

**Die Ad-hoc-Publizitätspflicht
von Unternehmen nach amerikanischem Recht
und die Auslegung von § 15 WpHG**

Michael Gruson und William J. Wiegmann

Arbeitspapier 2/95

**Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen
nach amerikanischem Recht und die Auslegung
von § 15 WpHG**

Dr. Michael Gruson, LL.B, M.C.L. und
William J. Wiegmann, J.D.

Inhaltsübersicht

- A. Einleitung
- B. Ad-hoc-Publizität in den U.S. A.
 - 1. Regelungssystem
 - 11. Periodische Publizitätspflichten
 - 111. Konkrete Ad-hoc-Publizitätspflichten
 - 1. Publizitätsanforderungen der einzelnen Börsen
 - 2. Beschränkte Ad-hoc-Publizität nach dem SEA
 - 3. Pflicht zur Aktualisierung oder Korrektur von früher veröffentlichten Informationen
 - 4. Offenlegung von Insiderinformationen
 - IV. Der U. S. amerikanische *Materiality*-Grundsatz
 - 1. Ungewisse Unternehmensereignisse und -entwicklungen
 - 2. Illegale oder unredliche Unternehmensaktivitäten
 - V. Prinzip der richtigen, vollständigen und nicht irreführenden Bekanntgabe von Informationen
- C. Bedeutung der amerikanischen Regelung für die Auslegung von § 15 WpHG

A. Einleitung

Der Deutsche Bundestag hat am 26. Juli 1994 das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz erlassen, dessen Kernstück das Gesetz über den Wertpapierhandel (**WpHG**) bildet (vgl. Art. 1). Das **WpHG** schafft die rechtliche Grundlage für die Errichtung eines Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel als Bundesoberbehörde (§ 3 Abs. 1 **WpHG**).¹ Daneben statuiert das Gesetz Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des **Stimmrechtsanteils** an Aktiengesellschaften mit Sitz im Inland, deren Aktien an einer Börse in einem Mitgliedstaat der Europäischen Gemeinschaften oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum amtlichen Handel zugelassen sind (§§ 21-30 **WpHG**²). Im Mittelpunkt steht jedoch die Insiderproblematik, die in Deutschland durch das Wertpapierhandelsgesetz (§§ 12-20 **WpHG**) erstmals gesetzlich geregelt wird.³ Entsprechend den Vorgaben der **EG-Insiderrichtlinie**⁴, die durch das Gesetz - verspätet- in deutsches Recht transformiert wird, enthält das Wertpapierhandelsgesetz nicht nur das Verbot von Insidergeschäften sowie Vorschriften zur Überwachung, Durchsetzung und Sanktionierung dieses Verbots⁵, sondern auch Bestimmungen zur Prävention von Insidergeschäften in Form von Publizitätsvorschriften.

Nach § 15 Abs. 1 Satz 1 **WpHG** unterliegt jeder Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind⁶, einer sog. **Ad-hoc-Publizitätspflicht**⁷. Danach ist jede neue Tatsache, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, unverzüglich zu veröffentlichen, sofern "sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, oder im Fall zugelassener Schuldverschreibungen die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, beeinträchtigen kann" (sog. kursbeeinflussende Tatsachen). Die Veröffentlichung ist in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder über ein unter anderem bei Kreditinstituten weitverbreitetes elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem in deutscher Sprache vorzunehmen (§ 15 Abs. 3 **WpHG**), so daß zumindest die Marktteilnehmer von der Tatsache Kenntnis nehmen können. Der Emittent hat hierbei dafür zu sorgen, daß sein Text unverändert erscheint und die Bekanntgabe erkennen läßt, daß es sich um eine Veröffentlichung des Emittenten handelt. Vor der Veröffentlichung muß der Emittent gemäß § 15 Abs. 2 **WpHG** die Geschäftsführung der Börsen, an denen die Wertpapiere gehandelt werden, sowie das Bundesaufsichtsamt über die zu veröffentlichende Tatsache unverzüglich, d.h. ohne schuldhaftes Zögern, informieren. Hierdurch soll sichergestellt werden, daß die Geschäftsführung der jeweiligen Börse eine Kursaussetzung verfügen und das Bundesaufsichtsamt ihre Aufgaben erfüllen kann. Schließlich ist im Bundesanzeiger unverzüglich ein Hinweis auf die Veröffentlichung, die den in Abs. 2 genannten Institutionen zuzusenden ist (§ 15 Abs. 4 **WpHG**), bekanntzugeben.

