-Out (§§ 327a ff. AktG)

- 83 Auf Grund von Art. 7 Ziff. 2 des am 1. 1. 2002 in Kraft getretenen Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen vom 20. 12. 2001<sup>2</sup> ist das Aktienrecht um die §§ 327a–327f AktG über den „Ausschluss von Minderheitsaktionären“ erweitert worden. Die Vorschriften räumen einem Aktionär, dem 95 % des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft gehören, das Recht ein, die übrigen Minderheitsaktionäre durch Beschluss der Hauptversammlung gegen Zahlung einer Barabfindung zwangsweise aus der Gesellschaft auszuschließen.
- 84 Anders als nach § 15 I 1 a.F. (vgl. dazu 3. Aufl. Rz. 113 ff.) kann die **Entscheidung des Hauptaktionärs zur Durchführung eines "Squeeze-Out"**

<sup>1</sup> BaFin, Emittentenleitfaden, S. 52.

<sup>2</sup> BGBl. I 2001, S. 3822, 3838 f.

nicht nur für den Aktionär selbst (sofern es sich bei diesem um einen Emittenten i.S.d. § 15 I 1 handelt), sondern auch für die Zielgesellschaft eine publizitätspflichtige Insiderinformation darstellen, denn auf Grund der mit dem Squeeze-Out einhergehenden Folgen für die Aktionärsstruktur der Gesellschaft ist die Entscheidung ein sie unmittelbar berührendes Ereignis<sup>1</sup>. Dabei dürfte die Entscheidung des Hauptaktionärs, von der die Zielgesellschaft spätestens durch die Unterbreitung des Verlangens eines Übertragungsbeschlusses der der Gesellschaft nach § 327a I 1 AktG erfährt, für die Wertpapiere der Zielgesellschaft regelmäßig kurserheblich sein. Ob sie dies auch für die Wertpapiere des Hauptaktionärs ist, ist eine Frage des Einzelfalls. Schon zum alten Recht heißt es in einem Schreiben der Aufsichtsbehörde vom 26. 4. 2002 (Ad-hoc-Publizität und neues Übernahmerecht, zu I. S. 2): „Hierbei können auch steuerliche Vorteile für den Hauptaktionär zu berücksichtigen sein, wenn beispielsweise die vollständige Übernahme einer Tochtergesellschaft zu einer Neubewertung führt, da möglicherweise die Gewinne der Tochtergesellschaft steuermindernd mit den eigenen Verlusten verrechnet werden können. Die Entscheidung über die Durchführung des Squeeze-out oder die Festlegung der Höhe der Barabfindung wird jedoch nur in Ausnahmefällen geeignet sein, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere des Hauptaktionärs erheblich zu beeinflussen.“ Das kann auch unter dem neuen Recht Gültigkeit beanspruchen. Entsprechendes gilt für die Entscheidung über die Höhe der Barabfindung, wie sie auch schon in dem vorstehend zitierten Schreiben angesprochen ist.

#### (4) Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG

Unter den vielfältigen Möglichkeiten des Emittenten, Aktien nach § 71 I AktG zurück zu erwerben, kommt dem Erwerb eigener Aktien nach dem durch Art. 1 Nr. 5 lit. a des KonTraG (Einl. Rz. 32 eingeführten **§ 71 I Nr. 8 AktG**, der keinerlei Zweckbezug des Aktienrückerwerbs vorgibt oder herzustellen verlangt, besondere Bedeutung zu. Da er aus komplexen Entscheidungszusammenhängen hervorgeht, wirft er auch im Hinblick auf Ad-hoc-Publizitätspflichten verschiedene Fragen auf, denen sich die Aufsichtsbehörde in ihrem (im Kern nach wie vor aktuellen) **Schreiben vom 28. 6. 1999** zugewandt hatte<sup>2</sup>.

Der Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG erfolgt auf der Grundlage eines entsprechenden Beschlusses der Hauptversammlung, in dem

<sup>1</sup> I.E. ebenso *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 53. S. auch oben Rz. 77 ff.

<sup>2</sup> Schreiben des BAWe an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften betreffend den Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 v. 28. 6. 1999, abgedruckt in: WM 2000, 438 unter 2.a. Zu diesem ausführlich *van Aerssen*, WM 2000, 391; *Bosse*, ZIP 1999, 2047.

der Vorstand u.a. ermächtigt werden kann, die eigenen Aktien ohne weiteren Hauptversammlungsbeschluss einzuziehen. Nicht dieser **Ermächtigungsbefehl**<sup>1</sup>, welcher der Emittent im Übrigen aber der BaFin nach § 71 III 4 AktG mitzuteilen hat, sondern die **Beschlüsse des Vorstands und des Aufsichtsrats**, der Hauptversammlung eine Ermächtigung des Vorstands zum Erwerb eigener Aktien nach § 71 I Nr. 8 AktG **vorzuschlagen**, stellen vor die Frage einer Ad-hoc-Publizitätspflicht. Eine solche ist indes regelmäßig zu verneinen, da keinem dieser Beschlüsse – selbst wenn man sie nach § 13 I 1, 3 als konkrete Information betrachten wollte – je für sich genommen Kurserheblichkeit zukommen wird, und zwar selbst dann nicht, wenn an der Zustimmung der Hauptversammlung keine Zweifel bestünden, denn auch in diesem Fall bliebe unsicher, wann und in welchem Umfang der Vorstand tatsächlich von der Ermächtigung Gebrauch macht<sup>2</sup>.

- 87 Dagegen ist der **Beschluss des Vorstands**, von der ihm durch die Hauptversammlung eingeräumten **Ermächtigung Gebrauch zu machen**, eine ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, wenn er nur kurserheblich ist<sup>3</sup>. In der Veröffentlichung des Beschlusses nach § 15 I 1, III ist – unter Bezugnahme auf die Ermächtigung der Hauptversammlung – der wesentliche Inhalt des Beschlusses anzugeben<sup>4</sup>. Verlangt der Ermächtigungsbefehl für den Erwerb eigener Aktien durch den Vorstand die **Zustimmung des Aufsichtsrats**, entsteht die Ad-hoc-Publizitätspflicht erst mit derselben<sup>5</sup> (vgl. Rz. 143, 147, 151).

#### (5) Außerordentliche Erträge oder Aufwendungen

- 88 Ob außerordentliche Erträge oder Aufwendungen ad hoc zu veröffentlichen sind, ist im Wesentlichen eine Sache ihrer Kurserheblichkeit. Als

1 Ebenso *Bosse*, ZIP 1999, 2048 f.; *Schäfer*, in: Dreyling/Schäfer, Rz. 454; *Schockenhoff/Wagner*, AG 1999, 555.

2 Schreiben des BAWe v. 28. 6. 1999, WM 2000, 438 unter Hinweis auf eine mögliche Ad-hoc-Publizitätspflicht für den Sonderfall, dass „schon zu einem früheren Zeitpunkt die überwiegende Wahrscheinlichkeit für die Umsetzung der Aktienrückkaufsermächtigung besteht“. Ebenso *Bosse*, ZIP 1999, 2048; *Schäfer*, in: Dreyling/Schäfer, Rz. 453; *Schockenhoff/Wagner*, AG 1999, 553 f.; *van Aerssen*, WM 2000, 401, aber kritisch zu der vom BAWe angeführten Ausnahme, ebd. S. 400.

