

§ 11. Börsennotierte Aktiengesellschaft und Anlegerschutz

Dr. Winfried Klöpfer

Schrifttum: *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424 ff.; *Campos Nave/ Bonenberger*, Korruptionsaffären, Corporate Compliance und Sofortmaßnahmen für den Krisenfall, BetriebsBerater 2008, 734; *Deckstein*, Ad hoc zu viel gesagt, Süddeutsche Zeitung vom 21. 2. 2005; *Döring*, Der entmündigte Aktionär, Börsen-Zeitung v. 22. 2. 2005; *Eyring/Rothe*, Transparenzpflichten treiben Private-Equity-Häuser um, Börsen Zeitung v. 16. 2. 2005; *Hamann*, in: Schäfer/ Hamann, Kapitalmarktgesetze, 2008, *Holzappel/Pöllath*, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 2008, *M. Klinger/O. Klinger*, Das interne Kontrollsystem (IKS) im Unternehmen, 2000; *Messerschmidt*, Die neue Ad-hoc-Publizitätspflicht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – Ist der Aufsichtsrat damit überflüssig? BB 2004, 2538 ff.; *Rodewald/Tüxen*, Neuregelung des Insiderrechts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) – Neue Organisationsanforderungen für Emittenten und ihre Berater, BB 2004, 2249 ff.; *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, Die Führung von Insider-Verzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten, ZIP 2004, 1621 ff.; *Schüppen/Schaub* (Hrsg.), Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht, 2004; *Tollkühn*, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 2215 ff.

Übersicht

	Rn.
A. Einführung	1
B. Going Public	5
I. Planung und Vorbereitung	5
II. Due Diligence	10
III. Prospekterstellung	11
IV. Börsengang	12
C. Being Public	14
I. Grundsätzliches	14
II. Im Einzelnen	15
1. Die Rechtsentwicklung	15
2. Verbot von Insidergeschäften; Insiderpapiere und -informationen (§§ 12–14 WpHG)	16
3. Ad-Hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG	23
III. Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften von Führungspersonen gemäß § 15 a WpHG (Directors' Dealing)	32
IV. Die Verpflichtung zur Führung von Insiderverzeichnissen, § 15 b WpHG	35
V. Das Verbot der Marktmanipulation, § 20 a WpHG	36
VI. Melde- und Handlungspflichten bei Überschreiten bestimmter Beteiligungsgrenzwerte, §§ 21 f. WpHG und §§ 29 Abs. 2, 35 WpÜG	41
D. Compliance	44
I. Allgemeines Internes Kontrollsystem (IKS) und Risikofrüherkennungssystem und Risikomanagement gemäß § 91 Abs. 2 AktG	45
II. Kapitalmarktrechtliches Überwachungssystem	48
1. Erfassung von Insiderinformationen	50
2. Risikomanagement	52
3. Sicherung der Mitteilungspflicht von Directors' Dealings	53
4. Führung von Insiderverzeichnissen	54
5. Verbot der Marktmanipulation	55
6. Meldepflichten bei Überschreitung von Schwellenwerten	56

Klöpfer

A. Einführung

- 1 Vor und mit der Börsennotierung betreten Manager und Unternehmen gänzlich neuen rechtlichen Boden: den des Aktienrechts (soweit das Unternehmen nicht bereits längere Zeit diese Rechtsform besitzt) und den des Kapitalmarktrechts. Beide Regelungsbereiche sind stark „vermint“.
- 2 Die Börsennotierung setzt die **Rechtsform der Aktiengesellschaft** (oder Kommanditgesellschaft auf Aktien) voraus (Aktie als „Wertpapier“ i. S. d. §§ 30, 49 BörsG). Wird das Unternehmen nicht bereits in dieser Rechtsform betrieben, dann kann es in diese Rechtsform beispielsweise umgewandelt werden gemäß den Vorschriften des Umwandlungsgesetzes (UmwG). Im Aktienrecht gilt die Regelung des § 23 Abs. 5 AktG, die die zwingende Geltung des AktG festschreibt: was nicht ausdrücklich gestattet ist, ist gesetzeswidrig und daher nichtig (§ 134 BGB). Vorstand und Aufsichtsrat (der zwingend gebildet werden muss, § 95 Abs. 1 S. 1 AktG) müssen also die Beachtung der im Gegensatz zum GmbH-Gesetz und dem Recht der Personengesellschaften weitaus zahlreicheren gesetzlichen Vorschriften sicherstellen.
- 3 Die Börsennotierung in einem der EU-regulierten Märkte oder in einem der von den Börsen selbst regulierten Märkte erfordert die vorherige **Zulassung der Aktien**, die dem Kapitalmarkt angeboten werden sollen, durch den Zulassungsausschuss der Börse(n), an denen die Papiere notiert und gehandelt werden sollen bzw die Einbeziehung der Aktien in den Handel im Freiverkehr (§§ 32, 32 BörsG). Die Frankfurter Wertpapierbörse unterscheidet im EU-regulierten Markt zwischen dem Teilbereich Prime Standard und dem Teilbereich General Standard und hat im Börsenregulierten Markt zusätzlich ein Segment Entry Standard geschaffen. Die drei Segmente erlegen den Unternehmen unterschiedliche Transparenzpflichten auf. Falls die Papiere an mehreren Börsen in Deutschland oder der EU gehandelt werden sollen, sorgen Vereinfachungsregelungen dafür, dass die positive Zulassungsregelung einer Börse weitere Börsen bindet (§ 34 BörsG i. V. m. den Vorschriften des Wertpapierprospektgesetzes und der dazu erlassenen Durchführungsverordnung, der Prospektverordnung). Die Zulassung setzt ihrerseits die Erstellung und Veröffentlichung einer umfassenden und detaillierten Beschreibung des Unternehmens des Börsenkandidaten in einem **Prospekt (General Standard, Prime Standard und öffentliches Angebot im Entry Standard)** voraus (§ 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG). Die Vorschriften für Inhalt, Billigung und Veröffentlichung des Prospektes sind für alle öffentlichen Angebote von Wertpapieren im Wertpapierprospektgesetz und der Prospektverordnung enthalten. Die Deutsche Börse AG Frankfurt hat darüber hinaus einen Leitfaden „Ihr Weg an die Börse“ in das Internet gestellt (www.exchange.de oder www.deutsche-boerse.com, I-Point, Emittenten -Leitfaden) mit Grundinformationen über den Weg an die Börse. § 44 BörsG statuiert die strenge Schadenersatzhaftung des Emittenten gegenüber dem Anleger für die Richtigkeit und Vollständigkeit aller Angaben im Prospekt. Zuständig für die Prüfung und Billigung von Prospekten sind seit Erlass des Wertpapierprospektgesetzes nicht mehr die Börsenzulassungsstellen der Börsen, sondern ist die BaFin, § 13 Abs 1 S. 2 i. V. m. § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG. Die Regelungen im Wertpapierprospekt gesetz haben die früheren Regelungen im Verkaufsprospektgesetz und der Verkaufsprospektverordnung abgelöst. Die Regelung der Prospekthaftung ist nach wie vor in § 44 des BörsG enthalten.
- 4 Sind die Aktien zu Börsennotierung und -handel zugelassen oder in den Freiverkehr einbezogen, so gelten vielfältige weitere gesetzliche **Vorschriften, die die Funktions-**

fähigkeit des Kapitalmarktes sicherstellen und dem Anlegerschutz dienen sollen und zu diesem Zweck Vorstand und Aufsichtsrat weitere umfangreiche Pflichten auferlegen (Stichworte: Pflicht zu Ad-Hoc-Meldungen und Regelpublizität, Verbot von Insidergeschäften, Pflicht zur Meldung von Directors' Dealings, Pflichtangebot bei Kontrollübernahme, Verbot der Kursbeeinflussung, etc.). Auch diese und weitere damit in Zusammenhang stehende Pflichten sind mit Schadenersatzsanktionen und Bußgeldandrohungen versehen.

Dies ist das haftungsträchtige Terrain, das Gesellschaft, Vorstand und Aufsichtsrat mit der Börsennotierung betreten und das im Folgenden einschließlich gebotener Compliance-Maßnahmen kurz näher beschrieben werden soll.

B. Going Public

I. Planung und Vorbereitung

Der Gesetzgeber schreibt nicht eine bestimmte Art oder Qualität des Geschäfts- 5
Modells eines Unternehmens für den Börsengang vor. So sind denn auch viele der Unter-
nehmen, die in der „kollektiven Hysterie“ des Neuen Marktes 1999 und 2000 an die
Börse gingen, wegen fehlender Nachhaltigkeit ihres Geschäftsmodells längst vom Kurs-
zettel verschwunden – eine bittere Lehre dafür, dass der Gesetzgeber „nur“ die vollstän-
dige und richtige Information des Kapitalmarktes über alle wesentlichen Kriterien des
Unternehmens und seines Umfeldes vor dem Börsengang verlangt (**Prospektveröffentli-
chung und Prospekthaftung!**), nicht aber den späteren tatsächlichen Erfolg der Ge-
schäftsidee am Markt sicherstellen kann. Umso wichtiger ist es aus Sicht des Unterneh-
mens, die Richtigkeit und Vollständigkeit des Börsenprospektes zu gewährleisten, um die
spätere Haftung des Unternehmens gegenüber Anlegern und die Schadenersatzhaftung
von Vorstand und Aufsichtsrat im Rahmen der Prospekthaftung auszuschließen. Die
wesentlichen gesetzlichen Vorschriften, die zu beachten sind, sind bereits oben kurz an-
gesprochen worden.

Was ist zu tun, um ihre Beachtung sicherzustellen?

Erster wesentlicher Schritt eines Börsenganges ist die gründliche strategische und zeit- 6
liche Planung und Vorbereitung zu Beachtung aller gesetzlichen und von der Börse erlas-
senen Vorschriften um die Börseneinführung selber störungsfrei durchzuführen und
Haftungen sind zu vermeiden. Zur Vorbereitung gehört jedoch auch die Erarbeitung
einer überzeugenden und tragfähigen „**Equity Story**“ als Basis des Angebotes an den
Kapitalmarkt und um Anleger von der Werthaltigkeit des Angebotes zu überzeugen. Die
Equity Story stellt die besondere Kompetenz, Marktstellung und geplante Erfolgsstory
dar. Voraussetzung dafür wiederum ist ein klarer und detaillierter Businessplan, der die
Ausgangssituation und die strategische und finanzielle Zielsetzung des Unternehmens
und die einzelnen Maßnahmen zur Zielerreichung darstellt. Dies hat der Vorstand in
eigener Verantwortung durchzuführen, um den Börsengang reibungslos, kostengünstig
und im Einklang mit den gesetzlichen Anforderungen durchzuführen. Zur Vorbereitung
gehört zunächst die Auswahl der **Berater** (Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Public Re- 7
lation Berater). Dabei kann auch auf die bei der Deutschen Börse vorgeschlagenen Lis-
ting Partner zurückgegriffen werden, die allerdings keinesfalls abschließend ist. Anwälte
beraten bei allen rechtlichen Maßnahmen und sollten – unter Haftungsübernahme für
die rechtlichen Teile des Prospektes – in engster Zusammenarbeit mit allen anderen Be-
teiligten - den Börsenprospekt als rechtlich relevantes Dokument schreiben. Wirtschafts-

prüfer sind für die im Prospekt aufzunehmenden Jahresabschlüsse mit Testat und die Überprüfung der übrigen im Prospekt dargestellten Geschäftszahlen sowie die Erstellung des sog. comfort letters zuständig, der die Finanzaufstellungen der Emittenten nach Überprüfung bestätigen soll.¹ Ferner ist die konsortialführende Bank auszuwählen, die weitere Konsortialbanken vorschlägt. Die Konsortialbanken sind verantwortlich für die banktechnische Abwicklung des Börsenganges, für die Bewertung des Unternehmens (Emissionspreis) und die Platzierung. Sie sind ferner mitverantwortlich und mit haftbar für den Prospektinhalt.

