



Katja Bodenhöfer-Alte

## **Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG**

Legalausnahme oder bewusste  
Befreiungsentscheidung des Emittenten?

# A. Einführung

## I. Einleitung

Auf Ebene der Europäischen Union wird bereits seit den 1970er Jahren versucht, die Transparenz von börsennotierten Unternehmen zugunsten der Aktionäre und Investoren schrittweise zu erhöhen. Ein erster Versuch wurde hierzu mit der Börsenzulassungsrichtlinie im Jahr 1979 unternommen. Dieser Ansatzpunkt, wonach börsennotierte Unternehmen sog. Insiderinformationen unverzüglich veröffentlichen müssen, wurde in den Folgejahren stetig weiterentwickelt. Insbesondere das Platzen der Blase am sog. Neuen Markt zu Beginn der 2000er Jahre in Deutschland hat gezeigt, dass die Transparenzanforderungen an die Emittenten noch verbesserungswürdig sind.

Das heutige Regime zur Ad-hoc-Publizitätspflicht beruht im Wesentlichen auf der Marktmissbrauchsrichtlinie (2003/6/EG) und ihrer Durchführungsverordnung (2003/124/EG) sowie deren jeweilige Umsetzung in das nationale Recht der Mitgliedsstaaten. In Deutschland erfolgte die Umsetzung durch die Regelung in § 15 Abs. 1 WpHG, die eine der zentralen Normen des deutschen Kapitalmarktrechts darstellt.

Die Finanzmarktkrise<sup>1</sup> des Jahres 2008 hat gezeigt, wie eng die Kapital- und Finanzmärkte rechtlich und ökonomisch miteinander verbunden sind. Die hieraus resultierenden Risiken, die sich u.a. in der Finanzmarktkrise verwirklicht haben, sollen nach Auffassung des europäischen Gesetzgebers durch eine erhöhte Berichtspflicht der börsennotierten Unternehmen sowohl über periodische Finanzdaten<sup>2</sup> als auch über sonstige wichtige Entwicklungen in Bezug auf das jeweilige Unternehmen früher erkannt und ihnen entgegengewirkt werden.

Die erhöhten Anforderungen an die Transparenz führen unweigerlich zu einem Interessenskonflikt zwischen dem Emittenten und dem Anlegerpublikum. Während der Emittent<sup>3</sup> grundsätzlich geneigt ist, Informationen – insbesondere negative Informationen – über sein Unternehmen möglichst geheim zu halten, ist

---

1 Zu Ursachen und Reformvorschlägen in Bezug auf die Finanzkrise vgl. auch *Möschel*, Bankenrecht im Wandel, S. 40 ff.

2 Vgl. zur periodischen Regelpublizität im Einzelnen die Ausführungen unter Kapitel B. I. 2.

3 Sofern nachfolgend die Bezeichnung Emittent verwendet wird, so ist hiermit der Inlandsemittent iSd. § 2 Abs. 7 WpHG gemeint.

das Anlegerpublikum auf möglichst umfassende Informationen über den Emittenten angewiesen, um die Renditemöglichkeiten der vom Emittenten begebenen Wertpapiere beurteilen zu können.

Ein wesentlicher Teil der Informationspflichten eines börsennotierten Unternehmens ist die Ad-hoc-Publizitätspflicht. Danach hat der Emittent die Pflicht, außergewöhnliche Ereignisse unverzüglich, also ad-hoc, zu veröffentlichen<sup>4</sup>. Diese Verpflichtung stellt den Emittenten vor eine große Herausforderung, da er nicht nur sicherstellen muss, dass alle der Ad-hoc-Pflicht unterfallenden Informationen im Unternehmen erkannt werden, sondern er muss danach noch die Entscheidung treffen, ob die Voraussetzungen für eine Ad-hoc-Meldung überhaupt vorliegen. Zudem kann die Ad-hoc-Publizitätspflicht den Emittenten in ein Dilemma bringen: soll er eine wichtige Information über sein Unternehmen entsprechend der gesetzlichen Verpflichtung veröffentlichen und dem Unternehmen aufgrund dieser Veröffentlichung gegebenenfalls einen Nachteil, z.B. in Form der Aufgabe eines Wettbewerbsvorteils, zufügen oder soll er gegen seine gesetzlichen Verpflichtungen verstoßen, aber einen Vorteil für das Unternehmen weiterhin sichern?

In dieser Situation hilft dem Emittenten gegebenenfalls die Möglichkeit der zeitweiligen Befreiung von der Ad-hoc-Pflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG weiter. Nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG ist der Emittent von der Ad-hoc-Publizitätspflicht solange befreit, wie der Schutz seiner berechtigten Interessen dies erfordert, eine Irreführung der Öffentlichkeit nicht zu befürchten ist und die Geheimhaltung der Insiderinformation durch den Emittent gewährleistet werden kann. Die rechtliche Auseinandersetzung mit der Frage, ob die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung mit Rücksicht auf die berechtigten Interessen des Emittenten zeitweilig aufgeschoben werden darf, verlangt den Verantwortlichen regelmäßig eine Prüfung des konkreten Sachverhalts ab.