3 Schreiben des BAWe v. 28. 6. 1999, WM 2000, 438. Auch *Bosse*, ZIP 1999, 2049; *Leis/Nowak*, S. 55; *Schäfer*, in: Dreyling/Schäfer, Rz. 456 f.; *Schockenhoff/Wagner*, AG 1999, 555 f.; *van Aerssen*, WM 2000, 399 f., 401, 406.

4 Schreiben des BAWe v. 28. 6. 1999, WM 2000, 438.

5 Schreiben des BAWe v. 28. 6. 1999, WM 2000, 438; *Waldhausen*, S. 254. A.A. *Schockenhoff/Wagner*, AG 1999, 556 (für den Regelfall; Ausnahmen im Hinblick auf Zweifeln ausgesetzte Zustimmung möglich); *van Aerssen*, WM 2000, 402.

außerordentliche Erträge oder Aufwendungen mit regelmäßig erheblichem Preisbeeinflussungspotential führt die BaFin im Emittentenleitfaden (S. 51) an:

- Gewinne/Verluste aus der Veräußerung ganzer Betriebe, wesentlicher Betriebsteile oder bedeutender Beteiligungen;
- außerplanmäßige Abschreibungen aufgrund eines außergewöhnlichen Ereignisses, z.B. Stilllegung von Betrieben, Enteignung, Zerstörung von Betrieben durch Katastrophen;
- außergewöhnliche Schadensfälle, etwa verursacht durch Unterschlagungen;
- Erträge/Aufwendungen aufgrund des Ausgangs eines für das Unternehmen existentiellen Prozesses;
- Entschädigungen bei Massenentlassungen;
- Gewinne/Verluste aus Umwandlungen;
- Erträge aufgrund eines allgemeinen Forderungsverzichts der Gläubiger (sog. Sanierungsgewinn), sowie
- einmalige Zuschüsse der öffentlichen Hand zur Umstrukturierung von Branchen.

#### **(6) Wechsel von Organmitgliedern**

Beim Wechsel von Organmitgliedern ist die entscheidende Frage die der Kurserheblichkeit des Vorgangs. Dazu heißt es im Emittentenleitfaden der BaFin (S. 51): „Personalveränderungen innerhalb der Führungsebene eines Unternehmens können im Einzelfall eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslösen. Insbesondere wenn es sich um die Berufung oder Abberufung von Organmitgliedern in Schlüsselpositionen handelt, d.h. wenn es sich um Personen handelt, bei denen eine maßgebliche Einwirkung auf den Geschäftsverlauf zu erwarten ist oder bislang bestand, kann eine solche Veränderung ein erhebliches Preisbeeinflussungspotential besitzen. So kann das überraschende Ausscheiden des Vorsitzenden oder des Sprechers des Organs oder das Ausscheiden eines Gründungsmitglieds aus einem Organ eine Signalwirkung für den Kapitalmarkt haben. Bei Unternehmen, deren Entwicklung von der Innovationsfähigkeit oder Kreativität einzelner Personen abhängt, können dies auch Personalveränderungen außerhalb der Organe in den Bereichen Forschung und Entwicklung oder Design sein.“

89

### (7) Verwaltungs- und Gerichtsverfahren

- 90 Ob Vorgänge im Zusammenhang mit einem den Emittenten betreffenden Verwaltungs- oder Gerichtsverfahren ad-hoc-publizitätspflichtig sind, hängt ganz von der Frage ab, ob es sich bei diesen jeweils um eine Insiderinformation handelt. Die hierfür erforderliche **Kursserheblichkeit** eines Vorgangs ist eine Frage des Einzelfalls. Das gilt selbst für die Beurteilung der Kursrelevanz der Bildung von Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten nach § 249 I 1 vor dem Hintergrund einer Schadensersatzklage gegen den Emittenten. Im Hinblick darauf, dass eine Information, um Insiderinformation zu sein, nicht öffentlich bekannt sein darf, geht es vor allem darum, ob die Gerichtsöffentlichkeit bereits als die gebotene Bereichsöffentlichkeit (s. § 13 Rz. 34 ff.) zu deuten ist. Das ist indes nicht der Fall: Vor allem ist es zur Herstellung der Bereichsöffentlichkeit nicht ausreichend, dass ein Gericht in einer öffentlichen Sitzung ein kursrelevantes Urteil in einem den Emittenten betreffenden Verwaltungs- und Gerichtsverfahren verkündet<sup>1</sup>.

### (8) Strafbare Handlungen

- 91 Strafbare Handlungen von **Organen** des Emittenten, die diese im Rahmen ihrer Organtätigkeit begangen haben, oder strafbare Handlungen Dritter, die von Organen im Rahmen ihrer Organtätigkeit veranlasst wurden, sind regelmäßig als im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretene Ereignisse zu betrachten und kommen deshalb, sofern die diesbezüglich Information auch als kurserheblich anzusehen ist, als Gegenstand einer Ad-hoc-Mitteilung in Betracht. Da mit einer solchen, durch selbige Organe zu bewirkenden Ad-hoc-Veröffentlichung aber regelmäßig ein Zwang zur *öffentlichen Selbstbeziehung* einhergeht und ein strafrechtliches Verwertungsverbot der solchermaßen bekannt gemachten Vorgänge – anders als im Falle der Auskunft gegenüber einer zur Verschwiegenheit verpflichteten Stelle – den schutzwürdigen Belangen der Betroffenen nicht hinreichend Rechnung zu tragen vermöchte, wäre in diesem Falle die Verpflichtung zur Ad-hoc-Veröffentlichung der fraglichen Ereignisse verfassungswidrig: Sie wäre, auf eine Entscheidung des BVerfG aus dem Jahre 1981 zurückgreifend<sup>2</sup>, nicht nur ein Eingriff in die Handlungsfreiheit und eine Beeinträchtigung des Persönlichkeitsrechts i.S.d. Art. 2 I GG, sondern würde zugleich die Würde des Menschen, dessen Offenbarung als Mittel gegen ihn selbst verwendet wird, verletzen.

<sup>1</sup> Vgl. *BAWe/Deutsche Börse*, Insiderhandelsverbote, S. 36; *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 50; *Fürhoff*, Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizität, S. 164.