- 8 In der Vorbereitungsphase müssen ferner die **rechtlichen Voraussetzungen** für den Börsengang im Unternehmen selbst geschaffen werden. Dazu gehört gegebenenfalls die Umwandlung in die Rechtsform der AG oder KGaA, da nur Aktien an der Börse handelbare Wertpapiere sein können, weitere rechtliche Maßnahmen wie die rechtliche Vereinfachung einer Konzernstruktur und Ähnliches.

Rechnungswesen und Bilanzierung müssen den Anforderungen des jeweiligen Börsensegmentes entsprechen. So fordert die FWB Frankfurter Wertpapierbörse für die Zulassung zum Prime Standard Jahresabschlüsse und Quartalsfinanzberichte nach IFRS (uU auch US-GAAP). Im Segment Entry Standard genügt die Beachtung der Vorschriften des HGB. Die innere Struktur des Emittenten muss den Anforderungen des Corporate Governance Codex entsprechen, seit Inkrafttreten des Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TransPuG) 2002 wird dazu in § 161 AktG die jährliche Abgabe einer Erklärung durch das Unternehmen verlangt (Beachtung des Kodex oder Erläuterung der Gründe der Abweichung). Entscheidend ist natürlich auch die Bewertung des Unternehmens, die verantwortlich durch die begleitenden Emissionsbanken anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen vorgenommen wird.

- 9 Es muss ein **genauer Zeitplan** für den Börsengang festgelegt und gemeinsam mit den Beratern und den Konsortialbanken ein **Emissionskonzept** erarbeitet werden, das u. a. die Wahl der Börse und die Wahl des Zulassungssegments, ein Platzierungskonzept für die Aktien und eine Strategie für die Festlegung des Emissionspreises umfasst.

Gewünscht ist idR ein Emissionsvolumen von 25% und mehr des Grundkapitals an der Börse, um genügend Handelsvolumen zu schaffen und den Anlegern genügend Mitsprachepotential zu gewähren. Technisch kann der Preis der neuen Aktien im sog. Bookbuildingverfahren oder im Festpreisverfahren festgelegt werden. Zu denken ist auch an ein Mitarbeiterbeteiligungsprogramm. Preismindernd wirkt sich das „Kassemachen“ durch die Altaktionäre bei Gelegenheit des Börsenganges aus – also die Veräußerung nicht nur von Aktien deren Erlös im Wege der Kapitalerhöhung der Gesellschaft, sondern deren Erlös den Altaktionären zufließt.

Die Börsensituation insgesamt muss einen Ausgabekurs gestatten, der dem Wert des Unternehmens entspricht. Andernfalls muss der Vorstand ggf. noch am Tag vor der Notierungsaufnahme den Börsengang absagen. Eine derartige Situation ergab sich zB als Folge der Finanzkrise 2008 für die Schott Solar oder die Deutsche Bahn AG.

Gute Grundinformationen zum Börsengang insgesamt finden sich auf der bereits angesprochenen Internetseite der Deutsche Börse AG Frankfurt² Detailliert unterreicht etwa Kay-Michael Schanz.³

Dieser Gesamtprozess bindet erhebliche Ressourcen im Unternehmen und ist kostenintensiv. Er muss daher sehr professionell gesteuert werden, um unnötige Kosten, Schäden und Haftungen zu vermeiden.

¹ IDW Prüfungsstandard PS 910 vom 4. 3. 2004.

² www.deutsche-boerse.com, Going Public, IPO-Test, Checkliste und Leitfaden.

³ Schanz, Börseneinführung, 3. Aufl., 2007.

II. Due Diligence

Gemeinsam führt die Gesellschaft mit den beauftragten Beratern und den Konsortialbanken eine umfassende Due Diligence durch, um die Ordnungsmäßigkeit aller rechtlichen und finanziellen Gegebenheiten vor dem Börsengang sicherzustellen und spätere Haftungen gegenüber Anlegern wegen unrichtiger oder unvollständiger Darstellung wesentlicher Umstände im Emissionsprospekt auszuschließen. Die Bezeichnung deutet an, dass die Gegebenheiten und Verhältnisse des Unternehmens mit „angemessener Sorgfalt“ geprüft und dokumentiert werden. Denn das Ergebnis der Due Diligence ist Grundlage für den Inhalt des Prospekts. Dieser muss eine richtige und vollständige Darstellung der rechtlichen und finanziellen Verhältnisse sowie der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft enthalten. Die Richtigkeit und Vollständigkeit der Darstellung wird durch die vorherige Due Diligence sichergestellt. 10

Wirtschaftsjuristen sind beim Weg an die Börse unverzichtbare Partner in allen gesellschaftsrechtlichen Fragen.⁴

Im Rahmen der Due Diligence, deren Ergebnis die Basis für den Prospekt liefert, werden die rechtliche Historie und der aktuelle rechtliche Status des Emittenten detailliert geprüft und bestätigt. So darf etwa bei einer vorhergehenden Umwandlung in die Rechtsform der AG oder bei dem Erwerb wesentlicher bilanzierter Aktiva kein Fehler geschehen sein, der später etwa nach dem Börsengang rechtliche und wirtschaftliche Probleme aufwirft. Es dürfen keine Verbindlichkeiten oder rechtlichen Risiken vorhanden sein, die nicht aufgedeckt und entweder vor dem Börsengang definitiv behoben oder eindeutig im Prospekt beschrieben sind. Das erfordert zunächst eine akribische geordnete Zusammenstellung aller wichtigen rechtlich relevanten wesentlichen Informationen und die darüber vorhandenen Unterlagen durch das Unternehmen selbst und sodann deren ebenso detaillierte Prüfung durch die die Emission begleitenden Anwälte. Die Arbeitsergebnisse werden in einem Due Diligence Report zusammengefasst. Insbesondere werden in einer vorangestellten Executive Summary die wesentlichen Probleme beschrieben und Lösungen dazu vorgeschlagen. Erfahrene Anwälte beherrschen den Prozess.

III. Prospekterstellung

Auf dieser sehr sorgfältig erarbeiteten Due Diligence Basis wird der Prospekt erstellt. 11 Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts und die gesetzlichen Grundlagen für den Inhalt des Prospektes finden sich in § 32 BörsG i. V. m. § 3 des Wertpapierprospektgesetzes und der Prospektverordnung als Ausführungsverordnung. Ausnahmen von der Prospektspflicht sind in §§ 3 und 4 des Wertpapierprospektgesetzes geregelt. Die Detailregelungen sind in der Ausführungsverordnung enthalten. Grundregel für einen Prospekt ist, dass dieser richtig und vollständig sein muss und dem Anleger ein zutreffendes Urteil über den Emittenten und die Wertpapiere ermöglichen muss.⁵ Bei der Erstellung des Prospekts muss daher mit äußerster Sorgfalt vorgegangen werden, um eine Prospekthaftung gemäß §§ 44 BörsG zu vermeiden. Der Prospekt muss alle zur Beurteilung des Emittenten und der ausgegebenen Wertpapiere wesentlichen Angaben richtig und vollständig enthalten. Es müssen dabei nicht nur die einzelnen Detailangaben richtig und

⁴ So auch der Leitfaden der Deutsche Börse AG www.deutsche-boerse.com, S. 46.

⁵ Vgl. § 5 bis 11 des Wertpapierprospektgesetzes, 44 Abs. 1 BörsG.

vollständig sein, sondern der Prospekt muss insgesamt ein richtiges und vollständiges Bild der Gesellschaft abgeben. Es ist also auch bei der Gliederung des Prospekts, bei der Gewichtung der einzelnen Abschnitte und bei der Art der Darstellung darauf zu achten, dass bei dem Anleger kein falscher Eindruck erweckt wird. Die Mindestangaben, die in einen Prospekt aufzunehmen sind, bestimmen sich gem § 7 des Wertpapierprospektgesetzes nach der VO (EG) Nr. 809/2004 der EU Kommission,⁶ die ihrerseits in der Prospektverordnung umgesetzt ist, in Kraft getreten am 1. 7. 2005. Die Prospektverordnung regelt neben den Mindestangaben im Prospekt auch dessen Aufmachung und die begleitende Werbung. Die Mindestangaben sind in Form von Schemata (zB für die Emission der Wertpapiergattung Aktie) und Modulen (zusätzliche Angaben die nicht in den Schemata erfasst sind) geregelt. Ein Prospekt kann aus einem oder mehreren Dokumenten bestehen oder als Basisprospekt mit späteren aktualisierten Zusatzprospekten gestaltet werden.

Für grenzüberschreitende Emissionen ist innerhalb der EU ein Europäischer Pass für Wertpapiere vorgesehen. Nach der Prüfung und Billigung eines Prospektes durch den Herkunftsstaat des Emittenten (Notifizierung), kann dieser in allen Aufnahmestaaten genutzt werden, ohne dass jeweils ein eigenes Billigungsverfahren erforderlich ist, §§ 17 ff. Wertpapierprospektgesetz.

Gefordert ist eine so große Anzahl von Angaben im Prospekt, dass dessen Übersichtlichkeit und Aussagekraft nahezu zwangsläufig darunter leiden. Praxistipp : als Arbeitshilfe kann man die Prospekte der beiden letzten Unternehmen aus dem Internet herunterladen, die im gleichen Segment an die Börse gegangen sind, das für den eigenen Börsengang vorgesehen ist. Auch die Prüfung des Prospektes eines Unternehmens aus der gleichen Branche oder einem angrenzenden Geschäftsbereich kann wertvolle Hinweise zur Gestaltung des eigenen Prospektes geben. Es empfiehlt sich, da der Prospekt auf dem Ergebnis der Due Diligence beruht, zur Sicherung des Gleichklangs und der Widerspruchsfreiheit zwischen Due Diligence und Prospekt diesen von der gleichen erfahrenen Anwaltskanzlei schreiben zu lassen, die die Due Diligence durchgeführt hat.

Im Ergebnis entsteht der Prospekt als ein manchmal hunderte von Seiten umfassendes umfangreiches Informationsdokument, dessen wirklicher Informationswert insbesondere für den durchschnittlichen Anleger, für den es ja gedacht ist, zweifelhaft sein dürfte, da inzwischen eher die Haftungsvermeidung im Vordergrund steht und deshalb eine Überinformation erfolgt . So wird denn auch bereits Kritik an der derzeitigen Vorgehensweise geübt.⁷

Die **Billigung (Zulassung) des Prospektes** erfolgt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gem § 13 Wertpapierprospektgesetz. Sie teilt binnen zehn Tagen nach Einreichung des Entwurfes dem Einreicher ihre Entscheidung mit. In der Regel verlangt die BaFin in einem sogenannten Bürobericht Änderungen und Ergänzungen, denen fristgerecht Rechnung zu tragen ist.

Ist der Prospekt gebilligt, hat ihn der Emittent bei der BaFin zu hinterlegen und unverzüglich, spätestens einen Werktag vor Beginn des öffentlichen Angebots, in Zeitungen und im Internet zu veröffentlichen; siehe zu den Einzelheiten § 14 Wertpapierprospektgesetz.

Sind seit der Veröffentlichung des Prospekts Veränderungen bei Umständen eingetreten, die für die Beurteilung des Emittenten oder der einzuführenden Wertpapiere von wesentlicher Bedeutung sind, so sind die Veränderungen in einem Nachtrag zum Prospekt zu veröffentlichen.

⁶ ABl. EU Nr. L 149 S. 1, Nr. L 215 S. 3.

⁷ Hamann, Rn. 21 vor § 1 WpPG.

Neben der Prospekthaftung steht die Haftung wegen Verschuldens bei Vertragsverhandlungen von Personen, die persönliches Vertrauen potentieller Anleger in Anspruch genommen haben, etwa durch eine den Anlegern zugänglich gemachte, persönlich unterzeichnete und erläuterte Darstellung der Equity-Story des Kapital einwerbenden Unternehmens.⁸

IV. Börsengang

Es folgt die **Roadshow** zur Vorstellung des unternehmens bei den Analysten und der institutionellen Anlegern und Kapitalsammelstellen wie Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds, die mit einer geeigneten Public Relation Agentur vorzubereiten und durchzuführen sind. Bei **Veröffentlichungen** (Ankündigungen, Werbebroschüren, Analysteninformationen etc.) ist darauf zu achten, dass diese keine Informationen enthalten, die vom Prospekt abweichen oder dort nicht enthalten sind. Alle Informationen, die die Gesellschaft neben dem Prospekt veröffentlicht, sind unter dem Gesichtspunkt der Prospekthaftung zu beurteilen und fließen in diese ein. Bei Informationen, die nicht den Börsengang, sondern das laufende Geschäft der Gesellschaft betreffen, bestehen zwar grundsätzlich keine Beschränkungen. Allerdings ist auch hier Vorsicht geboten, insbesondere wenn sich daraus Auswirkungen auf die künftige Geschäftsentwicklung und die künftige Struktur des Geschäfts (die Equity Story) ergeben. Grundsätzliche Regelungen zur begleitenden Werbung enthält nun § 15 Wertpapierprospektgesetz.

Am Ende des Zulassungsverfahrens wird die Kapitalerhöhung, in der Regel aus genehmigtem Kapital, durchgeführt und im Handelsregister eingetragen (§§ 202 f. AktG).

Die Zeichnung der neuen Aktien erfolgt durch die Konsortialbanken, die die Aktien mit der Verpflichtung übernehmen, sie den Aktionären und Anlegern zum Bezug anzubieten. Grundlage ist ein Übernahmevertrag zwischen Emittent und Emissionsbanken, idR vertreten durch die Emissionsführerin. Der Übernahmevertrag ist ein weiteres besonders wichtiges Dokument, da er Gewährleistungen des Emittenten und i. d. R. der Altaktionäre enthält, andererseits Freizeichnungs-, Rücktritts- und Haftungsfreizeichnungsklauseln für die Bank(en). Er regelt im Einzelnen das Emissionsverfahren, die Preisfindung, die Zuteilung der neuen Aktien, das Verfahren im Falle einer Übernachfrage (green shoe) etc und muss sehr sorgfältig geprüft und verhandelt werden. Auch hier ist die Hilfe erfahrener Anwälte unentbehrlich um ein auch aus Sicht des Emittenten ausgewogenes Ergebnis zu erzielen

C. Being Public

I. Grundsätzliches

Ist der Börsengang einmal erfolgreich abgeschlossen und die erste Notierung erfolgt, so sind die Folgepflichten der Börsenzulassung zu beachten, die im Folgenden kurz dargestellt werden. Ferner gelten zusätzlich die gesetzlichen Vorschriften. Auch darauf wird im Folgenden kurz eingegangen.

Die **kapitalmarktrechtlichen Pflichten** lassen sich systematisch einteilen in

a) Transparenz- und Offenlegungspflichten, die das Unternehmen betreffen. Sie variieren im Entry Standard, General Standard und Prime Standard. Der Prime Standard stellt

⁸ BGH BB 2008, 1978.

höhere Anforderungen an die Transparenz und die Internationalität der Unternehmensinformationen als der General Standard (Quartalsfinanzberichte nach internationalem Rechnungslegungsstandard, auch in englisch, Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders, Durchführung mindestens einer allgemein zugänglichen Analystenveranstaltung neben der Bilanzpressekonferenz). Der Entry Standard verlangt die Vorlage eines testierten Jahresabschlusses nach nationaler Rechnungslegung, (HGB) oder IFRS sowie einen Halbjahresbericht;

- b) Transparenzpflichten, die das Unternehmen, Vorstand und Aufsichtsrat betreffen. Dazu gehören § 15 a (Directors' Dealings) und §§ 21 f. Wertpapierhandelsgesetz (Mitteilungen über Stimmrechtsveränderungen bei börsennotierten Unternehmen) sowie §§ 35 f. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Mitteilung der Kontrollübernahme über börsennotierte Unternehmen);
- c) das Verbot der oder Gebot zur Vornahme bestimmter Handlungen, wie das Verbot von Insidergeschäften gemäß §§ 12 bis 14 Wertpapierhandelsgesetz oder das Verbot der Marktmanipulation gemäß §§ 20 a f. WpHG einerseits und das Gebot zur internen Führung von Insiderverzeichnissen gemäß § 15 b WpHG andererseits.

II. Im Einzelnen

1. Die Rechtsentwicklung

- 15 Das 10-Punkte-Programm der Bundesregierung vom 25. 2. 2003⁹ gab als Zielsetzung vor, den Anlegerschutz und die Unternehmensintegrität zu verbessern und für mehr Transparenz im Aktienmarkt zu sorgen. Es wurde umgesetzt durch das Anlegerschutz-Verbesserungsgesetz, AnSVG, das am 30. 10. 2004 in Kraft trat und insbesondere das Wertpapierhandelsgesetz neu fasste,¹⁰ das UMAG und das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, KapMuG, welche beide am 1. 11. 2005 in Kraft traten.

Daneben wurden in Umsetzung der Richtlinie der EU-Richtlinie 2003/71/EG die gesetzlichen Regelungen für Inhalt und Erstellung von Wertpapierprospekten bei nationalen und insbesondere grenzüberschreitenden Emissionen und über die Zulassung zum Börsenhandel neu gefasst. Die Vorschriften im Börsengesetz, der Börsenzulassungsverordnung und im Verkaufsprospektgesetz wurden im Wertpapierprospektgesetz mit Durchführungsverordnung zusammengefasst. Diese Vorschriften spielen insbesondere im Vorfeld und bei Durchführung des Börsenganges die wesentliche Rolle – siehe dazu oben Ziff I. Am 5. 1. 2007 schließlich wurde das Transparenzrichtlinie – Umsetzungsgesetz, TUG, mit einer Fülle von Änderungen im Börsengesetz, dem WpHG, dem WpPG und dem HGB etc. erlassen, das die Forderungen 2004/109/EG vom 15. 12. 2004 umgesetzt hat. Am 18. 8. 2008 wurde das Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) im Bundesgesetzblatt veröffentlicht,¹¹ das die Melde- und Mitteilungspflichten durch Novellierung der §§ 22 Abs. 2 WpHG, 30 Abs. 2 WpÜG und 67 AktG sowie die Einfügung eines neuen § 27 a WpHG wesentlich verschärft hat.

AnSVG, UMAG und KapMuG sowie das durch das AnSVG neu gefasste Wertpapierhandelsgesetz dagegen sind nach dem Börsengang zu beachten.

Die Neuregelungen des TUG umfassen beide Bereiche.

⁹ Abrufbar unter: <http://www.bmj.bund.de/enid/0,0/ai.html> (Stand 8. 2. 2006).

¹⁰ Art. 1 AnSVG dient der Umsetzung der sog. Marktmissbrauchsrichtlinie vom 28. 1. 2003, ABl. EU Nr. L 96/2003.

¹¹ BGBl. I, 1666.

Das AnSVG hat insbesondere durch die Novellierung des WpHG die Verpflichtungen der börsennotierten Aktiengesellschaft und bestimmter Personengruppen, insbesondere der Mitglieder des Vorstandes und Aufsichtsrates, wesentlich ausgeweitet und verschärft und gleichzeitig durch die Einführung einer Vielzahl von unbestimmten Rechtsbegriffen in der Umsetzung sehr erschwert. Dies ist schon äußerlich daran erkennbar, dass der **Emittentenleitfaden** der BaFin mit Hinweisen zur Beachtung der neuen Insiderregelungen, der Regelungen für Ad-Hoc-Meldungen und Directors' Dealings, zum Verbot der Marktmanipulation und zur Führung von Insiderverzeichnissen fast 100 Druckseiten umfasst.¹² Und auch damit sind keineswegs alle Unklarheiten beseitigt. Die neuen Regelungen zur Unterbindung von Insiderdealings und deren Strafbarkeit, für die Ad-Hoc-Publizität für Directors' Dealings und zur Führung von Insiderverzeichnissen sowie zum Verbot der Marktmanipulation im WpHG werden nachfolgend dargestellt.

Die börsennotierte Aktiengesellschaft und ihre Organe haben geeignete organisatorische Vorkehrungen zu treffen, die sicherstellen, dass diese Vorschriften im Unternehmen beachtet werden, ferner die dafür erforderlichen Sicherungssysteme zu errichten und deren Funktionsfähigkeit zu sichern.

2. Verbot von Insidergeschäften; Insiderpapiere und -informationen (§§ 12–14 WpHG)

Der Begriff der Insiderinformation ist wesentlich erweitert und gleichzeitig unschärfer geworden. Dies wirkt sich auch auf die Verpflichtung zur Ad-Hoc-Information aus, da Insiderinformation und Ad-Hoc-Information zukünftig weitgehend gleichgestellt sind. 16

Insiderinformation ist gemäß § 13 WpHG eine 17

- nicht öffentlich bekannte,
- konkrete Information über Umstände,
- die sich direkt oder indirekt auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst bezieht und
- die im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich beeinflussen könnte.

Der Begriff der „Tatsache“ wird im Gesetz nicht mehr verwandt. Vielmehr genügt die Information über „**Umstände**“ im Sinne des Gesetzes; dies sind auch solche, bei denen mit nur hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Sie sind dann geeignet, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.¹³ 18

Umstände sind also innere oder äußere Tatsachen – aber auch Werturteile, Meinungsäußerungen, Einschätzungen, Prognosen und sogar Gerüchte.¹⁴ Bei in der Zukunft liegenden Umständen genügt es, wenn deren Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist.¹⁵ Umstände können auch Marktdaten oder Marktinformationen etwa über die Rahmenbedingungen von Märkten, Zinsbeschlüsse der Notenbank, Rohstoffpreise, branchenspezifische statistische Daten oder Daten und Informationen den Wertpa-

¹² Abrufbar unter: http://www.bafin.de/schreiben/89_2005/emittentenleitfaden.pdf (Stand 15. 7. 2005); im Folgenden „Leitfaden“.

¹³ § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG.

¹⁴ Ziff. III.2.1.1 Leitfaden.

¹⁵ Ziff. III.2.1.1.2 Leitfaden.

pierhandel im jeweiligen Insiderpapier betreffend (Ordervolumen, Art der Order, Identität des Auftraggebers), die Aufnahme in oder das Ausscheiden aus einem Index etc. sein.¹⁶

- 19 **Öffentlich bekannt** ist ein Umstand nur dann, wenn eine unbestimmte Zahl von Personen von der Information Kenntnis nehmen könnte, wenn er also z.B. durch ein allgemein zugängliches Informationsverwaltungssystem bekannt gemacht wurde, nicht dagegen, wenn die Information auf einer Pressekonferenz des Unternehmens oder im Rahmen der Hauptversammlung bekannt gemacht wird.¹⁷
- 20 **Erheblich** ist die Information über derartige Umstände dann, wenn es aus Sicht eines verständigen Anlegers, der zum Zeitpunkt seines Handelns alle verfügbaren Informationen hat, möglich erscheint, dass es bei Bekanntwerden der Umstände in der Öffentlichkeit zu einer erheblichen Preisbeeinflussung kommen kann.¹⁸ Dazu ist zunächst nach allgemeiner Erfahrung zu prüfen, ob der Umstand ein entsprechendes Preisbeeinflussungspotential haben kann, wie z. B.
- Übernahmeangebot,
 - besonders bedeutsamer Vertragsschluss oder bedeutsame Erfindung,
 - Gewinnwarnung oder drohende Insolvenz,
 - Kapitalherabsetzung oder Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages,
 - Dividendenänderungen,
 - Personalnachrichten, wenn sie Schlüsselpersonen betreffen.

Veränderungen von wesentlichen Parametern wie Umsatz etc. haben dann die Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung, wenn sie von den zuvor dem Kapitalmarkt mitgeteilten Werten erheblich abweichen, deshalb verneint Ziff. III.2.1.4 des Leitfadens die Eignung zur Marktbeeinflussung, wenn der Vorstand während des laufenden Geschäftsjahres kontinuierlich über das erwartete Ergebnis berichtet (Trendmeldungen) und der Markt diese Information aufgenommen hat (Presseberichterstattung, Einschätzungen von Analysten). Der Leitfaden meint jedoch auch, diese Voraussetzungen lägen nur in relativ wenigen Fällen vor, so dass Geschäftszahlen in der Regel publizitätspflichtig seien.

- 21 § 14 WpHG knüpft an die Definition der Insiderinformation an und verbietet es jedem, unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen oder einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder ihn auf sonstige Weise dazu zu verleiten.

Der Begriff **Verwendung** erfordert im Gegensatz zu der bisher in § 14 WpHG a.F. geforderten „Ausnutzung“ keine subjektive Komponente mehr.¹⁹

Pensionsgeschäft und Wertpapierleihe sind **Erwerb** bzw. **Veräußerung** im Sinne des § 14 WpHG. Vererbung oder Schenkung und die an eine Willenserklärung des Vertragspartners aufschiebend oder auflösend geknüpfte Veräußerung fallen dagegen nicht unter § 14 WpHG.²⁰ Der Rückkauf von eigenen Aktien durch das Unternehmen zu Kursstabilisierungszwecken ist jeweils besonders zu prüfen, da der Gesetzgeber in § 14 Abs. 2 WpHG in diesem Zusammenhang auf die Durchführungsverordnung der EG Nr. 2273/

¹⁶ Ziff. III.2.1.3 Leitfaden.

¹⁷ Ziff. III.2.1.2 Leitfaden.

¹⁸ Ziff. III.2.1.4 Leitfaden.

¹⁹ *Bürgers*, BKR 2004, 424, 426.

²⁰ Ziff. III.2.2.1.1 Leitfaden.

2003²¹ verweist, die zwischen verschiedenen Fallgestaltungen differenziert. Darauf kann hier nicht näher eingegangen werden.

Ein weiterer Spezialfall ist der **Unternehmenskauf und Paketerwerb**, bei dem in der Regel der Käufer vorher eine Due Diligence beim Zielunternehmen durchführt, dessen Aktien er erwerben will. Der Leitfaden vertritt dazu die Auffassung, dass § 14 WpHG grundsätzlich auch in diesem Fall anwendbar ist. Eine Ausnahme greife allenfalls dann ein, wenn der Erwerber das von ihm bereits vor Durchführung der Prüfung geplante Paket erwirbt. Nicht zulässig ist es hingegen, wenn der Erwerber z. B. über seinen gefassten Plan hinaus weitere Aktien erwirbt (sog. *alongside purchases*).²²

§ 38 Abs. 1, Abs. 3 bis 5 WpHG stellen Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot unter Strafe. Im Gegensatz zur Verbotsnorm des § 14 WpHG, in der nicht mehr zwischen **Primär- und Sekundärinsidern** unterschieden wird, unterscheidet die Strafnorm zwischen diesen beiden Personengruppen. Zu den Primärinsidern gehören die Mitglieder des Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgans, die persönlich haftenden Gesellschafter des Emittenten und des verbundenen Unternehmens sowie alle Organmitglieder der den Emittenten beherrschenden oder von ihm abhängigen Unternehmen im Sinne der §§ 15 f. AktG.²³ Primärinsider sind auch diejenigen, die auf Grund ihres Berufes oder ihrer Tätigkeit oder Aufgabe bestimmungsgemäß Kenntnis von der Insiderinformation erhalten, wie Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, beauftragte Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwälte, Unternehmensberater etc. – nicht aber der Fahrer, der in einem Gespräch zwischen zwei Vorständen auf dem Rücksitz von Insiderinformationen erfährt.²⁴ Für den Straftatbestand Erwerb oder Veräußerung von Insiderpapieren wird nicht zwischen Primär- und Sekundärinsidern unterschieden. § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG sieht hier eine Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe vor. Nur bei der Verwirklichung des Weitergabe- oder Empfehlungsverbot es wird nach wie vor zwischen Primär- und Sekundärinsidern unterschieden. Während für Primärinsider der Strafrahmen des § 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG ebenfalls gilt, begehen Sekundärinsider nur eine Ordnungswidrigkeit, die mit Bußgeld bis zu 200.000,- Euro belegt werden kann.

3. Ad-Hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG

Die Verpflichtung zur Ad-Hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG ist ein Kernstück der neuen gesetzlichen Regelung im Rahmen des AnSVG. Danach muss der Inlandsemitter von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen und dem Unternehmensregister i. S. d. § 8 b HGB zur Speicherung übermitteln, um eine bestmögliche Markttransparenz zu erreichen und den Missbrauch von Insiderinformationen möglichst zu verhindern.²⁵ § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG schreibt vor, dass Personen die im Auftrag des Emittenten oder für dessen Rechnung handeln, zur Veröffentlichung verpflichtet sind, sofern sie Insiderinformation an Dritte weitergegeben – eine Regelung, die erhebliche organisatorische Aufwendungen bei Dritten, etwa Beratern im Umfeld eines Emittenten, entstehen lassen können.²⁶ Durch den Abschluss

²¹ Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABl. EU 2004 L 336/33.

²² Ziff. III.2.2.1.4.2, III.2.2.1.4.3 Leitfaden.

²³ Ziff. III.2.3.2.1 Leitfaden.

²⁴ Ziff. III.2.3.2.3 Leitfaden.

²⁵ *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215, 2216.

²⁶ *Rodewald/Tüxen*, BB 2004, 2249.

der gebotenen Vertraulichkeitsvereinbarungen erweitert sich der privilegierte Insiderbereich des Emittenten.²⁷ § 15 Abs 4 erweitert die unverzügliche Mitteilungspflicht auf die Börsengeschäftsführungen an denen die Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind und die BaFin.

24 § 15 knüpft damit an den Begriff der vorstehend²⁸ erläuterten **Insiderinformation** an. Die Umstände müssen bereits eingetreten sein oder – und das genügt auch hier – es muss mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden können, dass sie eintreten werden. Ferner müssen die Umstände geeignet sein, den Börsenpreis der Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.²⁹ Zweck der Ad-Hoc-Publizitätspflicht ist, einen gleichen Informationsstand der Marktteilnehmer durch schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes zu erreichen.³⁰ Der Vorstand muss also durch das von ihm einzurichtende Sicherungssystem sicherstellen, dass derartige Umstände sogleich in den Markt kommuniziert werden. Nur dann kommt er seiner gesetzlichen Verpflichtung zur Ad-Hoc-Publizität nach. Nach wie vor ist eine „Tatsache, welche im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist und wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen“³¹ auch ein Umstand im Sinne der Definition der Insiderinformation, also Ad-Hoc-pflichtig. Die Neuformulierung des § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG geht jedoch, wie oben in Rn. 18 ausgeführt, weit darüber hinaus. Denn sie erfasst nun auch durch die Verwendung des Begriffs „Umstände“ bei der Definition der Insiderinformation Vorgänge, die keine Tatsachen sind und außerdem Vorgänge, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten eintreten oder keine Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten haben und im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich beeinflussen können.³²

25 Erforderlich ist jedoch ferner,³³ dass das Unternehmen unmittelbar betroffen ist. Der Leitfaden enthält einen Beispielskatalog von Ereignissen, die den Emittenten nur mittelbar und nicht unmittelbar betreffen, also **nicht Ad-Hoc-pflichtig** sind:

- allgemeine Marktstatistiken,
- zukünftig zu veröffentlichende Rating-Ergebnisse, Research-Studien etc.,
- allgemeine Zinssatzentwicklungen,
- Entscheidungen über Regelungen zur Marktaufsicht,
- wichtige Verfügungen durch Behörden oder andere öffentliche Institutionen,
- Entscheidungen über die Regeln der Indexzusammensetzung und -berechnung,
- Entscheidungen der Börsen, Betreiber von außerbörslichen Handelsplattformen und Behörden zur jeweiligen Marktregulierung,
- Entscheidungen der Wettbewerbs- und Marktüberwachungsbehörden hinsichtlich börsennotierter Unternehmen,
- Kauf- und Verkaufsaufträge in den Finanzinstrumenten des Emittenten,
- Veränderung in den Handelsbedingungen (z.B. Wechsel des Zulassungs- oder Handelssegments, Wechsel vom fortlaufenden Handel in den Auktionenhandel), Wechsel des Marketmakers oder der Handelsbedingungen,

²⁷ Rodewald/Tüxen, BB 2004, 2249, 2251.

²⁸ Siehe Rn. 17 ff.

²⁹ Näheres und Beispiele dazu siehe Rn. 20.

³⁰ Ziff. IV.1 Leitfaden.

³¹ Die „alte“ Ad-Hoc-Tatsache vor Inkrafttreten des AnSVG.

³² Siehe oben zur Definition der Insiderinformationen Rn. 18.

³³ Ziff. IV.2.2.1, IV.2.2.2 Leitfaden.

- allgemeine Wirtschaftsdaten, politische Ereignisse, Arbeitslosenzahlen, Naturereignisse oder Ölpreisentwicklung,
- Information über die Änderung der Situation von Konkurrenten (z. B. dessen bevorstehende Insolvenz),
- Informationen, die nur das Finanzinstrument selbst betreffen, z. B. Erwerb eines größeren Aktienpakets durch eine Investmentgesellschaft zu Anlagezwecken,
- Aktiensplitts.

Diese Beispiele sind mit den Beispielen zu vergleichen, die die BaFin in Leitfaden Ziff. IV.2.2.2 als das Unternehmen nur mittelbar betreffende Umstände aufführt, die jedoch gleichwohl geeignet sind, den Preis des Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen, also unter die Definition der Insiderinformation fallen. Die Abgrenzung ist in diesem Punkt unklar und widersprüchlich. Sie wird zur Ausweitung von Ad-Hoc-Meldungen führen (müssen), wenn Vorstand und Aufsichtsrat, wie geboten, vorsichtigerweise das Risiko von Gesetzesverletzungen vermindern wollen.

Eine den Emittenten nur mittelbar betreffende Insiderinformation ist zwar nicht veröffentlichungspflichtig, löst aber dennoch das Insiderhandelsverbot des § 14 WpHG aus.³⁴

Dankenswerterweise hat die BaFin in den Leitfaden auch einen **Beispiels-Katalog von veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen** aufgenommen. Dies sind: 26

- Veräußerung satzungsmäßiger Kernbereiche, Rückzug aus oder Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern,
- Verschmelzungsverträge, Eingliederungen, Ausgliederungen, Umwandlungen, Spaltungen sowie andere wesentliche Strukturmaßnahmen,
- Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträge,
- Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen,
- Übernahme- und Abfindungs-/Kaufangebote,
- Kapitalmaßnahmen (inkl. Kapitalberichtigung),
- wesentliche Änderung der Ergebnisse der Jahresabschlüsse oder Zwischenberichte gegenüber früheren Ergebnissen oder Marktprognosen,
- Änderung des Dividendensatzes,
- bevorstehende Zahlungseinstellung/Überschuldung, Verlust nach § 92 AktG/kurzfristige Kündigung wesentlicher Kreditlinien,
- Verdacht auf Bilanzmanipulation, Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschlussstests durch den Wirtschaftsprüfer,
- erhebliche außerordentliche Aufwendungen (z. B. nach Großschäden oder Aufdeckung krimineller Machenschaften) oder erhebliche außerordentliche Erträge,
- Ausfall wesentlicher Schuldner,
- Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse (einschließlich Kooperationsabkommen),
- Restrukturierungsmaßnahmen mit erheblichen Auswirkungen auf die künftige Geschäftstätigkeit,
- bedeutende Erfindungen, Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger (aktiver/passiver) Lizenzen, maßgebliche Produkthaftung- oder Umweltschadensfälle,
- Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung,
- überraschende Veränderungen in Schlüsselpositionen des Unternehmens (z. B. Vorstandsvorsitzender, Aufsichtsratsvorsitzender, überraschender Ausstieg des Unternehmensgründers),
- überraschender Wechsel des Wirtschaftsprüfers,
- Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung,

³⁴ Ziff. IV.2.2.2 Leitfaden.

- Änderungen in der Wochenarbeitszeit ohne Lohnausgleich,
- Rückkaufprogramme.

Diese Beispiele sind jedoch nicht abschließend.

So hat etwa der BGH am 25. 2. 2008 im „Schrempp-Urteil“ gegen die Daimler AG (zum entscheidenden Zeitpunkt im Jahre 2005 noch DaimlerChrysler AG) erkannt, eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation i.S.d. § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG könnten auch zukunftsbezogene Umstände, wie Pläne, Vorhaben und Absichten einer Person sein, wenn die Tatsachen, auf die sie sich beziehen, sich zwar noch nicht endgültig manifestiert haben, jedoch i.S.d. § 13 Abs. S. 3 WpHG hinreichend präzise sind und ihre Verwirklichung hinreichend wahrscheinlich ist³⁵

- 27 Für **mehrstufige Entscheidungsprozesse** trat die Ad-Hoc-Publizitätspflicht in der Regel erst mit der endgültigen Entscheidung – z. B. nach Zustimmung des Aufsichtsrates – ein. Dies gilt nun nicht mehr. Denn grundsätzlich wird die Veröffentlichungspflicht schon dann ausgelöst, wenn der preisrelevante Umstand mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintritt – und dies dürfte in aller Regel spätestens mit der Entscheidung des Vorstandes der Fall sein. Dies ist eine inzwischen sehr häufig kritisierte Regelung³⁶ weil damit der Aufsichtsrat entgegen aktienrechtlicher Rechtslage entmündigt werde.³⁷ Der Vorstand hat dann in diesen Fällen zu prüfen, ob die Voraussetzungen einer Selbstbefreiung gemäß § 15 Abs. 3 WpHG vorliegen.³⁸
- 28 Wichtig ist für die Praxis die Auffassung der BaFin zur Ad-Hoc-Mitteilung von Geschäftsergebnissen und Prognosen.
Dazu stellt der Leitfaden fest, sofern die end- oder unterjährigen **Geschäftsergebnisse** ein erhebliches Preisbeeinflussungspotential besäßen, seien diese unverzüglich, also unabhängig von vorher festgelegten Veröffentlichungsterminen der Regelpublizität oder Börsenhandelszeiten zu veröffentlichen.³⁹ Auch hier ist jedoch die Selbstbefreiung gemäß § 15 Abs. 3 WpHG zu prüfen. Die Schlussfolgerung daraus ist, dass eine kontinuierliche Mitteilung unterjähriger Geschäftsergebnisse und bei erheblichen Ausschlägen auch innerhalb eines Quartals sowie Trendmeldungen das Risiko gebotener aber unterbliebener Ad-Hoc-Mitteilungen reduzieren.
Für **Prognosen** gilt: Auch diese können veröffentlichungspflichtig sein, sofern der Eintritt des prognostizierten Ereignisses hinreichend wahrscheinlich ist (Umstand im Sinne der Insiderinformation) und wenn die Prognose erhebliches Preisbeeinflussungspotenzial besitzt.⁴⁰ Zu den Spezialvorgängen Wechsel von Organmitgliedern, Verwaltungs- und Gerichtsverfahren, erhebliche außerordentliche Erträge/Aufwendungen, Übernahmen und Squeeze Out enthält der Leitfaden Hinweise.⁴¹
- 29 Das Unternehmen kann sich **selbst** von der Ad-Hoc-Publizität **befreien**.⁴² Es muss dabei abwägen, ob der Schutz seiner berechtigten Interessen gegenüber dem Interesse des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegt, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und es die Vertraulichkeit der Information sicherstellen kann. Dies ist soort schriftlich festzuhalten. Die Veröffentlichung ist

³⁵ BGH BB 2008, 855 m. Anm. *Widder*, der empfiehlt, bei gestreckten Sachverhalten frühzeitig von der Selbstbefreiungsmöglichkeit Gebrauch zu machen.

³⁶ Etwa *Döring*, Börsen-Zeitung v. 22. 2. 2005.

³⁷ Ebenso kritisch *Messerschmidt*, BB 2004, 2538; *Deckstein*, Süddeutsche Zeitung v. 21. 2. 2005.

³⁸ Ziff. IV.2.2.7 Leitfaden.

³⁹ Ziff. IV.2.2.9.2 Leitfaden.

⁴⁰ Ziff. IV.2.2.9.2 Leitfaden.

⁴¹ Vgl. Ziff. V.2. 2. 11 bis 15 Leitfaden.

⁴² § 15 Abs. 3 WpHG.

unverzüglich nachzuholen,⁴³ falls die Gründe für die Befreiung weggefallen sind und dann immer noch eine Insiderinformation nach den Ad-Hoc-Regeln zu veröffentlichen wäre. Mit der Veröffentlichung ist diese auch der BaFin zusammen mit den (sogleich von Anfang an festzuhaltenden) Gründen für die Selbstbefreiung mitzuteilen. Die Begründung soll der BaFin ermöglichen, die Interessenabwägung und die Gründe für die Annahme des überwiegend berechtigten Interesses auf Seiten des Emittenten nachzuvollziehen.

Form und Inhalt der Ad-Hoc-Mitteilung sind in der WpAIV vom 13. 12. 2004 geregelt.⁴⁴ Auf nähere Darstellung wird hier verzichtet. 30

Die Ad-Hoc-Meldung ist **unverzüglich zu veröffentlichen** – d.h. „ohne schuldhaftes Zögern“. Der Emittent ist unabhängig von den Börsenhandelszeiten zur Vorabmitteilung und Veröffentlichung verpflichtet. Er hat organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine notwendige Veröffentlichung unverzüglich durchzuführen. Zum internen Sicherungs- und Kontrollsystem für die Beachtung der kapitalmarktrechtlichen Verpflichtungen gehört also nicht nur, dass die Ad-Hoc-pflichtigen Umstände innerhalb und außerhalb des Unternehmens sofort erfasst werden, sondern auch, dass sie ohne zeitliche Verzögerung dorthin weitergegeben werden, wo die Veröffentlichung der Ad-Hoc-pflichtigen Umstände veranlasst wird. Diese systematische Erfassung, Weiterleitung, Prüfung und gesetzmäßige Veröffentlichung ist Teil des Überwachungssystems im Sinne des § 91 Abs. 2 AktG und ist in diesem Rahmen pflichtgemäß zu organisieren. 31

III. Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften von Führungspersonen gemäß § 15 a WpHG (Directors' Dealings)

§ 15 a WpHG sah auch bislang die Verpflichtung von Führungspersonen von Emittenten vor, Wertpapiergeschäfte in Aktien des Emittenten zu veröffentlichen und der BaFin mitzuteilen. Die neue Fassung von § 15 a WpHG hat jedoch den Kreis der betroffenen Emittenten erweitert und den Kreis der betroffenen natürlichen Personen geändert, ferner zur Verhinderung der verbreiteten Umgehungsstrategie durch Einschaltung juristischer Personen auch eine Mitteilungspflicht juristischer Personen eingeführt. Die mitteilungspflichtigen Geschäftsarten und Finanzinstrumente werden weiter gefasst, die Bagatellgrenze gesenkt und anders berechnet und die Meldefrist geändert. Der Emittentenkreis gemäß § 15 a WpHG wurde erweitert. Bereits mit dem Antrag auf Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder der EU oder EWR gilt § 15 a WpHG für den Emittenten. 32

Nunmehr haben Personen, die bei einem Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen, eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivaten, dem Emittenten und der Bundesanstalt schriftlich innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen. Diese Verpflichtung obliegt auch Personen, die mit einer solchen Person in einer engen Beziehung stehen. Dies sind Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtignte Kinder und andere Verwandte, die mit den Führungsaufgaben wahrnehmenden Personen zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäftes seit mindestens einem Jahr in demselben Haushalt leben. Juristische Personen, bei denen die vorgenannten Personen Leitungsaufgaben wahrnehmen sowie juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer meldepflichtigen Person kontrolliert werden, die zugun- 33

⁴³ Ziff. IV.3 Leitfadens.

⁴⁴ Abrufbar unter: <http://www.bafin.de/verordnungen/wpaiv.htm> (Stand 8. 2. 2006).

ten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen, gelten ebenfalls als nahe stehend.⁴⁵ Damit soll eine populäre Umgehungspraxis abgestellt werden. Personen mit Führungsaufgaben schließlich sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.

Letzteres ist sorgfältig zu prüfen. Eine bestimmte Person ist nicht mitteilungspflichtig, wenn ihre unternehmerischen Entscheidungen einem Zustimmungsvorbehalt seitens des Vorstands unterliegen. Die BaFin geht daher davon aus, dass bei Aktiengesellschaften nach deutschem Recht nur sehr wenige Personen von dieser Regelung betroffen sein werden.⁴⁶ Bei ausländischen Aktiengesellschaften mit einstufigem Management- bzw. Board-System kann dies anders sein.

§ 15 a Abs. 4 verlangt außerdem die unverzügliche Veröffentlichung durch den Emittenten und Mitteilung an die BaFin sowie an das Unternehmensregister i. S. d. § 8 b HGB.

Die **Bagatellgrenze** beträgt 5.000,- Euro im Kalenderjahr⁴⁷ für alle Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben und der mit dieser Person in einer engen Beziehung stehenden Personen.⁴⁸

- 34 Für die **Mitteilung an die BaFin** ist ein Formular zu benutzen.⁴⁹ Der Mitteilungspflichtige muss die Mitteilung selbst an die Bundesanstalt übermitteln oder form- und fristgerecht übermitteln lassen – schriftlich oder per Telefax. Die Mitteilung muss innerhalb von fünf Werktagen nach Geschäftsabschluss erfolgen, also spätestens am fünften Werktag nach dem Geschäftsabschluss bei der Bundesanstalt und dem Emittenten eingegangen sein. Maßgeblich ist das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft. Werktage sind alle Wochentage, die keine Sonn- oder Feiertage sind.⁵⁰ Der Emittent hat die Mitteilung unverzüglich auf seiner Website zu veröffentlichen, in der Regel spätestens am auf die Mitteilung folgenden Arbeitstag. Dafür sollte auf der Startseite eine Rubrik Directors' Dealings im Bereich Investor Relations eingerichtet werden.⁵¹ § 12 WpAIV regelt den Inhalt der Mitteilung, die dann mindestens einen Monat lang auf der Website des Emittenten zu belassen ist. Spezialfragen sind in Ziff. V.3.6 Leitfaden geregelt (Optionen, Gemeinschaftsdepots etc.). Vorsätzliche oder leichtfertige Pflichtverletzungen können mit einem Bußgeld von bis zu 100.000,- Euro geahndet werden.

