



Tobias Kallmaier

## **Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten**

# A. Einleitung

Die Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen hat in den letzten Jahren rasant an Bedeutung gewonnen. Begünstigt wurde dies unter anderem durch ein nunmehr seit Jahren laufendes Gerichtsverfahren, in dem rund 100 Anleger Schadensersatz von der Daimler AG verlangen, da diese Insider-Informationen zu spät veröffentlicht habe. Diese Prozessserie hat zwischenzeitlich zu höchstgerichtlichen Entscheidungen geführt, insbesondere im Hinblick auf die Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten.

Ferner hat auch der Gesetzgeber die Entwicklung im Bereich des Kapitalmarktrechts vorangetrieben. Mit der neuen Marktmissbrauchsverordnung wird die Rechtsgrundlage, auf welcher die Ad-hoc-Mitteilungspflicht beruht, gänzlich verändert, um eine weitere Vereinheitlichung innerhalb des europäischen Binnenmarktes zu erreichen.

Das Kapitalmarktrecht ist somit im ständigen Fluss und immer stärker im Bewusstsein der Marktteilnehmer. Von entscheidender Bedeutung ist die Frage, wann eine Insider-Information entsteht. Dies ist aufgrund der gemeinsamen Anknüpfung an § 13 Abs. 1 WpHG nicht nur für die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht, sondern auch für das Insiderhandelsverbot von Relevanz.

## I. Ziel der Untersuchung

Ziel dieser Arbeit ist es, die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Zwischenschritten näher zu untersuchen. Insbesondere soll dargestellt werden, ob und wann Zwischenschritte eine Insider-Information begründen. Weiter wird behandelt, welche Auswirkungen die Veröffentlichungspflicht auf Emittenten von börsennotierten Aktien hat. Insbesondere soll aufgezeigt werden, wie Unternehmen mit Zweifelsfragen umgehen und sich vor einer möglicherweise zu frühzeitigen Veröffentlichungspflicht schützen können.

In einem zweiten praktischen Teil sollen typische Konstellationen gestreckter Geschehensverläufe darauf untersucht werden, ab wann eine Insider-Information entsteht. Damit soll Emittenten eine Hilfestellung gegeben werden, ab wann sie mit einer Veröffentlichungspflicht rechnen müssen.

## II. Gang der Untersuchung

Für die Bestimmung der Ad-hoc-Publizitätspflicht von Zwischenschritten werden zu Beginn des ersten Teils theoretische Grundlagen näher beleuchtet. Nachdem die gesetzgeberische Entwicklung der Ad-hoc-Publizitätspflicht aufgezeigt wird, sollen insbesondere ihr Sinn und Zweck erörtert werden. Dies dient insbesondere der teleologischen Einordnung von Zwischenschritten in den Tatbestandsaufbau.

Nachdem im nächsten Schritt die erhebliche praktische Relevanz bei Verstößen gegen die unverzügliche Publizitätspflicht aufgezeigt wird, bedarf es einer näheren Untersuchung, was Zwischenschritte auszeichnet und wie sich diese Merkmale in den Tatbestandsaufbau des § 15 Abs. 1 WpHG einfügen.

Sodann werden die Tatbestandsmerkmale der Konkretheit eines Zwischenschritts sowie dessen Kursrelevanz intensiv beleuchtet. Auf diese Weise wird festgestellt, wann ein Zwischenschritt im Wege der Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen ist. Abschließend wird in einem Ausblick auf die Marktmissbrauchsverordnung untersucht, ob die gefundenen Ergebnisse auch auf Basis der neuen Verordnung angewendet werden können.

Die im ersten Teil gefundenen Ergebnisse werden sodann im zweiten Teil dieser Arbeit auf praktisch relevante Fallkonstellationen angewendet. Hierzu werden mit M&A-Transaktionen, personellen Veränderungen sowie Kapitalmaßnahmen Konstellationen untersucht, die Prototypen gestreckter Geschehensverläufe darstellen. Damit soll eine Hilfestellung gegeben werden, ab wann in der Praxis mit der Entstehung einer Insider-Information zu rechnen ist.

Abschließend werden die gefundenen Ergebnisse in Thesen zusammengefasst.

# **Teil 1: Theoretische Grundlagen**



## **B. Rechtssystematische Stellung und Entwicklung der Ad-hoc-Publizitätspflicht**

### **I. Gesetzgeberische Entwicklung der Ad-hoc-Publizitätspflicht**

Das Kapitalmarktrecht ist ein Rechtsgebiet, das einem stetigen Wandel unterliegt. Gerade in jüngerer Zeit nimmt die Entwicklung des Kapitalmarktrechts eine erhöhte Dynamik auf, insbesondere durch erforderliche Anpassungen an technische Entwicklungen und Veränderungen der Finanzmärkte, aber auch politische Veränderungen<sup>1</sup>. Der Teilbereich der Ad-hoc-Publizitätspflicht hingegen kann bereits auf eine jahrzehntelange Geschichte und Entwicklung zurückblicken, in der sich die Grundprinzipien verfestigt haben. Der nachfolgende Überblick über die Gesetzgebung zeigt, dass die Entwicklung maßgeblich durch eine europäische Rechtsvereinheitlichung vorangetrieben und darauf aufbauend in nationales Recht inkorporiert wurde.

#### **1. Vorarbeiten zu ersten Kodifizierungen der Ad-hoc-Publizität**

##### *a) Vorarbeiten auf europäischer Ebene*

Eingeläutet wurden die Überlegungen zur Kodifizierung des europäischen Kapitalmarktrechts durch einen Bericht einer Gruppe Sachverständiger unter dem Vorsitz von *Claudio Segré*<sup>2</sup>. Die Untersuchung dieser Expertenkommission, besser bekannt als „Segré-Bericht“, wurde von der Kommission der EWG in Auftrag gegeben und 1966 veröffentlicht. Das Sachverständigengremium sollte die Ziele eines europäischen Kapitalmarkts definieren, die Strukturunterschiede zwischen den einzelnen Kapitalmärkten analysieren und die Auswirkungen der Schaffung eines europäischen Kapitalmarkts untersuchen<sup>3</sup>. Die Sachverständigengruppe erhielt zudem den Auftrag, Empfehlungen auszusprechen, auf deren Basis die Gemeinschaftsorgane konkrete Maßnahmen vorschlagen können<sup>4</sup>.

Um die Publizität an den Kapitalmärkten zu verbessern regte die Sachverständigengruppe an, die „ständige“ Publizität durch die Erstellung von Zwischenberichten

- 
- 1 Gedacht sei an dieser Stelle beispielsweise an das zeitweise Verbot von Leerverkäufen in §§ 30h ff. WpHG, Regelungen zur Überwachung von Ratingagenturen in § 17 WpHG sowie die Sicherung des Vertrauens in die Anlageberatung durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz.
  - 2 Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (Hrsg.), Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktrechts, Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, Brüssel, 1966.
  - 3 Segré-Bericht, S. 11.
  - 4 Segré-Bericht, S. 11.

zusätzlich zum Jahresabschluss zu verbessern<sup>5</sup>. Zur „ständigen“ Information zählte die Sachverständigengruppe aber auch, dass jeder neue Umstand, der die Verhältnisse oder die Rentabilität des Unternehmens entscheidend beeinflussen könnte, dem Publikum so rasch wie möglich zur Kenntnis gebracht werden sollte<sup>6</sup>.

Eine Reaktion auf diese Empfehlungen des Segré-Berichts ließ auf europäischer Ebene längere Zeit auf sich warten. Erst am 25. Juli 1977 wurden durch die Kommission unverbindliche Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen erlassen<sup>7</sup>. Die Grundidee der Wohlverhaltensregeln war eine zuverlässige, zutreffende, klare, ausreichende und rechtzeitige Information des Publikums<sup>8</sup>. Dabei sollten alle Besitzer von Wertpapieren gleich behandelt werden<sup>9</sup>. In den ergänzenden Grundsätzen<sup>10</sup> wurde festgehalten, dass jeder wichtige Sachverhalt oder Beschluss, der einen nennenswerten Einfluss auf den Wertpapierkurs haben kann, unverzüglich bekanntzugeben ist<sup>11</sup>.

Die Empfehlungen der Kommission richteten sich an die Mitgliedsstaaten, die dafür sorgen sollten, dass diejenigen, die das Funktionieren der Wertpapiermärkte beeinflussen können, die Wohlverhaltensregeln beachten<sup>12</sup>. Daraufhin wurden die Wohlverhaltensregeln im Wesentlichen unverändert als Empfehlung an die „beteiligten Wirtschaftskreise“ weitergereicht<sup>13</sup>. Dies führte dazu, dass die Regeln kaum Beachtung fanden<sup>14</sup>.

## *b) Vorarbeiten auf nationaler Ebene*

Auf der nationalen Ebene wurden zwar schon 1970, also noch vor der Veröffentlichung der Wohlverhaltensregeln der Europäischen Kommission, Empfehlungen

---

5 Segré-Bericht, S. 240.

6 Segré-Bericht, S. 241.

7 Empfehlung der Kommission vom 25. Juli 1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen (77/534/EWG), Amtsblatt Nr. L 212 vom 20. August 1977, S. 37–43; berichtigt durch Berichtigung der Empfehlung der Kommission vom 25. Juli 1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen (Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. L 212 vom 20. August 1977), Amtsblatt Nr. L 294 vom 18. November 1977, S. 28.