<sup>2</sup> BVerfG v. 13. 1. 1981 – 1 BvR 116/77, BVerfGE 56, 37, 41 f.

**(9) Veränderungen des Stimmrechtsanteils (§§ 21 ff.)**

§§ 21 ff., denen zufolge **Veränderungen bedeutender Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften** melde- und veröffentlichungspflichtig sind (§§ 21 I 1, 25 f.), sind nicht lex specialis zu § 15 (Vor § 21 Rz. 35)<sup>1</sup>. **Meldepflichtige Emittenten**, die Beteiligungen an einem anderen Unternehmen erwerben oder veräußern, müssen deshalb stets prüfen, ob die nach §§ 21 ff. meldepflichtige (§ 21 I 1, Ia) Veränderung von Stimmrechten an einem börsennotierten Unternehmen eine sie betreffende nicht öffentlich bekannte, kurserhebliche und damit ad-hoc-publizitätspflichtige Information ist (§ 21 Rz. 36).

92

Deshalb steht auch außer Frage, dass § 15 auf **von §§ 21 ff. nicht erfasste Veränderungen** der Beteiligung eines Emittenten an einer nicht börsennotierten Gesellschaft anwendbar ist<sup>2</sup>. Das kann selbst dann nicht anders sein, wenn man § 21 I 1, Ia als Sonderregelung zu § 15 I 1 betrachten wollte, denn der Umstand, dass ein Emittent nicht der schematisch (nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten von Schwellenwerten) eingreifenden Veröffentlichungspflicht nach §§ 21 ff. unterliegt, kann nicht bedeuten, dass er Veränderungen von Beteiligungen an Unternehmen, die öffentlich unbekannt und i.S.v. § 15 I 1 kurserheblich sind, nicht zu veröffentlichen braucht.

93

Umgekehrt befreit eine Ad-hoc-Veröffentlichung der Veränderung einer bedeutenden Beteiligung nach § 15 durch den nach § 21 I 1, Ia meldepflichtigen Emittenten weder diesen von seiner Meldepflicht noch den Emittenten, der Adressat der Meldung ist und diese nach § 25 zu veröffentlichen hat, von seiner Veröffentlichungspflicht<sup>3</sup>.

94

Eine andere Frage ist die, ob **das nach § 25 veröffentlichungspflichtige Unternehmen**, das zugleich Adressat des § 15 ist, die Meldung nach § 21 I 1, 21 Ia sowohl nach Maßgabe von § 25 als auch nach § 15 I 1, III zu veröffentlichen hat. Auch dies lässt sich nicht unter Hinweis auf § 25 als lex specialis zu § 15 verneinen<sup>4</sup>. Unter § 15 I 1 a.F. war die Veränderung einer Beteiligung des Meldepflichtigen am Unternehmen des nach § 25

95

<sup>1</sup> Ebenso *Burgard*, ZHR 162 (1998), 74. A.A. *Caspari*, in: Baetge (Hrsg.), S. 71; *Schäfer*, in: Dreyling/Schäfer, Rz. 326; *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 9; *Gehrt*, S. 140.

<sup>2</sup> Ebenso *Caspari*, in: Baetge (Hrsg.), S. 71.

<sup>3</sup> S. Vor § 21 Rz. 36. Vgl. auch *BAWe/Deutsche Börse*, Insiderhandelsverbote, S. 41.

<sup>4</sup> So aber im Hinblick auf § 15 I 1 a.F. *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 9, der allerdings im Schwerpunkt darauf abstellt, dass in einem solchen Fall die Voraussetzungen einer Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 1 nicht vorliegen. I.E. wie hier *BAWe/Deutsche Börse*, Insiderhandelsverbote, S. 41.

Veröffentlichungspflichtigen weder als eine Tatsache, die in dessen Tätigkeitsbereich eingetreten ist<sup>1</sup>, betrachtet worden, noch als eine solche, die wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf dieses Unternehmens als kurserheblich geltend durfte. Dagegen wird man nach heutigem Recht die von außen kommende Information über die Veränderung von Beteiligungen am Emittenten als diesen unmittelbar betreffend zu betrachten haben (s. oben Rz. 70). Um eine Insiderinformation darzustellen, muss die Veränderungsinformation darüber hinaus allerdings kurserheblich und nicht öffentlich bekannt sein. Letzteres dürfte aber regelmäßig anzunehmen sein, wenn die Meldung den nach § 25 veröffentlichungspflichtigen Emittenten erreicht. Sind dagegen beide Voraussetzungen gegeben, so kommt der Emittent nicht an einer Ad-hoc-Mitteilung vorbei.

#### (10) „Directors' Dealings“ (§ 15a)

- 96 Wie §§ 21 ff. ist § 15a, demzufolge Geschäfte von Organmitgliedern eines Emittenten oder eines Mutterunternehmens des Emittenten und von nahen Angehörigen der fraglichen Organmitglieder v.a. in Wertpapiere des Emittenten dem Emittenten mitzuteilen und von diesem zu veröffentlichen sind, nicht lex specialis zu § 15. Daran ändert auch der Umstand nichts, dass § 15a in räumlicher Nähe zu § 15 steht, unterscheiden sich beide Vorschriften doch in den Tatbestandsvoraussetzungen, der Art und Weise, in der die jeweilige Mitteilung an den Veröffentlichungspflichtigen von diesem zu veröffentlichen ist, und insbesondere im Normzweck. Allerdings sind die von § 15a erfassten Wertpapiergeschäfte – anders als Transaktionen, die eine Veränderung der Beteiligungsstruktur beim Emittenten bewirken – regelmäßig weder als im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten oder diesen unmittelbar betreffend noch als kurserheblich anzusehen.

#### (11) Enforcement-Verfahren (§§ 37n ff.)

- 97 An verschiedenen Stellen des in §§ 37n ff. (i.V.m. §§ 342b ff. HGB) geregelten **Enforcement-Verfahrens** – ein Verfahren, mit dem überprüft werden soll, ob die Rechnungslegungswerke eines Emittenten (d.h. der Jahresabschluss nebst Lagebericht und gegebenenfalls der Konzernabschluss nebst Konzernlagebericht) ordnungsgemäß erstellt wurden (s. § 342b II 1 HGB, § 37n)<sup>2</sup> – stellt sich dem Emittenten die Frage, ob er zu einer Ad-

1 In dieser Hinsicht ebenso *Geibel*, in: Schäfer, § 15 WpHG Rz. 9, 39; *Waldhausen*, S. 55, 193 ff.

2 S. dazu die Erläuterungen Vor § 37n und zu §§ 37n ff. S. auch *Gelhausen/Hönsch*, Das neue Enforcement-Verfahren für Jahres-Konzernabschlüsse, AG 2005, 511.

hoc-Mitteilung verpflichtet ist. Dabei bestehen an der Anwendbarkeit des § 15 keine Zweifel, denn die Regelung des Enforcement-Verfahrens ist nicht als *lex specialis* zu verstehen, welches generell die Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität verdrängt.