IV. Die Verpflichtung zur Führung von Insiderverzeichnissen, § 15 b WpHG

- 35 Die neu eingeführte Bestimmung des § 15 b WpHG, die der Umsetzung von Art. 6 Abs. 3 und 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie und Art. 5 der Richtlinie 2004, 72 EG vom 29. 4. 2004, ABl. Nr. L 162, 70 dient, verpflichtet Emittenten von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt wurde, Verzeichnisse über solche Personen zu führen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Dies gilt auch für im Auftrag oder für Rechnung solcher Emittenten handelnde Personen

⁴⁵ § 15 a Abs. 3 WpHG.

⁴⁶ Ziff. V.1.2.1 Leitfaden.

⁴⁷ § 15 a Abs. 1 letzter Satz WpHG.

⁴⁸ § 15 a Abs. 2 WpHG.

⁴⁹ Abrufbar unter: http://www.bafin.de/formular/melde_wphg.doc (Stand 8. 2. 2006).

⁵⁰ Ziff. V.2.7 Leitfaden.

⁵¹ Ziff. V.3.1 Leitfaden.

wie Rechtsanwälte, Unternehmensberater, Steuerberater, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, externe Buchhalter etc.⁵² Ausgenommen sind Abschlussprüfer und deren Mitarbeiter. Lieferanten fallen typischerweise nicht darunter, Werbeagenturen eventuell, Investor-Relations-Agenturen in der Regel. Aufsichtsratsmitglieder sind in das Verzeichnis aufzunehmen und müssen prüfen, welche der ihnen zuarbeitenden Personen ebenfalls zu erfassen sind.

Das Verzeichnis ist jederzeit **unverzüglich zu aktualisieren**, wenn es unrichtig geworden ist. Nähere Einzelheiten ergeben sich aus der WpAIV.⁵³

Auf den Aufbau des Verzeichnisses und die Eingliederung in die interne Compliance Organisation des Unternehmens wird nachfolgend eingegangen.⁵⁴

Wer das Insiderverzeichnis nicht, nicht richtig oder nicht vollständig führt oder übermittelt, kann gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 8 und 9 i. V. m. Abs. 4 WpHG mit einer Geldbuße bis zu 50.000,- Euro belegt werden. Die Bundesanstalt kann jederzeit gemäß § 15 b Abs. 1 S. 2 WpHG die Übermittlung des Insiderverzeichnisses verlangen.

V. Das Verbot der Marktmanipulation, § 20a WpHG

Die Bestimmung des § 20a WpHG ist novelliert worden. Das Verbot erfasst jetzt neben börsengehandelten Finanzinstrumenten auch solche, für die der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt worden ist. Untersagt sind nunmehr nicht nur unrichtige, sondern auch irreführende Angaben und Geschäfte, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Für Kursstabilisierungsmaßnahmen und Aktienrückkäufe gilt die EU-Verordnung Nr. 2273/2003 als Sonderregelung.⁵⁵ 36

Es ist danach gemäß § 20a WpHG verboten, unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben, oder das Verschweigen geeignet sind, den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in der EU oder einem EWR-Staat einzuwirken. Verboten ist es, Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbei zu führen. Und verboten sind schließlich sonstige Täuschungshandlungen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments auf den oben genannten Märkten einzuwirken. Hier ist auch der Freiverkehr erfasst. 37

Das Verbot wendet sich nicht nur an Organmitglieder eines Emittenten oder Insider, sondern an jedermann, der unrichtige oder irreführende Erklärungen über bewertungsrelevante Umstände macht oder, obgleich er sie pflichtgemäß machen müsste, verschweigt. **Tathandlung** im Sinne der Vorschrift („machen“) ist nicht nur die Abgabe von Erklärungen öffentlich oder gegenüber einem großen Personenkreis; es genügt vielmehr, dass die Erklärung nach außen dringt und zumindest eine weitere Person davon Kenntnis nehmen kann. Es genügen insbesondere auch Erklärungen bei der Erfüllung gesetzlicher 38

⁵² Ziff. VII.2.2 Leitfaden.

⁵³ Abrufbar unter: <http://www.bafin.de/verordnungen/wpaiv.htm> (Stand 8. 2. 2006).

⁵⁴ Siehe Rn. 54.

⁵⁵ Siehe Rn. 21.

Publizitätspflichten, freiwillige Äußerungen auf Pressekonferenzen, Analystenveranstaltungen, in publizierten Interviews oder auch im Einzelgespräch mit Investoren oder Beratern. Die Art und Weise der Abgabe der Erklärung (mündlich, schriftlich oder in Textform, per E-Mail oder im Internet) ist unerheblich.⁵⁶ Die unrichtigen oder irreführenden Angaben können Tatsachenmitteilungen, aber auch Werturteile und Prognosen sein, sofern sie sich aus einem Tatsachenkern plausibel ableiten lassen. Die Angaben müssen unrichtig oder irreführend sein und müssen, sofern der Verantwortliche die Unrichtigkeit oder Irreführung kennt oder später erkennt, sogleich berichtigt werden. Wurden die unrichtigen oder irreführenden Angaben in einer Ad-Hoc-Meldung gemacht, so ist eine besondere Ad-Hoc-Berichtigung erforderlich.⁵⁷ Bewertungserheblich sind die Umstände, Tatsachen oder Werturteile, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.

- 39 Es muss sich um **bewertungserhebliche Umstände** handeln, die zur Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis geeignet sind. Dazu genügt es, dass die Angaben oder das Verschweigen vor dem Hintergrund der konkreten Umstände und der Marktverhältnisse generell tauglich sind, auf den Preis einzuwirken; hieran werden keine hohen Anforderungen gestellt. Dies beurteilt die BaFin „im Wege einer objektiv nachträglichen Prognose“.⁵⁸
- 40 Der **Verstoß** gegen das Verbot der Marktmanipulation i. S. d. § 20a WpHG ist eine Straftat gemäß § 38 Abs. 2 WpHG, wenn durch die Tathandlung tatsächlich auf den Börsen- und Marktpreis eingewirkt worden ist und die verantwortliche Person vorsätzlich gehandelt hat. Der Verstoß ist mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bedroht. Im Falle leichtfertigen Handelns liegt eine Ordnungswidrigkeit vor. Jedoch wird Leichtfertigkeit rasch angenommen, weil schon ein geringes Maß an Sorgfaltsverpflichtung ausreicht, wenn die Verwirklichung des Tatbestandes hätte vermieden werden können und der Handelnde dies auch hätte erkennen können.⁵⁹

VI. Melde- und Handlungspflichten bei Überschreiten bestimmter Beteiligungsgrenzwerte, §§ 21 f. WpHG und §§ 29 Abs. 2, 35 WpÜG

- 41 Weitere Melde- und Verhaltenspflichten ergeben sich bei Überschreiten bestimmter **Beteiligungsgrenzen** an einem börsennotierten Unternehmen. Insoweit treten die §§ 21 f. WpHG an die Stelle der Meldepflichten gemäß § 21 AktG. § 21 WpHG schreibt vor, dass derjenige, der durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 oder 75% der Stimmrechte an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, erreicht, überschreitet oder unterschreitet, hat dies unverzüglich dem Emittenten sowie der BaFin, spätestens innerhalb von vier Handelstagen unter Beachtung des § 22 mitzuteilen. § 22 WpHG regelt Einzelfälle wie die Einbeziehung von Tochterunternehmen, treuhänderisch gehaltene Beteiligungen, den bedingten Erwerb etc. § 25 WpHG schreibt seit Inkrafttreten des TUG nun auch vor, dass einseitige Erwerbsoptionen und auf Aktien bezogene Derivate ebenfalls bei der Ermittlung der Schwellenwerte zu berücksichtigen sind. Allerdings ist es in den „Anschleichvorgängen“ Scheffler an Conti und Porsche an VW offenbar gelungen, die Meldepflichten zu umgehen und trotzdem Zugriff auf Aktien des Targets zu nehmen.
- § 26 erweitert die Bestimmungen in den internationalen Bereich.

⁵⁶ Ziff. VI.3.2.1.1 Leitfaden.

⁵⁷ § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG i. V. m. § 4 Abs. 3 WpAIV.

⁵⁸ Ziff. VI.3.2.5 Leitfaden.

⁵⁹ Ziff. VI.3.2.12 Leitfaden.

Werden die Bestimmungen **nicht beachtet**, so bestehen für die Zeit, für welche die Mitteilungspflichten nicht erfüllt werden, **keine Stimmrechte aus den betroffenen Aktien** – also eine schwer wiegende Einschränkung der Rechtsposition des wesentlich beteiligten Aktionärs.⁶⁰ Die BaFin kann unter bestimmten Voraussetzungen entscheiden, dass Stimmrechte aus Aktien bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unberücksichtigt bleiben.⁶¹

Noch schwerwiegendere Rechtsfolgen als die „bloße“ Nichtberücksichtigung von 42 Stimmrechten treten ein, wenn der Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft sich entscheidet, die **Kontrolle über eine Zielgesellschaft** zu übernehmen, deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Kontrolle ist das Halten von mindestens 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft.⁶² Dabei sind die Zusammenrechnungs-Bestimmungen gemäß § 30 WpÜG zu beachten (Einbeziehung von Tochterunternehmen, treuhänderisch gehaltenen Aktien und Zurechnung von Aktien von Personen, mit denen gemeinsames Handeln im Sinne von § 2 Abs. 5 WpÜG vorliegt; Abstimmung im Hinblick auf die Ausübung von Stimmrechten aus Aktien der Zielgesellschaft). Denn wer unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erlangt, hat dies unter Angabe der Höhe seines Stimmrechtsanteils unverzüglich, spätestens innerhalb von sieben Kalendertagen, gemäß § 10 Abs. 3 S. 1 und 2 WpÜG zu veröffentlichen,⁶³ innerhalb von vier Wochen nach der Veröffentlichung der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft der Bundesanstalt eine Angebotsübernahme zur Übernahme aller übrigen Wertpapiere der Zielgesellschaft zu genau bezeichneten Bedingungen zu übermitteln – und er hat dann ein entsprechendes Übernahmeangebot an den Markt abzugeben. Diese Rechtsfolge ist außerordentlich schwerwiegend. Hinzu kommt wie im Falle der Nichtbeachtung von Meldepflichten gemäß WpHG, dass Rechte aus Aktien einer Zielgesellschaft, über die die Kontrolle übernommen wurde, ohne dass dies pflichtgemäß mitgeteilt wurde und ohne dass eine Angebotsunterlage an die BaFin übermittelt wurde, bis zur Nachholung dieser Pflichten nicht ausgeübt werden können.⁶⁴

Die Nichtbeachtung der Melde- und Handlungspflichten des WpHG und des WpÜG ist ferner mit Bußgeldern bedroht.

Die Folgen der Nichtbeachtung dieser gesetzlichen Vorschriften sind demnach höchst gravierend. Treten sie ein, so ergeben sich daraus selbstverständlich auch Schadensersatzverpflichtungen gemäß § 93 AktG der Mitglieder von Vorstand und – allerdings nur bei Kenntnis und Mitwirkung – der Mitglieder des Aufsichtsrates.

Insbesondere bei Gesellschaften, in denen **mehrere Inhaber von Aktienpaketen** insgesam 43 den Schwellenwert der Kontrollerreichung von 30% überschreiten, ist mit großer Sorgfalt darauf zu achten, dass kein abgestimmtes Verhalten zwischen diesen Personen im Sinne des WpHG und des WpÜG vorliegt. Diese Konstellation ist sehr häufig bei Gesellschaften zu finden, die an den ehemaligen Neuen Markt gegangen sind und bei denen Gründer und/oder deren Familienangehörige noch wesentliche Aktienpakete halten und gleichzeitig im Vorstand oder Aufsichtsrat tätig sind.

⁶⁰ *Holzappel/Pöllath*, Rdn 514.

⁶¹ § 23 WpHG; zu den besonderen Problemen etwa für die Private Equity Häuser mit ihrem mehrstufigem Managementaufbau über einem konzernmäßig geführten Portfolio: *Eyring/Rothe*, Börsen-Zeitung v. 16. 2. 2005.

⁶² §§ 1, 29 Abs. 2 WpÜG.

⁶³ § 35 Abs. 1 WpÜG.

⁶⁴ § 59 WpÜG.

D. Compliance

- 44 Die aufgezeigten umfassenden Handlungspflichten und Haftungskonsequenzen zwingen den Vorstand und den Aufsichtsrat der börsennotierten AG, die Beachtung der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Vorschriften sicherzustellen.⁶⁵

Die Beiträge anderer Autoren in dieser Publikation befassen sich mit den Grundsätzen der Organisation eines Risikoüberwachungssystems im Unternehmen generell (Internes Kontrollsystem und Früherkennungssystem existenzgefährdender Risiken gemäß § 91 Abs. 2 AktG). Für jede Aktiengesellschaft – gleich ob börsennotiert oder nicht – ergibt sich die Verpflichtung zur Einrichtung eines internen Kontrollsystems aus der allgemeinen Verpflichtung des Vorstandes zur ordnungsmäßigen Geschäftsführung und die Verpflichtung zur Einrichtung eines Früherkennungssystems zur Vermeidung existenzgefährdender Risiken darüber hinaus aus § 91 Abs. 2 AktG. Darauf wird nachfolgend in Ziff. I eingegangen.

Darüber hinaus ist die Beachtung der vorstehend in Abschnitt B und C dargestellten kapitalmarktrechtlichen Vorschriften beim Going Public und nach Aufnahme der Börsennotierung im Rahmen eines Kontrollsystems zu sichern. Damit befassen sich die Ausführungen nachfolgend in Ziff. II.

I. Allgemeines Internes Kontrollsystem (IKS), Risikofrüherkennungssystem und Risikomanagement gemäß § 91 Abs. 2 AktG

- 45 Ein **Internes Kontrollsystem (IKS)** zur Sicherung des Vermögens des Unternehmens, zur Steigerung der betrieblichen Effizienz und zur Einhaltung der betriebsinternen und gesetzlichen Vorschriften muss in jedem Unternehmen vorhanden sein. Sicherheit, Ordnungsmäßigkeit und Wirtschaftlichkeit aller Abläufe sollen durch das IKS gewährleistet werden.⁶⁶

Das KonTraG vom 27. 4. 1998 hat darüber hinaus die Vorschrift des § 91 Abs. 2 AktG eingeführt. Danach ist der Vorstand verpflichtet, geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden können. Überwiegend ist man der Auffassung, dass damit nicht die Verpflichtung zum Aufbau eines umfassenden betriebswirtschaftlichen Risikomanagementsystems gemeint ist, sondern speziell ein System, das der Erkennung und Überwachung von Entwicklungen dient, die den Unternehmensbestand gefährden.⁶⁷

Auch Ziff. 4.1.4 des Deutschen Corporate Governance Kodex sieht vor, dass der Vorstand für ein angemessenes Risikomanagement und Risikocontrolling im Unternehmen Sorge zu tragen habe. § 317 Abs. 4 HGB, ebenfalls eingeführt durch das KonTraG von 1998, schreibt vor, dass im Rahmen der Jahresabschlussprüfung amtlich notierter Aktiengesellschaften zu beurteilen ist, ob der Vorstand die ihm nach § 91 Abs. 2 AktG obliegenden Maßnahmen in einer geeigneten Form getroffen hat und ob das danach einzurichtende Überwachungssystem seine Aufgaben erfüllen kann. Hierzu hat das Institut der Wirtschaftsprüfer am 25. 6. 1999 einen Prüfungsstandard verabschiedet: Die Prüfung

⁶⁵ Campos Nave/Bonenberger, BB 2008, 734

⁶⁶ M. Klinger/O. Klinger, S. 5.

⁶⁷ Lischke/Offerhaus, in: MünchAnwHdb-AktR, § 18 Rn. 13; Hüffer, § 91 Rn. 5.

des Risikofrüherkennungssystems nach § 317 Abs. 4 HGB (IDW PS 340), inzwischen mehrfach redaktionell angepasst. Der Aufbau eines geeigneten **Risikofrüherkennungssystems** ist also über die Einrichtung eines IKS-Systems hinaus ein wesentlicher Bestandteil der allgemeinen Leitungsaufgabe des Vorstandes.⁶⁸

Der **IDW Prüfungsstandard PS 340** gilt in der Praxis als Richtschnur für die Einrichtung des Risikofrüherkennungssystems. Er definiert folgende Maßnahmen, die dann Prüfungsgegenstand sind: 46

- Festlegung der Risikofelder, die zu bestandsgefährdenden Entwicklungen führen können,
- Risikoerkennung und Risikoanalyse,
- Risikokommunikation,
- Zuordnung von Verantwortlichkeiten und Aufgaben,
- Einrichtung eines Überwachungssystems,
- Dokumentation der getroffenen Maßnahmen.⁶⁹

Er empfiehlt ferner, ein **Risikohandbuch** zu erarbeiten, in dem das Gesamtsystem, seine Funktion, die Überwachung und die Dokumentation aller konkreten Handlungen bei Beachtung und Umsetzung des Systems in der Praxis und auch der zur Kontrolle dieser Umsetzung erfolgenden Maßnahmen laufend und zeitnah dokumentiert werden. Umsetzung und Dokumentation einerseits sind durch das allgemeine Controlling zu überwachen (so ist wohl das Erfordernis eines Risikocontrollings in Ziff. 4.1.4 des Deutschen Corporate Governance Kodex zu verstehen, vgl. auch Ziff. 3.6, Rn. 17 von IDW PS 340).

Es ist nicht erforderlich, das Risikomanagementsystem im engeren Sinne (Risikofrüherkennungssystem) als gesondertes System neben ein Risikomanagementsystem im weiteren Sinne zu stellen. Vielmehr wird das Risikomanagementsystem im engeren Sinne in der Regel in das allgemeine betriebswirtschaftliche Risikomanagementsystem (IKS System) des Unternehmens und in die bestehenden Steuerungssysteme zu integrieren sein.⁷⁰ 47

Das vom Vorstand pflichtgemäß einzurichtende Risikomanagement- und -früherkennungssystem kann ferner gleichzeitig als Basis für die Sicherung der kapitalmarktrechtlichen Handlungspflichten der Gesellschaft und ihrer Organe dienen, die nachfolgend in Ziff. II. beschrieben werden.

II. Kapitalmarktrechtliches Überwachungssystem

Der IDW-Prüfungsstandard IDW PS 340 befasst sich nicht mit der Überprüfung der **Beachtung kapitalmarktrechtlicher Pflichten** durch den Emittenten, da das Risikofrüherkennungssystem des § 91 Abs. 2 AktG dies nicht zum Gegenstand hat. Der Vorstand muss daher ein eigenes effizientes Überwachungssystem aufbauen, das die Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten zum Gegenstand hat.⁷¹ 48

Die einzelnen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften dienen zwar, wie oben⁷² ausgeführt, insgesamt der Stärkung des Anlegerschutzes und der Unternehmensintegrität, haben jedoch ganz unterschiedliche Anknüpfungspunkte und Zielrichtungen. Sie erfassen dementsprechend unterschiedliche Sachverhalte in den Unternehmensbereichen. Die Beachtung von Pflichten, die nur das Unternehmen als solches und allein betreffen (z. B. § 15 b WpHG), erfordern ferner andere Maßnahmen als die Beachtung von Pflichten, die

⁶⁸ Lischke/Offerhaus, in: MünchAnwHdb-AktR, § 18 Rn. 18 und Fn. 50.

⁶⁹ Ziffern 3.1 bis 3.6 IDW PS 340.

⁷⁰ Lischke/Offerhaus, in: MünchAnwHdb-AktR, § 18 Rn. 19 und Fn. 42.

⁷¹ Tollkühn, ZIP 2004, 2215, 2216.

⁷² Siehe Rn. 4.

vom Unternehmen und von bestimmten natürlichen Personen (Insider, Vorstand, Aufsichtsrat) gemeinsam zu beachten sind (z. B. § 15 a WpHG). Genügt im ersten Fall die Einrichtung eines Kontrollsystems bezogen auf interne Vorgänge im Unternehmen selbst, so sind im zweiten Fall zusätzliche Vorkehrungen zu treffen, die auch die Handlungen des Personenkreises einbeziehen, der zusätzlich zur Gesellschaft der jeweiligen Norm unterliegt (z. B. Verpflichtungserklärungen jedes Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedes im Hinblick auf Directors' Dealings).

Wichtig ist dabei, dass der Tatbestand jeder einzelnen Handlungs- oder Verbotsnorm gesondert zu betrachten ist. Es ist zu prüfen, welche Tatbestandsmerkmale die sogenannte Tatbestandsseite der jeweiligen Norm enthält, wo, bei welchen Gegebenheiten und wann (Personenkreis, Geschäftsbereich, Ort, Zeit) diese Tatbestandsmerkmale möglicherweise verwirklicht werden könnten und mit welchen geeigneten Maßnahmen demnach der Eintritt des Tatbestandsmerkmals entweder verhindert (Verbotsnormen wie Verbot des Insidertrading) oder festgestellt (Ad-Hoc-pflichtiger Umstand, Directors' Dealings) werden kann. Ferner ist zu prüfen, wie dann entsprechend der Rechtsfolgeseite der Norm (Verbot des Insidertrading, unverzügliche Veröffentlichung oder Mitteilung) rasch und zuverlässig reagiert werden kann („think like an insider“).

Es bleibt daher die Frage, auf welche Weise die Beachtung der kapitalmarktrechtlichen Verpflichtungen als sozusagen spezieller Teil des Risikomanagementsystems im Unternehmen⁷³ gesichert werden kann. Dabei gehört dieser Risikobereich durchaus noch in den Bereich des § 91 Abs. 2 AktG, da Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Vorschriften ganz erhebliche unmittelbare finanzielle (Bußgelder) und noch erheblichere mittelbare Folgen (Verlust der Glaubwürdigkeit am Kapitalmarkt) haben können.

49 Die wesentlichen **kapitalmarktrechtlichen Pflichten** sind:

- das Verbot von Insidergeschäften,⁷⁴
- die Pflicht zur Befolgung der Vorschriften zur Ad-Hoc-Publizität,⁷⁵
- die Mitteilung über Directors' Dealings,⁷⁶
- die Führung von Insiderverzeichnissen,⁷⁷
- das Verbot der Marktmanipulation,⁷⁸
- die Melde- und Handlungspflichten bei Überschreitung bestimmter Beteiligungsquoten an börsennotierten Unternehmen,⁷⁹

jeweils in Verbindung mit Sanktionsnormen, die bei Nichtbeachtung der Verpflichtungen in den genannten Bestimmungen eingreifen.