Im Rahmen der einzelnen Voraussetzungen, unter denen eine Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 Abs. 3 WpHG in Betracht kommt, ist in Literatur und Rechtsprechung besonders die Frage umstritten, ob der Emittent zur wirksamen Inanspruchnahme des Befreiungstatbestands einen Befreiungsbeschluss fassen muss oder ob es sich bei dem kapitalmarktrechtlichen Befreiungstatbestand vielmehr um eine Legalausnahme handelt. Die Beantwortung dieser streitigen Rechtsfrage, mit der für den Emittenten regelmäßig ein erhebliches (Haftungs-)Risiko verbunden ist, ist zentraler Gegenstand dieser Arbeit. Während bis zum Inkrafttreten des AnSVG die BaFin alleinige *Herrin des Befreiungsverfahrens* war, indem sie als oberste Aufsichtsbehörde entschied, ob

---

4 Büche, S. 35.

die Befreiungsvoraussetzungen im Einzelfall erfüllt waren, liegt das Risiko einer fehlerhaften Beurteilung nunmehr bei dem Emittenten selbst. Die Antwort auf diese Frage bestimmt nicht nur, wer das Risiko für eine fehlerhaft unterlassene Ad-hoc-Meldung trägt, sondern hat auch noch weitergehende Konsequenzen. So nutzt die Qualifikation als Legalausnahme dem Emittenten auch in Situationen, in denen er gar nicht erkennt, dass eine Insiderinformation vorliegt, er aber von der Veröffentlichungspflicht befreit ist. Zur Beantwortung dieser Frage sind nicht nur die Marktmissbrauchsrichtlinie und die hier relevante Umsetzungsnorm des § 15 Abs. 3 WpHG im Wege der Auslegung zu untersuchen. Vielmehr muss auch analysiert werden, wie andere EU-Mitgliedsstaaten den hier einschlägigen Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG umgesetzt haben. Damit ist sowohl für den Emittenten als auch mit Blick auf die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts diese Frage von höchster praktischer Bedeutung.

Die höchstrichterlich noch nicht entschiedene Frage, ob es sich bei dem Selbstbefreiungstatbestand des § 15 Abs. 3 WpHG um eine Legalausnahme handelt, oder ob eine Befreiungsentscheidung des Emittenten erforderlich ist, hat insbesondere dadurch an immenser praktischer Bedeutung und Aufmerksamkeit gewonnen, dass sich der EuGH in seiner Entscheidung vom 28.6.2012 (Daimler/Geltl-Urteil) ausdrücklich mit der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Falle von mehrstufigen Entscheidungsprozessen auseinandergesetzt und entschieden hat, dass bereits jeder Zwischenschritt für sich genommen ad-hoc-publizitätspflichtig sein kann. Mit dieser Entscheidung hat der EuGH die Ad-hoc-Publizitätspflicht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen deutlich ausgeweitet<sup>5</sup>. Daher kommt es bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen verstärkt auf die Befreiungsmöglichkeit an, damit nicht jeder Zwischenschritt veröffentlicht werden muss.

Die vorgenannte Fragestellung hat nicht nur eine nationale, sondern vielmehr eine internationale Dimension. Aufgrund des globalen Zusammenwachsens der Märkte kommt der anlassbezogenen Veröffentlichungspflicht eine immer größere Bedeutung für das weltweite Finanzsystem zu. Veröffentlicht beispielsweise die Deutsche Bank AG eine Insiderinformation im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung, so zieht dies aufgrund der Listung der Deutsche Bank AG an in- und ausländischen Börsen auch Veröffentlichungspflichten an diesen Börsen nach sich und beeinflusst damit den deutschen, europäischen und internationalen

---

5 FAZ vom 4.7.2012, Nr. 153, S. 19; „Europarichter weiten Pflichten zur Ad-hoc-Publizität aus“; von *Seulen, Günter/Osterloh, Falk*.

Kapitalmarkt und dessen Anlegerpublikum. Dementsprechend hat sich vor allem der europäische Gesetzgeber in den letzten Jahrzehnten mit einer Fortentwicklung der Ad-hoc-Publizitätspflicht und ihrer Befreiung hiervon beschäftigt. Dies mündete am 12.6.2014 in die Verabschiedung der Marktmissbrauchsverordnung, deren Regelungen zum 3.7.2016 in den EU-Mitgliedsstaaten wirksam werden. Damit schafft die Europäische Kommission erstmals ein EU-weit identisches Regime für die Ad-hoc-Publizitätspflicht.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist die Konkretisierung der Tatbestandsvoraussetzungen der Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht unter besonderer Berücksichtigung der Klärung der Frage, ob die Selbstbefreiung iSd. § 15 Abs. 3 WpHG einen Befreiungsbeschluss des Emittenten erfordert oder als Legalausnahme zu qualifizieren ist.

## **II. Gang der Untersuchung**

Im ersten Teil der Arbeit wird auf den Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität iSd. § 15 WpHG eingegangen. Danach erfolgt die Darstellung der Voraussetzungen der Veröffentlichungspflicht nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG, da deren Erläuterung für die nachfolgenden Ausführungen zur Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht iSd. § 15 Abs. 3 WpHG unumgänglich ist. Hierauf folgen Ausführungen zu der historischen Entwicklung des Aufschubs der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG.

Der zweite Teil befasst sich mit dem zentralen Gegenstand der Arbeit, welcher aus der Darstellung und Erläuterung der Befreiungsvoraussetzungen des § 15 Abs. 3 WpHG besteht. Besonderes Gewicht erfährt hierbei die rechtliche Auseinandersetzung mit der Frage nach der Qualifikation des Befreiungstatbestands. Zur Rechtsfindung erfolgt hierzu ein umfassender Rechtsvergleich zu den Befreiungsregimen in ausgewählten Mitgliedstaaten der Europäischen Union sowie der Schweiz unter vorheriger Darstellung der europarechtlichen Grundlagen. Der Fokus wurde in diesem Zusammenhang in besonderem Maße darauf gerichtet, ob sich der jeweilige Gesetzgeber für das System der Legalausnahme oder für ein Beschlusserfordernis ausgesprochen hat, und wie das Befreiungssystem im Einzelnen rechtlich ausgestaltet wurde. Im Anschluss daran folgen Ausführungen zu den Rechtsfolgen der Selbstbefreiung.

Abschließend werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst.