

Die Ad-hoc-Publizität

Zwischen europäischer Vorgabe und
nationaler Umsetzung und zwischen
Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht

Von

Dr. Joachim von Klitzing

B 59 083

Juristische Gesamtbibliothek
Technische Universität Darmstadt



Carl Heymanns Verlag KG · Köln · Berlin · Bonn · München

Inhalt

Vorwort	V
Einleitung	I
1. Teil Das US-amerikanische Modell der Legitimation von Publizitätsvorschriften	7
A. Vorbildfunktion des US-amerikanischen Kapitalmarkts	7
B. Die Legitimationsdiskussion in den USA	8
I. Argumente für freiwillige Unternehmenspublizität	9
1. Das Coase-Theorem	9
2. Veröffentlichungsanreize ohne zwingende Vorschriften	10
3. Die Theorie von den informationseffizienten Kapitalmärkten	13
4. Empirische Untersuchungen	18
5. Zusammenfassung	19
II. Argumente für zwingende Publizitätsvorschriften	19
1. Publizitätsvorschriften als Mittel zur Verhinderung von Betrug	21
a) Notwendiges Zusammenwirken von Betrugsverbot und zwingenden Publizitätsvorschriften	21
b) Untauglichkeit privatrechtlich vereinbarter Schutzmechanismen ..	23
c) Bedeutungslosigkeit empirisch festgestellter Betrugsfälle trotz eingeführter Publizitätsvorschriften	23
2. Publizitätsvorschriften als Mittel für eine korrekte Preisbildung	24
a) Untauglichkeit der Theorie der informationseffizienten Kapitalmärkte für eine korrekte Preisbildung	24
b) Irrationalitäten als Hindernis einer korrekten Preisbildung	25
c) Publizitätsvorschriften als Mittel gegen Irrationalitäten	26
C. Der Einfluß des US-amerikanischen Legitimationsmodells auf das europäische und deutsche Recht	27
2. Teil Die Ad-hoc-Publizität im europäischen und deutschen Recht	29
<i>1. Kapitel Die Entstehung der Ad-hoc-Publizität im europäischen und deutschen Recht</i>	29
A. Die Grundlagen eines europäischen Kapitalmarktrechts	29
B. Die Börsenzulassungs-Richtlinie vom 05.03.1979	32
I. Entstehung der Richtlinie	32
II. Rechtsgrundlagen der Richtlinie	33
III. Inhalt der Richtlinie	34

IV.	Das Verhältnis zur Auskunftspflicht in Art. 13 der Richtlinie	36
V.	Kritik an der neuen Publizitätspflicht	37
C.	Die Umsetzung in deutsches Recht in § 44a BörsG	38
D.	Die Bedeutungslosigkeit des § 44a BörsG in der Praxis	38
E.	Die Insider-Richtlinie vom 13.11.1989	40
F.	Die Umsetzung in deutsches Recht in § 15 WpHG	43
I.	Das Wertpapierhandelsgesetz als Bestandteil des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes	43
II.	Die Stellung des § 15 WpHG im Wertpapierhandelsgesetz	45
III.	Änderungen durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz	46
2. Kapitel	<i>Funktionen und geschützter Personenkreis der Ad-hoc-Publizität im europäischen und deutschen Recht</i>	47
A.	Funktionen nach europäischem Recht	47
I.	Ergänzung der periodischen Unternehmenspublizität	47
II.	Insiderrechtliche Präventivmaßnahme	48
B.	Funktionen nach deutschem Recht	48
I.	Ergänzung der periodischen Unternehmenspublizität	49
1.	Jahresabschlußpublizität	49
2.	Zwischenberichtspublizität	49
3.	Das Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zur periodischen Publizität	49
II.	Insiderrechtliche Präventivmaßnahme	50
C.	Geschützter Personenkreis nach europäischem Recht	51
I.	Geschützter Personenkreis der Börsenzulassungs-Richtlinie	51
II.	Geschützter Personenkreis der Insider-Richtlinie	52
D.	Geschützter Personenkreis nach deutschem Recht	53
E.	Zusammenfassung	54
3. Kapitel	<i>Der Tatbestand der Ad-hoc-Publizität im europäischen und deutschen Recht</i>	55
A.	Vorbemerkungen zu den Tatbeständen	55
I.	Der zusammengesetzte Tatbestand im europäischen Recht	55
II.	Der Tatbestand des § 15 WpHG und die Grenzen der Auslegung	55
B.	Der personelle Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität	57
I.	Die Gesellschaft als Normadressat der Börsenzulassungs-Richtlinie	57
II.	Der Emittent als Normadressat von § 15 WpHG	57
1.	Deutsche und ausländische Emittenten	58
2.	Emittenteneigenschaft des Konzerns	58
C.	Von der Publizitätspflicht erfaßte Wertpapiere	59
I.	Der europäische Wertpapierbegriff	59
1.	Der Wertpapierbegriff der Börsenzulassungs-Richtlinie	59

2.	Der erweiterte Wertpapierbegriff der Insider-Richtlinie	59
3.	Marktbezogenheit des Wertpapierbegriffs der Insider-Richtlinie	60
II.	Der deutsche Wertpapierbegriff	61
1.	Der Wertpapierbegriff des früheren § 44a BörsG	61
2.	Der Wertpapierbegriff in § 2 Abs. 1 WpHG	61
3.	Marktbezogenheit des Wertpapierbegriffs	62
a)	Der amtliche Handel und der geregelte Markt	63
b)	Der Freiverkehr	63
c)	Der neue Markt	66
d)	Der außerbörsliche Telefonhandel	66
III.	Zusammenfassung	67
D.	Der Tatsachenbegriff	67
I.	Der Tatsachenbegriff im europäischen Recht	67
1.	Der Tatsachenbegriff in der Börsenzulassungs-Richtlinie	67
2.	Weitere Merkmale des Tatsachenbegriffs der Börsenzulassungs-Richtlinie	69
3.	Einfluß der Insider-Richtlinie auf den Tatsachenbegriff der Börsenzulassungs-Richtlinie	69
II.	Der Tatsachenbegriff im deutschen § 15 WpHG	72
1.	Abgrenzung von der Insidertatsache	72
2.	Der Tatsachenbegriff im engeren Sinne	74
3.	Keine Einbeziehung von inneren Tatsachen	75
4.	Kognitive und voluntative Tatsachen	77
5.	Kein Erfordernis der Rechtswirksamkeit einer Tatsache	78
6.	Bedeutungslosigkeit der Unterscheidung von Einzeltatsache und Gesamttatsache	80
7.	Maßgeblichkeit des »Eingetreten Seins« einer Tatsache	82
a)	Bedeutung des Merkmals aus der Sicht der Literatur	82
b)	Stellungnahme und eigener Ansatz	84
c)	Bedeutungslosigkeit des Realisierungsgrades einer Tatsache	85
8.	Abgrenzungen von Werturteilen und anderen subjektiven Wertungen	86
a)	Ausschluß einer reinen Prognosepublizität	86
b)	Ausschluß von Prognosen mit Tatsachencharakter	87
9.	Handhabung von Gerüchten	88
10.	Bedeutungslosigkeit des Merkmals der »Neuheit« einer Tatsache	89
11.	Zusammenfassung	90
E.	Öffentliche Bekanntheit der Tatsache	91
I.	Das Verständnis der öffentlichen Bekanntheit im europäischen Recht	91
1.	Die »breite Öffentlichkeit« der Börsenzulassungs-Richtlinie	91
2.	Das Merkmal der Öffentlichkeit in der Insider-Richtlinie	91
a)	Herstellung der Öffentlichkeit durch Kenntnisnahmemöglichkeit	91
b)	Maßgeblichkeit der Kenntnisnahmemöglichkeit für das Anlegerpublikum	93
II.	Das Verständnis der öffentlichen Bekanntheit in § 15 WpHG	94
1.	Das Kriterium der »Bereichsöffentlichkeit«	94
2.	Herstellung der »Bereichsöffentlichkeit« durch Kenntnisnahmemöglichkeit	95
3.	Kritik an dem Kriterium der »Bereichsöffentlichkeit«	96
a)	Unvereinbarkeit mit den europäischen Vorgaben	96
b)	Benachteiligung der privaten Anleger	97

4.	Gründe für die Beibehaltung der »Bereichsöffentlichkeit«	98
a)	Zusammenhang zwischen »Bereichsöffentlichkeit« und Informationseffizienz	98
b)	Unproblematische praktische Handhabung	99
c)	Utopie der Chancengleichheit aller Anleger	99
d)	Faktische Herstellung einer breiten Öffentlichkeit durch neue Medien	100
5.	Auswirkungen des Kriteriums der »Bereichsöffentlichkeit« auf die Pflichten der Kreditinstitute	101
6.	Zusammenfassung	102
F.	Emittentenbezug der Tatsache	102
I.	Die Vorgabe in der Börsenzulassungs-Richtlinie	102
II.	Der Emittentenbezug in § 15 WpHG	102
1.	Keine Veröffentlichungspflicht von Marktdaten	102
2.	Vergleich mit dem Emittenten- und Insiderpapier-Bezug in § 13 Abs. 1 WpHG	103
3.	Problematik der Übernahmeangebote	105
a)	Feindliche Übernahme	105
b)	Freundliche Übernahme	107
4.	Wesentliche Drittbeteiligungen	107
5.	Konzernzugehörigkeit des Emittenten	108
a)	Mutter- und Tochtergesellschaft sind publizitätspflichtig	108
b)	Nur die Muttergesellschaft ist publizitätspflichtig	108
c)	Nur die Tochtergesellschaft ist publizitätspflichtig	109
6.	Zusammenfassung	110
G.	Auswirkungen der Tatsache	110
I.	Die Vorgabe in der Börsenzulassungs-Richtlinie	110
II.	Das Merkmal der Auswirkungen in § 15 WpHG	110
1.	Die ursprüngliche Fassung von § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG	110
2.	Änderung durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz	111
3.	Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage	112
a)	Einbeziehung der Ertragslage	113
b)	Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung als Darstellungsmittel	114
c)	Bedeutung des Anhangs	115
4.	Auswirkungen auf den allgemeinen Geschäftsverlauf	115
a)	Unterscheidung zwischen freiwilligen Angaben und Pflichtangaben	116
b)	Stellungnahme	118
5.	Das Erfordernis der Auswirkungen	119
a)	Potentielle Auswirkungen als hinreichendes Erfordernis	119
b)	Entbehrlichkeit des Merkmals der Auswirkungen?	121
c)	Stellungnahme	122
6.	Bedeutungslosigkeit des Kriteriums der »Unumkehrbarkeit«	123
a)	Herleitung des Kriteriums aus den Gesetzesmaterialien	123
b)	Stellungnahme zum Verständnis in der Literatur	125
7.	Zusammenfassung	127
H.	Das Kursbeeinflussungspotential der neuen Tatsache	127
I.	Das Kursbeeinflussungspotential im europäischen Recht	127
II.	Das Kursbeeinflussungspotential in § 15 WpHG	128

1. Das Erfordernis der bloßen »Eignung« zur Kursbeeinflussung	129
2. Die Bestimmung des Kursbeeinflussungspotentials	129
a) Ex-ante Beurteilung	129
b) Argumente gegen eine ex-ante Beurteilung	130
c) Die Vorschläge von Assmann und Hopt	132
d) Ex-post Beurteilung durch die Gerichte und das BaWe	133
3. Maßgebliche Sichtweise der Kapitalmarktteilnehmer	133
4. Bestimmung der »Erheblichkeit« des Kursbeeinflussungspotentials	134
a) Kritik an der Unbestimmtheit des Merkmals	134
b) Feste Prozentwerte	134
aa) Vorschlag von Claussen	135
bb) Kritik an der Verwendung fester Prozentwerte	136
c) Orientierung an den Plus- und Minuszusätzen der Kursmakler	137
aa) Erwähnung des Kriteriums in den Gesetzesmaterialien	137
bb) Ausgestaltung als reine Orientierungshilfe	138
d) Berücksichtigung besonderer Kursschwankungsfaktoren	139
aa) Berücksichtigung der Volatilität	140
bb) Berücksichtigung der Liquidität	140
e) Entbehrlichkeit der Kurserheblichkeitsprüfung	141
f) Normative Bestimmung der Erheblichkeit des Kursbeeinflussungspotentials	142
g) Maßgeblichkeit des Ergebnisses nach DVFA/SG	143
h) Wirtschaftlicher Ansatz der Staatsanwaltschaft beim Landgericht Frankfurt am Main	146
i) Die Maßgeblichkeit des Verhaltens eines Insiders	146
j) Stellungnahme und Zusammenfassung	149
5. Kausalitätsbeziehung zwischen den Auswirkungen und der Kursbeeinflussung	150
6. Beispielskatalog für potentiell veröffentlichungspflichtige Tatsachen	151
I. Die Sonderregelung für Schuldverschreibungen	153
I. Die eigenständige Regelung in der Börsenzulassungs-Richtlinie	153
II. Die Veränderung der eigenständigen Regelung durch die Insider-Richtlinie	154
III. Die Umsetzung in § 15 WpHG	154
1. Wortlautargument für die Einbeziehung nur negativer Unternehmensereignisse	155
2. Argumente gegen eine Sonderregelung für Schuldverschreibungen	156
3. Stellungnahme und Zusammenfassung	158
4. Besonderheiten bei vorzeitiger Kündigung oder Auslosung einer Schuldverschreibung	159
J. Vermeidbarkeit von Ad-hoc-Meldungen durch kontinuierliche Transparenz	161
K. Analoge Anwendung des § 15 WpHG	162
I. Analogie bei Insiderfaktoren	162
II. Analogie bei Familien- und Aktienpools	163
4. Kapitel Die Befreiung von der Veröffentlichungspflicht als Ausnahme vom Tatbestand	165
A. Der Befreiungstatbestand im europäischen Recht	165

B. Die Befreiungsmöglichkeit nach § 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG	166
I. Vergleich mit dem früher geltenden § 44 a Abs. 1 Satz 3 BörsG	166
II. Schutzzweck der Befreiungsmöglichkeit	167
III. Antrag als formelle Befreiungsvoraussetzung	168
IV. Definition des »berechtigten Interesses«	168
V. Interessenabwägung des BaWe	170
VI. Die Entscheidung des BaWe	171
1. Ermessensentscheidung	171
2. Volle gerichtliche Überprüfung	173
a) Bestehen eines verwaltungsrechtlichen Beurteilungsspielraums?	173
b) Stellungnahme	175
VII. Keine Entscheidungsfrist für das BaWe	176
VIII. Suspensiveffekt der Befreiung	176
IX. Dauer der Befreiung	177
X. Veröffentlichungspflicht trotz Befreiung bei Verdacht auf Insiderverstöße	178
1. Veröffentlichungspflicht wegen Verstoßes gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG	178
2. Wegfall der Befreiungsvoraussetzungen	179
3. Pflicht des Emittenten zur Information über möglichen Insiderhandel	180
XI. Auswirkungen der Befreiung auf die Mitteilungspflicht gegenüber der Börsengeschäftsführung	181
1. Keine Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 Abs. 2 WpHG	181
2. Keine Informationspflicht nach § 44c BörsG	181
3. Auswirkung der Befreiung bei zufälliger Kenntnisnahme durch die Börsengeschäftsführung	182
XII. Befreiung bei Konzernsachverhalten	183
XIII. Praktische Erfahrungen mit der Befreiungsmöglichkeit	183
XIV. Keine Amtshaftung für rechtswidrige Befreiungsentscheidungen des BaWe	184
XV. Zusammenfassung	186
 5. Kapitel Die Rechtsfolgen der Ad-hoc-Publizität	187
A. Mitteilungspflichten	187
I. Mitteilungspflicht nach Art. 17 der Börsenzulassungs-Richtlinie	187
II. Mitteilungspflichten nach § 15 Abs. 2 WpHG	187
1. Adressaten der Ad-hoc-Mitteilung	188
2. Die Ad-hoc-Mitteilung als Grundlage der Entscheidung über eine Kursaussetzung oder -einstellung	189
a) Voraussetzungen der Kursaussetzung	190
aa) Gefährdung des ordnungsgemäßen Börsenhandels	190
bb) Schutz des Anlegerpublikums	190
b) Voraussetzungen der Kurseinstellung	191
c) Folgen der Kursaussetzung bzw. -einstellung	191
aa) Folgen für den Börsenhandel	191
bb) Folgen für die Effektaufträge	192
d) Abgrenzung von der Kursstreichung und vom trading halt	192
e) Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung	193
f) Dauer der Kursaussetzung	194
g) Vermeidbarkeit der Kursaussetzung durch Veröffentlichung außerhalb der Handelszeiten	195

h) Erstreckung der Kursaussetzungs- bzw. Kurseinstellungsbefugnis auf den XETRA-Handel	196
3. Auslandsemittentenprivileg durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz	197
4. Zusammenfassung	198
B. Veröffentlichungsverfahren	198
I. Veröffentlichungsverfahren nach Art. 17 der Börsenzulassungs-Richtlinie	198
1. Veröffentlichungsmedien	198
2. Veröffentlichungssprache	199
II. Geltung des Art. 17 im Rahmen der Insider-Richtlinie	199
III. Veröffentlichungsverfahren nach § 15 Abs. 3 WpHG	199
1. Verantwortlichkeit des Emittenten	199
2. Veröffentlichungsmedien	200
a) Überregionale Börsenpflichtblätter	200
b) Elektronisch betriebene Informationsverbreitungssysteme	201
3. Sprache der Veröffentlichung	201
4. Umfang und Inhalt der Veröffentlichung	202
5. Unerlaubte Vorveröffentlichungen	203
a) Zwingende Einhaltung des Veröffentlichungsverfahrens	203
b) Verhältnis zwischen § 131 AktG und § 15 WpHG	204
aa) Theoretische Konfliktsituationen	204
bb) Vorrang von § 15 WpHG	206
cc) Herstellung der Bereichsöffentlichkeit während der Hauptversammlung	207
dd) Besonderheiten bei möglicher Befreiung von der Veröffentlichungspflicht	208
c) Keine Kollision mit betriebsverfassungsrechtlichen Unterrichtungspflichten	208
6. Entbehrlichkeit des Veröffentlichungshinweises im Bundesanzeiger	209
7. Übersendung der Veröffentlichungsbestätigung	210
8. Veröffentlichungsverhalten und internationale Börsenzulassung	210
9. Grenzüberschreitendes Veröffentlichungsverfahren	211
10. Zusammenfassung	211
6. Kapitel Sanktionen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität	213
A. Europarechtlich vorgegebener Sanktionierungszwang	213
I. Unklare Sanktionsvorgaben in der Börsenzulassungs-Richtlinie	213
II. Sanktionierungspflicht nach Art. 13 der Insider-Richtlinie	213
B. Sanktionen nach deutschem Recht	214
I. Ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen	214
1. Haftung der Vorstandsmitglieder	216
2. Haftung der Emittenten	216
II. Strafrechtliche Sanktionen	217
III. Zivilrechtliche Sanktionen	217
1. Keine Haftung der Emittenten aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 15 WpHG	217
2. Vorschlag von Gehrt zur direkten Haftung der Vorstandsmitglieder aus § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. § 15 WpHG	220
3. Vereinbarkeit des Haftungsausschlusses mit europäischem Recht?	222

a)	Vereinbarkeit mit Art. 13 Satz 2 der Insider-Richtlinie	222
b)	Unvereinbarkeit mit dem durch die europäische Ad-hoc-Publizität geschützten Personenkreis	222
c)	Herleitung der Schutzgesetzzeigenschaft von § 15 WpHG aus Art. 10 EGV	224
d)	Pflicht zur richterrechtlichen Rechtsfortbildung	227
4.	Auswirkung der Zulassung eines zivilrechtlichen Schadensersatzanspruchs auf die Gesetzesauslegung	227
5.	Zusammenfassung	228
IV.	Weitere Sanktion	228
V.	Kritik an den unterschiedlichen Rechtswegen	229
3. Teil	Die Bestimmung des Zeitpunkts der Publizitätspflichtigkeit als Ausdruck des Spannungsverhältnisses zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht	231
A.	Der Zeitpunkt der Publizitätspflichtigkeit im europäischen Recht	231
B.	Der Zeitpunkt der Publizitätspflichtigkeit im deutschen Recht	232
I.	Die Bedeutung des Merkmals »unverzüglich« für die Bestimmung des Zeitpunkts	232
II.	Bestimmung des Veröffentlichungszeitpunkts bei verschiedenen Fallgruppen »gestreckter Sachverhalte«	234
1.	Mehrstufige Entscheidungsprozesse	234
a)	Grundsatz der Maßgeblichkeit des Aufsichtsratsbeschlusses	234
b)	Vorverlagerung der Veröffentlichungspflicht	237
aa)	Vorverlagerung aufgrund einer Wahrscheinlichkeitsprognose	237
bb)	Vorverlagerung wegen fehlenden Ermessensspielraums des Aufsichtsrats	239
cc)	Vorverlagerung wegen der Gefahr von Insidergeschäften	240
dd)	Stellungnahme	241
c)	Besonderheiten beim Jahresabschluß	242
aa)	Die Auffassung des BaWe	243
bb)	Argumente im Schrifttum für die Maßgeblichkeit der Aufstellung des Jahresabschlusses durch den Vorstand	243
(1)	Abänderbarkeit des festgestellten Jahresabschlusses	243
(2)	Bedeutung des Aufstellungsbeschlusses für die Kapitalmarktteilnehmer	244
(3)	Vergleich mit Erstellung anderer Rechnungslegungsinstrumente	244
cc)	Argumente im Schrifttum gegen die Vorverlagerung der Veröffentlichungspflicht	245
(1)	Kritik an der Terminologie des BaWe	245
(2)	Unvereinbarkeit mit der gesetzlichen Zuständigkeit des Aufsichtsrates	245
(3)	Unverbindlichkeit des aufgestellten Jahresabschlusses	247
(4)	Vorverlagerung nur im Fall der Gefahr von Insidergeschäften	248
dd)	Stellungnahme	249
ee)	Vorverlagerung sogar auf den Rohabschluß?	251
2.	Dividendenvorschlag	252

3. Besonderheiten bei einer Kapitalerhöhung durch Ausnutzung genehmigten Kapitals	253
4. Geschäftspolitische Planungsentscheidungen	255
5. Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern	256
6. Außenrechtsgeschäfte, insbesondere Beteiligungserwerb, Beteiligungs- veräußerung, Kooperationsverträge	256
7. Beschlußgegenstände der Hauptversammlung	257
8. Wichtige Verwaltungs- und Gerichtsverfahren	258
9. Freundliche Übernahmeangebote	259
10. Konzernbezogene Rechtsgeschäfte	260
Zusammenfassende Thesen	263
 Anhang	 267
Abkürzungen	269
Literatur	273