Die Bestimmungen über das Verbot von Insidergeschäften, zur Ad-Hoc-Publizität und zur Führung von Insiderverzeichnissen sind insofern miteinander verknüpft, als sie gemeinsam am Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation ansetzen. Das Verbot der Marktmanipulation und die Meldepflichten gemäß WpHG und WpÜG normieren davon unabhängige Tatbestände.

1. Erfassung von Insiderinformationen

50 Der Zentralbegriff der Insiderinformation enthält rein tatsächliche und wertende Merkmale.

⁷³ Siehe Rn. 45 ff.

⁷⁴ §§ 12–14 WpHG.

⁷⁵ § 15 WpHG.

⁷⁶ § 15 a WpHG.

⁷⁷ § 15 b WpHG.

⁷⁸ § 20 a WpHG.

⁷⁹ §§ 21 ff. WpHG, 29 Abs. 2, 35 WpÜG.

Der Begriff „Umstand“ i. S. d. § 13 WpHG umfasst Tatsachen, Werturteile, Meinungsäußerungen, Einschätzungen, Prognosen und sogar Gerüchte,⁸⁰ die nicht öffentlich bekannt sind und die sich auf den Emittenten oder das Insiderpapier selbst beziehen. Liegen derartige Umstände vor, so verlangt der Tatbestand der Norm ferner, dass die der Information zugrunde liegenden Umstände geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Dies erfordert eine Einschätzung durch den Vorstand aus der hypothetischen Sicht eines verständigen Anlegers.⁸¹

Die tatsächlichen Umstände können innerhalb und außerhalb des Unternehmens in Erscheinung treten. Die Einschätzung hat das Unternehmen selbst vorzunehmen.

Innerhalb des Unternehmens können theoretisch in jedem Bereich „Umstände“ in Erscheinung treten. In der Praxis wird es jedoch nach Größe, Branche und Organisationsstruktur jedes Unternehmens spezielle Bereiche geben, in denen das Auftreten von insiderinformationsrelevanten Umständen möglicherweise zu erwarten ist und solche, in denen dies nicht der Fall sein wird.⁸² In einem ersten Schritt sind daher diese Bereiche festzulegen.

Die als zweiter Schritt folgende Einschätzung, ob (1) festgestellte insiderinformationsrelevante Umstände nicht öffentlich bekannt sind und ob sie (2) im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich beeinflussen könnten, muss dagegen die Geschäftsleitung selber vornehmen. Daraus ergibt sich, dass in **drei Schritten** vorgegangen werden muss:

- Festlegung der Bereiche des Unternehmens, in denen damit gerechnet werden kann, dass insiderinformationsrelevante Umstände in Erscheinung treten,
- Bereithalten organisatorischer Vorkehrungen für deren Feststellung und sofortige Weitermeldung an die Geschäftsleitung (Compliance Handbuch, Meldeweg, turnusmäßige Mitarbeiterbelehrung),
- Sicherstellung der sofortigen Entscheidung der Geschäftsleitung darüber, ob es sich um eine Ad-Hoc-pflichtige Insiderinformation im Sinne der kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen handelt oder nicht und ggf. sofortige Veranlassung der dann gebotenen Maßnahmen (Ad-Hoc-Mitteilung, Überprüfung des Insiderverzeichnisses).

Wo können insiderrelevante Informationen im Unternehmen in Erscheinung treten? 51

Da es hierfür auf Art, Größe, Branche und Organisationsstruktur jedes einzelnen Unternehmens ankommen wird, lassen sich keine festen Regeln aufstellen.

Für den Aufbau des Insiderverzeichnisses führt der Leitfaden aus,⁸³ das Verzeichnis könne nach Funktions- oder Vertraulichkeitsbereichen aufgebaut werden, in denen Insiderinformationen typischerweise vorkämen. Bereiche, in denen nach allgemeiner Erfahrung Insiderinformationen typischerweise aufträten, seien z.B. Vorstand, Aufsichtsrat, Rechtsabteilung, Controlling und Finanzen, Public oder Investor Relations, der Betriebsrat sowie die Compliance-Abteilung selbst. Dies ist sicher auch für den Aufbau des Compliance-Systems als Ansatzpunkt richtig. Darüber hinaus können aber auch in weiteren Unternehmensbereichen Insiderinformationen entstehen.⁸⁴ Auch hier gilt wieder „think like an insider“: wo könnte Wissen um Umstände entstehen, das den Wissensträger allein in die Lage versetzen würde, daraus vorteilhafte Ergebnisse durch

⁸⁰ Siehe oben Rn. 18.

⁸¹ Siehe oben Rn. 20.

⁸² Ebenso *Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621, 1623.

⁸³ Ziff. VII.4.1.2 Leitfaden.

⁸⁴ Vgl. auch nachfolgend Rn. 54.

Transaktionen am Kapitalmarkt zu erzielen? Jeder Unternehmensbereich muss daraufhin „abgeklopft“ werden.

2. Risikomanagement

- 52 Aufgabe der Geschäftsleitung ist die systematische Erfassung dieser Bereiche und die Beschreibung der Umstände, die (weil möglicherweise insiderinformationsrelevant) sogleich der Geschäftsleitung mitzuteilen sind. Der Mitteilungsweg muss klar festgelegt sein. Die Einzelheiten sind in einem **Handbuch** niederzulegen. Die Mitarbeiter müssen anhand des Handbuches geschult und belehrt werden. Die Funktionsweise des Systems ist auch unabhängig von der Überprüfung durch die Abschlussprüfer durch die Geschäftsleitung selbst regelmäßig zu überprüfen und das Ergebnis zu dokumentieren.

Die in der Geschäftsleitung eingehenden **Meldungen über insiderinformationsrelevante Umstände** sind von der Geschäftsleitung im Hinblick auf ihre Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung von Insiderpapieren zu überprüfen. Bejahendenfalls hat die Geschäftsleitung auf dem dafür standardisiert vorzusehenden Wege sogleich die entsprechenden Maßnahmen zu veranlassen (Ad-Hoc-Mitteilung, Überprüfung des Insiderverzeichnisses).

Die vorstehend beschriebene Organisationsstruktur kann in das allgemeine Risikomanagementsystem des Unternehmens eingegliedert werden, darf jedoch dadurch nicht behindert werden.

Daneben und unabhängig davon ist den **Mitarbeitern** in den insiderinformationsrelevanten Unternehmensbereichen gesondert und außerhalb eines Handbuches einmal jährlich persönlich mitzuteilen, dass sie als potentielle Insider im Sinne der §§ 12–14 WpHG besonderen – auch strafbewehrten – Verpflichtungen, insbesondere dem Verbot von Insidergeschäften, unterliegen. Jeder angesprochene Mitarbeiter muss durch Unterschrift die Kenntnisnahme bestätigen.

3. Sicherung der Mitteilungspflicht von Directors' Dealings

- 53 Personen, die bei einem Emittenten von Insiderpapieren Führungsaufgaben im Sinne des § 15 a WpHG wahrnehmen und daher die Regelungen in § 15 a WpHG beachten müssen, hat das Unternehmen individuell darauf hinzuweisen und zu verpflichten.

Dies geschieht für **Vorstände** in den Anstellungsverträgen und einmal jährlich durch gesonderte Belehrung sowie am besten halbjährlich durch entsprechende Erklärung der Verpflichteten an die Gesellschaft über die Einhaltung der Verpflichtungen. Jedes **Aufsichtsratsmitglied** sollte in gleicher Weise bei Übernahme seines Amtes auf diese Pflichten hingewiesen und die Kenntnisnahme durch Unterschrift bestätigt werden. Auch hier ist zweimalige Bestätigung über die Beachtung der Vorschriften im Laufe des Kalenderjahres geboten.

Dagegen kann die Gesellschaft Belehrungen gegenüber den in § 15 a Abs. 3 WpHG aufgeführten **nahe stehenden natürlichen und juristischen Personen** nicht erteilen und auch keine schriftlichen Kenntnisnahmebestätigungen einholen. Hier muss es den belehrten Personen mit Führungsaufgaben überlassen bleiben, selbst entsprechende Belehrungen weiter zu geben, Erklärungen einzuholen und das ihnen Mögliche zur Beachtung des § 15 a WpHG zu tun.

4. Führung von Insiderverzeichnissen

- 54 Insider innerhalb des Unternehmens hat das Unternehmen selbst gemäß § 15 b WpHG zu erfassen und die Erfassung laufend zu aktualisieren.

Zu erfassen sind:

- die Personalien all derjenigen, die Zugang zu Insiderinformationen haben,
- der Grund für deren Erfassung und
- das Erstellungs- und Aktualisierungsdatum.⁸⁵

In das Verzeichnis aufzunehmen sind, sofern sie Zugang zu Insiderinformationen haben,

- alle Personen, die für den Emittenten im Rahmen eines Anstellungs-, Dienst- oder Werkvertrages tätig sind (Vorstand, Aufsichtsrat und deren Sekretärinnen, sämtliche Angestellte, Mitglieder des Betriebsrates, Anwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Kreditinstitute, Druckerei des Geschäftsberichts),⁸⁶
- sofern dieser Zugang „bestimmungsgemäß“ erfolgt (regelmäßig oder „anlassbezogen“, z. B. in Vorbereitung einer Kapitalerhöhung oder Unternehmenstransaktion).⁸⁷

Bei Erweiterung des insiderrechtlichen Bereiches auf Dritte ist der Abschluss von **Vertraulichkeitsvereinbarungen** erforderlich.⁸⁸

Die im Auftrag des Emittenten oder für seine Rechnung handelnden Personen (Anwälte, Steuerberater etc.)⁸⁹ dagegen kann das Unternehmen nur auffordern, Insiderverzeichnisse zu führen und dem Unternehmen die Führung zu bestätigen. Auch dies sollte jedoch einmal jährlich (Forderung) bzw. zweimal jährlich (Bestätigung der Führung) aktenkundig gemacht werden.

5. Verbot der Marktmanipulation

Das Verbot der Marktmanipulation betrifft in erster Linie Personen, die für das Unternehmen nach außen auftreten. Dies ist der Vorstand und die Presse- und Marketingabteilung. Die in diesen Bereichen tätigen Personen sind daher entsprechend jährlich zu belehren und zu verpflichten. Auch hier sind zweimal jährlich Bestätigungen der betroffenen Personen mit einer Bestätigung über die Beachtung der Vorschriften einzuholen. 55

6. Meldepflichten bei Überschreitung von Schwellenwerten

Die Beachtung der Meldepflichten zu den Schwellenwerten für Beteiligungsquoten im Sinne der §§ 21 f. WpHG, 29 Abs. 2 WpÜG liegt in der Finanzabteilung des Unternehmens. Dort ist für die Beachtung der Vorschriften und ggf. der Folgeverpflichtungen des WpÜG Vorsorge zu treffen. 56

Nur wenn die Unternehmensleitung allen vorstehend beschriebenen Verpflichtungen nachkommt, kann sie Schäden und Haftungen aus dem Bereich des Kapitalmarktrechtes zuvorkommen.

⁸⁵ Art. 6 Abs. 3 S. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie.

⁸⁶ *Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621, 1625.

⁸⁷ *Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621, 1625; oben Rn. 51.

⁸⁸ *Rodewald/Tüxen*, BB 2004, 2249.

⁸⁹ Siehe Rn. 7.