8 Empfehlung der Kommission 77/534/EWG (Wohlverhaltensregeln), Allgemeiner Grundsatz Nr. 2.

9 Empfehlung der Kommission 77/534/EWG (Wohlverhaltensregeln), Allgemeiner Grundsatz Nr. 3.

10 Diese sollen die allgemeinen Grundsätze präzisieren und veranschaulichen, vgl. Empfehlung der Kommission 77/534/EWG (Wohlverhaltensregeln), Erwägungsgrund Nr. 12.

11 Empfehlung der Kommission 77/534/EWG (Wohlverhaltensregeln), Ergänzender Grundsatz Nr. 2.

12 Empfehlung der Kommission 77/534/EWG (Wohlverhaltensregeln), Erwägungsgrund Nr. 6.

13 Assmann, AG 1994, 196, 198.

14 Büche, S. 41; Assmann, AG 1994, 196, 198; Hopt, ZGR 1991, 17, 20, FN. 16.

der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium veröffentlicht<sup>15</sup>. Sie enthielten aber keine Pflicht zur Abgabe von Ad-hoc-Mitteilungen, sondern bezogen sich ausschließlich auf den Insiderhandel an sich, nicht auf dessen Prävention durch die Veröffentlichung von Informationen.

An Stelle einer gesetzlichen Regelung kam es in der Folgezeit lediglich zu mehrfachen Änderungen dieser freiwilligen Insiderhandelsrichtlinien<sup>16</sup>. Eine Erweiterung zu einer Ad-hoc-Pflicht war damit jedoch nicht verbunden. Selbst die letzte Überarbeitung dieser Empfehlungen im Jahr 1988<sup>17</sup> verpflichtete die Emittenten von Wertpapieren nicht, kursrelevante Informationen ad-hoc zu veröffentlichen.

Aufgrund der am ersten Entwurf der freiwilligen Insiderrichtlinien der Börsensachverständigenkommission aus dem Jahre 1970 geäußerten Kritik<sup>18</sup> gab es auch andere Lösungsvorschläge. So wurde 1976, also ebenfalls noch vor Veröffentlichung der Wohlverhaltensregeln der Europäischen Kommission, vom Arbeitskreis Gesellschaftsrecht ein voll ausformulierter Entwurf einer nationalen Regelung vorgelegt<sup>19</sup>, dem jedoch letztlich ebenfalls keine praktische Bedeutung zukam<sup>20</sup>. Dieser Entwurf enthielt in seinem § 21 das Gebot, dass börsennotierte Gesellschaften enumerativ aufgezählte Ereignisse<sup>21</sup> unverzüglich bekannt zu machen haben, sobald ihr Vorstand und gegebenenfalls Aufsichtsrat entsprechende Beschlüsse gefasst haben<sup>22</sup>. Dies stellte einen ersten Vorschlag einer Ad-hoc-Publizitätspflicht auf nationaler

---

15 Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sog. Insider-Probleme vom 13.11.1970, abgedruckt bei *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht, 1973, M-100 ff. Die Empfehlungen dieser Insiderhandels-Richtlinien richteten sich an verschiedene Empfänger: Teil A der Empfehlungen bezog sich auf die Organe von Aktiengesellschaften, Teil B richtete sich an bestimmte Kreditinstitute, Teil C an die Organe von Wertpapierbörsen, Teil D an die Börsenaufsichtsbehörden und Justizbehörden sowie Teil E an die Arbeitsgemeinschaft der Wertpapierbörsen.

16 Die Neufassung von 1975 ist beispielsweise abgedruckt bei Baumbach/Duden, Handelsgesetzbuch, 24. Aufl. 1980, Anh. III § 382.

17 Neufassung der Insider-Regeln durch den „Arbeitskreis für Insider-Fragen“, Juni 1988, abgedruckt in ZIP 1988, 873.

18 Vgl. die Nachweise bei *Kübler*, AG 1977, 85, 86, FN. 25.

19 Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, Verbot des Insiderhandelns, Rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, 1976.

20 *Hopt*, BFuP 1994, 85, 86.

21 Genannt werden beispielsweise der Abschluss von Unternehmensverträgen, Strukturmaßnahmen, Kapitalmaßnahmen oder die Auflösung der Gesellschaft, vgl. Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, Verbot des Insiderhandelns, Rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, 1976, S. 64.

22 Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, Verbot des Insiderhandelns, Rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, 1976, S. 64.

Ebene dar. Die Fokussierung auf den Beschluss der Organe macht deutlich, dass an eine eigenständige Betrachtung von Zwischenschritten noch nicht gedacht wurde.

## **2. Börsenzulassungsrichtlinie und Umsetzung in § 44a BörsG a.F.**

### *a) Börsenzulassungsrichtlinie*

Die erste bindende Umsetzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene ließ noch Jahre auf sich warten. Erst am 5. März 1979 wurde die Börsenzulassungsrichtlinie<sup>23</sup> erlassen. Gemäß Art. 4 Abs. 2 dieser Richtlinie waren Emittenten von zur amtlichen Notierung zugelassenen Wertpapieren verpflichtet, die in Schema C oder D im Anhang der Richtlinie aufgeführten Pflichten einzuhalten<sup>24</sup>. Darin war zum ersten Mal eine Ad-hoc-Publizitätspflicht enthalten<sup>25</sup>.

### *b) Börsenzulassungsgesetz*

Die Richtlinie wurde erst deutlich verspätet<sup>26</sup> mit dem Börsenzulassungsgesetz<sup>27</sup> vom 16. Dezember 1986 in deutsches Recht umgesetzt und die Vorgaben zur Ad-hoc-Publizitätspflicht in § 44a BörsG a.F. eingebettet.

---

23 Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, Amtsblatt Nr. L 66 vom 16. März 1979, S. 21.

24 Schema C Nr. 5 des Anhangs zur Börsenzulassungsrichtlinie statuierte die Pflicht der Emittenten von an einer Wertpapierbörse amtlich notierten Aktien, das Publikum unverzüglich über neue im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetretene erhebliche Tatsachen in Kenntnis zu setzen, die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkungen auf Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Kursänderung der Aktien führen können. Schema D Nr. 4 des Anhangs zur Richtlinie übertrug diese Grundsätze sinngemäß auf Emittenten von Schuldverschreibungen, die zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen waren.

25 Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, § 17 Rdn. 176.

26 Art. 22 Abs. 1 der Börsenzulassungsrichtlinie gewährte den Mitgliedsstaaten eine Umsetzungsfrist von zwei Jahren ab Bekanntgabe der Richtlinie, wobei sich die Frist gemäß Art. 22 Abs. 2 der Richtlinie um ein weiteres Jahr verlängerte, wenn der Mitgliedsstaat gleichzeitig die Börsenzulassungsprospektrichtlinie (Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist, Amtsblatt Nr. L 100 vom 17. April 1980, S. 1) in nationales Recht umsetzte.

27 Gesetz zur Einführung eines neuen Marktabchnitts an den Wertpapierbörsen und zur Durchführung der Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 5. März 1979, vom 17. März 1980 und vom 15. Februar 1982 zur Koordinierung

Die Vorschrift sollte die laufende Veröffentlichung der Jahresabschlüsse und Lageberichte sowie die ebenfalls neu geschaffene<sup>28</sup> regelmäßige Zwischenberichterstattung nach § 44b BörsG a.F. ergänzen<sup>29</sup>. Inhaltlich blieb der Wortlaut des § 44a BörsG a.F. sehr nah an den Vorgaben der Richtlinie<sup>30</sup>.

Trotz der Kodifizierung in mitgliedsstaatliches Recht blieb die Vorschrift weitgehend unberücksichtigt. Während der gesamten Geltungsdauer dieser Norm<sup>31</sup> wurde von nur insgesamt sechs Ad-hoc-Mitteilungen berichtet<sup>32</sup>. Die Ursachen hierfür lagen zum einen in der geringen Strafandrohung für Zuwiderhandlungen<sup>33</sup>, zum anderen in der Tatsache, dass es keine ausreichende Aufsicht über die Anwendung der Norm gab<sup>34</sup>. Des Weiteren wurde von einer großen Unsicherheit der Emittenten bei der Anwendung der Ad-hoc-Publizität berichtet<sup>35</sup>, da deutsche Gesellschaften aus einer Sorge vor falschen Reaktionen „Scheu“ vor dem Umgang mit Publikationen hatten<sup>36</sup>. Die Pflicht zur Abgabe von Ad-hoc-Mitteilungen konnte zudem dadurch umgangen werden, indem kursrelevante Sachverhalte statt in einer Ad-hoc-Mitteilung im Rahmen einer Pressemitteilung publiziert wurden, so dass sie nicht mehr, wie von § 44a BörsG a.F. vorausgesetzt, „dem Publikum nicht bekannt“ waren<sup>37</sup>. Obwohl die eigentliche Bedeutung von § 44a BörsG a.F. von einigen Autoren

---

börsenrechtlicher Vorschriften (Börsenzulassung-Gesetz) vom 16. Dezember 1986, BGBl. I, S. 2478.

28 Rechtliche Grundlage hierfür war die Umsetzung der Richtlinie 82/121/EWG des Rates vom 15. Februar 1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind, Amtsblatt Nr. L 48 vom 20. Februar 1982, S. 26.

29 RegE Börsenzulassungsgesetz, BT-Drucks. 10/4296, S. 16.

30 Während die Richtlinie eine „beträchtliche“ Kursänderung fordert, spricht § 44a BörsG a.F. von einer „erheblichen“ Kursänderung. Die Information darf nach der Richtlinie der „breiten Öffentlichkeit“ nicht bekannt sein. § 44a BörsG a.F. hingegen stellt auf das „Publikum“ ab, dem jedoch auch nach der Richtlinie die Information bekannt zu machen ist. Dies verdeutlicht, dass inhaltliche Unterschiede damit nicht verbunden waren.