Die Frage nach Ad-hoc-Publizitätspflichten wird sich dem Emittenten erstmalig stellen, wenn er von der **Einleitung des Verfahrens** erfährt. Diese wird regelmäßig von der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) als Prüfstelle i.S.d. § 342b HGB ausgehen und kann erstens eine bloße „stichprobenartige“, zweitens eine durch Verdachtsmomente veranlasste („anlassbezogene“) oder eine von der BaFin auf Grund dort vorliegender Erkenntnisse verlangte („verlangt-anlassbezogene“) Prüfung zum Gegenstand haben. Die Benachrichtigung des Emittenten ist zunächst auf die Herbeiführung von dessen Kooperation bei Prüfung der Abschlüsse, der diesen zu Grunde liegenden Unterlagen und der Buchführung gerichtet. Auch wenn die Verfahrenseinleitung und die Durchführung des Verfahrens von den Mitarbeitern der DPR und der BaFin vertraulich zu behandeln ist (s. § 342c HGB bzw. § 8) und keine der das Enforcement-Verfahren regelnden Vorschriften eine Einleitungspublizität kennt, fehlt Letzteren doch auch eine Bestimmung, welche den Emittenten zur vertraulichen Behandlung der Einleitung des Verfahrens berechtigt oder verpflichtet. Deshalb ist die Mitteilung von der Einleitung des Enforcement-Verfahrens als eine Information zu betrachten, die – wenn man sie nicht schon als eine in seinem Tätigkeitsbereich eingetretene Information betrachten will – ihn jedenfalls unmittelbar betrifft. 98

Geht man davon aus, dass die Information über die Einleitung des Enforcement-Verfahrens – wegen der Vertraulichkeitsverpflichtung der Mitarbeiter der DPR und der BaFin – den Emittenten als öffentlich unbekannt erreicht, so kommt es im Hinblick auf die Beantwortung der Frage, ob sie eine ad hoc zu publizierende Insiderinformation ist, zunächst darauf an, ob es sich um eine **konkrete Information** i.S.d. § 13 I 1 handelt. Dagegen könnte sprechen, dass das Enforcement-Verfahren auf die Überprüfung der Einhaltung der Rechnungslegungsvorschriften gerichtet ist, über die eine Aussage erst am Ende des Verfahrens möglich ist, und die deshalb eine zukunftsbezogene Information darstellt, welche nach § 13 I 3 nur dann eine Insiderinformation darstellt, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werde. Dem ist indes zumindest für den Fall nicht zu folgen, dass es sich um eine anlassbezogene Einleitung eines Enforcement-Verfahrens handelt: Zunächst ist die Einleitung eines solchen Verfahrens fraglos eine Tatsache und als solche eine konkrete Information. Des Weiteren darf eine anlassbezogene Prüfung nach § 342b II 3 99

Nr. 1, 4 HGB und §§ 37o I 1, 37p II nur eingeleitet werden, wenn konkrete Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vorliegen und ein öffentliches Interesse an der Prüfung besteht. Das wiederum setzt voraus, dass die DPR bzw. die BaFin Grund für die Annahme eines hinreichen wahrscheinlichen und nicht ganz unerheblichen Verstoßes des Emittenten gegen Rechnungslegungsvorschriften haben. Geben sie dies durch die Einleitung eines Verfahrens kund, kann auch der verständige Anleger davon ausgehen, dass ein Verstoß hinreichend wahrscheinlich ist.

100 Eine Information muss aber, um eine ad-hoc-veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darzustellen, auch als **kurserheblich** i.S.d. § 13 I 1, 2 zu betrachten sein. Das wird man im Falle einer lediglich stichprobenartig veranlassten Prüfung vorbehaltlos verneinen können. Im Falle einer von der DPR oder der BaFin ausgehenden anlassbezogenen Prüfung wird man dagegen eher von einer regelmäßig kurserheblichen Information auszugehen haben, denn – wie bereits vorstehend (Rz. 99) ausgeführt – darf ein anlassbezogenes Prüfverfahren nur dann eingeleitet werden, wenn konkrete Anhaltspunkte für einen nicht ganz unerheblichen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vorliegen. Ist die Einleitung eines Enforcement-Verfahrens unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte und der Umstände des Einzelfalls als ad hoc zu publizierende Insiderinformation zu betrachten, so kann der Emittent die Veröffentlichung der Information nur noch aufschieben, wenn die Voraussetzungen des **§ 15 III 1** i.V.m. §§ 6, 7 WpAIV (Text im Anhang S. 1783) gegeben sind. Berechtigte Interessen am **Aufschub der Veröffentlichung** wird man hier etwa für den Fall bejahen können, dass der Emittent begründeten Anlass dafür hat, den Verdacht eines Verstoßes gegen Rechnungslegungsvorschriften entkräften zu können und die Veröffentlichung der Einleitung einer Prüfung geeignet wäre, den berechtigten Interessen des Unternehmens zu schaden<sup>1</sup>.

101 **Wirkt der Emittent bei der Prüfung mit**, so teilt die DPR dem Emittenten das Ergebnis ihrer Prüfung mit (§ 342b V 1 HGB). Erklärt der Emittent sich mit dem **Ergebnis einverstanden**, so meldet die DPR dies der BaFin (§ 342b VI 1 Nr. 3 HGB). Hat die Prüfung, mit der sich der Emittent einverstanden erklärte, einen Fehler ergeben, so ordnet die BaFin nach § 37q II 1 an, dass das Unternehmen den festgestellten Fehler samt den wesentlichen Teilen der Begründung der Feststellung unverzüglich nach Maßgabe von § 37q II 4 zu veröffentlichen hat. Da diese Veröffentlichung,

<sup>1</sup> In Anlehnung an § 37q II 3, welcher der BaFin erlaubt, auf Antrag des Emittenten von einer Veröffentlichung des Ergebnisses der Prüfung der BaFin nach § 39q I abzusehen.

wie es auch bei einer solchen im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung der Fall wäre, unverzüglich zu erfolgen hat, § 37q II 4 aber eine Alternative im Hinblick auf die Art der Veröffentlichung eröffnet, welche – wie bei § 15 I 1 i.V.m. § 5 I 1 Nr. 1 WpAIV – die Veröffentlichung über ein elektronisches Informationsverbreitungssystem einschließt, verdrängt die Vorschrift § 15 I 1. Die Sonderregelung in § 37q II 1 ist zudem weiter als die des § 15 I 1, da sie auch zur Veröffentlichung eines Fehlers bei der Rechnungslegung zwingt, der für sich genommen oder wegen seiner Abweichung vom Einleitungsverdacht nicht als kurserheblich zu betrachten wäre. Schließlich geht § 37q II 1 der Ad-hoc-Publizität nach § 15 I 1 vor, damit der Emittent sein aus § 37q I 3 folgendes Recht wahren kann, bei der BaFin den Antrag zu stellen, die Behörde möge von der Anordnung der Bekanntmachung des Ergebnisses der Prüfung absehen, weil die Veröffentlichung geeignet sei, seinen berechtigten Interessen zu schaden.

