

Joscha Meyer*

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht

Abstract

Die finanzmarktrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht stellt eine zentrale Schnittstelle im Informationsfluß zwischen Emittenten und Marktöffentlichkeit dar. Sie ist damit ein bedeutender Baustein effektiver Marktregulierung. Durch die aktuelle Krise sind die Emittenten von Finanzprodukten einer gesteigerten Öffentlichkeit ausgesetzt. Zudem erfordern vielfach nötige Restrukturierungen potentiell ad-hoc-pflichtige Entscheidungen. Compliance sowie eine gute Kommunikation sind somit gerade in der Krise von besonderer Bedeutung. Der Beitrag stellt das gesetzliche Regelungsgefüge der Ad-hoc-Publizitätspflicht umfassend dar und setzt sich im Rahmen dessen mit aufgeworfenen Problemstellungen auseinander. Es wird aufgezeigt, dass die gesetzessystematische Bedeutung des Tatbestandselements der unmittelbaren Betroffenheit i. R. d. zentralen Regelung des § 15 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) verkannt wird. Dies setzt sich in der allgemeinen Behandlung der gestaffelten Entscheidungsvorgänge in Aktiengesellschaften sowie von Konzernsachverhalten im Rahmen der Ad-hoc-Publizität fort.

* Der Verfasser ist derzeit Student der Rechtswissenschaften an der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg. Der vorliegende Beitrag basiert auf einer Seminararbeit, die im Rahmen des von Prof. Dr. Dr. h. c. Werner F. Ebke, LL.M. (Berkeley) im Sommersemester 2009 angebotenen Seminars zum Kapitalmarktrecht eingereicht wurde.

I. Einführung/Problemstellung

Die Kapitalmärkte erfüllen durch die Kapitalallokation eine unverzichtbare Aufgabe in der Gesamtwirtschaft. Die Publizitätsverpflichtung der Emittenten ist ein zentrales Element wirksamer Kapitalmarktregulierung und sichert deren Funktion. Die gesetzliche Regelung der Publizität bildet die zentrale Schnittstelle des Informationsflusses zwischen dem internen Bereich eines Emittenten und dem Außenbereich (Anteilseigner/Anleger, Marktöffentlichkeit, sonstige Stakeholder). Das Interesse des Marktes an umfassenden Informationen und das unter Umständen widerstreitende Interesse des Unternehmens an ungestörten internen Prozessen ist hier zum Ausgleich zu bringen. Neben den periodischen Publizitätspflichten des Emittenten¹ besteht die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität,² vgl. § 15 WpHG, welche der Schnelligkeit der Märkte Rechnung trägt. Nur Letztgenannte wird Gegenstand dieser Abhandlung sein. Die diesbezüglichen gesetzlichen Regelungen enthalten eine Vielzahl unbestimmter Rechtsbegriffe,³ welche eine Reihe von Fragen aufwerfen. Im Folgenden wird zunächst kurz auf die wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Funktion der Ad-hoc-Publizitätspflicht eingegangen. Sodann wird die rechtliche Ausgestaltung näher untersucht, wobei der Schwerpunkt auf problematischen Tatbestandselementen und der Behandlung von Konzernsachverhalten und gestaffelten Entscheidungsvorgängen liegen wird. Hierbei wird sich zeigen, dass der gesetzessystematische Zusammenhang des § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG und des Unmittelbarkeitskriteriums in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG im Zusammenwirken mit dem Tatbestandselement der Insiderinformation verkannt wird.⁴ Abschließend wird auf das Sanktionssystem und die Haftungsfolgen bei Pflichtverstößen eingegangen.

II. Funktion und Bedeutung der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Die Marktentwicklung ist in einem „vollkommenen Markt“ nicht deterministisch. Auch ein gut informierter und sachkundiger Anleger kann nicht aufgrund eines Informationsvorsprungs eine höhere Rendite als ein „Unwissender“ erzielen, denn sobald eine relevante Tatsache bekannt wird, fließt sie in die Kursbildung ein, der

1 Jahresabschluss und Zwischenberichte: Erstellung §§ 242 ff., 264 ff., 290 ff. HGB, Prüfung §§ 316 ff. HGB, Veröffentlichung §§ 325 ff. HGB, ggf. zusätzlich auf Konzernebene §§ 294 ff. HGB. Beachten Sie zudem die Notierungsfolgepflichten in §§ 37v ff. WpHG und ggf. § 66 BO FWB (Quartalsfinanzbericht) und § 67 BO FWB (Unternehmenskalender).

2 Ad hoc, lat.: aus dem Augenblick heraus, spontan.

3 Zeitweise wurde mit Blick auf den ordnungswidrigkeitsrechtlichen Charakter der Regelung ein Verstoß gegen den Bestimmtheitsgrundsatz des Art. 103 Abs. 2 GG angenommen, vgl. hierzu *Assmann* in *Assmann/Schneider WpHG* 5. Aufl., § 15 Rn. 8 m. w. N. (zu Recht ablehnend).

4 Vgl. *Versteegen* in *Kölner Kom. WpHG*, § 15 Rn. 81: „(...) bisher (...) kaum Bemühungen, die Bedeutung des Merkmals (das Unmittelbarkeitskriterium; Anmerkung des Verfassers) über die Bildung einer Kasuistik hinaus zu klären.“

Finanzmarkt antizipiert die Entwicklung (Preiswahrheit⁵). Die Rendite ist folglich rein zufällig und es ist sichergestellt, dass nicht zu überhöhten Preisen gekauft oder unter Wert abgestoßen wird. Andernfalls würde der Markt schnell zusammenbrechen, da es zu einer Übervorteilung der „Unwissenden“ kommen würde und diese somit ihr Kapital alsbald abziehen würden (informationelle Chancengleichheit). Dieser Mechanismus wird als Market Efficiency Hypothesis (MEH) bezeichnet.⁶ Es liegt auf der Hand, dass es einen solch „vollkommen Markt“ nicht geben kann. Hinsichtlich der Grenzen der MEH wird auf die einschlägige Literatur verwiesen.⁷

Entscheidend ist hier nur, dass es das Ziel sein muss, sich einem solchen Markt, unter anderem durch die gesetzliche Regelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht, jedenfalls weitestgehend anzunähern.⁸ Für einen funktionierenden Kapitalmarkt ist hierbei entscheidend, dass der Wissensvorsprung der Unternehmensinternen möglichst rasch aufgehoben wird bzw. derweil ein Verwendungsverbot besteht und dass die betreffende Information mit möglichst großer Breitenwirkung zeitgleich veröffentlicht wird. Dies soll durch die Regelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht sichergestellt werden.⁹ Entscheidend ist, dass diese Pflicht obligatorisch und sanktionsbeschwert ist,¹⁰ da Unternehmen dazu tendieren den Markt nicht ausreichend zu informieren.¹¹ Es wurde aufgezeigt, dass die Ad-hoc-Publizität zum einen die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sicherstellt und zum anderen eine Präventivmaßnahme gegen den Missbrauch von Insiderinformationen ist.¹²

5 Zum Beitrag der Ad-hoc-Publizitätspflicht zur Bildung „realistischer“ Börsenpreise: Zimmer in Schwark Kapitalmarktsrechtkommentar 3. Aufl., § 15 Rn. 9.

6 Näher zur MEH: Spremann/Gantenbein Kapitalmärkte 2005, S. 64 ff.

7 Vgl. etwa: Schön Unternehmenspublizität und Wettbewerb in Ebke/Möhlenkamp Rechnungslegung, Publizität und Wettbewerb, 2010, S. 161 (177 ff.) m. w. N.

8 Vgl. ebd., S. 179: „Die meisten Rechtsnormen – im Unternehmens-Wertpapier- und Bilanzrecht (...) – sind dazu konzipiert, die Probleme des Marktversagens zu lösen, die aus (...) den Grenzen der Markteffizienz resultieren.“

9 Im Jahr 2007 gaben Emittenten 3493 Ad-hoc-Meldungen bekannt, vgl. BaFin Jahresbericht 2007, S. 184.

10 Zur aufgrund geringer Sanktionierung zahnlosen Vorgängerregelung, § 44a BörsG a.F.: Wittich Erfahrungen mit der Ad hoc-Publizität in Deutschland AG 1997, 1 (1 ff.). Es erfolgten lediglich sechs (!) Ad-hoc-Mitteilungen im Geltungszeitraum, Assmann spricht gar von „totem Recht“, vgl. Assmann (Fn. 3), § 15 Rn. 21.

11 Eingehend zu dieser Tendenz zur „underproduction of information“ und den Gründen: Hertig/Kraakmann/Rock in Kraakmann/Davies/Hansmann/Heritg/Hopt/Kanda/Rock The Anatomy of Corporate Law 2004, S. 204 ff.; sowie Schön (Fn. 7), S. 181 ff.

12 Vgl. Regierungsbegründung BT-Drucks. 12/6679, S. 48; sowie BT-Drucks. 15/3174, S. 34; Buck-Heeb Kapitalmarktrecht 2. Auflage (2007), Rn. 176; Stoppel in Grunewald/Schlitt Einführung in das Kapitalmarktrecht 2007, S. 288; Hopt Europäisches und deutsches Insiderrecht ZGR 1991, 17 (50).

III. Gesetzliche Regelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht wurde in Deutschland erstmals 1986 mit § 44a BörsG a. F. durch die Umsetzung einer europäischen Richtlinie¹³ eingeführt.¹⁴ Diese Regelung erlangte jedoch keine praktische Bedeutung.¹⁵ Mit Einführung des WpHG¹⁶ wurde die Ad-hoc-Publizität in § 15 WpHG neu geregelt. Es folgten eine wesentliche Neugestaltung der Norm durch das AnSVG¹⁷ sowie Änderungen durch das TUG¹⁸ von 2007, beides ebenfalls in Umsetzung europäischer Vorgaben. Die derzeitige gesetzliche Regelung in § 15 WpHG enthält drei unterschiedliche Tatbestände, die eine Publizitätspflicht auslösen. Die Modalitäten der Veröffentlichung selbst sind teils in §§ 3a ff. der auf die Ermächtigungsgrundlage in § 15 Abs. 7 WpHG zurückgehenden Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) geregelt. Von großer praktischer Bedeutung ist zudem, obgleich aufgrund seiner Eigenschaft als norminterpretierende Verwaltungsvorschrift nicht formell verbindlich,¹⁹ der Emittentenleitfaden der BaFin, welcher die Verwaltungspraxis der BaFin erläutert und praxisgerechte Lösungen aufgeworfener Fragen darlegt.²⁰

1. § 15 Abs. 1 S. 1 Halbs. 1 WpHG, der Grundtatbestand

Die Norm begründet als Grundtatbestand die Pflicht eines Inlandsemittenten Insiderinformationen, welche ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen.

a) Normadressat

Zunächst ist zu bestimmen, welche Emittenten dem Regelungsbereich der Norm unterfallen.

aa) Inlandsemittent

Der Begriff des Inlandsemittenten ist in § 2 Abs. 7 WpHG legaldefiniert. Die Norm stellt auf das Herkunftsstaatsprinzip ab und somit in erster Linie auf den Sitz des

13 Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG v. 16.03.1979, ABIEG L 66, 21 ff.

14 Eingefügt durch das Börsenzulassungsgesetz v. 16.12.1986, BGBl. I 1986, 2478 ff.

15 Vgl. Fn. 10.

16 Durch das 2. FMFG, BGBl. I 1994, 1749 ff.

17 Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BGBl. I 2004, 2630 ff., Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/06 EG.

18 Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz, BGBl. I 2007, 10, Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG.

19 Vgl. *BGH* v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, Rn. 24; *Fleischer* Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden NZG 2007, 401 (404).

20 Emittentenleitfaden der *BaFin* (Stand 28.4.2009), abrufbar unter: http://www.bafin.de/eln_171/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaeden/emittentenleitfaden_2009,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden_2009.pdf (zuletzt aufgerufen am 30.9.2010).

Emittenten und erst nachrangig auf den Börsenplatz.²¹ Diese Regelung gewährleistet, dass ein Emittent es im Regelfall innerhalb der EU/EWR nur mit einer Rechtsordnung bzw. Aufsichtsbehörde zu tun hat. Deutsche Emittenten fallen unter den Begriff, sofern sie nicht lediglich im Ausland notiert sind. EU/EWR-Emittenten werden erfasst, sofern sie nur in Deutschland notiert sind, andernfalls greift ihr Heimatstatut. Gem. § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG beginnt die Pflicht bereits mit dem Antrag auf Kotierung. Maßgebend ist der Eingang des Antrags bei der Geschäftsführung der fraglichen Börse.²² Die Pflicht ist innerhalb des Unternehmens durch den Vorstand zu erfüllen.²³ Sie endet nicht mit der Insolvenz des Emittenten, sondern ist vom Vorstand weiterhin zu erfüllen, wobei der Insolvenzverwalter gem. § 11 WpHG zur Unterstützung verpflichtet ist. Jedenfalls mit Vollbeendigung endet auch die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität.

bb) Von Finanzinstrumenten

Der eine Vielzahl von Produkten umfassende Begriff der Finanzinstrumente ist in § 2 Abs. 2b WpHG legaldefiniert (u. a. Aktien, Optionen und sonstige Derivate einschließlich Geldmarktinstrumente); auf Einzelheiten kann hier nicht eingegangen werden.

cc) Organisierter Markt

Aus der Verwendung des Begriffs des Inlandsemittenten in § 15 WpHG ergibt sich, dass die Finanzinstrumente an einem organisierten Markt i. S. d. § 2 Abs. 5 WpHG gehandelt werden müssen. Der Freiverkehr gem. § 48 BörsG begründet, ebenso wie die Einbeziehung in den organisierten Markt gem. §§ 32 Abs. 1, 33 BörsG, keine Publizitätspflichten. Streitig ist, ob die Publizitätspflicht mit der Einstellung der Notierung endet. § 15 WpHG setzt lediglich die Zulassung zu einem organisierten Markt voraus, vgl. § 2 Abs. 6, 7 WpHG. Die Einstellung der Notierung gem. § 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG ist von der Beendigung der Zulassung, § 39 BörsG, zu unterscheiden und beendet diese nicht. Dem Wortlaut folgend wäre die aufgeworfene Frage mithin zu verneinen.²⁴ Durch die Einstellung der Notierung wird dem Anlegerpublikum jedoch bereits deutlich, dass die Grundlage zur Bildung eines Börsenpreises und somit die Voraussetzung der Ermittlung der Kurserheblichkeit einer

21 Eine genaue Darstellung der komplexen Regelung des § 2 Abs. 7 WpHG muss in diesem Rahmen unterbleiben, vgl. näher *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 44 m. w. N.

22 Der Antrag erfolgt nach Maßgabe der §§ 8 Abs. 1 Nr. 9, 60 ff. BO FWB. Ebenfalls für die Maßgeblichkeit dieses Zeitpunkts: *Geibel* in Schäfer/Hamann Kapitalmarktgesetze 2. Aufl., § 15 WpHG Rn. 45; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 43.

23 *Möllers/Leisch* Haftung von Vorständen gegenüber Anlegern wegen fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen nach § 826 BGB WM 2001, 1648 (1649); *Rützel* Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen AG 2003, 69 (72). Im Folgenden wird jeweils vom Vorstand gesprochen, da die Emittenten überwiegend AGs bzw. SEs sind. Dies ist jedoch nicht zwingend, andernfalls ist auf das jeweilige geschäftsführende Organ des Emittenten abzustellen.

24 So wohl die Sicht der *BaFin* (Fn. 20), S. 48 ff., stets allein auf die Zulassung abstellend.

Insiderinformation wegfällt. Es zeigt sich, dass die Pflichten nach § 15 WpHG richtigerweise bereits mit Beendigung der Notierung ebenfalls enden müssen.²⁵

b) Publizitätspflichtige Informationen

Der Qualifizierung der zu veröffentlichenden Informationen kommt zentrale Bedeutung in der Abwägung zwischen dem Informationsinteresse des Marktes und dem Geheimhaltungsinteresse des Emittenten zu. Umstände die ebenfalls im Rahmen der Regelpublizität, insbesondere im Jahresabschluss und Zwischenberichten, zu veröffentlichen sind, unterliegen gleichwohl der Ad-hoc-Publizitätspflicht sofern und sobald es sich um den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformationen handelt.²⁶ Anderweitige Publizitätspflichten tangieren die Ad-hoc-Pflicht grundsätzlich ebenfalls nicht, so genießen insbesondere die §§ 21 ff. und 131 AktG keinen Vorrang. Ausnahmeregelungen bestehen in §§ 10 Abs. 6, 35 Abs. 1 S. 4 WpÜG. Die Regelungen bezüglich des Enforcement-Verfahrens, §§ 37n ff. i. V. m. §§ 342b ff. HGB, gehen dem § 15 WpHG grundsätzlich nicht vor. Die Einleitung des Enforcement-Verfahrens durch die DPR ist folglich bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen ad-hoc-pflichtig.²⁷ Sofern die Prüfung einen Fehler aufdeckt, hat die BaFin eine Veröffentlichung gem. § 37q Abs. 2 S. 4 WpHG anzuordnen. Diese Veröffentlichungspflicht muss die Ad-hoc-Pflicht suspendieren, um zu gewährleisten, dass der Emittent von seinem Recht aus § 37q Abs. 1 S. 3 WpHG Gebrauch machen kann.²⁸

aa) Insiderinformationen

Eine Insiderinformation ist, der Definition in § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG folgend, eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände in Bezug auf den Emittenten, die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Marktpreis der jeweiligen Marktinstrumente erheblich zu beeinflussen.²⁹

bb) Unmittelbares Betreffen des Emittenten

Der Teilbereich der Insiderinformationen, welche der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen, wird dem Wortlaut des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG folgend durch das Kriterium des unmittelbaren Betreffens bestimmt. Unter Bezugnahme auf den Wortlaut wird vertreten, dass lediglich ein unmittelbarer Bezug der Insiderinformation zum Emittenten selbst die Ad-hoc-Pflicht auslöse, ein unmittelbarer Bezug allein zu dem emittierten Finanzinstrument hingegen nicht ausreichend sei.³⁰ Hiergegen ist ent-

25 Ebenso: *Geibel* (Fn. 22), § 15 Rn. 30; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 49.

26 *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 35; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 130; *Schäfer* in Schäfer/Geibel Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit Verk-ProspV 1. Aufl., § 15 Rn. 8.

27 *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 137; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 97; jew. m. w. N.

28 Ebenso: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 101, mit ausf. Begr.; a. A.: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 137.

29 Im begrenzten Rahmen dieses Beitrags kann auf die Voraussetzungen nicht näher eingegangen werden, es wird auf die einschlägige Literatur verwiesen, vgl. z. B. *Assmann* (Fn. 3), § 13 Rn. 13.

30 *Stoppel* (Fn. 12), S. 290; *BaFin* (Fn. 20), S. 53; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 58.

scheidend einzuwenden, dass zum einen schon die Qualifikation als Insiderinformation gem. § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG den Bezug der Umstände lediglich zum emittierten Finanzinstrument ausreichen lässt. In Anbetracht der Bedeutung der Finanzinstrumente für den Emittenten betrifft zudem ein seine Finanzinstrumente unmittelbar betreffender Umstand den Emittenten ebenfalls selbst unmittelbar.³¹ Zu beachten ist aber, dass sich bei derivativen Finanzinstrumenten die Veröffentlichungspflicht nicht auf Insiderinformationen, welche ausschließlich das Underlying betreffen, erstreckt.³² Somit ist eine unmittelbare Betroffenheit des Emittenten selbst oder des Finanzinstrumentes ausreichend. Es stellt sich die Frage, wann eine solche unmittelbare Betroffenheit vorliegt. Bei im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintretenden Insiderinformationen liegt stets eine unmittelbare Betroffenheit i. S. d. § 15 WpHG vor, wie dies auch § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG klarstellt.³³ Es ist nämlich kein Umstand denkbar, dem eine Kursrelevanz zukommt, der also eine Insiderinformation darstellt und der im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintritt, diesen aber nicht unmittelbar betrifft.³⁴ Dies ist unabhängig von der Frage, wie das Kriterium des unmittelbaren Betroffens in detail auszufüllen ist, denn eine derartige Beschränkung, dass besagte Sachverhalte nicht mehr erfasst sind, liefe dem natürlichen Wortverständnis zuwider.³⁵ Dem Kriterium der unmittelbaren Betroffenheit in § 15 Abs. 1 WpHG kommt somit lediglich bei den von Außen kommenden Insiderinformationen ein eigener, die ad-hoc zu publizierenden Insiderinformationen einschränkender, Gehalt zu. Insofern kommt der Unterscheidung, ob sich der Umstand im Tätigkeitsbereich des Emittenten oder außerhalb dessen ereignet auch nach dem AnSVG,³⁶ entgegen verbreiteter Ansicht,³⁷ sehr wohl Bedeutung zu. Aber auch in den Fällen, in denen

31 *Simon* Die neue Ad-hoc-Publizität Der Konzern 2005, 15 (16); *Ziemons* Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie NZG 2004, 541 (543); *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 56.

32 Vgl. *BaFin* (Fn. 20), S. 55; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 57.

33 Vgl. *Simon* (Fn. 31), S. 15.

34 Vgl. hingegen *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 80: „Wieso betrifft den Emittenten ein Umstand (!) in seinem Tätigkeitsbereich stets unmittelbar?“ Es wird jedoch schon verkannt, dass es sich nicht um einen Umstand, sondern um einen qualifizierten Umstand, nämlich eine Insiderinformation, handeln muss.

35 Vgl. zum sprachlich möglichen Wortsinn als Auslegungsgrenze: *Larenz/Canaris* Methodenlehre der Rechtswissenschaft 3. Auflage (1995), S. 143.

36 Vgl. Fn. 17, zuvor war die „Insiderinformation“ kein Tatbestandselement des § 15 WpHG, die entsprechende Wertung bzgl. der fraglichen Tatsache war unmittelbar in der Norm enthalten, zu veröffentlichen war eine „neue Tatsache (...) die in seinem (des Emittenten; Anmerkung des Verfassers) Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen.“ Das Tatbestandselement der unmittelbaren Betroffenheit gab es nicht.

37 Verkennend etwa: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 55 u. insb. Rn. 58; *Geibel* in Schäfer/Geibel (Fn. 26), § 15 Rn. 37; *Tollkühn* Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz ZIP 2004, 2215 (2216); Nach *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 83 komme es darauf jedenfalls nicht mehr abschließend an.

der Umstand außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten eintritt und das Tatbestandsmerkmal der unmittelbaren Betroffenheit somit eigene Bedeutung erlangt, ist diese gleichwohl sehr gering, denn kurserhebliche, nicht öffentlich bekannte Umstände, also Insiderinformationen mit nur mittelbarem Emittentenbezug sind äußerst selten, da diese Umstände zumeist bereits öffentlich bekannt und somit schon keine Insiderinformation sind.³⁸ Als seltenes Beispiel mag hier etwa eine sog. Kanzlerrunde dienen, bei welcher Branchenvertreter vorab Kenntnis von zukünftigen regulatorischen Entwicklungen erlangen. Der Teilbereich der Insiderinformationen, welche der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen, wird mithin durch das Tatbestandsmerkmal des unmittelbaren Emittentenbezuges in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG nur in sehr geringem Maße eingeschränkt.³⁹ Die Ausführungen werfen die Frage auf, wann die Insiderinformation im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintritt und ihn somit in jedem Fall unmittelbar betrifft und wann sie außerhalb des Tätigkeitsbereichs eintritt und die unmittelbare Betroffenheit somit fraglich wird. Der zu umschreibende Tätigkeitsbereich des Emittenten wirft am Rande schwierige, nur im Einzelfall zu lösende Abgrenzungsfragen auf. Grundsätzlich ist auf die unternehmerische Sphäre des Emittenten, unabhängig vom räumlichen Bereich, also auf einen wirtschaftlichen Tätigkeitsbereich, abzustellen. Sofern die Insiderinformation demnach nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintritt, ist zu entscheiden, ob sie diesen dennoch unmittelbar betrifft. Der unmittelbare Bezug ist zwar zentral zur Qualifizierung der ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen, welche nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind (freilich sind dies nach oben aufgezeigter Systematik äußerst seltene Fallgestaltungen), gleichwohl kommt ihm keine große Trennschärfe zu,⁴⁰ so dass es letztendlich auf eine Einzelfallprüfung ankommt. In der Praxis kommt den Empfehlungen und Regelfallbeispielen einer nur mittelbaren Betroffenheit im Emittentenleitfaden der BaFin,⁴¹ welche auf eine Empfehlung von CESR⁴² zurückgehen,⁴³ große Bedeutung zu. Unter gesetzessystematischen Gesichtspunkten ist dieser Katalog jedoch äußerst fragwürdig.⁴⁴ Er führt viele Umstän-

38 So auch: *Simon* (Fn. 31), S. 17: „(...) festzuhalten, dass es Insiderinformationen mit nur mittelbarem Emittentenbezug regelmäßig nicht gibt (...)“

39 *Ebd.* (Fn. 31), S. 14: „kaum praktische Relevanz.“

40 So auch: *Spindler* Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz NJW 2004, 3451 (3453); *Assmann* (Fn. 3), 15 Rn. 63; beachten Sie ferner die schon kritische Würdigung des Unmittelbarkeitskriteriums in der gemeinsamen Stellungnahme des DAI und des BDI vom 25.3.2004 zum Entwurf des AnSVG, S. 5: „(...) Auslegung (...) unklar bleibt.“

41 *BaFin* (Fn. 20), S. 52; kritisch dazu: *Geibel* (Fn. 22), § 15 Rn. 103.