31 § 44a BörsG a.F. trat gemäß Art. 5 Abs. 3 des Börsenzulassungsgesetzes zum 1. Mai 1987 in Kraft und wurde erst durch die Schaffung des § 15 WpHG durch das 2. FFG mit Wirkung zum 1. Januar 1995 abgelöst.

32 *Pellens/Fülber*, DB 1994, 1381, 1385 FN. 44 verweisen auf die Angaben aus einer Befragung der deutschen Börsen; in anderen Quellen wird von einer Spanne von sechs bis acht Ad-hoc-Meldungen berichtet, vgl. *Gehrt*, S. 27; *Schröder*, S. 26.

33 Die größte Sanktionsmöglichkeit für Verstöße gegen die Publizitätspflicht aus § 44a BörsG a.F. beschränkte sich gemäß § 90 Abs. 1 Nr. 2 BörsG a.F. i.V.m. § 90 Abs. 4 BörsG a.F. auf eine Geldbuße von DM 100.000,-.

34 Vgl. *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 147.

35 Diesen Aspekt hervorhebend *Heidmeier*, AG 1992, 110.

36 Dies betonend *Happ*, JZ 1994, 240, 241.

37 *Gehrt*, S. 27.

durchaus erkannt wurde<sup>38</sup>, musste die Norm letztlich als „totes“ oder „schlafendes“ Recht eingestuft werden<sup>39</sup>. Die „verhältnismäßig geringe Bedeutung“ hat schließlich auch der Gesetzgeber des 2. FFG erkannt<sup>40</sup>.

### 3. Insiderrichtlinie und Umsetzung durch das 2. FFG

#### a) Insiderrichtlinie

Der nächste große Schritt in der Entwicklung der Ad-hoc-Publizität ging von der Insiderrichtlinie<sup>41</sup> aus, welche am 13. November 1989 verabschiedet wurde. Hinsichtlich der Ad-hoc-Publizität erstreckte Art. 7 der Insiderrichtlinie die Verpflichtungen der Emittenten gemäß Schema C des Anhangs der Börsenzulassungsrichtlinie auf einen breiteren Umfang von Emittenten von Wertpapieren.

#### b) 2. Finanzmarktförderungsgesetz

Die nötige Umsetzung der Richtlinie gab dem nationalen Gesetzgeber den Antrieb, das nationale Recht zum 1. Januar 1995 durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz<sup>42</sup> mit der Schaffung des Wertpapierhandelsgesetzes<sup>43</sup> umfassend neu zu ordnen. Neben der Einführung des Verbots von Insidergeschäften in § 14 WpHG wurden in §§ 12, 13 WpHG die Begriffe der Insiderpapiere und des Insiders definiert. Die in § 44a BörsG a.F. geregelte Ad-hoc-Publizität wurde in § 15 WpHG übernommen und mit den vorgenannten Vorschriften in den Abschnitt 3 „Insiderüberwachung“ überführt.

Die Neufassung führte zu keiner Konkretisierung der Voraussetzungen sondern nur zu einer detaillierteren Ausgestaltung des Publizitätsverfahrens<sup>44</sup>. Die

---

38 Schwark, NJW 1987, 2041, 2045 bescheinigt eine „erhebliche, bisher nicht ausgelotete Bedeutung“; Schäfer, ZIP 1987, 953, 956 spricht von einer „erhebliche(n) und kaum zu unterschätzende(n) Bedeutung“, vor allem im Hinblick auf eine denkbare Schadensersatzpflicht aus § 823 Abs. 2 BGB.

39 Vgl. Zimmer/Kruse, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 15 WpHG Rdn. 1 m.w.N.; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 15 Rdn. 6. Die fehlende praktische Bedeutung betonend auch Happ, JZ 1994, 240, 241.

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

41 Richtlinie 89/562/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, Amtsblatt Nr. L 334 vom 18. November 1989, S. 30.

42 Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz – 2. FFG) vom 26. Juli 1994, BGBl. I, S. 1749.

43 Das Wertpapierhandelsgesetz wurde von Hopt in ZHR 159 (1995), 135, 163 daraufhin als „Grundgesetz des Kapitalmarktrechts“ bezeichnet.

44 Pellens/Fülber, DB 1994, 1381, 1388; zu den Unterschieden zwischen § 44 BörsG a.F. und § 15 WpHG i.d.F. des 2. FFG siehe Zimmer, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 15 WpHG Rdn. 4.

Anknüpfung des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG an Tatsachen, die „eingetreten“ sind, ließ erkennen, dass künftige Ereignisse nicht zu veröffentlichen waren. Vielmehr hielt die Gesetzesbegründung fest, dass Ereignisse, deren Konsequenzen noch nicht feststehen, weil deren Wirksamkeit noch durch andere Umstände aufgehoben werden kann oder noch wirksame Gegenmaßnahmen möglich sind, keine kursrelevanten Tatsachen darstellen<sup>45</sup>. Ob jedoch Zwischenschritte veröffentlichungspflichtige Tatsachen darstellen konnten, wurde unterschiedlich beurteilt<sup>46</sup>.

Die Überführung in das Wertpapierhandelsgesetz hat die Ad-hoc-Publizität aus dem „Dornröschenschlaf“<sup>47</sup> erweckt. Bereits im Jahr 1995 wurden 1.001 Ad-hoc-Meldungen publiziert<sup>48</sup>. Zu dieser Entwicklung hat insbesondere beigetragen, dass der Gesetzgeber die früheren Schwachstellen bei der Umsetzung des § 44a BörsG a.F.<sup>49</sup> beseitigt hat<sup>50</sup>.

#### 4. Nachfolgende Gesetzesänderungen bis zum Jahr 2004

Das Wertpapierhandelsgesetz wurde in den folgenden Jahren mehrmals geringfügig und punktuell im Hinblick auf die Vorschriften zum Insiderrecht geändert<sup>51</sup>.

Weitreichendere Änderungen brachte das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz<sup>52</sup> mit sich, das am 1. Juli 2002 in Kraft trat. Die im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung verwendeten Kennziffern mussten seitdem im Geschäftsverkehr üblich sein. Damit

---

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

46 Vgl. hierzu die Nachweise bei *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1901, FN. 32.

47 *Hopt*, BFuP 1994, 85, 94.

48 Im Jahresbericht des BAWe 1995, S. 21 wurden noch 1.441 Meldungen genannt; die enthaltene Zahl von Meldungen ausländischer Emittenten wurde jedoch im Jahresbericht des BAWe 1996, S. 45 nach unten korrigiert.

49 Vgl. hierzu die Erwägungen bei B.I.2.b).

50 Mit dem Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel (BAWe) wurde eine neue Aufsichtsbehörde geschaffen, die die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität überwachen sollte. Das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel wurde auch mit ausreichenden Instrumenten ausgestattet, um Verstöße zu ahnden. So wurde der Bußgeldrahmen in § 39 Abs. 1 Nr. 2 lit. a) WpHG i.V.m. § 39 Abs. 3 WpHG auf bis zu DM 3.000.000,– für unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen ausgeweitet.

51 Den Anfang machte das Gesetz zur Änderung des Jahressteuergesetzes 1996 und zur Änderung anderer Gesetze (Jahressteuer-Ergänzungsgesetz 1996) vom 18.12.1995, BGBl. I, S. 2518, welches Emittenten mit Sitz im Ausland gestattete, die Veröffentlichung in einer anderen Sprache vorzunehmen. Zu erwähnen sind ferner das Gesetz zur Umsetzung von EG-Richtlinien zur Harmonisierung bank- und wertpapieraufsichtsrechtlicher Vorschriften vom 22.10.1997, BGBl. I, S. 2518, das Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz – 3. FFG) vom 24.03.1998, BGBl. I, S. 529 sowie Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22.04.2002, BGBl. I, S. 1310.

52 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FFG) vom 21.06.2002, BGBl. I, S. 2010.

sollte verhindert werden, dass Emittenten durch „*Fantasiekennzahlen (...) negative Entwicklungen zu verschleiern suchen*“<sup>53</sup>. Seit Erlass des WpHG steigerte sich zudem die Anzahl an Ad-hoc-Meldungen beträchtlich<sup>54</sup>. Dies war auch dem Umstand geschuldet, dass viele Ad-hoc-Mitteilungen offensichtlich überflüssig waren, indem sie beispielsweise zu Werbezwecken eingesetzt wurden<sup>55</sup>. Deshalb wurde durch eine Neufassung des § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG untersagt, sonstige Angaben, die die Voraussetzungen der Ad-hoc-Mitteilungspflicht offensichtlich nicht erfüllen, zu veröffentlichen. Der Gesetzgeber hat erkannt, dass das Ziel der Schaffung von Transparenz durch die Überflutung der Marktteilnehmer mit unwichtigen Informationen nicht erreicht werden könne<sup>56</sup>. Auch wurde in § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG eine Pflicht zur Berichtigung unwahrer, aber bereits publizierter, Informationen eingeführt. Die Bedeutung des 4. FFG bestand aber zusätzlich auch darin, dass die Schadensersatzanspruchsnormen der §§ 37b, 37c WpHG geschaffen wurden und somit die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen deutlich verschärft wurde<sup>57</sup>.

Alle genannten Gesetzesänderungen führten hingegen nicht zu einer Erweiterung der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Hinblick auf künftige Umstände.

## 5. Marktmissbrauchsrichtlinie und Umsetzung durch das Anlegererschutzverbesserungsgesetz

### a) Marktmissbrauchsrichtlinie

Die nächste größere Umwälzung ließ jedoch nicht lange auf sich warten. Im Jahr 2003 verabschiedeten der Europäische Rat und das Europäische Parlament die Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>58</sup>.

Art. 1 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie brachte die Definition einer Insider-Information mit sich. Das Verbot des Handels mit Insider-Informationen wurde in Art. 2 bis 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie verankert. Hinsichtlich der Ad-hoc-Publizität gab Art. 6 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie vor, dass alle Emittenten

---

53 RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

54 Im Jahresbericht des BAWe, S. 31 sind für das Jahr 2001 5.421 Ad-hoc-Meldungen in der Statistik verzeichnet.

55 Vgl. *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649, 653 mit Verweis auf *Dreyling*, Die Bank 2002, 16, 18.

56 RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

57 Die Einführung der §§ 37b, 37c WpHG war erforderlich, da Anleger bei unterlassenen oder verspäteten Veröffentlichungen nur unzureichend geschützt waren und das Publizitätsverhalten einiger Unternehmen starke Mängel aufwies, vgl. RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 93. Der Schadensersatzanspruch aus § 37b Abs. 1 WpHG war beispielsweise Grundlage für die Überprüfung der Ad-hoc-Mitteilung zur Nachfolge von Prof. Dr. Jürgen Schrempp bei der DaimlerChrysler AG.

58 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), Amtsblatt Nr. L 96 vom 12. April 2003, S. 16.

von Finanzinstrumenten die sie unmittelbar betreffenden Insider-Informationen so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben und auf ihrer Internetseite veröffentlichen.

Zur näheren Konkretisierung erließ die Kommission gemäß Art. 6 Abs. 10 der Marktmissbrauchsrichtlinie Durchführungsvorschriften. Maßgeblich ist dabei die Richtlinie 2003/124/EG zu nennen<sup>59</sup>. Art. 1 RL 2003/124/EG konkretisiert den Begriff der Insider-Information. In Art. 2 RL 2003/124/EG werden Vorgaben zur Art und Weise der Veröffentlichung der Informationen gemacht.

## b) Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Umgesetzt wurde die Richtlinie durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz<sup>60</sup>, welches hinsichtlich der Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes am 30. Oktober 2004 in Kraft trat<sup>61</sup>. Es brachte nicht nur eine Umbenennung des § 15 WpHG mit sich<sup>62</sup>, sondern auch inhaltliche Änderungen<sup>63</sup>. So wurde der Anwendungsbereich sowohl persönlich<sup>64</sup> als auch zeitlich<sup>65</sup> erweitert. Die Veröffentlichungspflicht bezog sich nunmehr auf „Insider-Informationen“, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Zuvor mussten nur „Tatsachen“ publiziert werden, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind<sup>66</sup>. Dies hatte auch Auswirkungen auf Zwischenschritte, da nach alter Rechtslage umstritten war, ob Zwischenschritte als Tatsachen anzusehen waren<sup>67</sup>. Die Definition einer „Insider-Informationen“ findet sich seitdem in

---

59 Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, Amtsblatt Nr. L 339 vom 24. Dezember 2003, S. 70.

60 Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28. Oktober 2004, BGBl. I, S. 2630.

61 Zu den Veränderungen durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vgl. *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 sowie *Kuthe*, ZIP 2004, 883.

62 Der Titel des § 15 WpHG wurde von „Veröffentlichung und Mitteilung kursbeeinflussender Tatsachen“ in „Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen“ geändert.

63 Vgl. zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in Deutschland *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, § 35 Rdn. 20.

64 Der persönliche Anwendungsbereich wurde von Emittenten von Wertpapieren auf Emittenten von Finanzinstrumenten erweitert.

65 Die Ad-hoc-Publizitätspflicht greift seither schon ab Stellung des Antrags auf Zulassung an einem inländischen organisierten Markt.

66 Der in § 13 WpHG verwendete Begriff des „Umstands“ zur Definition einer Insider-Information geht über den Begriff der „Tatsache“ hinaus und umfasst auch überprüfbare Werturteile und Prognosen, vgl. RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33.

67 Vgl. zu diesem Streit die Nachweise bei *Harbarth*, ZIP 2005, 1898, 1901 FN. 32.

§ 13 WpHG wieder. Erstmals gibt es seit dieser Gesetzesänderung in § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG eine ausdrückliche Anknüpfung an künftige Ereignisse.

Die durch Art. 6 Abs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie vorgesehene und durch Art. 3 RL 2003/124/EG näher konkretisierte Möglichkeit der Selbstbefreiung wurde von dem früheren Erfordernis der Antragsbefreiung in § 15 Abs. 1 S. 5 WpHG a.F. auf die Möglichkeit der Selbstbefreiung in § 15 Abs. 3 WpHG n.F. umgestellt<sup>68</sup>.

Neu enthalten war auch die Verordnungsermächtigung des Bundesministeriums für Finanzen in § 15 Abs. 7 S. 1 WpHG zur näheren Ausgestaltung von Art und Form sowie Umfang und Inhalt der Veröffentlichung und der berechtigten Interessen für die Inanspruchnahme der Selbstbefreiung. Auf Grundlage dieser Ermächtigung wurde die Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung<sup>69</sup> vom 13. Dezember 2004 erlassen.

## 6. Nachfolgende Gesetzesänderungen

Im Anschluss an die Marktmissbrauchsrichtlinie und deren Umsetzung wurden die gesetzlichen Bestimmungen nur noch punktuell ergänzt.

Zu erwähnen sind hierbei die Transparenzrichtlinie<sup>70</sup>, die in Art. 2 Abs. 1 lit. i) das Prinzip des Herkunftsstaates mit sich brachte. Umgesetzt wurde die Richtlinie durch das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz<sup>71</sup> mit Wirkung zum 20. Januar 2007. Es führte zur Pflicht zur Übermittlung von Insider-Informationen an das Unternehmensregister gemäß § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG. Der Anwendungsbereich wurde an die neu eingeführte Definition des „Inlandsemitenten“ in § 2 Abs. 7 WpHG angepasst. Zahlreiche Änderungen wurden in der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung<sup>72</sup> vorgenommen, v.a. hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung gemäß §§ 3a ff. WpAIV.

---

68 Zu den Auswirkungen vgl. die Ausführungen unter G.I.3.c).

69 Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13. Dezember 2004, BGBl. I, S. 3376.

70 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, Amtsblatt Nr. L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38.

71 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5. Januar 2007, BGBl. I, S. 10.

72 Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV vom 13. Dezember 2004, BGBl. I, S. 3376.

Zur Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie<sup>73</sup> erging am 16. Juli 2007 das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz<sup>74</sup>. Zu nennen ist dabei die Neufassung vieler Definitionen in § 2 WpHG. Die Vorgaben zur Ad-hoc-Publizität wurden daher durch dieses Gesetz nur mittelbar geändert<sup>75</sup>.

## 7. Ausblick auf die Marktmissbrauchsverordnung

Dass die Gesetzesentwicklung im Bereich der Ad-hoc-Publizität noch nicht abgeschlossen ist, sondern trotz des nunmehr mehrjährigen Stillstands weiter fortgeführt wird, zeigt sich besonders an dem Erlass einer Marktmissbrauchsverordnung durch die Europäische Kommission.

Durch die Marktmissbrauchsverordnung wird der Bereich der Ad-hoc-Publizität unmittelbar geregeltes europäisches Recht. Der Umsetzungsspielraum, der bisher durch die Richtlinien bestand, fällt dadurch weg. Damit ist bezweckt, die rechtliche Komplexität zu verringern und im Gegenzug Rechtssicherheit zu schaffen<sup>76</sup>.

Angesichts der weitreichenden Bedeutung wird auf die Auswirkungen auf die Ad-hoc-Publizität in einem gesonderten Kapitel eingegangen<sup>77</sup>.

## II. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität

Die gesetzlichen Vorgaben der Ad-hoc-Publizität basieren im Wesentlichen auf unbestimmten Rechtsbegriffen<sup>78</sup>. Zwar wurden durch die Richtlinie 2003/124/EG Durchführungsvorschriften zu den europarechtlichen Vorgaben erlassen, die die Tatbestandsmerkmale näher konkretisieren sollen. Allerdings sind auch diese näheren Umschreibungen teils selbst auslegungsbedürftig. Im Rahmen des juristischen

---

73 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, Amtsblatt Nr. L 145 vom 30. April 2004, S. 1.

74 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG) vom 16. Juli 2007, BGBl. I, S. 1330.

75 Zu den übrigen Auswirkungen des Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetzes vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl., Einl. Rdn. 36 und Fuchs, in: Fuchs, WpHG, 2009, Einl. Rdn. 63.

76 Vgl. ausführlich zu den Regelungszwecken *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 ff.

77 Vgl. hierzu Abschnitt H.

78 Dies gilt sowohl für die europarechtlichen Richtlinien, als auch für die Umsetzung in das nationale Recht.

Auslegungskanons gehört zu den Auslegungsmöglichkeiten einer Norm maßgeblich die teleologische Auslegung<sup>79</sup>. Diese ermittelt den Sinn und Zweck der Vorschrift<sup>80</sup>.

Als Hauptziel des Kapitalmarktrechts wurde schon früh die Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit und Integrität der Finanzmärkte angesehen<sup>81</sup>. Dies hängt maßgeblich vom Vertrauen der Anleger ab<sup>82</sup>. Dieses Vertrauen beruht auf der Annahme, dass sämtliche Marktteilnehmer gleichbehandelt und gegen die unrechtmäßige Verwendung von Insider-Informationen geschützt werden<sup>83</sup>.

Die Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte setzt demnach Marktintegrität voraus, welche durch Marktmissbrauch verletzt wird<sup>84</sup>. Marktmissbrauch ist Folge von Insider-Geschäften und Marktmanipulation<sup>85</sup>. Im Erwägungsgrund 12 zur Marktmissbrauchsrichtlinie wird darauf hingewiesen, dass Vorschriften zur Bekämpfung von Insider-Geschäften das Vertrauen der Anleger in die Märkte stärken<sup>86</sup>. Durch die unverzügliche und angemessene öffentliche Bekanntgabe von Informationen wird die Integrität der Finanzmärkte gefördert<sup>87</sup>. Hingegen hat die selektive Bekanntgabe von Informationen umgekehrt zur Folge, dass das Vertrauen der Anleger in die Märkte schwindet<sup>88</sup>.

Die Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist damit das übergeordnete Ziel der Ad-hoc-Publizität<sup>89</sup>. Im Folgenden sollen daher die verschiedenen Aspekte, die zur Erfüllung dieses Ziels beitragen, näher erörtert werden.

## 1. Erweiterung der Regelpublizität

Bereits nach den Empfehlungen der Wohlverhaltensregeln der Kommission sollten Unternehmen einerseits regelmäßig alle sechs Monate über ihre Tätigkeit, Ergebnisse und finanzielle Lage informieren, andererseits aber auch wichtige Sachverhalte

---

79 Busche, in: Münch Komm BGB, 6. Aufl. 2012, § 133 Rdn. 7.

80 Busche, in: Münch Komm BGB, 6. Aufl. 2012, § 133 Rdn. 7.

81 Vgl. bereits Segré-Bericht, S. 237, Arbeitskreis Gesellschaftsrecht, Verbot des Insiderhandelns, Rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, 1976, S. 10 f.; vgl. in späterer Zeit Richtlinie 89/562/EWG, Erwägungsgründe 4 und 5 sowie Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 12. Dies zur Richtlinie 89/562/EWG betonend bereits EuGH, Urteil vom 22.11.2005 – *Grøngaard und Bang*, Rz. 22 = EuZW 2006, 25, 26.

82 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33.

83 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33.

84 Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 2.

85 Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 12.

86 Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 12.

87 Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 24.

88 Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 24.

89 Vgl. Zimmer/Kruse, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 15 WpHG Rdn. 6.

oder Beschlüsse unverzüglich bekanntgeben<sup>90</sup>. Schon daraus wird ersichtlich, dass sich Regel- und Ad-hoc-Publizität ergänzen.

Ergänzend wird dies auch in der Begründung zum Börsenzulassungsgesetz deutlich, wonach § 44a BörsG a.F. die laufende Veröffentlichung der Jahresabschlüsse und der Lageberichte sowie die regelmäßige Zwischenberichterstattung ergänzen soll<sup>91</sup>. Der Börsenzulassungsrichtlinie selbst ist dieses Zusammenspiel nicht so deutlich zu entnehmen. Allerdings sind die Vorgaben, in denen die Ad-hoc-Publizität in Schema C Nr. 5 lit. a) des Anhangs zur Richtlinie mit „Zusätzliche Informationen“ überschrieben. Diese Überschrift bezieht sich auf die in Schema C Nr. 4 lit. a) enthaltene Pflicht zur Veröffentlichung von Jahresabschluss und Lagebericht.

In den späteren Gesetzesänderungen wird dieses Zusammenwirken von Regelpublizität und Ad-hoc-Publizität nicht mehr explizit erwähnt. So findet sich in der Begründung zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz hierzu keine Aussage mehr. Selbst in der Begründung zum TUG, durch welches die Publizitätsfolgepflichten<sup>92</sup> in einem eigenen Abschnitt des Wertpapierhandelsgesetzes<sup>93</sup> eingeführt wurden, wird auf das Verhältnis zu § 15 WpHG nicht mehr eingegangen. Teilweise wird daher davon ausgegangen, dass die Funktion als Ergänzung zur Regelpublizität inzwischen lediglich einen bloßen Reflex darstellt<sup>94</sup>. So wird auch vertreten, dass die Marktmissbrauchsrichtlinie einen Vorrang des Ziels der Insiderhandelsprävention<sup>95</sup> gegenüber der Funktion der Ergänzung der Regelpublizität statuiere<sup>96</sup>. Abgeleitet wird dies daraus, dass die Anpassung des Anwendungsbereichs der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots durch gemeinsame Definitionen<sup>97</sup> die Doppelfunktion

---

90 Empfehlung der Kommission 77/534/EWG (Wohlverhaltensregeln), Ergänzender Grundsatz Nr. 12.

91 RegE Börsenzulassungsgesetz, BT-Drucks. 10/4296, S. 16; damit sollte sichergestellt werden, dass der Kapitalmarkt auch zwischen den Stichtagen des Jahresabschluss und der Zwischenberichterstattung unverzüglich informiert wird, vgl. *Pellens*, AG 1991, 62, 63.

92 Vgl. die Regelungen zur Veröffentlichung eines Jahresfinanzberichts in § 37v WpHG, eines Halbjahresfinanzberichts in § 37w WpHG sowie von Zwischenmitteilungen in § 37x WpHG.

93 Die Bestimmungen finden sich in §§ 37v ff. WpHG im Unterabschnitt 2 „Veröffentlichung und Übermittlung von Finanzberichten an das Unternehmensregister“ wieder.

94 Vgl. *Büche*, S. 72; *Behn*, S. 37.

95 Siehe zu diesem Regelungszweck sogleich unter B.II.2.

96 Vgl. *Behn*, S. 33, der dies aus dem Umstand ableitet, dass bei der Angleichung von Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität Art. 68 Abs. 1 der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie aufgehoben wurde, und gerade nicht in der Marktmissbrauchsrichtlinie darauf verwiesen worden oder auf Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie verzichtet worden ist.

97 Erst durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz wurden die beiden Regelungsbereiche an einheitliche Definitionen geknüpft, vgl. *Möllers*, ZBB 2003, 390, 391.

der Ad-hoc-Publizität als Publizitäts- und Präventionsinstrument unterstreiche<sup>98</sup>. Deshalb stelle der Schutzzweck der Prävention das wesentliche Ziel dar<sup>99</sup>.

Dass dadurch die Ergänzung der Regelpublizität zu einem bloßen Reflex der Insiderhandelsprävention verkommen sei<sup>100</sup>, erscheint jedoch eine zu weitgehende Interpretation. Trotz der abnehmenden Deutlichkeit der Aussagen des Gesetzgebers wird die Ergänzungsfunktion der Ad-hoc-Publizität von der überwiegenden Literatur zurecht nicht in Frage gestellt<sup>101</sup>. Das Bundesamt für den Wertpapierhandel (BAWe) stellte in einer Bekanntmachung zum Verhältnis zwischen Ad-hoc-Publizität und Regelpublizität vom 9. Juli 1996 klar, dass die Ergänzungsfunktion der Ad-hoc-Publizität durch § 44a BörsG a.F. unverändert auch für § 15 WpHG gelte<sup>102</sup>. Auch der Emittentenleitfaden<sup>103</sup> macht deutlich, dass die Regelpublizität die Ad-hoc-Publizität nicht ersetzen kann. Daraus muss geschlossen werden, dass auch die BaFin davon ausgeht, dass sich die beiden Bereiche ergänzen.

## 2. Bekämpfung des Insiderhandels

Die Bekämpfung des Insiderhandels war zu Beginn der europäischen kapitalmarktrechtlichen Entwicklung noch nicht beabsichtigt, da die Ad-hoc-Publizität zunächst lediglich der Transparenz diene<sup>104</sup>. Zwar wurden bereits in den nationalen freiwilligen

---

98 Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 15 Rdn. 6.

99 Büche, S. 68.

100 Vgl. Behn S. 34.

101 Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 15 Rdn. 2 und 6, welcher die Ergänzungsfunktion sogar noch als vorrangig bezeichnet; Zimmer/Kruse, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 15 Rdn. 10; vgl. auch Pfüller, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 15 Rdn. 173, der dies aus dem unterschiedlichen Sinn und Zweck von Ad-hoc-Publizität und Regelpublizität ableitet; Schröder, S. 36; Frowein, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl. 2013, § 10 Rdn. 1; Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2014, § 15 WpHG Rdn. 2; Wölk, AG 1997, 73, 80; a.A. Versteegen, in: Köln Komm WpHG, 1. Aufl. 2007, § 15 Rdn. 130, der die Ad-hoc-Publizitätspflicht gesondert neben der Regelpublizität verortet und nicht als deren Ergänzung; vgl. nunmehr auch Klöhn, in: Köln Komm WpHG, 2. Aufl. 2014, § 15 Rdn. 30, wonach Ad-hoc- und Regelpublizität in Idealkonkurrenz zueinander stehen und sich daher nicht verdrängen; die Selbständigkeit der Transparenzvorschriften betonend auch Hopt, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band II, 4. Aufl. 2011, § 107 Rdn. 80; zweifelnd Geibel/Schäfer, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, Band 1, 2. Aufl., Stand 06/2007, § 15 WpHG Rdn. 6 und 10.

102 Bekanntmachung des BAWe vom 9. Juli 1996, Bundesanzeiger Nr. 133 vom 19. Juli 1996, S. 8167.

103 Emittentenleitfaden BaFin, Stand 28. April 2009, Ziffer IV.2.2.9, S. 59.

104 Vgl. hierzu ausführlich Fürhoff, AG 2003, 80, 83, FN. 36.

Richtlinien Vorschläge gegen Insiderhandel gemacht<sup>105</sup>. Allerdings findet sich diese Zielsetzung in den frühen europäischen Rechtsvorschriften nicht wieder<sup>106</sup>. Erst in den Erwägungsgründen zur Insiderrichtlinie wird verdeutlicht, dass ein reibungsloses Funktionieren des Kapitalmarkts vom Vertrauen der Anleger abhängt<sup>107</sup>. Da das Vertrauen der Anleger durch die unrechtmäßige Verwendung von Insider-Informationen<sup>108</sup> und damit wiederum das Funktionieren des Marktes gefährdet wird<sup>109</sup>, seien die betreffenden Geschäfte zu bekämpfen<sup>110</sup>. Basis dieser Überlegungen ist, dass eine schnellstmögliche Bekanntmachung kursrelevanter Informationen dem Insiderhandel in sachlicher und zeitlicher Hinsicht die Grundlage entzieht, indem der Charakter einer Insider-Information wegfällt<sup>111</sup>.

Angesichts dieser präventiven Wirkung wurde in der Begründung zum 2. FFG die Überführung des § 44a BörsG a.F. in das WpHG für geboten erachtet<sup>112</sup>. Die Stellung der Ad-hoc-Publizität in einem Abschnitt mit den Regelungen zum Insiderhandelsverbot verdeutlicht die Zusammengehörigkeit beider Komplexe<sup>113</sup>.

Folglich ist die Insiderhandelsprävention bei der Auslegung der Ad-hoc-Publizität maßgeblich mit zu berücksichtigen. Es ist daher zu beachten, dass sich das Ziel, Insidergeschäfte effektiv zu verhindern, in der Interpretation der Normen widerspiegelt.

### 3. Vertrauen der Anleger

Das Hauptziel der Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte hängt, wie bereits angedeutet<sup>114</sup>, maßgeblich vom Vertrauen der Anleger ab<sup>115</sup>. Dies beruht auf der Annahme, dass sämtliche Marktteilnehmer gleichbehandelt und gegen die unrechtmäßige Verwendung von Insider-Informationen geschützt werden<sup>116</sup>.

---

105 Vgl. die Entwürfe der Börsensachverständigenkommission aus dem Jahr 1970 sowie den Entwurf des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht aus dem Jahr 1976 (siehe B.I.1.b)).

106 *Heidmeier*, AG 1992, 110, 113 f.

107 Vgl. Richtlinie 89/562/EG, Erwägungsgrund 4.

108 Vgl. Richtlinie 89/562/EG, Erwägungsgrund 5.

109 Vgl. Richtlinie 89/562/EG, Erwägungsgrund 6.

110 Vgl. Richtlinie 89/562/EG, Erwägungsgrund 7.

111 Vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 15 Rdn. 32; Bericht des Finanzausschusses zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 96; die Verkürzung des potentiellen Zeitraums einer vorhandenen Insider-Information betonend auch RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

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

113 Vgl. *Versteegen*, in: *Köln Komm WpHG*, 1. Aufl. 2007, § 15 Rdn. 10.

114 Vgl. die Ausführungen unter B.II.2.

115 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, § 17 Rdn. 28.

116 RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33.

Dies kommt schon, wie auch der EuGH hervorgehoben hat<sup>117</sup>, in den Erwägungen zur Insiderrichtlinie zum Ausdruck<sup>118</sup>. Im Erwägungsgrund 12 zur Marktmissbrauchsrichtlinie wird darauf hingewiesen, dass Vorschriften zur Bekämpfung von Insider-Geschäften das Vertrauen der Anleger in die Märkte stärken<sup>119</sup>. Hingegen führt die selektive Bekanntgabe von Informationen dazu, dass das Vertrauen der Anleger in die Märkte schwindet<sup>120</sup>.

Somit ist bei der Auslegung der Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität darauf zu achten, dass das Anlegervertrauen nicht enttäuscht sondern vielmehr gestärkt wird.

#### 4. Prinzip der informationellen Chancengleichheit

Als weiteres Ziel der Ad-hoc-Publizität, das sich aus dem Zweck der Insiderhandelsprävention herausgebildet hat, ist das Prinzip der informationellen Chancengleichheit zu nennen, obwohl die Marktmissbrauchsrichtlinie nicht ausdrücklich auf diesem Gedanken aufbaut<sup>121</sup>. Herausgebildet wurde dieser Grundsatz maßgeblich durch die Rechtsprechung des EuGH<sup>122</sup>. Demnach fördert das Verbot von Insider-Geschäften die Gleichheit der Vertragspartner, indem es verhindert, dass einer von ihnen in Kenntnis einer Insider-Information einen Nutzen zum Nachteil Anderer zieht<sup>123</sup>. Daraus lässt sich der Grundsatz der informationellen Chancengleichheit ableiten<sup>124</sup>. Dieser vom EuGH postulierte Grundsatz stellt nach einer Meinung der Literatur sogar eine neue Rechtsquelle dar<sup>125</sup>, ist unabhängig davon aber jedenfalls bei der Auslegung künftiger Fälle heranzuziehen<sup>126</sup>.

---

117 EuGH, Urteil vom 22.11.2005 – *Grøngaard und Bang*, Rz. 22 und 33 = EuZW 2006, 25, 26 f.

118 Richtlinie 89/562/EWG, Erwägungsgründe 4 und 5.

119 Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 12; darauf abstellend auch EuGH, Urteil vom 23.12.2009 – *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, Rz. 37 = EuZW 2010, 227, 230.

120 Richtlinie 2003/6/EG, Erwägungsgrund 24.

121 Vgl. *Hupka*, EuZW 2011, 860, 863.

122 Grundlegend zur Marktmissbrauchsrichtlinie EuGH, Urteil vom 23.12.2009 – *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, Rz. 48 = EuZW 2010, 227, 231 unter Verweis auf EuGH, Urteil vom 10.05.2007 – *Georgakis*, Rz. 38 = EuZW 2007, 572, 573 zur Insiderrichtlinie, bestätigt durch EuGH, Urteil vom 07.07.2011 – *IMC Securities*, Rz. 27 = EuZW 2011, 715. Nach Ansicht von *Hupka*, EuZW 2011, 460, 463 kann deshalb die frühere Rechtsprechung zur Insiderrichtlinie unverändert für die Marktmissbrauchsrichtlinie Geltung beanspruchen.

123 EuGH, Urteil vom 23.12.2009 – *Spector Photo Group und Van Raemdonck*, Rz. 48 = EuZW 2010, 227, 231; EuGH, Urteil vom 10.05.2007 – *Georgakis*, Rz. 38 = EuZW 2007, 572, 573.

124 *Hupka*, EuZW 2011, 860, 853; *Klöhn*, NZG 2011, 166, 168 f.

125 Vgl. *Hupka*, EuZW 2011, 860, 863.

126 Die Bedeutung rührt daher, dass allgemeine Grundsätze ungeschriebenes primäres Gemeinschaftsrecht darstellen, vgl. *Hupka*, EuZW 2011, 860, 863; *Ruffert*, in:

Im Rahmen der Auslegung ist daher zu berücksichtigen, dass mit der Ad-hoc-Publizität die Überlegenheit eines mit Insider-Informationen ausgestatteten Teils von Anlegern verhindern werden soll. Stattdessen sollen sämtliche Marktteilnehmer die gleichen Chancen und Risiken haben. Folglich soll die Auslegung der Publizitätsvorschriften dazu führen, dass der Markt frühzeitig über Insider-Informationen informiert wird.

## 5. Preisbildungs- und Allokationsfunktion

Schließlich sorgen die unverzügliche Veröffentlichung von Insider-Informationen und die gleichmäßige Bekanntgabe auch dafür, dass sich zutreffende Marktpreise bilden<sup>127</sup>. Dies wirkt sich auf die alloкатive Effizienz des Kapitalmarkts aus<sup>128</sup>. Unter diesem Begriff ist die Steuerungsfähigkeit des Kapitalmarkts zu verstehen<sup>129</sup>. Die Anleger sollen „frühzeitig über marktrelevante Informationen verfügen, um sachgerechte Anlageentscheidungen treffen zu können“<sup>130</sup>. Dem liegt die Vorstellung zu Grunde, dass bekannt gegebene Insider-Informationen unverzüglich in den Börsen- oder Marktpreis eingepreist werden<sup>131</sup>. Die Erhaltung der alloкатiven Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist daher eine zentrale Aufgabe des Kapitalmarktrechts<sup>132</sup>.

Der Kapitalmarkt dient als wichtige Finanzierungsquelle für Unternehmen<sup>133</sup>. Die eingenommenen Mittel können von den Unternehmen für Investitionsentscheidungen verwendet werden. Da die Marktteilnehmer ihr Kapital nur in lohnende Objekte zur Erzielung von hoher Rendite bei gleichzeitig hinreichender Sicherheit investieren möchten, sorgt die Allokationsfunktion des Kapitalmarkts dafür, dass das Kapital zu den Unternehmen gelangt, die damit am sinnvollsten umgehen<sup>134</sup>. Dies führt folglich zu einer Verbesserung des volkswirtschaftlichen Wachstums, da nicht lohnenswerte Investitionen oder ein dauerhafter Rückzug aus dem Marktgeschehen vermieden werden<sup>135</sup>. Erst durch umfassende Informationen erhalten die Marktteilnehmer eine breitere Entscheidungsgrundlage, durch die sie die zu erwartende

---

Callies/Ruffert, EUV/AEUV, 4. Aufl. 2011, Art. 288 AEUV Rdn. 9; *Nettesheim*, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union, Stand 49. Ergänzungslieferung 2012, Art. 288 AEUV Rdn. 28.

127 *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135, 147.

128 Zu den Auswirkungen einer Erhöhung bzw. Verringerung des Aktienkurses auf die Kosten der Kapitalbeschaffung vgl. *Pellens*, AG 1991, 63 f.

129 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2013, § 1 Rz. 11.

130 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

131 Vgl. *Eichner*, S. 92.

132 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht- und Börsenrecht, 2. Aufl. 2010, § 1 Rz. 1.67, 1.71.

133 Vgl. v. *Dryander/Niggemann*, in: Hölters, Aktiengesetz, 2. Aufl. 2014, Vorbemerkung §§ 182 ff. Rdn. 20; die wachsende Bedeutung des Kapitalmarkts für die Unternehmensfinanzierung hervorhebend auch *Kaserer*, AG 2013, R100 ff.

134 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht- und Börsenrecht, 2. Aufl. 2010, § 1 Rz. 1.72; *Teichmann*, JuS 2006, 953, 954; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2013, § 1 Rz. 11.

135 Vgl. *Krause*, ZGR 2002, 799, 812.

Rendite ihrer Investition abschätzen und ihre Entscheidung dem anpassen können<sup>136</sup>. Nur wenn das Anlegerpublikum genügend Vertrauen in die Fairness, Stabilität und Integrität der Märkte hat, wird es sein Kapital investieren<sup>137</sup>.

Folglich muss bei der Auslegung der Vorgaben der Ad-hoc-Publizität darauf Rücksicht genommen werden, dass sie zur Verbesserung der Effizienz des Kapitalmarkts und zur Bildung angemessener Preise beitragen sollen, indem den Anlegern eine umfangreiche Informationsbasis zur Anlageentscheidung zur Verfügung gestellt wird.

## 6. Anlegerschutz

Von großer Bedeutung vor allem für die kapitalmarktrechtliche Haftung ist die Frage, ob die Vorgaben der Ad-hoc-Publizität die Gesamtheit der Anleger schützen oder ob zumindest auch die Vermögensinteressen individueller Anleger geschützt werden sollen. Auch dies ist bei der Auslegung der Normen zu berücksichtigen. Von der Beantwortung dieser Frage hängt es auch ab, ob § 15 WpHG als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB<sup>138</sup> eingestuft werden kann. Die Einordnung als Schutzgesetz bestimmt sich nach Inhalt, Zweck und Entstehungsgeschichte der Norm<sup>139</sup>. Entscheidend ist, ob der Gesetzgeber den Rechtsschutz gewollt oder zumindest mitgewollt hat<sup>140</sup>. Dabei kommt es darauf an, dass die Schaffung eines Schadensersatzanspruchs sinnvoll und im Lichte des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheint<sup>141</sup>.

Die Rechtsprechung sieht in § 15 WpHG keinen Individualschutz sondern ausschließlich das im öffentlichen Interesse liegende Ziel der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts vermittelt<sup>142</sup>. Der BGH verweist dabei auch auf die Klarstellung des § 15 Abs. 6 WpHG, wonach bei Verstößen gegen § 15 WpHG Schadensersatzansprüche nur aus anderen Anspruchsgrundlagen herrühren können<sup>143</sup>. Auch der Wille des Gesetzgebers verdeutlicht diesen Standpunkt. Insbesondere wurden die vom BGH aufgegriffenen Argumente bereits durch den Finanzausschuss

---

136 Vgl. Büche, S. 70; Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, 6. Aufl. 2006, S. 469, 470.

137 Lenenbach, Kapitalmarktrecht- und Börsenrecht, 2. Aufl. 2010, § 1 Rz. 1.73; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2013, § 1 Rz. 11.

138 Vgl. Wagner, in: Münch Komm BGB, 6. Aufl. 2013, § 823 Rdn. 405, wonach für die Eigenschaft als Schutzgesetz maßgebend ist, ob die verletzte Vorschrift dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt ist, wobei der Individualschutz jedoch nicht der ausschließliche Zweck sein muss.

139 Hager, in: Staudinger, BGB, Neubearbeitung 2009, § 823 Rdn. G 23.

140 Hager, in: Staudinger, BGB, Neubearbeitung 2009, § 823 Rdn. G 23 mit Verweis auf BGH, Urteil vom 28.03.2006 = NJW 2006, 2110, 2112 sowie BGH, Urteil vom 11.01.2005 = NJW-RR 2005, 673.

141 BGH, Urteil vom 11.06.2013 = BB 2013, 2318, 2321.

142 Vgl. BGH, Urteil vom 19.07.2004 = NZG 2004, 816, 817.

143 BGH, Urteil vom 19.07.2004 = NZG 2004, 816, 817.

des Bundestags zum Gesetzesentwurf des 2. FFG hervorgehoben<sup>144</sup>. Die daraus folgende Ablehnung von § 15 WpHG als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB entspricht, anders als noch zu § 44a BörsG a.F.<sup>145</sup>, auch der herrschenden Meinung in der Literatur<sup>146</sup>.

Zwar wird aus der Einführung der Haftungsvorschriften der §§ 37b, 37c WpHG<sup>147</sup> teilweise gefolgert, dass aus den Ad-hoc-Publizitäts-Regelungen ein Individualschutz abzuleiten sei<sup>148</sup>. Allerdings wurde in der Begründung zum 4. FFG klargestellt, dass § 15 WpHG auch nach Einführung der §§ 37b, 37c WpHG kein Schutzgesetz ist, da Schutzgut die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist<sup>149</sup>.

Dass die Information des Kapitalmarkts durch die Bekanntgabe von Insider-Informationen letztlich auch den individuellen Anlegern zu Gute kommt, wird damit nicht bestritten. Zurecht ist nämlich davon auszugehen, dass der Funktionenschutz des Kapitalmarkts und der Individualschutz der Anleger „zwei Seiten derselben Medaille“ sind<sup>150</sup>. Jedoch muss festgehalten werden, dass der individuelle Anleger-schutz nicht von § 15 WpHG bezweckt, sondern lediglich Reflex des kollektiven Anlegerschutzes ist<sup>151</sup>. Somit handelt es sich um kein eigenständiges Regelungsziel sondern ein der Integrität des Finanzmarkts dienendes Ziel<sup>152</sup>. Bei der Interpretation der gesetzlichen Bestimmungen ist daher nicht gesondert darauf zu achten, dass in besonderem Maß auf den Schutz individueller Anleger geachtet wird, sondern nur auf das breite Anlegerpublikum in seiner Gesamtheit.

## 7. Fazit

Die Zielsetzung der Ad-hoc-Publizität hat sich im Laufe der Jahre gewandelt. Während zu Beginn der ersten Kodifikationen die Ergänzung der Regelpublizität im

---

144 Bericht des Finanzausschusses zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 102.

145 Schäfer, ZIP 1987, 953, 956; Schwark, NJW 1987, 2041, 2045; Hopt, in: Baumbach/Hopt, HGB, 29. Aufl. 1995, § 44a BörsG Rdn. 1; Assmann, ZGR 1994, 494, 529.

146 Vgl. ausführlich Krause, ZGR 2002, 799, 808 ff.; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 15 Rdn. 439; Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 15 Rdn. 307; Klöhn, in: Köln Komm WpHG, 2. Aufl. 2014, § 15 Rdn. 464 ff.

147 Eingefügt durch Art. 2 Nr. 24 des 4. FFG, BGBl. I, S. 2034.

148 Vgl. Versteegen, in: Köln Komm WpHG, 1. Aufl. 2007, § 15 Rdn. 7.

149 RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

150 Vgl. Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 159, der den Willen des Gesetzgebers, dass § 15 WpHG kein Schutzgesetz ist, akzeptiert, dabei jedoch das Argument, das WpHG sei insgesamt nur im öffentlichen Interesse ergangen, ablehnt.

151 Vgl. Frowein, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 1. Aufl. 2008, § 10 Rdn. 3 FN. 14, wonach allein die Absicht, nicht aber die Wirkung der Vorschrift entscheidend sei; vgl. auch Zimmer/Kruse, in: Schwark/Zimmer, § 15 Rdn. 6; Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 15 Rdn. 31; für das europäische Kapitalmarktrecht vgl. auch Lutter/Bayer/Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, § 17 Rdn. 28.

152 Assmann, ZBB 1989, 49, 56.

Vordergrund stand, wurde dieser Zweck langsam in den Hintergrund gedrängt. Stattdessen wurde mit der Ad-hoc-Publizität in zunehmendem Maße beabsichtigt, Insiderhandel präventiv zu verhindern. Die Ad-hoc-Vorschriften erfüllen insoweit eine Doppelfunktion als Publizitäts- und Präventionsinstrument<sup>153</sup>.

Eng mit der Insiderhandelsprävention verbunden ist das Ziel, dass allen Anlegern auf einer gemeinsamen Informationsgrundlage die gleichen Chancen eingeräumt werden sollen, so dass eine marktgerechte Preisbildung und Allokation der Finanzierungsmittel gewährleistet ist. Dies stellt gleichzeitig einen Beitrag zur Stärkung des Anlegervertrauens dar. Die Ad-hoc-Publizitätsvorschriften sind so auszulegen, dass diese Regelungsziele verwirklicht werden. Dies gelingt dadurch, dass allen Anlegern gleichermaßen eine umfassende Informationsgrundlage geboten wird.

### III. Anknüpfungspunkte und Auswirkungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Die Ad-hoc-Publizität hat nicht nur eine theoretische Bedeutung sondern auch ganz konkrete und massive Auswirkungen, wenn ihr nicht die gehörige Beachtung geschenkt wird.

#### 1. Bußgelder

Gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. a) WpHG handelt ordnungswidrig, wer entgegen § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt oder nicht oder nicht rechtzeitig im Sinne des § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG nachholt. Den Bußgeldrahmen setzt § 39 Abs. 4 WpHG auf einen Maximalbetrag von EUR 1.000.000,- fest. Gegenüber der ursprünglichen Bußgeldandrohung bei einem Verstoß gegen § 44a BörsG a.F.<sup>154</sup> bedeutet dies (ohne Indexierung) eine Steigerung um circa 2.000%.

Bereits die vorgeschlagene Verzehnfachung des Bußgeldrahmens in § 32 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 3 WpHG auf DM 500.000,- im Regierungsentwurf zum 2. FFG zur Schaffung des WpHG wurde als Reaktion auf eine vom Gesetzgeber vermutete bewusste Missachtung der Ad-hoc-Publizitäts-Verpflichtung des § 44a BörsenG a.F. verstanden<sup>155</sup>. Der Finanzausschuss des Bundestages empfahl jedoch sogar eine Erhöhung des Bußgeldrahmens auf DM 3.000.000,-<sup>156</sup>. Begründet wurde dies damit, dass Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität zur Verunsicherung der Marktteilnehmer und zur erhöhten Gefahr von Insiderverhalten beitragen<sup>157</sup>. Aufgrund der außerordentlich

---

153 Vgl. zu dieser Doppelfunktion auch *Koch*, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 9 Rdn. 1, S. 380.

154 Vgl. FN. 33.

155 *Happ*, JZ 1994, 240, 241.

156 Bericht des Finanzausschusses zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 33.

157 Bericht des Finanzausschusses zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 108.

bedeutsamen wirtschaftlichen Dimension wurde dieser hohe Bußgeldrahmen für angemessen und erforderlich erachtet<sup>158</sup> und folglich auch ins Gesetz übernommen.

Im Rahmen der Euro-Umstellung wurde der Betrag auf EUR 1.500.000,- angepasst<sup>159</sup> und durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz auf die nunmehr geltende Höchstsumme von EUR 1.000.000,- reduziert.

Grundsätzlich richtet sich die Sanktionierung aufgrund § 130 OWiG gegen die Vorstandsmitglieder, da eine juristische Person nicht schuldfähig ist<sup>160</sup>. Der Emittent kann jedoch ebenfalls gemäß § 30 OWiG sanktioniert werden, was in der Praxis den Regelfall darstellt<sup>161</sup>.

## 2. Schadensersatzpflicht

Während die Androhung eines Bußgeldes für größere Aktiengesellschaften meist keine abschreckende Wirkung haben wird, ist die Gefahr langwieriger Schadensersatzklagen enttäuschter Anleger von größerer Bedeutung<sup>162</sup>. Insbesondere die Möglichkeit von Musterverfahren durch § 1 Abs. 1 Nr. 1 KapMuG<sup>163</sup> hat dazu geführt, dass Anlegerklagen eine breitere Aufmerksamkeit zukommt.

In der Boom-Phase des „Neuen Marktes“ täuschten einige Unternehmen die Anleger durch unrichtige oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen<sup>164</sup>. Den Anlegern stand jedoch kein Schadensersatzanspruch zu, da die Voraussetzungen einer deliktischen Haftung nicht gegeben waren, insbesondere weil § 15 WpHG kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB ist<sup>165</sup>. Die strafrechtlichen Voraussetzungen der §§ 263, 264a StGB als anerkannte Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB lagen

---

158 Bericht des Finanzausschusses zum 2. FFG, BT-Drucks. 12/7918, S. 108.

159 Art. 3 Abs. 6 Nr. 2 des Gesetzes zur Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes, insbesondere zur Durchführung der EG-Richtlinie 98/78/EG vom 27. Oktober 1998 über die zusätzliche Beaufsichtigung der einer Versicherungsgruppe angehörenden Versicherungsunternehmen sowie zur Umstellung von Vorschriften auf Euro vom 21.12.2000, BGBl. I, S. 1857.

160 Koch, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 19 Rdn. 142, S. 414.

161 Koch, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, § 19 Rdn. 142, S. 414.

162 Dies zeigt sich beispielsweise auch daran, dass die DaimlerChrysler AG den Einspruch gegen das Bußgeld wegen des Streits, ob die Ad-hoc-Mitteilung des Ausscheidens von Herrn Schrepp verspätet war, nach der Entscheidung des OLG Frankfurt in zweiter Instanz zurückgenommen hat, das Kapitalanlegermusterverfahren hingegen noch immer läuft und bereits mehrere Instanzen beschäftigt hat.

163 Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz – KapMuG) vom 19. Oktober 2012, BGBl. I, S. 2182.

164 Vgl. die Anmerkung von *Tilp* in ZIP 2002, 1729, der auch beispielhaft auf die Vorgänge bei der Infomatec AG eingeht.

165 Siehe dazu bereits die Ausführungen in B.II.6.

darüber hinaus zumeist nicht vor<sup>166</sup>. Folglich wurden die Klagen der enttäuschten Anleger von den Gerichten konsequenterweise abgewiesen<sup>167</sup>.

Als Reaktion darauf wurden die Schadensersatzanspruchsgrundlagen der §§ 37b, 37c WpHG durch das 4. FFG eingefügt und damit eine Lücke im Anlegerschutz geschlossen<sup>168</sup>. Der Gesetzgeber hat erkannt, dass die Anleger nur unzureichend geschützt waren und das Publizitätsverhalten einiger börsennotierter Unternehmen starke Mängel aufwies<sup>169</sup>. Gemäß § 37b Abs. 1 WpHG besteht nunmehr eine Schadensersatzpflicht des Emittenten wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung von Insider-Informationen. § 37c Abs. 1 WpHG erweitert die Haftung auf die Fälle der Veröffentlichung einer unwahren Insider-Information. Folglich stehen Emittenten noch stärker in der Pflicht, die Ad-hoc-Publizität vorgabengetreu umzusetzen.

### 3. Verfügungen im Rahmen der Missstands-Aufsicht der BaFin

Eine weitere mögliche Konsequenz einer unzureichenden Beachtung der Ad-hoc-Regelungen ist die Möglichkeit der BaFin, im Rahmen der Missstands-Aufsicht gemäß § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG vorzugehen, wenn die Missstände die ordnungsmäßige Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können. Möglich sind dabei Verwaltungsakte sowie der Abschluss eines öffentlich-rechtlichen Vertrages<sup>170</sup>, aber auch schlicht hoheitliches Handeln<sup>171</sup>. Das Einschreiten der BaFin steht in ihrem Ermessen<sup>172</sup>.

§ 4 Abs. 2 S. 1 WpHG eröffnet der BaFin die Möglichkeit, Anordnungen zu treffen, die zur Durchsetzung der Gebote des WpHG geeignet und erforderlich sind. Dabei hat die BaFin ein weites Auswahlermessen bei der Wahl des konkreten Mittels, das nur durch das Verhältnismäßigkeitsprinzip sowie den Zweck der Marktaufsicht begrenzt wird<sup>173</sup>. Konkretisiert wird § 4 Abs. 2 WpHG durch § 4 Abs. 3 bis 6 WpHG<sup>174</sup>.

---

166 Vgl. *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 37c Rdn. 5.

167 BGH, Urteil vom 19.07.2004 = NZG 2004, 186; LG München I, Urteil vom 28.06.2001 = NJW-RR 2001, 1701; LG Augsburg, Urteil vom 09.01.2002 = NZG 2002, 428; OLG München, Urteil vom 01.10.2002 = NZG 2002, 1107; AG München, Urteil vom 05.09.2001 = NJOZ 2001, 1882; OLG München, Urteil vom 18.07.2002 = NJW-RR 2002, 1702; LG Kassel, Teilurteil vom 14.08.2002 = NZG 2003, 136; LG Bonn, Urteil vom 15.05.2001 = AG 2001, 484.

168 *Sethe*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 37c Rdn. 5.

169 RegE 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 93.

170 *Schlette/Bouchen*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 4 Rdn. 25.

171 So *Döhmel/Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 4 Rdn. 17.

172 Vgl. *Zetsche*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 4 WpHG Rdn. 35. So kann sie auch zur Überzeugung gelangen, dass ein Bußgeld gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. a) WpHG hinreichend geeignet ist, zukünftigen Rechtsverletzungen wirksam entgegenzuwirken.

173 Vgl. *Schlette/Bouchen*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 4 Rdn. 35.

174 *Giesberts*, in: Köln Komm WpHG, 1. Aufl. 2007, § 4 Rdn. 103.

Die BaFin ist gemäß § 4 Abs. 6 WpHG insbesondere befugt, eine nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise abgegebene Ad-hoc-Mitteilung an Stelle des Pflichtigen vornehmen<sup>175</sup>. Daneben kann sie durch Verwaltungsakt den Emittenten zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung anhalten.

---

175 Vgl. *Lutter/Bayer/Schwarz*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, § 17 Rdn. 182; *Zetsche*, in: *Schwarck/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 4 Rdn. 67.