**Wirkt der Emittent bei der Prüfung mit**, erklärt sich aber mit dem ihm von der DPR mitgeteilten Ergebnis der Prüfung **nicht einverstanden**, so hängt die Beurteilung der Frage, ob es sich bei Ergebnismitteilung um eine Insiderinformation handelt, im Wesentlichen von der Kurserheblichkeit des Ergebnisses ab. Dagegen spricht nicht, dass das Ergebnis mangels Zustimmung des Emittenten als ein nur vorläufiges anzusehen ist und nach der nunmehr erforderlichen Prüfung durch die BaFin auf der zweiten Stufe des Enforcement-Verfahrens (§ 37p I 2 Nr. 1, 37o I 5) durch ein anderes ersetzt werden kann, denn die schon bei Einleitung des Verfahrens erforderlichen (und die Eigenschaft der Verfahrenseinleitung als Insiderinformation mitbegründenden) Verdachtsmomente für einen nicht ganz unerheblichen Verstoß des Emittenten gegen Rechnungslegungsvorschriften (s. Rz. 99) haben sich im Falle der Feststellung eines Fehlers eher noch erhärtet. Allerdings kann der festgestellte Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften für sich genommen so gering sein oder so sehr vom anfänglichen Verdacht abweichen, dass das mitgeteilte Ergebnis der Prüfung nicht als kurserheblich zu betrachten ist. Ist jedoch von der Kurserheblichkeit des Ergebnisses auszugehen, ist der Aufschub seiner Veröffentlichung im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 III zu prüfen, welcher etwa für den Fall in Betracht kommt, dass die Veröffentlichung geeignet wäre, den berechtigten Interessen des Unternehmens zu schaden.

Die **Bereitschaft zur Mitwirkung** an einer von der DPR eingeleiteten Prüfung selbst ist i.d.R. – sofern ihr nicht auf Grund ganz außergewöhnlicher Umstände eine besondere Signalwirkung zukommt – nicht als kurserhebliche Information zu betrachten und darf deshalb auch nicht als Ad-hoc-Mitteilung publiziert werden. Dagegen bestehen keine Bedenken, wenn

der Emittent mit der Ad-hoc-Mitteilung des kurserheblichen Ergebnisses der Prüfung der DPR seine Nichtanerkennung desselben kundgibt.

- 104 **Ordnet die BaFin**, nachdem der Emittent sich *nicht* mit dem Ergebnis der Prüfung durch die DPR einverstanden erklärt hat, **eine Prüfung der Rechnungslegung an**, so kann sie dies und den Grund der Anordnung nach § 37p I 2 Nr. 1 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt machen (§ 37o I 5). Da die Anordnung einer Prüfung auf der zweiten Stufe eine zwangsläufige Folge der Nichtanerkennung des Prüfungsergebnisses der DPR darstellt und deshalb auch nicht als kurserheblich anzusehen ist, ist der Emittent, der das kurserhebliche Ergebnis der DPR-Prüfung mit dem Hinweis seiner Nichtanerkennung ad hoc publiziert hat, nicht verpflichtet, in einer weiteren Ad-hoc-Mitteilung auch die fragliche Anordnung der BaFin in einer Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen.
- 105 **Verweigert der Emittent die Mitwirkung an einer Prüfung durch DPR**, so kann die BaFin die Prüfung durchsetzen, indem sie gemäß § 37p I 2 Nr. 1, 37o I 5 nach § 37o auf zweiter Stufe eine Prüfung der Rechnungslegung anordnet, bei der sie sich nach § 37o III der DPR sowie anderer Einrichtungen bedienen kann. Auch diese Anordnung ist eine zwangsläufige Folge der Nichtmitwirkung an dem von der DPR eingeleiteten und grundsätzlich ad hoc zu publizierenden Enforcement-Verfahren der ersten Stufe und ist deshalb mangels Kurserheblichkeit nicht ad hoc zu publizieren. Stellt die BaFin als Ergebnis der Prüfung einen Fehler bei der Rechnungslegung fest (§ 37q I), so ist dieser samt den wesentlichen Teilen der Begründung der Feststellung nach § 37q II 1 unverzüglich nach Maßgabe von § 37q II 4 zu veröffentlichen. Aus den bereits (Rz. 101) dargelegten Gründen verdrängt diese Vorschrift die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 I 1.
- 106 Ergibt die Prüfung durch die BaFin **keine Beanstandungen**, so teilt die Behörde dies dem Unternehmen nach § 37q III mit. Geht man davon aus, dass die Einleitung eines Enforcement-Verfahrens, insbesondere wegen der hierfür erforderlichen Verdachtsmomente, regelmäßig eine ad hoc zu publizierende Insiderinformation ist, so wird auch der Feststellung, dass sich der Einleitungsverdacht nicht bestätigt hat, regelmäßig Kurserheblichkeit zukommen, so dass diese Information durch Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht werden muss und darf.

### c) Befreiung von Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 1

- 107 Der Emittent kann die Veröffentlichung nach § 15 I 1 aufschieben, solange es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Ver-

traulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann (§ 15 III 1). Zu Einzelheiten s. unten Rz. 129 ff.

#### d) Unverzügliche Information

Die Veröffentlichung einer Insiderinformation nach § 15 I 1 muss **unverzüglich** erfolgen. S. dazu unten Rz. 248 ff. 108

### 3. Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen auf Grund ihrer Weitergabe (§ 15 I 3 und § 15 I 4)

#### a) Überblick und Allgemeines

§ 15 I 3 und 4 verknüpfen die Weitergabe einer Insiderinformation mit der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung derselben. **§ 15 I 3** betrifft die wissentliche Weitergabe von Insiderinformationen und verpflichtet denjenigen, der als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, die Information nach § 15 I 3 zeitgleich zu veröffentlichen, es sei denn, der andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. **§ 15 I 4** behandelt den Fall, dass die in § 15 I 3 erfasste Mitteilung oder Zugänglichmachung einer Insiderinformation unwissentlich erfolgte: In diesem Falle kann eine unverzüglich nach Weitergabe der Insiderinformation erfolgende Veröffentlichung nicht verlangt werden, weshalb das Gesetz es genügen lässt, dass die Veröffentlichung unverzüglich nachgeholt wird. In beiden Fällen entfällt eine Veröffentlichungspflicht, wenn derjenige, dem die Insiderinformation befugt mitgeteilt oder zugänglich gemacht wurde, rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. 109

Die Vorschriften in § 15 I 3 und 4 setzen Art. 6 III der Marktmissbrauchs-Richtlinie (Rz. 1) um. Beide dienen sie der Verwirklichung der **informationellen Chancengleichheit** der Marktteilnehmer, indem sie gewährleisten, „dass Dritte von Insiderinformationen grundsätzlich nicht zu einem früheren Zeitpunkt als die Öffentlichkeit erfahren“. Darin ist sie ihrem amerikanischen Regelungsvorbild Regulation FD der SEC – 17 CFR §§ 243.100–103<sup>1</sup> vergleichbar, doch sind im Übrigen die Unterschiede größer als die Ähnlichkeiten<sup>2</sup>. 110

<sup>1</sup> Dazu auch *Simon*, Der Konzern 2005, 17; *Leuring*, NZG 2005, 12.

<sup>2</sup> Die US-amerikanische Vorschrift erfasst (anders als § 15 I 3, 4) sowohl die befugte wie unbefugte Weitergabe von Informationen, erstreckt sich nicht nur auf Insiderinformationen, sondern auf alle erheblichen Informationen („material information“), erfasst dafür aber nur die Weitergabe an einen eng definierten Personenkreis.

- 111 Trifft die Verpflichtung zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 I 3 oder 4 eine **Person, die im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten handelt**, so hat diese im Zusammenhang mit der Veröffentlichung der Insiderinformation nach § 5 I WpAIV den Emittenten gemäß § 4 I 3 WpAIV unverzüglich zu informieren und in der Meldung selbst durch Nennung ihres Namens und ihrer Anschrift ihre Urheberschaft kenntlich zu machen (s. unten Rz. 211). Zum Veröffentlichungsverfahren s. unten Rz. 246 ff.

#### b) Wissentliche Weitergabe (§ 15 I 3)

- 112 **Adressat der Veröffentlichungspflicht aus § 15 I 3** ist ein Emittent oder eine in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelnde Person. **Emittent** ist jede Gesellschaft, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder die eine solche Zulassung beantragt hat. Der Sitz des Emittenten spielt keine Rolle. Eine **im Auftrag des Emittenten handelnde Person** ist nicht nur eine solche, der der Emittent einen rechtsverbindlichen Auftrag i.S.d. § 662 erteilt hat<sup>1</sup>, sondern jede Person, die auf Veranlassung des Emittenten handelt. Diese Auslegung gebietet schon die ansonsten eröffnete Umgehungsmöglichkeit der Vorschrift und der Umstand, dass die umzusetzende Richtlinienbestimmungen (s. Rz. 110) sich nicht des gesetzlichen Sprachgebrauchs einzelner Mitgliedstaaten bedienen. Umgehungsmöglichkeiten verhindern soll auch die Erfassung der Personen, die **für Rechnung** des Emittenten handeln, wobei wiederum entscheidend ist, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen den Emittenten treffen sollen<sup>2</sup>. Die vorstehende Auslegung der Begriffe „im Auftrag“ und „auf Rechnung“ entspricht derjenigen, wie sie diesen Merkmalen im Rahmen des § 15b zuteil wird, in welchem sie den Kreis der neben dem Emittenten zur Führung von Insiderverzeichnissen Verpflichteten eingrenzen (s. § 15b Rz. 17). Zur Umschreibung des **Adressatenkreises** der Verpflichtung kann deshalb auf die Erläuterungen zu § 15b Rz. 17 ff. verwiesen werden.
- 113 Erfasst ist jede **Mitteilung oder Zugänglichmachung** einer Insiderinformation durch den Emittenten einerseits oder die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelnde Person andererseits. Im Falle der im Auf-

<sup>1</sup> Ebenso im Ausgangspunkt *Leuering*, NZG 2005, 13, der dann allerdings eine Vertragsbeziehung mit auftragstypischen Elementen (Weisungsrecht, Aufwändungsersatz) verlangt und damit doch wieder – Verträge mit auftragstypischen Elementen sind Aufträge oder es handelt sich um einen gemischttypischen Vertrag, der jedenfalls insoweit vom Auftragsrecht bestimmt wird – beim Auftragsrecht landet.

<sup>2</sup> Wie hier *Leuering*, NZG 2005, 13.

trag des Emittenten handelnden Person ist nicht erforderlich, dass sich der Auftrag gerade auf die Weitergabe der Insiderinformation bezog, weshalb auch abredewidriges Handeln des Beauftragten dessen Pflicht zur Veröffentlichung der weitergegebenen Information auslöst<sup>1</sup>. Die Begriffe „mitteilen“ und „zugänglich machen“ finden ihre Entsprechung in § 14 I Nr. 2, in welchem sie zur Umschreibung des Weitergabeverbots herangezogen werden. Deshalb kann auf die Erläuterung dieser Merkmale in § 14 Rz. 65 ff. verwiesen werden.

Die Mitteilung oder Zugänglichmachung muss eine den **Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation** zum Gegenstand haben<sup>2</sup>. Nur solche Insiderinformationen ist der Emittent zu veröffentlichen verpflichtet und nur solche Insiderinformationen sind deshalb auch von denjenigen zu veröffentlichen, die in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handeln. Es ist nicht erkennbar, dass die im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten stehende Regelung die Normadressaten des § 15 I 3 und 4 zur Veröffentlichung einer jeden ihnen bekannten Insiderinformation verpflichten wollte.

Wie sich aus § 15 I 4 folgern lässt, erfasst § 15 I 3, mit der Rechtsfolge der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung einer Insiderinformation nach deren Weitergabe, nur die **wissentliche** Mitteilung oder Zugänglichmachung einer Insiderinformation. Das von der Vorschrift verlangte **Wissen** muss sich sowohl auf die Weitergabe als auch auf die Eigenschaft der weitergegebenen Information, Insiderinformation zu sein, beziehen: Wer nicht weiß, dass er eine Insiderinformation weitergibt, geht von einem Vorgang aus, der zweifellos keine Pflicht zur Ad-hoc-Publizität auslöst und den Weitergebenden damit auch nicht zu einer unverzüglichen Veröffentlichung zu veranlassen vermag. Von wissentlicher Mitteilung oder Zugänglichmachung einer Insiderinformation lässt sich im Übrigen nur ausgehen, wenn sie auch **willentlich** erfolgt. Die versehentliche Weitergabe einer Insiderinformation kann deshalb keine Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 3 auslösen, sondern ist erst dann nach § 15 I 4 „nachzuholen“, wenn der Vorgang bemerkt wird.

§ 15 I 3 erfasst ausweislich ihres Wortlauts, die eine Weitergabe durch den Veröffentlichungspflichtigen **„im Rahmen seiner Befugnis“** verlangt,

<sup>1</sup> Auch *Leuering*, NZG 2005, 13.

<sup>2</sup> A.A. *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 649 (ohne nähere Begründung); *Leuering*, NZG 2005, 14 (mit un schlüssiger Argumentation); *Schwintek*, S. 36 (unter Berufung auf Wortlaut und Zweck der Vorschrift); *Simon*, Der Konzern 2005, 18, unter unzutreffender Berufung auf Art. 6 III Unterabsatz 1 der Marktmissbrauchs-Richtlinie, welche für die von diesem vertretene Ansicht nicht einmal andeutungsweise etwas hergibt.

nur die i.S.d. § 14 I Nr. 2 **befugte Weitergabe**<sup>1</sup>. Das ergibt sich auch aus dem durch § 15 I 3 umgesetzten Art. 6 III 1 der Marktmissbrauchs-Richtlinie (Rz. 1), deren Regelungsauftrag sich auf die Weitergabe einer Insiderinformation durch „Emittenten oder in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen“ bezieht, welche „im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben im Sinne von Artikel 3 Buchstabe a) an einen Dritten“ erfolgt.

- 117 Die **Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 3 entfällt**, wenn derjenige, dem die Insiderinformation befugt mitgeteilt oder zugänglich gemacht wird, **rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet** ist. Umstritten ist im Hinblick auf die Auslegung dieses Merkmals allein die Beantwortung der Frage, ob das Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen nach § 14 I Nr. 2 eine rechtliche Verpflichtung zur Vertraulichkeit im Sinne des § 15 I 3 darstellt und, sofern ihm der Informierte unterliegt, schon für sich ausreicht, die Veröffentlichungspflicht nach Maßgabe dieser Vorschrift auscheiden zu lassen. Der Emittentenleitfaden der BaFin gibt hierzu keine Auskunft und lässt es bei dem Hinweis bewenden, dass „**vertragliche oder gesetzliche Verpflichtungen zur Vertraulichkeit**“ genügen und die „Vereinbarung einer Vertragsstrafe . . . nicht erforderlich“ sei<sup>2</sup>. Unhaltbar sind damit, aber auch schon auf Grund des insoweit eindeutigen Gesetzeswortlauts, jedenfalls die Ansichten, die als Ausschlussgrund der Veröffentlichungspflicht aus § 15 I 3 nur spezielle und ausdrückliche Vertraulichkeitsvereinbarungen gelten lassen wollen<sup>3</sup>. Dafür, dass das Weitergabeverbot des § 14 I Nr. 2 ein Ausschlussgrund für die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 I 3 darstellt<sup>4</sup>, spricht zunächst, dass es sich bei diesem unbestreitbar um eine rechtliche Verpflichtung zur Vertraulichkeit handelt, denn eine Pflicht zur Vertraulichkeit wird sachlich dadurch geschaffen bzw. gewahrt, dass die erlangte Information nicht weitergegeben werden darf bzw. nicht weitergegeben wird. Darüber hinaus ist zu beachten, dass das teils strafbewehrte, teils bußgeldbewehrte Weitergabeverbot des § 14 I Nr. 2 als weitaus strenger anzusehen ist als eine vertragliche Vertraulichkeitsvereinbarung, die nach den vorstehend wiedergegebenen Ausführungen der BaFin im Emittentenleitfaden nicht einmal eine Vertragsstrafevereinbarung enthalten muss, um eine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 I 3 entfallen zu lassen, und der nach im Schrifttum<sup>5</sup>

1 S. schon die Erläuterungen in § 14 Rz. 76. Ebenso *Leuring*, NZG 2005, 14; *Schwintek*, S. 36; *Simon*, Der Konzern 2005, 18; i.E. auch von *Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225, 227.

2 *BaFin*, Emittentenleitfaden, S. 46.

3 *Kuthe*, ZIP 2004, 885; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1952; *Liekefett*, S. 184 f.

4 Wie hier *Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 227.

5 S. *Leuring*, NZG 2005, 16; *Schwintek*, S. 37; *Simon*, Der Konzern 2005, 18.

ebenfalls vertretener Ansicht selbst eine aus (vor)vertraglichen Nebenpflichten folgende Pflicht zur Vertraulichkeit gleichstehen soll.

Gegen die Annahme, § 14 I Nr. 2 stelle eine Regelung dar, die den Empfänger der Information „rechtlich zur Vertraulichkeit“ verpflichtet, konnte bislang nur eingewandt werden, dadurch verbliebe § 15 I 3 nahezu kein Anwendungsbereich<sup>1</sup>. Tatsächlich sind – wie bereits an anderer Stelle (§ 14 Rz. 77) ausgeführt – die Fälle, in denen eine Person nicht bereits auf Grund der Erlangung der Insiderinformation zum Insider wird und dem Verbot des § 14 I Nr. 2 unterliegt, praktisch auf diejenigen beschränkt, in denen der Adressat der weitergeleiteten oder zugänglich gemachten Information deren Eigenschaft als Insiderinformation nicht erkennen soll oder aus anderweitigen Gründen nicht erkennt. Allein deshalb kann man aber einer gesetzlichen Regelung, die ihre Adressaten weitaus effektiver und umfassender zur Vertraulichkeit verpflichtet als andere anerkannte Vertraulichkeitsbestimmungen, nicht die Eignung absprechen, eine Vorschrift zu sein, die i.S.d. § 15 I 3 „rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet“.

Wollte man dagegen einwenden, das Weitergabeverbot des § 14 I Nr. 2 sei, weil es sich an die Allgemeinheit richte<sup>2</sup>, nicht hinreichend adressatenspezifisch und werde deshalb, anders als etwa berufsspezifische Vertraulichkeitsverpflichtungen, von seinen Allerweltsadressaten nicht als rechtliche Vertraulichkeitsverpflichtung wahrgenommen, so könnte dies, so wenig überzeugend dieses Argument ohnehin schon ist, doch nicht die Unbeachtlichkeit dieses Verbots als gesetzliche Verpflichtung zur Vertraulichkeit zur Folge haben. Vielmehr könnte hier allenfalls verlangt werden, dass derjenige, der die Information einem anderen mitteilt oder zugänglich macht, den Adressaten, der keinem anderweitigen tätigkeits- oder berufsspezifischen Vertraulichkeitsverpflichtung unterliegt, auf das Weitergabeverbot des § 14 I Nr. 2 **hinweist oder belehrt**. Eine sinnvolle Regelung stellt dies aber schon deshalb nicht dar, weil der die Information Weitergebende nunmehr verpflichtet wäre, die den Empfänger treffenden Vertraulichkeitsverpflichtungen zu überprüfen. Umgekehrt sollte aber jedenfalls derjenige auf der sicheren Seite sein, der den Adressaten einer befugtermaßen weitergegebenen Insiderinformation auf seine Vertraulichkeitsverpflichtung aus § 14 I Nr. 2 hinweist.

Rechtlich bedeutsam wird die Frage, ob § 14 I 3 eine rechtliche Vertraulichkeitsverpflichtung i.S.d. § 15 I 3 darstellt, allerdings nur, wenn es an

<sup>1</sup> Vgl. *Leuring*, NZG 2005, 15, der sich allein aus diesem Grunde gegen die Berücksichtigung des Weitergabeverbots des § 14 I Nr. 2 als rechtliche Vertraulichkeitsverpflichtung i.S.d. § 15 I 3 ausspricht; auch *Schwintek*, S. 37.

<sup>2</sup> *Schwintek*, S. 37.

einer vertraglichen Vertraulichkeitsvereinbarung oder einer vertraglichen Nebenpflicht zur Vertraulichkeit fehlt und kein anderweitiges rechtliches, namentlich **gesetzliches Vertraulichkeitsgebot** eingreift. Zu diesen zählen etwa Vertraulichkeitsverpflichtungen für Anwälte (§ 43a II BRAO), Wirtschaftsprüfer (§ 43 I 1 WPO), Steuerberater (§ 57 I 1 StBerG), Richter (§§ 43, 45 I DRiG), Beamte (§§ 61 f. BBG, § 39 BRRG), die für eine Börse und in der Börsenaufsicht (§ 7 BörsG) und der Finanzdienstleistungsaufsicht im Übrigen tätigen Personen (§ 9 KWG, § 8 WpHG, § 9 WpÜG), die Mitarbeiter der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung (§ 342c HGB) oder die nach § 376 I ZPO im Rahmen einer Vernehmung zur Amtsverschwiegenheit Verpflichteten.

- 121 Sind die Voraussetzungen des § 15 I 3 erfüllt, ist der Betroffene verpflichtet, die einem anderen mitgeteilte oder zugänglich gemachte Insiderinformation **zeitgleich zu veröffentlichen**. Das bedeutet, dass vor der Mitteilung oder vor dem Zugänglichmachen der Information für ihre Veröffentlichung (dazu unten Rz. 246 ff.) zu sorgen ist, so dass die Weitergabe der Insiderinformation mit deren Veröffentlichung zusammenfällt und nicht vor dieser erfolgt. Ein **Aufschub der Veröffentlichung** nach § 15 III ist nicht möglich, da diese Vorschrift es nur erlaubt, sich unter den in ihr genannten Voraussetzungen von der Veröffentlichung nach § 15 I 1 zu befreien.

#### c) Unwissentliche Weitergabe (§ 15 I 4)

- 122 Die Bestimmung des § 15 I 4 baut auf § 15 I 3 auf: Wie diese Vorschrift verlangt sie befugte Weitergabe oder Zugänglichmachung einer Insiderinformation durch einen Emittenten oder eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt; auf die Erläuterungen zu diesen Merkmalen (oben Rz. 112 ff.) kann deshalb verwiesen werden.
- 123 Anders als § 15 I 3 knüpft § 15 I 4 aber an die **unwissentliche Mitteilung oder Zugänglichmachung** einer Insiderinformation an. Das ist, entsprechend den Erläuterungen zur wissentlichen Weitergabe (s. oben Rz. 115) dann der Fall, wenn jemand nicht wahrnimmt, dass er eine Handlung vornimmt, mit der er einem anderen eine Insiderinformation mitteilt oder zugänglich macht. Eine unwissentliche Weitergabe ist aber auch dann anzunehmen, wenn der Betreffende nicht erkennt, dass die Information, die er einem anderen mitteilt oder zugänglich macht, eine Insiderinformation ist. Der unwissentlichen Mitteilung ist die **nicht willentliche Mitteilung oder Zugänglichmachung** gleichzustellen: Demjenigen, der einem anderen *de facto* eine Insiderinformation mitteilt oder zugänglich macht, ohne dies zu wollen, handelt entweder in Unkenntnis des Weitergabevorgangs oder in Unkenntnis der Eigenschaft der Information, Insiderinformation zu sein.

Hat der Betreffende einem anderen eine Insiderinformation unwissentlich oder unwillentlich weitergegeben oder zugänglich gemacht, so scheidet eine zeitgleiche Veröffentlichung, wie sie § 15 I 3 verlangt, aus. Dafür muss er aber, sobald er erkennt, dass eine solche Weitergabe stattgefunden hat, die Veröffentlichung der weitergegebenen Insiderinformation **unverzüglich** (dazu unten Rz. 248 ff.) nach Maßgabe von §§ 4 ff. WpAIV (s. Rz. 246 ff.) **nachholen**.

124

Für die Beantwortung der Frage, ob eine Insiderinformation weitergegeben wurde, kommt es auf den Zeitpunkt der Weitergabe an. **Zu veröffentlichen** ist dagegen die Insiderinformation, so wie sie sich im Zeitpunkt der Veranlassung der Veröffentlichung darstellt. Ist die weitergegebene Insiderinformation dagegen zwischenzeitlich öffentlich bekannt (s. dazu § 13 Rz. 33 ff.), keinen macht eine nachholende Veröffentlichung der seinerzeit weitergegebenen Information Sinn mehr, denn die Vorschrift schützt die informationelle Chancengleichheit der Marktteilnehmer, die nach dem öffentlichen Bekanntwerden der fraglichen Information gegeben ist, und stellt keine Sanktion für das Verhalten desjenigen dar, der sie unwissentlich oder nicht willentlich weitergegeben hat.

125

Wie die Pflicht zur Veröffentlichung einer wissentlich und willentlich weitergegebenen Insiderinformation nach § 15 I 3 **entfällt auch die Pflicht zur Nachholung** einer unwissentlich oder nicht willentlich weitergegebenen Insiderinformation, wenn die Person, der die Insiderinformation mitgeteilt oder zugänglich gemacht wurde, rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. Zur Beantwortung der Frage, wann dies der Fall ist, ist auf die Erläuterungen oben in Rz. 117 ff. zu verweisen.

126

Ein **Aufschub der Veröffentlichung** unter den Voraussetzungen des § 15 III scheidet auch hier aus, da diese Bestimmung nur auf die sich aus § 15 I 1 ergebende Pflicht zur Ad-hoc-Publizität anwendbar ist.

127

Die Veröffentlichung einer Insiderinformation im Falle ihrer unwissentlichen Weitergabe gemäß § 15 I 4 muss **unverzüglich** erfolgen. S. dazu unten Rz. 248 ff.

128

### III. Befreiung von der Veröffentlichungspflicht nach § 15 I 1 (§ 15 III)

#### 1. Übersicht und Allgemeines

Bis zur Änderung des § 15 durch das AnSVG konnte die Aufsichtsbehörde nach § 15 I 5 (a.F.) den Emittenten auf dessen Antrag von der Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung einer publizitätspflichtigen Information befrei-

129