42 Committee of European Securities Regulators.

43 CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, Rn. 36, abrufbar unter: http://www.cesr-eu.org/data/document/02_089d.pdf (zuletzt aufgerufen am 30.9.2010).

44 Die Idee eines Kataloges mag der sogenannten Form 8-K des US-amerikanischen Rechts entlehnt sein. Die dort katalogisierten zu veröffentlichenden Informationen sind innerhalb von vier Tagen und nicht unverzüglich zu veröffentlichen, sind zudem viel stärker auf die Ergänzung der Regelpublizität ausgerichtet und knüpfen insbesondere nicht an eine Insiderinformation an. Vgl.: <http://www.sec.gov/answers/form8k.htm> (zuletzt aufgerufen am 30.9.2010).

de auf, die schon keine Insiderinformationen darstellen oder im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind und ihn somit in jedem Fall unmittelbar betreffen.⁴⁵ In diesem Sinne wird denn auch, der Liste vorangehend, bekundet, das Unmittelbarkeitskriterium stelle „klar, dass der Emittent nicht verpflichtet ist, allgemeine Informationen zu veröffentlichen.“⁴⁶ Allgemeine Informationen sind aber entweder nicht kurserheblich und/oder allgemein bekannt, somit schon keine Insiderinformationen und schon deshalb nicht ad-hoc-publizitätspflichtig. Das Unmittelbarkeitskriterium hätte nur klarstellende Funktion. Sofern man einwendet, der hier dargestellten Systematik stehe die Richtlinienvorgabe entgegen, so geht dies fehl, denn die Marktmissbrauchsrichtlinie setzt nur voraus, dass alle den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformationen veröffentlicht werden,⁴⁷ und enthält insoweit, wie es das (ursprüngliche) Wesen der Richtlinie ist, keine Vorgaben zur nationalen Gesetzssystematik.⁴⁸ Auch der Einwand, das Kriterium des unmittelbaren Betroffenseins sei europarechtlich vorgegeben, und setze somit umgekehrt den Rahmen dafür, was mit „im Tätigkeitsbereich des Emittenten“ in § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG gemeint sein könnte,⁴⁹ geht fehl, da eben nicht die Systematik sondern nur das Ziel vorgegeben ist. Ferner steht die (ohnehin unverbindliche) Empfehlung des CESR dem hiesigen nicht entgegen, da sie sich selbstredend ebenfalls nicht mit der deutschen Gesetzssystematik befasst. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Kriterium der unmittelbaren Betroffenheit nahezu keine eigenständige Bedeutung hat, da die Wertungen bereits in den Tatbestandselementen der Insiderinformation sowie dem Eintritt selbiger im Tätigkeitsbereich des Emittenten enthalten sind. Im verbleibenden äußerst schmalen Relevanzbereich (Insiderinformationen die nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind) ist völlig unklar, wann eine „unmittelbare Betroffenheit“ des Emittenten vorliegen soll. Unmittelbar ist etwas, wenn es nicht mittelbar, nicht durch etwas Drittes, nicht durch einen Dritten vermittelt, direkt ist.⁵⁰ Betroffen ist jemand, wenn für ihn etwas von Bedeutung ist, es sich auf ihn bezieht.⁵¹ Der Wortlaut setzt also eine gewisse direkte Auswirkung bzw. eine Nähe zwischen der nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretenen Insiderinformation (sonst schon keine Relevanz des Unmittelbarkeitskriteriums) und dem Emittenten voraus. Nach dem Telos der Ad-hoc-Publizitätspflicht kann die Betroffenheit des Emittenten im Rahmen des § 15 WpHG aber nur in der Kurserheblichkeit der Information liegen. Diese Wertung ist jedoch bereits im Tatbestandselement der Insider-

45 Punkt 1 der Liste: allgemeine Marktstatistiken, diese aber sind entweder nicht kurserheblich oder allgemein bekannt. Punkt 2: zukünftig zu veröffentlichende Ratingergebnisse, diese treten entweder im Tätigkeitsbereich des Emittenten ein oder sind öffentlich bekannt. Der geneigte Leser mag die weiteren Punkte im Emittentenleitfaden (S. 54) eigenständig durchgehen.

46 *BaFin* (Fn. 20), S. 53.

47 Art. 6 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/06/EG.

48 Vgl. auch den Wortlaut des Art. 6 Abs. 1: „Die Mitgliedsstaaten *sorgen dafür* (!), dass alle Emittenten (...) Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen (...) bekannt geben.“

49 So: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 80.

50 Vgl. Duden Deutsches Universalwörterbuch 2007, S. 1768.

51 *Ebd.*, S. 292.

information enthalten. Die Betroffenheit hat somit keinen eigenen Sinngehalt. Es verbleibt der Unmittelbarkeitsbezug. Dieser müsste folgerichtig zwischen der nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretenen Insiderinformation und der Kursrelevanz (als im Rahmen des § 15 WpHG einzig sinnvoll mögliche Betroffenheit des Emittenten) bestehen. Es zeigt sich, dass auch hier die Kursrelevanz bereits in dem Tatbestandselement der Insiderinformation enthalten ist und keinen Unmittelbarkeitsbezug zu sich selbst haben kann. Selbst, wenn man das Merkmal der Kurserheblichkeit, wohlgernekt *contra legem*, im Wege einer sinnerhaltenden Auslegung des Tatbestandselements der Insiderinformation in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG herausnimmt und in Anlehnung an § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG bei § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG lediglich eine „konkrete Information über nicht öffentliche bekannte Umstände“ und deren Unmittelbarkeitsbezug zu der Kurserheblichkeit verlangt, so bleibt gleichwohl zweifelhaft, wann ein solcher Unmittelbarkeitszusammenhang vorliegen soll. Auswirkungen auf den Kurs haben stets eine gewisse Mittelbarkeit, sie sind vermittelt durch die Rezeption der Information durch die Marktteilnehmer. Es zeigt sich, dass dem Tatbestandsmerkmal der unmittelbaren Betroffenheit in § 15 Abs. 1 WpHG keine systematisch stimmige, sinnvolle Funktion beigelegt werden kann.

Das Tatbestandselement der unmittelbaren Betroffenheit i. V. m. § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG soll, bei systematischer Betrachtung der Norm, dazu dienen, den (freilich sehr kleinen) Bereich der nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintretenden Insiderinformationen hinsichtlich der Publizitätspflicht zu beschränken, da der Emittent nicht verpflichtet sein kann, jegliche Insiderinformationen außerhalb seines Tätigkeitsbereiches, etwa auch im Bezug auf andere Emittenten, im Wege der Ad-hoc-Publizität zu veröffentlichen. De lege ferenda wäre es demnach meines Erachtens vorzugswürdig, auf das Tatbestandselement der unmittelbaren Betroffenheit vollständig zu verzichten. Die notwendige Begrenzung der ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformationen könnte ohne systematische Ungereimtheiten erreicht werden, indem § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG wie folgt gefasst würde: *Ein Inlandsemittent von Finanzinstrumenten muss Insiderinformationen, deren potentielle Kursrelevanz (§ 13 Abs. 1 S. 2) sich auf die von ihm emittierten Finanzinstrumente erstreckt und die nicht im Tätigkeitsbereich eines anderen Emittenten eingetreten sind, unverzüglich veröffentlichen. § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG wäre ersatzlos zu streichen.*

cc) Sonderfall: gestreckte oder gestaffelte Entscheidungsvorgänge

Bei den publizitätspflichtigen Emittenten handelt es sich überwiegend um Kapitalgesellschaften mit einem mehrstufigen internen Entscheidungsprozess bezüglich ausgewählter Sachverhalte, vgl. § 111 Abs. 4 S. 2 AktG.⁵² Dies wirft die Frage auf, wann eine Ad-hoc-Publizitätspflicht besteht. Nach der Änderung des Insiderbegriffes in § 13 Abs. 1 WpHG und des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG durch das AnSVG besteht in der Literatur hinsichtlich des Ergebnisses, dass die Veröffentlichung im Ergebnis regel-

52 Vgl. *Cahn* Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG ZHR 162 (1998), S. 1 (30); *Schwark/Zimmer* in Schwark Kapitalmarktrechts-Kommentar 3. Aufl., § 15 WpHG Rn. 54; *Stoppel* (Fn. 12), S. 295.

mäßig bis zur Entscheidung des Aufsichtsrates unterbleiben kann, weitgehend Einigkeit. Die Problematik wird jedoch teils im Rahmen des Normgefüges der §§ 13, 15 WpHG falsch verortet und somit unter falschen Gesichtspunkten erörtert.⁵³ Hier setzt sich die Verkennung der oben aufgezeigten Systematik fort. Das Erfordernis der unmittelbaren Betroffenheit in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG wird mit dem Merkmal der Kurserheblichkeit, welches aber schon (und nur) eine Voraussetzung der Insiderinformation i. S. d. § 13 WpHG, und somit im Rahmen des § 15 WpHG eine Voraussetzung des Tatbestandsmerkmals der Insiderinformation und nicht der unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten ist, vermengt. Richtigerweise handelt es sich bei dem Problem der gestreckten oder gestaffelten Sachverhalte um die Frage, ab wann der Vorgang als Insiderinformation i. S. d. § 13 Abs. 1 WpHG zu qualifizieren ist⁵⁴ und nicht um die Frage ob die Insiderinformation den Emittenten unmittelbar betrifft. Sofern es sich um eine Insiderinformation handelt, tritt diese Insiderinformation, welche in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG Tatbestandsmerkmal ist, also die unternehmensinterne (Teil-)Entscheidung, stets im Tätigkeitsbereich des Emittenten ein und betrifft diesen somit auch unmittelbar (s. o.), unterliegt also der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität und ist grundsätzlich unverzüglich zu veröffentlichen. Das Kriterium der unmittelbaren Betroffenheit hat hier keine eigenständige, den Bereich der publizitätspflichtigen Informationen begrenzende, Funktion. Es stellt sich somit richtigerweise die Frage, wann im Rahmen der gestreckten oder gestaffelten Entscheidungsvorgänge eine Insiderinformation i. S. d. § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG vorliegt. Zunächst ist zwischen den einzelnen Zwischenschritten und der beabsichtigten Endentscheidung zu unterscheiden. Sowohl die einzelnen Zwischenschritte als auch die Endentscheidung können hierbei, sofern sie insbesondere nicht öffentlich bekannt und kursrelevant sind, eine Insiderinformation darstellen.⁵⁵ Dies ist bereits dann der Fall, wenn ihr Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist, vgl. § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG. Weder dem Gesetzeswortlaut des § 13 Abs. 1 WpHG, noch den Gesetzesmaterialien oder der europarechtlichen Grundlage lässt sich entnehmen, wann eine Wahrscheinlichkeit hinreichend ist.⁵⁶ Der *BGH* geht zutreffend von einem „in hohem Maße einzelfalldeterminierten Begriff“ aus.⁵⁷ Das Tatbestandsmerkmal sei aber „jedenfalls dann erfüllt, wenn eine überwiegende Wahrscheinlichkeit, d. h. eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50 % besteht.“⁵⁸ Wann die Schwelle zur Insiderinformation überschritten wird, ist also jeweils im Einzelfall zu beurteilen.

53 Fälschlich als ein Problem des Entstehungszeitpunktes der Veröffentlichungspflicht behandelt: *Buck-Heeb* (Fn. 12), Rn. 187; ebenso: *Kümpel* Bank- und Kapitalmarktrecht 3. Auflage (2004), S. 1844 ff.; dies unzutreffend als ein Problem der unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten behandelt: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 60; und ebenso: *Veil* in *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz 2. Auflage (2006), S. 94.

54 Ebenso: *Stoppel* (Fn. 12), S. 276; in diesem Sinne zur Rechtslage vor dem AnSVG: *Braun* in *Möllers/Rotter* Ad-hoc Publizität 2003, S. 160 ff.

55 Vgl. *BaFin* (Fn. 20), S. 58.

56 Vgl. ebenso: *BGH* v. 25.02.2008 – II ZB 9/07, Rn. 26.

57 Siehe Fn. 51 ebenda.

58 *BGH* v. 25.2.2008 – II ZB 9/07, Tenor; ebenso: *Pawlik* in *Kölner Kom. WpHG* 1. Aufl., § 13 Rn. 93.

dd) Sonderfall: Konzernsachverhalte

Bei den ad-hoc-publizitätspflichtigen Emittenten handelt es sich zudem meist um konzernverbundene Kapitalgesellschaften. Der rechtlichen Selbständigkeit der einzelnen Gesellschaften folgend ist hinsichtlich der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität grundsätzlich eine getrennte Betrachtung der Konzernteile vorzunehmen. Hinsichtlich der Veröffentlichungspflicht der Muttergesellschaft bezüglich der bei Töchtern eintretenden Umstände handelt es sich um die Frage, ob diese (ggf. auch) Insiderinformationen bezüglich der Konzernmutter sind, also regelmäßig, ob sie für diese kursrelevant sind. Sofern es sich demzufolge um Insiderinformationen handelt, stellt sich die Frage, ob diese im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind. Sofern dies der Fall ist, kommt es auf das Kriterium der unmittelbaren Betroffenheit im Rahmen des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG nicht mehr an, da es sich bei im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintretenden Insiderinformationen stets um solche handelt, die diesen unmittelbar betreffen. Wenn man hingegen annimmt, die Insiderinformationen aus dem Bereich der Konzerntöchter treten nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten ein, so kommt man zu der Frage, ob diese den Emittenten unmittelbar betreffen und somit dennoch der Publizitätspflicht unterliegen. Es stellt sich folglich die Frage, ob es sich jeweils um Insidertatsachen aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten handelt. Hierbei geht es um die Wertung, wann ein Ereignis oder eine Tatsache in den wirtschaftlichen Tätigkeitsbereich des Emittenten fällt, m. a. W. diesem wirtschaftlich zuzurechnen ist. Diese Wertung hat der Gesetzgeber in den §§ 290 ff., 271 Abs. 2, 310, 311 HGB für die Regelpublizität vorgenommen. Sie ist aufgrund der vergleichbaren Interessenlage auf die Ad-hoc-Publizität übertragbar und ist folglich bei der Konkretisierung des Tätigkeitsbereichs i. S. d. § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG heranzuziehen. Maßgeblich ist mithin der Konsolidierungskreis des Emittenten. Sofern der Emittent selbst Tochtergesellschaft eines Emittenten ist, unterliegen Tatsachen aus dem Bereich der Muttergesellschaft seiner Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, sofern es sich um Insidertatsachen handelt. Also regelmäßig, wenn sie für ihn kursrelevant sind und, da sie in diesem Fall nicht in seinem Tätigkeitsbereich eintreten, ihn unmittelbar betreffen. Grundsätzlich besteht eine eigene Publizitätspflicht beider Gesellschaften.⁵⁹ Es ist jedoch zu beachten, dass bereits eine Veröffentlichung, sofern sie sich auf den Konzern bezieht, dem Umstand die Eigenschaft als Insiderinformation nehmen kann, da er nunmehr öffentlich bekannt ist.

2. § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG, Befreiung von der Veröffentlichungspflicht

Die Regelung bietet die Möglichkeit, die Veröffentlichung einer Insiderinformation aufzuschieben, sofern der Aufschub zum Schutz berechtigter Interessen des Emittenten erforderlich ist, es nicht zu befürchten ist, dass der Aufschub zu einer Irreführung der Öffentlichkeit führt und ferner der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Insiderinformation zu gewährleisten. Sie stellt somit ein bedeutendes

⁵⁹ Vgl. *Spindler/Speier* Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern BB 2005, 2031 (2034); *Tollkühn* (Fn. 37), S. 2217.

Korrektiv zu der sehr weitgehenden Veröffentlichungspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG dar.⁶⁰ Der Widerstreit zwischen dem Interesse des Emittenten an ungestörten internen Prozessen und dem Interesse der Marktöffentlichkeit an sofortiger Kenntnisnahme erheblicher Tatsachen, als zentraler Konflikt innerhalb der Ad-hoc-Publizitätspflicht, wird hier zum Ausgleich gebracht.

aa) Erforderlichkeit zum Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten

Durch § 6 S. 1 WpAIV hat das Kriterium des berechtigten Interesses i. S. d. § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG eine Konkretisierung dahingehend erfahren, dass von einem berechtigten Interesse auszugehen ist, sofern das Interesse des Emittenten an der Geheimhaltung dasjenige des Marktes an einer vollständigen und unverzüglichen Veröffentlichung überwiegt. Dieser Grundsatz wird durch zwei Beispiele in § 6 S. 2 Nr. 1 und 2 WpAIV ergänzt. Ausweislich des Wortlautes („insbesondere“) handelt es sich hierbei um Regelbeispiele, die weitere Interessen des Emittenten, welche einer Abwägung mit den Interessen des Marktes zugänglich sind und somit zu einer Befreiung von der Veröffentlichungspflicht führen können, nicht ausschließen.⁶¹ In der Literatur existieren zahlreiche mehr oder weniger scharfe Definitionsversuche eines überwiegenden Interesses,⁶² oft flankiert von Fallgruppenbildungen. Die vorgenommenen Interessenabwägungen divergieren dabei teils erheblich. Im Rahmen dieses Aufsatzes soll eine vertiefende Darstellung unterbleiben, da diese Versuche lediglich Orientierungshilfen für den Emittenten darstellen können. Die brauchbarste Orientierung bietet m. E. *Assmann*, wonach ein berechtigtes Interesse dann anzunehmen sei, „wenn mit überwiegender Wahrscheinlichkeit die Veröffentlichung einerseits den Erfolg, den Eintritt oder die Durchführbarkeit des Ereignisses, auf das sich die Insiderinformation bezieht, gefährden oder andererseits den Eintritt eines für den Emittenten negativen (...) Ereignisses herbeiführen würde und dem Emittenten daraus ein nicht unerheblicher Nachteil entstehen würde.“⁶³ Ein Versuch, sämtliche Lebenssachverhalte in einer Regelung zu erfassen, muss scheitern, wie auch der Ansatz von *Assmann* zeigt. Die Verantwortung und damit das Haftungsrisiko für die in jedem Fall erforderliche Einzelfallbeurteilung verbleibt unweigerlich beim Emittenten.⁶⁴

60 Vgl. auch: *Diekmann/Sustmann* Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) NZG 2004, 929 (935).

61 So aber: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Anh. § 6 WpAIV Rn. 16; wie hier die h. M.: *Cahn/Götz* Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung AG 2007, 223 (224); *Stoppel* (Fn. 12), S. 291; *Buck-Heeb* (Fn. 12), § 4 Rn. 195.

62 Vgl. etwa *Simon* (Fn. 31), S. 21: „Gefährdung oder erhebliche Beeinträchtigung unternehmerischer Ziele“; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Anh. § 6 WpAIV Rn. 13: „gewisse (nicht notwendig überwiegende) Wahrscheinlichkeit“; *Schneider* Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität BB 2005, 894 (898): „es reicht, wenn die Veröffentlichung den berechtigten Interessen schaden könnte.“

63 *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 150.

64 Zu einer dem § 15 Abs. 3 vergleichbaren Regelung im schweizerischen Recht vgl. *Nobel* Schweizerisches Finanzmarktrecht 2. Auflage (2004), S. 904: „Alle international bekannten Richtlinien kommen ebenso wenig wie diese Erläuterungen (gemeint ist Art. 72 des Kotie-

Im Rahmen der Interessenabwägung sind auf der Emittentenseite jedenfalls grundsätzlich allein seine Interessen zu gewichten.⁶⁵ Es ist jedoch zu beachten, dass es im Interesse des Emittenten liegen kann, dass die Interessen Dritter beispielsweise von Vertragspartnern, gewahrt werden. Im Rahmen eines Konzerns können Konzerninteressen zugleich Interessen des Emittenten sein.⁶⁶ Ein berechtigtes Interesse ist jedenfalls dann nicht gegeben, wenn die zu veröffentlichenden Informationen allein für den Börsenkurs der Finanzprodukte negativ wären.⁶⁷ Dieser Grundsatz der Einzelfallabwägung wird durch das Regelbeispiel in § 6 S. 1 Nr. 1 WpAIV ergänzt. Dieses geht auf eine Richtlinie zurück, welche nicht lediglich eine Mindestharmonisierung anstrebt.⁶⁸ Aus diesem Grunde muss es nach richtlinienkonformer Auslegung der Norm bereits ausreichend sein, wenn das Ergebnis oder der Gang laufender Verhandlungen über Geschäftsinhalte durch die Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt würden, wie dies auch die Richtlinie vorsieht. Eine ernsthafte Gefährdung wie sie der Wortlaut der Norm voraussetzt, ist nicht erforderlich.⁶⁹ Das zweite Regelbeispiel in § 6 S. 2 Nr. 2 WpAIV wiederum erfasst vor allem Beschlüsse des Vorstands in einem mehrstufigen Entscheidungsprozess. Demnach liegt ein überwiegendes Interesse des Emittenten vor, sofern getroffene Entscheidungen oder Maßnahmen mit der Bemerkung veröffentlicht werden müssten, dass eine erforderliche Zustimmung des Aufsichtsrats noch aussteht und dies die sachgerechte Beurteilung dieser Ad-hoc-Meldung durch den Markt gefährden würde. Normzweck ist allein der Schutz der sachgerechten Bewertung der Insiderinformation durch das Publikum, nicht der Schutz der internen Kompetenzzuweisung des Emittenten.⁷⁰ Daher führt nicht schon jede fehlende Zustimmung zu einem berechtigten Aufschub der Veröffentlichung. Dies wirft die Frage auf, wann die sachgerechte Beurteilung der mit dem Vorbehalt veröffentlichten Ad-hoc-Meldung durch den Markt nicht gefährdet wäre und somit eine Veröffentlichung zu erfolgen hat. Vordergründig scheint dies jedenfalls der Fall zu sein, wenn die Zustimmung des Aufsichtsrates wahrscheinlich ist.⁷¹ Sofern man einen weitergehenden Ausschluss der vorübergehenden Befreiung von der Veröffentlichungspflicht für angebracht hält, dürfte die Veröffentlichung nur unterbleiben, sofern mit einem ablehnenden Beschluss „ernsthaft zu rechnen“

ungsreglements der SWX; Anmerkung des Verfassers) darum herum, letztlich auf die vom Unternehmen zu verantwortende Beurteilung des konkreten Einzelfalls zu verweisen.“

65 Vgl. *BaFin* (Fn. 20), S. 66; *Veith* Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG NZG 2005, 255 (257).

66 *Spindler/Speier* (Fn. 59), S. 2033.

67 *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Anh. § 6 WpAIV Rn. 22; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 152; *Simon* (Fn. 31), S. 20.

68 Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/124/EG.

69 Vgl. *Möllers* Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG WM 2005, 1394 (1396); *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 138; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Anh. § 6 WpAIV Rn. 27 ff.

70 Vgl. *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Anh. 6 WpAIV Rn. 39, 41; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 142.

71 *Veith* (Fn. 65), S. 256; *Harbarth* Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf ZIP 2005, 1898 (1901); *Schneider* (Fn. 62), S. 899.

ist.⁷² Eine gegenteilige Ausweitung des Befreiungstatbestandes würde erreicht, indem nur dann nicht von einer Gefährdung der sachgerechten Bewertung durch den Markt und folglich einer zulässigen Befreiung ausgegangen würde, wenn ein zustimmender Beschluss sicher sei.⁷³ Erforderlich wäre bei jedem Ansatz eine Prognose des Vorstands als das die Publizitätspflichten intern wahrnehmende Organ hinsichtlich des Verhaltens des Aufsichtsrates.⁷⁴ Um eine nur halbwegs sichere Prognose treffen zu können, müsste der Vorstand diese auf einer wie auch immer gearteten Grundlage vornehmen, denn es ist keinesfalls so, dass die Zustimmung des Aufsichtsrats lediglich Formsache ist.⁷⁵ Selbst wenn man annehmen sollte, dass dies jedenfalls die Regel sei, lässt sich daraus nicht folgern, dass dies auch bei dem fraglichen konkreten Beschluss der Fall sein wird.⁷⁶ Somit wäre der Vorstand zu sondierenden Gesprächen mit dem Aufsichtsrat gezwungen, um eine Grundlage für seine Prognose zu haben. Dies würde den Aufsichtsrat zu einer sehr frühen, lediglich summarischen Prüfung hinsichtlich seiner Zustimmung zwingen. Eine solche Vorabentscheidung des Aufsichtsrates verwischt zudem die Grenzen zwischen dem operativen Geschäft des Vorstandes und der dem Aufsichtsrat nach dem Aktienrecht zugewiesenen Aufgabe der Überwachung des Vorstandes.⁷⁷ Die Zustimmung des Aufsichtsrates kann somit nicht im Wege einer Wahrscheinlichkeitsannahme des Vorstandes oder einer Vorabentscheidung vorweggenommen werden und hat im Rahmen der aufgeworfenen Frage, wann die sachgerechte Beurteilung der mit dem Vorbehalt veröffentlichten Ad-hoc-Meldung durch den Markt nicht gefährdet wäre, grundsätzlich als ungewiss zu gelten. Mithin besteht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen regelmäßig die Gefahr einer nicht sachgerechten Beurteilung durch den Markt, sofern bereits die Entscheidung des Vorstands veröffentlicht wird. Mithin liegt ein überwiegendes Interesse des Emittenten vor und die Veröffentlichung kann regelmäßig bis zur Entscheidung des Aufsichtsrates aufgrund einer Befreiung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG unterbleiben.⁷⁸

72 So: *Bachmann* Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen ZHR 172 (2008), 597 (633); ähnlich: *Staae* Die Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – Hemmnis oder Gebot einer guten Corporate Governance BB 2007, 1573 (1575 ff.).

73 So z. B.: *Gunßer* Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und Übernahmen ZIP 2005, 341 (343).

74 Vgl. dazu: *Veith* (Fn. 65), S. 256.

75 So aber: *Bachmann* (Fn. 72), S. 633; wie hier: *OLG Stuttgart v. 22.04.2009 – 20 Kap 1/08*, Rn. 119, vor der Gefahr eines Aufsichtsrates als „Abnickgremium“ warnend.

76 Vgl. *BGH v. 25.2.2008 – II ZB 9/07*, Rn. 27.

77 Vgl. § 111 Abs. 1, Abs. 4, S. 1 AktG.

78 So im Ergebnis auch: *BaFin* (Fn. 20), S. 58; *Harbarth* (Fn. 71), S. 1905; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 143; *Seibt/Bremkamp* Erwerb eigener Aktien und Ad-hoc-Publizitätspflicht AG 2008, 467 (474); a. A. (im Regelfall sei bereits der Vorstandsbeschluss zu veröffentlichen): *Kümpel/Veil* Wertpapierhandelsgesetz – Eine systematische Darstellung 2. Auflage (2006), S. 98 f.; *Staae* (Fn. 72), S. 1576 ff.; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Anh. § 6 WpAIV Rn. 42.

bb) Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Es ist aus einer ex-ante Betrachtung zum Zeitpunkt des Eintritts der Veröffentlichungspflicht zu beurteilen, ob eine solche Irreführung zu befürchten ist/war.⁷⁹ Bezugspunkt sind sowohl anderweitige Marktinformationen, als auch anderweitiges Verhalten des Emittenten. Sofern dem Markt Informationen vorliegen, die der zu veröffentlichenden Insiderinformation widersprechen, ist durch das Unterlassen der Veröffentlichung eine Irreführung anzunehmen.⁸⁰

cc) Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation

Dieses Tatbestandsmerkmal findet seine Konkretisierung in § 7 WpAIV. Dem Wortlaut folgend ist der Zugang zu der Insiderinformation während der Befreiung nur Personen zu gewähren, für die dieselbe im Rahmen ihrer Arbeit für den Emittenten unerlässlich ist, die also ihre Aufgaben sonst nicht wahrnehmen könnten. Zudem sind Vorkehrungen zu treffen, die sicherstellen, dass die Veröffentlichung unverzüglich erfolgen kann, sofern die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist, § 7 Nr. 2 WpAIV. Die internen organisatorischen Maßnahmen zur Erfüllung dieser Pflichten fallen in den Entscheidungsbereich des Emittenten.⁸¹ Es ist aus den gesetzlichen Pflichten keine über den Wortlaut hinausgehende Pflicht zur Etablierung einer Compliance-Struktur, oder zur Dokumentation der getroffenen Maßnahmen herzuleiten.⁸²

dd) Legalausnahme oder Befreiungsentscheidung erforderlich?

Da sowohl in § 15 Abs. 3 S. 4 WpHG als auch, damit übereinstimmend, in § 8 Abs. 5 Nr. 2 lit. a WpAIV von einer Entscheidung des Emittenten die Rede ist, scheint die aufschiebende Befreiung des Emittenten von der Ad-hoc-Pflicht eine bewusste Entscheidung desselben vorauszusetzen.⁸³ Die Angaben im Rahmen der öffentlich-rechtlichen Pflicht zur Vorabmitteilung an die BaFin, vgl. § 15 Abs. 3 S. 3, Abs. 4 WpHG, auf die sich diese Normen beziehen, dienen der Überprüfbarkeit des Aufschubs der Veröffentlichung. Zur Erfüllung dieser Pflichten ist in der Tat eine bewusste vorausgehende Entscheidung und Dokumentation erforderlich, um die

79 Vgl. *Zimons* (Fn. 31), S. 543 m. w. N.

80 Vgl. *BaFin* (Fn. 20), S. 56; *Seibt/Bremkamp* (Fn. 78), S. 477; *Veith* (Fn. 65), S. 257 ff.; *Tollkühn* (Fn. 37), S. 2218; *Simon* (Fn. 31), S. 20; a. A.: *Geibel/Schäfer* (Fn. 22), § 15 WpHG Rn. 135, der es nicht für ein eigenständiges Tatbestandsmerkmal hält, die Wertung sei bereits in der Interessenabwägung enthalten.

81 *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 164; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 165.

82 So aber: *Brandi/Süßmann* Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen AG 2004, 642 (650).

83 Wohl h. M., vgl.: *Widder* Empfehlung: Emittenten sollten bei gestreckten Sachverhalten frühzeitig von der Selbstbefreiungsmöglichkeit Gebrauch machen BB 2008, 857; *Schneider/Gilfrich* Die Entscheidung des Emittenten über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht BB 2007, 53 (55); *Harbarth* (Fn. 71), S. 1904; *Frowein* in Habersack/Mülbelt/Schlitt Handbuch der Kapitalmarktinformation 2008, § 10 Rn. 74; *Geibel/Schäfer* (Fn. 22), § 15 Rn. 129.

präzisen Angaben, die das Gesetz fordert, machen zu können. Dies führt jedoch nicht zu dem zwingenden Schluss, damit sei auch für die Zulässigkeit des Aufschubs der Veröffentlichung eine solche Entscheidung notwendig.⁸⁴ Eine fehlende Entscheidung würde demnach allenfalls zu einem Verstoß gegen die Pflicht aus § 15 Abs. 3 S. 4 WpHG führen aber nicht auf § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG durchschlagen. Fernerhin macht auch der Normzweck, eine Nichtveröffentlichung solange zu erlauben, als es der Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten rechtfertigt, eine bewusste Entscheidung nicht erforderlich. Weshalb es in § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG auch richtigerweise heißt „der Emittent (...) ist befreit“. Auch die zugrunde liegende Richtlinie verlangt keine bewusste Entscheidung des Emittenten.⁸⁵ Es wird deutlich, dass es ausreichend ist, wenn die objektiven Voraussetzungen der Legalausnahme in § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG vorliegen.⁸⁶

ee) Nachholung der Veröffentlichung, § 15 Abs. 3 S. 2 WpHG

Fällt eine der Voraussetzungen des § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG weg, ist die Insidertatsache nunmehr mit dem Inhalt zu veröffentlichen, der dem aktuellen Sachstand entspricht.⁸⁷ Sofern der fragliche Umstand zwischenzeitlich vollständig entfallen ist oder keine Insiderinformation mehr darstellt, hat die Veröffentlichung ganz zu unterbleiben,⁸⁸ denn Zweck des § 15 Abs. 3 S. 2 WpHG ist es, aktuelle Insiderinformationen bekannt zu machen und nicht eine Informierung des Marktes über die Historie der Aufschiebung einer Insiderinformation sicherzustellen. Bei aufkommenden Gerüchten entfallen die Voraussetzungen für den Aufschub lediglich dann, wenn der Emittent sicher weiß, dass sie auf eine undichte Stelle in seinem Herrschaftsbereich zurückgehen, da er insoweit die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleisten kann.⁸⁹ In den übrigen Fällen entfällt die Befreiungsvoraussetzung nicht, da dies die Befreiungsmöglichkeiten des Emittenten unverhältnismäßig einschränken würde.⁹⁰

3. § 15 Abs. 1 S. 4, 5 WpHG, Veröffentlichungspflicht aufgrund der Weitergabe oder Zugänglichmachung einer Insiderinformation

Diese Regelung begründet die Pflicht bei bewusster, vgl. S. 4, und unbewusster Weitergabe, vgl. S. 5, von Insiderinformationen, diese ad-hoc zu veröffentlichen. Normadressaten sind sowohl der Emittent selbst als auch, dem Wortlaut folgend, in dessen

84 Vgl. *OLG Stuttgart* v. 22.4.2009 – 20 Kap 1/08, Rn. 155.

85 Vgl. Art. 6 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/06/EG.

86 Ebenso: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 169; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 165d; *Schäfer* in *Marsch-Barner/Schäfer Handbuch börsennotierte AG 2005*, § 14 Rn. 51; *OLG Frankfurt* v. 12.2.2009 – 2 Ss-OWI 514/08, S. 5; sowie: *OLG Stuttgart* v. 22.4.2009 – 20 Kap 1/08, Rn. 155.

87 Vgl. *BaFin* (Fn. 20), S. 65; *Bachmann* (Fn. 72), S. 611. *Hopt* in *Schimansky/Bunte/Lwowski Bankrechtshandbuch* 3. Aufl., § 107 Rn. 107; *Kümpel/Veil* (Fn. 78), S. 100; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 172.

88 Wie hier: *BaFin* (Fn. 20), S. 65.

89 Vgl. *BaFin* (Fn. 20), S. 67; *Möllers* (Fn. 69), S. 1397; *Veith* (Fn. 65), S. 258; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 159; *Harbarth* (Fn. 71), S. 1906 f.

90 *Bachmann* (Fn. 72), S. 611.

Auftrag oder auf dessen Rechnung Handelnde. Die Norm geht auf den Sprachgebrauch der Richtlinie zurück, welche sich nicht an dem nationalen Sprachgebrauch orientiert. Erfasst ist somit nicht nur ein Auftrag i. S. d. §§ 662 ff. BGB, sondern jedes Handeln auf Veranlassung des Emittenten.⁹¹ Die Veranlassung muss im Falle der wissentlichen Weitergabe nicht darauf gerichtet gewesen sein, dass der Veranlasste die Insiderinformation weitergibt. Ein Fehlverhalten desselben geht mithin zu Lasten des Emittenten.⁹² Erfasst ist jede Mitteilung oder Zugänglichmachung einer Insiderinformation.⁹³ Obgleich dies im Wortlaut der Normen nicht zum Ausdruck kommt, ist es auch hier erforderlich, dass die fragliche Insiderinformation den Emittenten unmittelbar betrifft. Es kann mit Blick auf den systematischen Zusammenhang mit § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG und dem Zweck der Norm dem Insiderhandel vorzubeugen, nicht davon ausgegangen werden, dass der Gesetzgeber eine über § 15 Abs. 1 WpHG hinausgehende Veröffentlichungspflicht begründen wollte.⁹⁴ Aus einem Umkehrschluss zu § 15 Abs. 1 S. 5 WpHG ergibt sich, dass § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG nur die wissentliche Weitergabe erfasst, wobei sich das Wissen sowohl auf die Qualifikation als Insiderinformation, als auch auf die Zugänglichmachung beziehen muss. Diese Unterscheidung ist hinsichtlich der Veröffentlichung bedeutsam, da im Falle der wissentlichen Weitergabe Vorkehrungen zu treffen sind, damit die Veröffentlichung gleichzeitig mit der Weitergabe erfolgen kann. Eine unverzüglich danach erfolgende Veröffentlichung ist in diesem Fall nicht ausreichend.⁹⁵ Sofern eine unwissentliche Weitergabe gem. S. 5 vorliegt hat die Veröffentlichung unverzüglich nach Kenntniserlangung zu erfolgen.⁹⁶ Falls die Information derweil öffentlich bekannt geworden ist, entfällt die Pflicht zur Nachholung, da sie keine Sanktionierung darstellt, sondern der Sicherstellung der informationellen Chancengleichheit dient und insoweit ihren Zweck verloren hat.⁹⁷ Sowohl die Pflicht zur Veröffentlichung nach S. 4 der Norm als auch nach S. 5 derselben entfällt, wenn derjenige, der von der Insiderinformation Kenntnis erlangt, rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet ist. Hierunter fällt unstreitig sowohl die vertraglich als auch die gesetzlich begründete Verschwiegenheitspflicht.⁹⁸ Die vertragliche Verschwiegenheitspflicht muss dabei keineswegs eine ausdrücklich vereinbarte sein,⁹⁹ einer konkludent vereinbarten Verschwiegenheitspflicht kommt nicht weniger Bindungswir-

91 Ebenso: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 112; *Frowein* (Fn. 83), § 10 Rn. 58; a. A.: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 220: „jede Person, die mit ‚Wissen und Wollen‘ des Emittenten tätig wird.“

92 Vgl. *Leuering* Die Ad-hoc-Publizität aufgrund der Weitergabe von Insiderinformationen nach § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG NZG 2005 12 (13); *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 223.

93 Zu der im Einzelnen schwierigen Auslegung der Begriffe vgl. *Pawlik* (Fn. 58), § 13 Rn. 43.

94 Zutreffend: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 114; a. A. *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 218; *Stoppel* (Fn. 12), S. 295; *Langenbacher* Aktien und Kapitalmarktrecht (2008), § 17 Rn. 48; *Leuering* (Fn. 92), S. 14; *Simon* (Fn. 31), S. 18.

95 Vgl. *Geibel* (Fn. 37), § 15 Rn. 118; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 121.

96 *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 128.

97 Ebenso: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 228; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 125.

98 Vgl. *BaFin* (Fn. 20), S. 58; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 226 m. w. N.

99 So aber: *Holzborn/Israel* Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis WM 2004, 1948 (1952); *Geibel* (Fn. 37), § 15 Rn. 115.

kung zu.¹⁰⁰ Zentrale, eine gesetzliche Verschwiegenheitspflicht begründende, Norm ist § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG.¹⁰¹ Fälle, in denen jemand nicht bereits durch die Kenntnis der Insiderinformation zum Insider wird und somit dieser Verschwiegenheitspflicht unterliegt, § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG also Anwendung finden würde, sind äußerst rar. Es handelt sich um Fälle, in denen der Kenntnisnehmende nicht erkennt, dass es sich um eine Insiderinformation handelt. Würde man folglich § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG als eine den Empfänger i. S. d. § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG zur Vertraulichkeit verpflichtende Norm auffassen, so bliebe für § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG nahezu kein Anwendungsbereich.¹⁰² Allein weil eine Norm aufgrund einer weit gefassten anderen Norm, hier § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, einen geringen praktischen Anwendungsbereich hat, kann diese nicht im Wege einer teleologischen Reduktion entgegen dem eindeutigen Wortlaut so ausgelegt werden, dass der anderen ein größerer Anwendungsbereich zukommt. Nach zutreffender ständiger Rechtsprechung des *BVerfG* ist selbst ein anderweitiger gesetzlicher Wille unbeachtlich, wenn er in der Norm nicht zum Ausdruck kommt.¹⁰³ Mithin ist der geringe Anwendungsbereich hinzunehmen. Hinzu kommt, dass § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG teils straf- und bußgeldbewehrt ist und somit im Vergleich zu den, als ausreichend erachteten vertraglichen Verschwiegenheitsverpflichtungen, weitaus zuverlässiger die Vertraulichkeit der Insiderinformationen garantiert, folglich dem Telos des § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG, die informationelle Chancengleichheit sicherzustellen, sogar in höherem Maße dient. Es wird deutlich, dass § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG eine Vertraulichkeitsverpflichtung i. S. d. § 15 Abs. 4 WpHG darstellen muss.¹⁰⁴ Eine Befreiung von der Veröffentlichungspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG scheidet sowohl im Falle der wissentlichen als auch im Falle der unwissentlichen Weitergabe aus, da es gerade Voraussetzung der Befreiung ist, dass der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann.¹⁰⁵

4. § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG, Verpflichtung zur Korrektur fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen

Die Norm begründet die Pflicht, eine falsche Ad-hoc-Meldung im Wege einer neuen Meldung zu berichtigen. Erfasst sind sowohl inhaltliche als auch formale Fehler. Im Rahmen der inhaltlichen Fehler ist es unerheblich, ob die fehlerhafte Tatsache selbst

100 Wie hier: *BaFin* (Fn. 20), S. 58: „Vertragsstrafe nicht erforderlich“; ebenso: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 117; *Simon* (Fn. 31), S. 19; sogar vorvertragliche Nebenpflichten als ausreichend erachtend: *Leuring* (Fn. 92), S. 16.

101 Weitere wichtige Normen: § 43a Abs. 2 BRAO, § 43 Abs. 1 S. 1 WPO, § 57 Abs. 1 Satz 1 StBerG, § 342c HGB, § 7 BörsG, § 9 KWG, § 8 WpHG, § 9 WpüG.

102 Aus diesem Grunde gegen eine solche Sicht: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 225; *Frowein* (Fn. 83), § 10 Rn. 63; *Leuring* (Fn. 92), S. 15.

103 Grundlegend: *BVerfGE* 1, 299 (312); 11, 126 (130).

104 So auch: *Widder/Gallert* Ad-hoc-Publizität infolge der Weitergabe von Insiderinformationen – Sinn und Unsinn von § 15 I 3 WpHG NZG 2006, 451 (453); *Simon* (Fn. 31), S. 19; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 117; v. *Falkenhausen/Widder* Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG BB 2005, 225 (227).

105 Vgl. *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 42.

der Ad-hoc-Pflicht unterliegen würde.¹⁰⁶ Die Veröffentlichung hat unverzüglich nach der Kenntnis von der Fehlerhaftigkeit zu erfolgen.¹⁰⁷ Eine Befreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG ist ausgeschlossen, da es kein berechtigtes Interesse des Emittenten geben kann, eine unzutreffende Marktvorstellung aufrecht zu erhalten.

5. Zeitpunkt der Veröffentlichung

Die Veröffentlichung publizitätspflichtiger Insiderinformation im Rahmen des § 15 Abs. 1 S. 1, 4, 5 WpHG als auch des § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG hat unverzüglich zu erfolgen. Hierbei ist auf die Definition in § 121 Abs. 1 S. 1 BGB zurückzugreifen.¹⁰⁸ Zwar ist das Zivilrecht im Aufsichtsrecht nicht unmittelbar anwendbar, die Verwendung des zivilrechtlich besetzten Begriffs spricht aber dafür, dass auch der Regelungsgehalt übernommen werden sollte.¹⁰⁹ Eine bestehende Ad-hoc-Publizitätspflicht ist außerhalb der Börsenhandelszeiten nicht suspendiert, so dass eine am Abend nach Börsenschluss eingetretene Tatsache, die am nächsten Morgen vor Handelsbeginn veröffentlicht wird, nicht rechtzeitig erfolgt.¹¹⁰ Weiterhin ist der Emittent verpflichtet, organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine unverzügliche Publizität sicherzustellen.¹¹¹ Auch eine etwaige erforderliche Übersetzung der Meldung vor der Veröffentlichung rechtfertigt keine Verzögerung.¹¹² Allerdings ist dem Emittenten für die Prüfung, ob eine Veröffentlichungspflicht besteht, in Abhängigkeit von der Komplexität des Sachverhalts, ein angemessener Prüfungszeitraum zuzugestehen, welcher auch die Heranziehung externer Berater noch decken kann.¹¹³

6. Modalitäten der Veröffentlichung

Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung selbst erfolgt durch eine Vorabmitteilung an die BaFin und die Geschäftsführung(en) der entsprechenden Börse(n), vgl. § 15 Abs. 4 S. 1 Nr. 1, Nr. 2 WpHG. Innerhalb der nächsten dreißig Minuten soll die eigentliche Veröffentlichung folgen.¹¹⁴ Diese hat zum einen über ein elektronisch

106 *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 243; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 187; jew. m. w. N.

107 *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 190 m. w. N.; a. A. *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 124.

108 a. A. *Möllers* Zur „Unverzüglichkeit“ einer Ad-hoc-Mitteilung im Kontext nationaler und europäischer Dogmatik in FS für Horn, 2006, S. 473 (474 ff.); *Leberz* Emittenten Compliance – Organisation zur Sicherstellung eines rechtskonformen Publizitätsverhältnisses, Diss. Augsburg 2007, S. 87 ff.; jew. für autonome Auslegung.

109 Ebenso: *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 120; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 248.

110 Vgl. *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 125; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 249, jew. m. w. N.; *BaFin* (Fn. 20), S. 80.

111 *Schneider* (Fn. 62), S. 901; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 119; *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 252; *BaFin* (Fn. 20), S. 80.

112 *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 252 m. w. N.

113 Vgl. RegE 2. FFG BT-Drucks. 12/667, S. 48; *Hopt* (Fn. 87), § 107, Rn. 106; *BaFin* (Fn. 20), S. 80; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 122.

114 *BaFin* (Fn. 20), S. 73.

betriebenes Informationsverarbeitungssystem und im Internet auf der Seite des Emittenten zu erfolgen, vgl. § 5 WpAIV, und ist zudem zeitgleich Medien zuzuleiten, bei denen davon auszugehen ist, dass sie die Information in der gesamten EU und dem EWR verbreiten, § 3a Abs. 2 Nr. 1 WpAIV.¹¹⁵ Zwecks einer möglichst großen Breitenwirkung soll hierbei ein Bündel unterschiedlicher Medienarten gewählt werden.¹¹⁶ Der Emittent haftet hierbei nicht für die fälschliche Veröffentlichung richtig zugeleiteter Informationen,¹¹⁷ er hat aber im Interesse der Vertraulichkeit gewisse Vorkehrungen bei der Übermittlung an die Medien zu treffen, vgl. § 3a Abs. 2 Nr. 2 WpAIV. Der Emittent hat gem. § 3a Abs. 3 WpAIV ferner bestimmte Tatsachen des Veröffentlichungsvorganges zwecks Kontrollen zu dokumentieren und aufzubewahren. Sämtliche vom Emittenten veröffentlichten Ad-hoc-Meldungen sind zudem gem. § 10 Abs. 1 WpPG in das sog. jährliche Dokument aufzunehmen und dem Publikum zur Verfügung zu stellen. Mit Blick auf den Inhalt dürfen gem. § 15 Abs. 1 S. 6 WpHG lediglich im Geschäftsverkehr übliche Kennzahlen genutzt werden. Üblich sind nicht schon solche Kennzahlen, die von vielen Unternehmen im Rahmen der Ad-hoc-Meldungen verwandt werden, sondern solche, die im Geschäftsverkehr in seiner Gesamtheit üblich sind.¹¹⁸ Da diese zudem dem Vergleich mit früheren Kennzahlen dienen sollen, sind Änderungen im Konsolidierungskreis des Emittenten stets mit anzugeben. Da die Ad-hoc-Mitteilung auch durchschnittlichen Anlegern verständlich sein muss¹¹⁹ und zudem nicht als Werbemittel oder Investor Relations Instrument missbraucht werden soll, dürfen gem. § 15 Abs. 2 S. 1 WpHG überflüssige Angaben nicht mit veröffentlicht werden. Teilweise sind Informationen, die dem Verständnis und der richtigen Einordnung dienen, jedoch erforderlich und mithin zulässig. Der Teils schwierigen Abgrenzung wird dadurch Rechnung getragen, dass lediglich offensichtlich Überflüssiges nicht mit veröffentlicht werden darf. Die Ad-hoc-Meldung soll zudem kurz gefasst sein. Die BaFin geht von „möglichst nicht mehr als zehn bis 20 Zeilen“ aus.¹²⁰ Gem. § 4 Abs. 1 Nr. 1–7 WpAIV sind weitere formale Vorgaben zu beachten und gewisse Mindestangaben sowohl bezüglich des Emittenten, als auch bezüglich der Insiderinformation zu machen. Ein deutscher Emittent, der lediglich an einer inländische Börse gelistet ist, hat die Veröffentlichung in deutscher Sprache vorzunehmen, § 3b Abs. 2 S. 1 WpAIV. Es bestehen abweichende Regelungen für anderweitige Konstellationen mit Auslandsberührung in § 3b Abs. 2–4 WpAIV. Im Wesentlichen wird eine alternative Veröffentlichung in englischer Sprache ermöglicht.¹²¹ Die Veröffentlichung hat hiervon unabhängig gem. § 69

115 Beachten Sie die hierauf spezialisierten Dienstleister: DGAP, EquityStory, euro adhoc, Hugin IR Services, Reuters.

116 Vgl. RegE TUG BT-Drucks. 16/3498, S. 49.

117 Ebenso: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 280e.

118 Vgl. RegE FFG BR-Drucks. 936/01, S. 243; vgl. hierzu den Katalog der als zulässig erachteten Kennzahlen im Emittentenleitfaden der *BaFin* (Fn. 20), S. 61.

119 Vgl. RegE 4. FFG BR-Drucks. 936/01, S. 244.

120 *BaFin* (Fn. 20), S. 70.

121 Eine vertiefende Darstellung muss hier unterbleiben, vgl. aber die übersichtliche Darstellung von *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 206 ff.

Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (BO FWB)¹²² zudem in englischer Sprache zu erfolgen, sofern der Emittent an der Börse Frankfurt im Prime Standard gelistet ist.¹²³ Nach der Veröffentlichung ist die Insiderinformation unverzüglich dem Unternehmensregister zu übermitteln, § 15 Abs. 1 S. 1 Halbs. 2 WpHG.

IV. Rechtsfolgen bei Pflichtverstößen

Ein Verstoß gegen die Pflichten des § 15 WpHG kann sowohl für den Emittenten selbst, für Mitglieder des Vorstandes, als auch für anderweitig Beteiligte sowohl öffentlich-rechtliche Sanktionen, als auch zivilrechtliche Schadensersatzpflichten nach sich ziehen.

1. Öffentlich-rechtliche Sanktionen

Während die BaFin die Einhaltung der Vorschriften des WpHG und der WpAIV überwacht und sanktioniert,¹²⁴ erfolgt dies bezüglich der hier relevanten Vorschriften der Börsenordnung durch die Geschäftsführung der jeweiligen Börse.

a) Durch die BaFin

Die BaFin hat nach § 4 WpHG weit reichende Kompetenzen zur Verfolgung von Verstößen. Zentrale Sanktionsnorm ist § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. a WpHG, wonach ordnungswidrig handelt, wer eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt oder nicht rechtzeitig nachholt und somit gegen die Pflichten aus § 15 Abs. 1 S. 1, 3 oder 4 WpHG verstößt. Diese Verstöße können mit Geldbußen von bis zu einer Millionen Euro geahndet werden, § 39 Abs. 4 WpHG. Verstöße gegen die Pflicht zur Vorabmitteilung gem. § 15 Abs. 3 S. 4, Abs. 4 S. 1 WpHG, stellen gem. § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. c WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar und können mit einer Geldbuße von bis zu zweihunderttausend Euro geahndet werden. Erfasst ist sowohl vorsätzliches, als auch leichtfertiges Handeln.¹²⁵ Stets ist zu beachten, dass bei fahrlässigen Verstößen der Höchstbetrag der Geldbuße auf die halbe Summe der höchsten Geldbuße begrenzt ist, § 17 Abs. 2 OWiG. Wenn das verantwortliche Vorstandsmitglied eine Ordnungswidrigkeit begangen hat, ermöglicht es § 30 OWiG zudem, Geldbußen

122 Exemplarisch sind hier im Folgenden jeweils die Regelungen der Börse Frankfurt als in Deutschland bedeutendster Handelsplatz angeführt. Die anderen deutschen Börsen haben jeweils ähnliche Regelungen in ihren Börsenordnungen.

123 Vgl. zum Prime Standard § 63 BO FWB.

124 Im Jahr 2007 verhängte die BaFin sieben Geldbußen bis zu 30 000 EUR. 15 Verfahren wurden eingestellt, acht neu eröffnet, zum Jahresende waren noch 52 Verfahren anhängig, vgl. *BaFin* (Fn. 9), S. 186.

125 Zur insbesondere beim Irrtum über das Vorliegen der Befreiungsvoraussetzungen schwierigen Abgrenzung: *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Diss. Tübingen 2008, S. 131.

gegen den Emittenten selbst zu verhängen.¹²⁶ Es kommt ebenfalls eine Ordnungswidrigkeit des Vorstandes selbst nach § 130 OWiG in Betracht.¹²⁷ Das Risiko einer Geldbuße besteht ebenfalls für Dritte, den Emittenten bzw. den Vorstand beratende Personen, da es für die Beteiligung aufgrund des Einheitstäterbegriffes, § 14 Abs. 1 OWiG,¹²⁸ ausreichend ist, wenn der Tatentschluss, etwa durch eine entsprechende Beratung, gestärkt wird (psychische Unterstützung).¹²⁹ Im pflichtwidrigen Unterlassen einer Ad-hoc-Meldung liegt zudem regelmäßig eine Marktmanipulation nach § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG, welche bei Vorsatz mit Freiheitsstrafe geahndet werden kann, § 38 Abs. 2 WpHG. Die BaFin ist ferner gem. § 40b WpHG befugt, Verstöße des Emittenten offen zu legen („naming and shaming“).

b) Durch die Börse

Bei einem Verstoß gegen § 69 BO FWB, kann die Geschäftsführung der Börse den Emittenten, nach erfolgloser Fristsetzung, aus dem Prime Standard ausschließen, § 42 Abs. 2 S. 1 BörsG.¹³⁰ Hiervon ist die BaFin unverzüglich zu unterrichten und die Maßnahme muss veröffentlicht werden, § 42 Abs. 2 S. 1 i. V. m. § 25 Abs. 1 S. 2 und 3 BörsG.

2. Zivilrechtliche Sanktionen

Es ist zwischen einer etwaigen Schadensersatzpflicht des Emittenten und einer solchen des Vorstandes, in dessen Verantwortungsbereich die Ad-hoc-Publizität fällt, zu unterscheiden.

a) Haftung des Emittenten

Das WpHG enthält mit den §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG eigene Anspruchsgrundlagen. Zudem kommt eine Haftung nach allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen in Betracht, vgl. § 15 Abs. 6 S. 2 WpHG.

aa) Haftung gem. §§ 37b Abs. 1, 37c Abs. 1 WpHG

§ 37b Abs. 1 WpHG begründet eine Schadensersatzpflicht des Emittenten, sofern ein Dritter die Finanzinstrumente des Emittenten nach Unterlassen der Veröffentlichung erwirbt und diese ferner bei Bekanntwerden der Insiderinformation noch hält, oder wenn die Finanzinstrumente vor dem Entstehen der Veröffentlichungs-

126 Vgl. *Mitsch* Recht der Ordnungswidrigkeiten 2. Auflage 2005, S. 44, 55; *Gürtler* in *Göhler* Gesetz über Ordnungswidrigkeiten 14. Aufl., § 30 Rn. 11.

127 Vgl. vertiefend: *Assmann* (Fn. 3), § 15 Rn. 293 ff.

128 Keine Unterscheidung zwischen Mittäterschaft, Anstiftung oder Beihilfe, vgl. *Mitsch* (Fn. 126), S. 131 ff.; *Förster* in *Reebmann/Roth/Hermann* Gesetz über Ordnungswidrigkeiten 3. Aufl., § 14 Rn. 2.

129 Vgl. ausführlich: *Rotberg* Gesetz über Ordnungswidrigkeiten 5. Aufl., § 14 Rn. 4.

130 Hier ist nur die Regelung der Frankfurter Börse als bedeutendste herausgegriffen, andere Handelsplätze haben ähnliche Regelungen, vgl. bereits Fn. 119.

pflicht gekauft und nach der Unterlassung veräußert wurden. § 37c Abs. 1 WpHG greift, soweit der Anleger auf die Richtigkeit unrichtiger Ad-hoc-Mitteilungen vertraut hat. Auch hier ist erforderlich, dass die Finanzinstrumente vor Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung gekauft wurden und bei Bekanntwerden der Unrichtigkeit noch gehalten werden. Zwar ist dem Wortlaut des § 37b WpHG nicht zu entnehmen, dass eine Befreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG zu beachten ist, doch ergibt sich dies zwingend aus dem Zweck des § 15 Abs. 3 WpHG, den berechtigten Interessen des Emittenten an einem Aufschub Rechnung zu tragen.¹³¹ Der Wortlaut der Normen spricht von einem „durch die Unterlassung“ entstandenen Schaden. Insofern müsste eine Kausalität zwischen Unterlassen und Kaufentschluss bestehen.¹³² Dem wäre nur dann zu folgen, wenn die individuelle Willensentscheidung eines Anlegers von § 15 WpHG geschützt wird. In § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG hat der Gesetzgeber jedoch klargestellt, dass die Norm keinen Schutzgesetzcharakter hat,¹³³ also auch nicht die individuelle Willensentscheidung schützt.¹³⁴ Folgerichtig ist lediglich die Preiswahrheit i. S. d. MEH¹³⁵ geschützt. Somit ist es bereits ausreichend, wenn die Preisbildung fehlerhaft war.¹³⁶ Ob dies die konkrete Anlageentscheidung beeinflusst hat, ist unerheblich. Die Haftung greift nur bei Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit des Emittenten, wobei ein Verschulden vermutet wird, § 37b Abs. 2 und § 37c Abs. 2 WpHG. Die Normen enthalten keine Regelungen hinsichtlich des zu ersetzenden Schadens. Wie diese Lücke zu füllen ist, hängt davon ab, welchen Schutzzweck man dem § 15 WpHG beimisst. Sofern man von einem Schutz der konkreten Anlageentscheidung ausgeht, wäre ein Anspruch des Anlegers auf Rückabwicklung seiner Transaktion (Naturalrestitution) zu befürworten.¹³⁷ Wie zuvor gezeigt, geht diese Annahme jedoch Fehl. Schutzzweck der Norm ist allein die Preiswahrheit. Folgerichtig ist daher lediglich die Differenz zwischen tatsächlichem und hypotheti-

131 So auch: *Nietsch* Schadensersatzhaftung wegen Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz BB 2005, 785 (788); *Eichner* (Fn. 125), S. 134; *Versteegen* (Fn. 4), § 15 Rn. 175, spricht gar von einem „krass misslungenen Wortlaut“ des § 37b.

132 So: *Möllers* Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen JZ 2005, 75 (76); *Buck-Heeb* (Fn. 12), S. 74.

133 Vgl. Begr. RegE 4. FMFG BT-Drucks. 14/8017, S. 87; ebenso: *BVerfG* ZIP 2002, 1986 (1988) („Met@box“): „Nur mittelbar soll sich der Schutz der Allgemeinheit auch zu Gunsten des einzelnen Anlegers auswirken.“; *BGH* NJW 2005, 2450 (2451) („EM.TV“); *BGH* ZIP 2004, 1593 (1594).

134 Anders statt Aller: *Möllers/Leisch* in *Kölner Kom. WpHG* 1. Aufl., §§ 37b, c Rn. 259 ff., die Individualschutz trotz Verneinung der Schutzgesetzqualität annehmen (nur „technisch kein Schutzgesetz“), mit nicht überzeugendem Rückgriff auf den Wortlaut des RegE 4. FFG, der Schutz der individuellen Anlageentscheidung ist lediglich ein Rechtsreflex des Schutzes der Preiswahrheit.

135 Market Efficiency Hypothesis, vgl. Fn. 6.

136 So auch: *Setb* in *Assmann/Schneider WpHG* 5. Aufl., §§ 37b, 37c Rn. 83.

137 So: *Möllers* (Fn. 132), S. 78; *Leisch* Vorstandshaftung für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – ein höchstrichterlicher Beitrag zur Stärkung des Finanzplatzes Deutschland ZIP 2004, 1573 (1578); *Fleischer* Zur deliktsrechtlichen Haftung der Vorstandsmitglieder für falsche Ad-hoc-Mitteilungen DB 04, 2031 (2035).

schem Wert bei pflichtgemäßer Veröffentlichung,¹³⁸ also der Kursdifferenzschaden zu ersetzen.¹³⁹

bb) Haftung aufgrund weiterer Anspruchsgrundlagen

Eine Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 15 WpHG scheidet aus, da § 15 WpHG, wie gesehen, keinen Individualschutzcharakter hat. Es kommt jedoch grundsätzlich eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 263 StGB oder i. V. m. § 264a StGB, sowie eine solche aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG in Betracht. § 400 Abs. 1 AktG greift jedoch regelmäßig nicht, da in der Ad-hoc-Mitteilung nicht die gesamtgesellschaftliche Situation dargestellt wird.¹⁴⁰ Aus diesem Grund kommt auch § 263a StGB nicht in Betracht. Bei § 263 StGB mangelt es regelmäßig an der Stoffgleichheit des erstrebten Vermögensvorteils mit dem eingetretenen Schaden.¹⁴¹ Eine Haftung gem. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. einem Schutzgesetz scheidet also regelmäßig aus. Ferner kann sich ein Schadensersatzanspruch auch aus § 826 BGB i. V. m. § 31 BGB ergeben. Der Emittent haftet insoweit für das Handeln des Vorstandes als verfassungsmäßig berufene Vertreter, § 78 AktG.¹⁴² Die bewusst unwahre Veröffentlichung ist verwerflich und somit sittenwidrig.¹⁴³ Es ist für den Vorsatz ausreichend, wenn der Täter weiß, dass er durch die Ad-hoc-Mitteilung auf Anlageentscheidungen Einfluss nimmt und daher Transaktionen auf der Grundlage falscher Tatsachen getätigt werden. Auch im Rahmen des § 826 BGB stellt sich die Frage, ob die fehlerhafte Ad-hoc-Meldung für die Anlageentscheidung kausal gewesen sein muss. Und auch hier ist von dem Schutzbereich der Norm auszugehen. Schützt § 826 BGB im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizität lediglich die Preiswahrheit, so ist folgerichtig der fragliche Kausalzusammenhang nicht erforderlich. § 826 BGB stellt jedoch nicht auf die Verletzung bestimmter Rechtsgüter ab, sondern lässt jede Beeinträchtigung eines rechtlich anerkannten Interesses genügen.¹⁴⁴ Mithin ist auch die individuelle Willensentscheidung eines Anlegers geschützt, womit eine Kausalität zwischen dieser und der falschen Ad-hoc-Mitteilung erforderlich ist.¹⁴⁵ Die Rechtsprechung lehnt insoweit auch einen

138 Zur problematischen Berechnung: *BGH NJW* 2005, 2450 (2452) („EM.TV“).

139 Vgl. *Buck-Heeb* (Fn. 12), S. 76; *Kümpel/Veil* (Fn. 78), S. 228; *Zimmer* in Schwark Kapitalmarktrechts-Kommentar 3. Aufl., §§ 37b, 37c WpHG Rn. 86 ff.; *Stoppel* (Fn. 12), S. 301; *Müllbert/Steup* Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität *WM* 2005, 1633 (1661); *Langenbacher* Kapitalerhaltung und Kapitalmarkthaftung *ZIP* 2005, 239 (241).

140 Vgl. *BGH ZIP* 2004, 1593 (1596).

141 Vgl. *BGH ZIP* 2004, 1593 (1596); *Kort* Die Haftung von Vorstandsmitgliedern für falsche Ad-hoc-Mitteilungen *AG* 2005, 21 (24).

142 Vgl. *BGH NJW* 2005, 2450 (2451) („EM. TV“).

143 Vgl. *BGHZ* 160, 134 (136) („Infomatec I“); *BGH NJW* 2004, 2668 (2670) („Infomatec II“); *BGHZ* 160, 149 (151) („Infomatec III“).

144 *Palandt/Sprau* 65. Aufl., § 826 Rn. 3 m. w. N.

145 Vgl. *BGH WM* 2007, 486 (486): ausdrücklich ablehnend i. S. d. US-amerikanischen „fraud on the market theory“ an ein enttäuschtes allgemeines Anlegervertrauen anzuknüpfen; vgl. ferner die *Infomatec-* und *EM. TV-*Entscheidungen (s. Fn. 142, 143).

Prima-facie-Beweis ab,¹⁴⁶ da es keinen typischen Geschehensablauf zwischen einer falschen Ad-hoc-Mitteilung und einem Kaufentschluss gebe. Die bereits im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG aufgeworfene Frage nach der Schadensbemessung stellt sich ebenfalls an dieser Stelle. Erneut ist auf den Schutzbereich der Norm abzustellen. Da § 826 BGB wie gezeigt auch die individuelle Willensentscheidung eines Anlegers schützt, muss sich dies auf der Schadensseite widerspiegeln. Somit kann nicht lediglich der Kursdifferenzschaden geltend gemacht werden sondern Erstattung des Kaufpreises gegen Übertragung der Finanzprodukte, also Naturalrestitution.¹⁴⁷ Sofern dem entgegnet wird, dem Schädiger könne nicht das gesamte Anlagerisiko aufgebürdet werden,¹⁴⁸ geht dieser Einwand fehl. Da § 826 BGB Vorsatz und somit einen hohen Unrechtsgehalt voraussetzt, ist es nicht unbillig, den Schädiger im Rahmen der Schadensbemessung auch das Kursrisiko tragen zu lassen. Aufgrund dieses erhöhten Unrechtsgehaltes und der unterschiedlichen Schutzzrichtung besteht auch kein Wertungswiderspruch zu dem im Rahmen der §§ 37b, 37c WpHG zu ersetzenden Schaden. Ferner stehen weder § 57 AktG noch § 71 AktG der Naturalrestitution entgegen, da §§ 37b, 37c WpHG als *leges speciales* vorgehen.¹⁴⁹

b) Haftung des Vorstandes

Eine Haftung des Vorstands nach den §§ 37b und 37c WpHG scheidet aus, da dieser nicht Haftungsadressat ist. Zweifelhaft ist, ob eine Erstreckung auf die Vorstandsmitglieder als Mittäter in Anwendung von § 830 Abs. 1 BGB möglich ist. Die §§ 37b und 37c WpHG wurden als Ersatz für die mangelnde Schutzgesetzqualität des § 15 WpHG geschaffen. Es handelt sich somit um eine Deliktshaftung,¹⁵⁰ auf die § 830 BGB grundsätzlich anwendbar ist. Zunächst steht der Haftungserstreckung jedoch entgegen, dass Haftungsadressat eben lediglich der Emittent ist. Eine Anstiftung oder Beihilfe scheidet zudem aus, da der Emittent seinen Willen durch die Vorstandsmitglieder bildet, diese sich aber nicht selbst anstiften oder Beihilfe leisten können. Mithin ist § 830 BGB nicht anwendbar.¹⁵¹ Eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. einem Schutzgesetz scheidet regelmäßig aus, es gilt das oben Gesagte entsprechend. Sofern die Voraussetzungen vorliegen, ist eine Haftung aus § 826 BGB grundsätzlich zu bejahen.¹⁵² Es wird auf die obigen Ausführungen zur Kausalität und dem zu erset-

146 *BGH NZG* 2007, 269 (269); *OLG München NZG* 2005, 404 (404).

147 *BGH NJW* 2005, 2450 (2452) („EM.TV“).

148 So: *Hutter/Stürwald* Das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz: Änderung der anlassabhängigen Publizität *NJW* 2005, 2428 (2430) m. w. N.

149 *BGH NJW* 2005, 2450 (2452) („EM.TV“).

150 Vgl. *Seth* (Fn. 136), §§ 37b, 37c Rn. 23 m. w. N.; a. A. (Vertrauenshaftung): *Veil* Die Haftung des Emittenten für fehlerhafte Information des Kapitalmarkts nach dem geplanten KapIn-HaG *BKR* 2005, 91 (93); *Mülbert/Steup* (Fn. 139), S. 1688.

151 Ebenso: *Maier/Webering* Ad-hoc-Publizität und Schadensersatzhaftung *WM* 2002, 1857 (1864); *Buck-Heeb* (Fn. 12), S. 73.

152 Vgl. die Infomatec-Entscheidungen (s. o. Fn. 143).

zenden Schaden verwiesen. Gegenüber der Gesellschaft kann sich eine Haftung aus § 93 Abs. 2 AktG ergeben.

V. Fazit

Der Beitrag hat gezeigt, dass die große gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Ad-hoc-Publizitätsregelung und die zentrale Ausgleichsfunktion zwischen den Emittenteninteressen und den Interessen des Außenbereichs sich in der Komplexität und der hohen Streitbefangenheit des Regelungsgefüges widerspiegeln. Dies führt zu Rechtsunsicherheiten für die Emittenten und ihre Organe. Insbesondere die Entscheidung zur Selbstbefreiung kann in komplexeren Fallgestaltungen, wie etwa Konzernsachverhalten oder gestaffelten Entscheidungsvorgängen, für die Unternehmen risikobehaftet sein. Zudem hat sich gezeigt, dass die gesetzssystematische Bedeutung des § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG hinsichtlich des Unmittelbarkeitskriteriums in § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG im Zusammenspiel mit dem Tatbestandselement der Insiderinformation verkannt wird, was sich in der Behandlung konkreter Fallgestaltungen niederschlägt. Es liegt an Rechtsprechung und Lehre die Gesetzssystematik deutlicher herauszuarbeiten und somit ein Stück mehr Rechtssicherheit für die Emittenten und deren Organe zu schaffen und somit die Publizitätskosten zu senken.