Die Überwachung der Einhaltung der in Abs. 1-4 geregelten Pflichten obliegt dem kürzlich errichteten Bundesaufsichtsamt. Zur Wahrnehmung dieser Aufgabe kann das Amt vom Emittenten **Auskünfte**⁸ und die Vorlage von Unterlagen verlangen. Des weiteren ist der

Emittent verpflichtet, den Bediensteten des Bundesaufsichtsamtes sowie den von ihm beauftragten Personen während der üblichen Arbeitszeit Zutritt zu seinem Grundstück und Geschäftsräumen zu gestatten (§ 15 Abs. 5 WpHG). Schließlich stellt die vorsätzliche oder leichtfertige Verletzung der in § 15 WpHG geregelten Pflichten eine Ordnungswidrigkeit dar, die im Falle der Zuwiderhandlung gegen die Publizitätspflicht mit einer Geldbuße bis drei Millionen Deutsche Mark geahndet werden kann (vgl. § 39 Abs. 3 WpHG).⁹

Die Bestimmung des am 01. Januar 1995¹⁰ in Kraft getretenen § 15 Abs. 1 WpHG, der an die Stelle des aufgehobenen § 44 a BörsenG¹¹ tritt, wirft angesichts der Vielzahl von unbestimmten Rechtsbegriffen eine Reihe von Zweifelsfragen auf. So läßt das Gesetz beispielsweise offen, wann eine Tatsache als "nicht öffentlich bekannt" anzusehen ist.¹² Ferner ist die verwendete Formulierung "Tatsache, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten ist" zumindest im Hinblick auf vielschichtige Konzerne zu unbestimmt. Des weiteren können sich Anhaltspunkte darüber, welche Tatsachen sich auf die Vermögens- und Finanzlage bzw. auf den Geschäftsverlauf des Emittenten auswirken, allenfalls durch Rückgriff auf den handelsrechtlichen Einzel- und Konzernabschluß bzw. den Lagebericht ergeben.¹³ Für den Rechtsanwender stellt jedoch der Begriff der "Eignung einer Tatsache zur erheblichen Kursbeeinflussung" das wichtigste und am schwierigsten zu prüfende Tatbestandsmerkmal des § 15 WpHG dar, da unter anderem keine gesicherten Erkenntnisse¹⁴ über den genauen Einfluß von Änderungen der Vermögens- und Finanzlage bzw. des Geschäftsverlaufs auf die Aktienkurse eines Unternehmens existieren.

Die praktische Handhabung dieses Gesetzes setzt eine nähere Konkretisierung der Publizitätspflicht voraus, die angesichts fehlender Gerichtsentscheidungen heute noch nicht abzusehen ist.¹⁵ Es bietet sich deshalb eine Untersuchung der bereits länger existierenden Publizitätsbestimmungen in den U.S.A an (vgl. unter B), um daran anschließend zu analysieren, ob und gegebenenfalls inwieweit sich daraus Lösungsansätze für die deutsche Regelung ergeben können (vgl. unter C).

B. Ad-hoc-Publizität in den USA

1. Regelungssystem

Das U.S. amerikanische Wertpapierrecht statuiert zum Schutze der Anleger und zur Sicherung der Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarktes umfassende periodische Publizitätspflichten (vgl. dazu unter 11.) und eine ergänzende Ad-hoc-Pflicht zur unverzüglichen Offenlegung von bestimmten Unternehmensereignissen.

Eine konkrete Ad-hoc-Publizitätspflicht, ohne die auch wesentliche (*material*) Informationen nicht offengelegt werden müssen, ergibt sich aus den Bestimmungen der einzelnen Wertpapierbörsen, die von den dort notierten Gesellschaften jeweils zu beachten sind (vgl. dazu unter. 111. 1). Daneben ist eine solche Pflicht -allerdings nur im eingeschränkten Maße-

in den Wertpapiergesetzen des Bundes einschließlich der hierzu erlassenen Verordnungen enthalten (vgl. dazu unter 111. 2). Ferner sind veröffentlichte Informationen unter bestimmten Voraussetzungen zu berichtigen oder zu aktualisieren (vgl. dazu unter 111. 3). Schließlich kann einem Insider aufgrund eines Treue -oder Vertrauensverhältnisses zu einem Unternehmen bzw. zu dessen Aktionären untersagt sein, mit Wertpapieren dieses Unternehmens zu handeln, sofern er wesentliche und unveröffentlichte Informationen über dieses besitzt und nicht offenlegt bzw. nicht veröffentlichen kann (sog. **disclose-or-abstain rule**; vgl. dazu unter 111. 4). Demgegenüber begründet allein der Umstand, daß eine Tatsache für Investoren von erheblicher Bedeutung ist oder sein kann (= wesentliche Tatsache), zwar eine **notwendige**¹⁶, aber keine hinreichende Voraussetzung” für eine Offenlegungspflicht.¹⁸

Zwei prinzipielle Unterschiede zwischen dem U.S. amerikanischen und dem deutschen Regelungssystem verdienen Beachtung.

Die U.S. amerikanische **disclosure philosophy** betrachtet den Individualschutz der Anleger und die Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarktes bzw. die effiziente Allokation der zur Verfügung stehenden Finanzressourcen als wichtige Primärziele. Demgegenüber steht im Mittelpunkt des Wertpapierhandelsgesetzes die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, während der durch die Insiderbestimmungen normierte Anlegerschutz im wesentlichen als Maßnahme des kapitalmarktrechtlichen Funktionsschutzes betrachtet wird.¹⁹ Demgemäß dient die in § 15 Abs. 1 WpHG enthaltene Ad-hoc-Publizitätspflicht primär der Prävention von Insidergeschäften, die nach Auffassung des Gesetzgebers das Vertrauen der Anleger in einen fairen Wertpapiermarkt gefährden und somit das Funktionieren dieses Marktes beeinträchtigen*⁴, während die Offenlegungspflichten in den U. S. A. **grundsätzlich**²¹ unabhängig von der Insiderproblematik den gleichen und schnellen Zugang aller interessierter Investoren zu bestimmten Unternehmensinformationen bezwecken.

Darüberhinaus erscheint erwähnenswert, daß das Wertpapierhandelsgesetz die einzige Rechtsgrundlage für eine Ad-hoc-Publizitätspflicht bildet.* Demgegenüber finden in den U. S. A. insoweit verschiedene Rechtsquellen nebeneinander Anwendung.

11. Periodische Publizitätspflichten

Der **Securities Exchange Act von 1934 (SEA)** sieht in § 13 (a) (2) eine periodische Berichterstattung in Form von regelmäßig zu veröffentlichenden Jahres- und Quartalsberichten vor.

Der bei der U.S. amerikanischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (**Securities and Exchange Commission - SEC**) einzureichende Jahresbericht ist von U.S. amerikanischen Unternehmen²³ gemäß dem Formblatt **Form IO-K** zu erstellen. Der Bericht, der 90 Tage nach dem Ende eines jeden Geschäftsjahres mitzuteilen ist, hat unter anderem ausführliche Angaben über den Geschäftsverlauf des Unternehmens einschließlich seiner Tochtergesellschaften, das Betriebsvermögen, anhängige und bedeutende Prozesse, alle Belange, die den Aktionären zur Entscheidung vorgelegt worden sind, den Marktpreis der Unternehmensaktien und die festgelegten Dividenden während der letzten zwei

Geschäftsjahre, die Finanzlage und -aussicht des Unternehmens, die Direktoren einschließlich ihrer beruflichen Erfahrungen sowie über diejenigen Wertpapierinhaber, die mehr als 5 % einer Klasse von Wertpapieren innehaben, zu **enthalten**.²⁴ Daneben sind regelmäßig, d.h. jeweils 45 Tage nach Ende der ersten drei Quartale eines jeden Geschäftsjahres, entsprechend dem Formblatt **Form 10-Q** Quartalsberichte offenzulegen, die zusammen mit dem Jahresbericht sicherstellen, daß vierteljährlich eine Aktualisierung der gegebenen Angaben über den Geschäftsverlauf des Unternehmens erfolgt.

Die Publizitätsbestimmungen des SE4 gelten zum einen für Unternehmen, deren Wertpapiere gemäß § 12 **SEA** bei der SEC registriert sind (§ 13 (a) **SEA**). Registrierungspflichtig sind Wertpapiere, die an einer U.S. amerikanischen Wertpapierbörse gehandelt werden (vgl. § 12 (a) **SEA**). Daneben sind nicht an einer Börse gehandelte Aktien eines Unternehmens zu registrieren, wenn dessen gesamtes Betriebsvermögen mehr als 5 Millionen U. S. Dollar beträgt und eine Klasse von Aktien dieses Unternehmens von mehr als 500 Aktionären gehalten wird.²⁵ Zum anderen **finden** die Publizitätsbestimmungen nach § 15 (d) **SEA** auch Anwendung auf Unternehmen, die nach dem **Securities Act von 1933 (SA)** **registrierungspflichtige Wertpapiere emittieren**.²⁶

Die unvollständige, unrichtige und irreführende Mitteilung von offenzulegenden Tatsachen kann gegenüber Investoren und Aktionären eine Schadensersatzpflicht des Emittenten begründen.²⁷ Ferner ist bei Verstößen gegen die periodischen Offenlegungspflichten mit Geld- und Freiheitsstrafen sowie mit einem vorübergehenden oder endgültigen Börsenausschluß zu rechnen (vgl. § 12 (k); § 32 **SEA**).

Das Wertpapierhandelsgesetz statuiert dagegen keine periodischen Publizitätspflichten, die vielmehr für Kapitalgesellschaften (AG, KGaA und GmbH) im Handelsgesetzbuch geregelt sind (vgl. §§ 264 ff.). Daneben verpflichtet § 44 b **BörsenG** den Emittenten zugelassener Aktien zu einer mindestens halbjährlichen Zwischenberichterstattung über die Finanzlage und den allgemeinen Geschäftsgang.

111. Konkrete Ad-hoc-Publizitätspflichten

1) Publizitätsanforderungen der einzelnen Börsen

U.S. amerikanische und ausländische Unternehmen, deren Wertpapiere zum Handel an einer U.S. amerikanischen Wertpapierbörse zugelassen sind, unterliegen zunächst den dort jeweils geltenden Regelungen über Ausgestaltung und Umfang der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Hierbei handelt es sich um zwingende Bestimmungen, die von der SEC genehmigt werden müssen.

Die Bestimmungen der New Yorker Börse (**New York Stock Exchange - NYSE**)²⁸ zielen darauf ab, daß Informationen, die sich unmittelbar auf den Wert der bei ihr registrierten

Wertpapiere auswirken oder die Investitionsentscheidungen beeinflussen können und an deren Veröffentlichung die Aktionäre, die Öffentlichkeit und die *NYSE* ein berechtigtes Interesse haben, rechtzeitig offengelegt werden.²⁹ Demgemäß ist ein dort notiertes Unternehmen verpflichtet, derartige als wesentlich (*material*) eingestufte Informationen durch unverzügliche Pressemitteilungen (*press release*)³⁰ bekanntzugeben sowie Gerüchte, die sich auf den Markwert ihrer Wertpapiere auswirken können, richtigzustellen oder zu **bestätigen**.³¹ Als wesentliche Ereignisse werden insbesondere die Feststellung des jährlichen und vierteljährlichen Gewinns eines Unternehmens und die Festlegung der Dividende aufgefaßt. Daneben fallen nach Auffassung der *NYSE* auch bedeutende **Unternehmenszusammenschlüsse**, Unternehmensübernahmen, Übernahmeangebote, Aktienaufteilungen, Veränderungen im Management, Erfindungen, Expansionspläne, Auftragsvergaben, Veränderungen in der Produktpalette sowie sonstige erhebliche Unternehmensaspekte, die von ungewöhnlicher und nicht wiederkehrender Natur sind, in die Kategorie der **publizitätspflichtigen** Tatsachen.³² Schließlich können bereits Verhandlungen oder Pläne, die zu solchen Ereignissen führen können, wesentlich und damit berichtspflichtig sein.³³

Die *American Stock Exchange (AMEX)* betrachtet die Offenlegung von Informationen, die für eine vernünftige Investitionsentscheidung erforderlich sind, sowie den gleichen Zugang aller interessierter Investoren hierzu, als Voraussetzung eines **effizienten** und fairen Wertpapiermarktes.³⁴ Dementsprechend sind gemäß ihrer Börsenrichtlinien, die von allen dort notierten Unternehmen einzuhalten sind, unverzüglich alle wesentlichen (*material*) Informationen offenzulegen, d.h. Tatsachen, die sich bei Bekanntwerden wahrscheinlich in bedeutsamer Weise auf den Wertpapierpreis des Unternehmens auswirken oder die wahrscheinlich die Investitionsentscheidung von vernünftigen Investoren beeinflussen würden.³⁵ Hierzu zählt die *AMEX* insbesondere Informationen über das Betriebsvermögen, den Geschäftsverlauf eines Unternehmens, die Finanzlage und -aussicht, **Unternehmenszusammenschlüsse** und -übernahmen, die Beziehungen eines Unternehmens zu seinen Kunden, seinen Arbeitnehmern und Lieferanten oder über erhebliche Änderungen in der Struktur der Wertpapierinhaber eines Unternehmens.³⁶ Des weiteren hat die *AMEX* eine Liste von konkreten Unternehmensereignissen erstellt, deren unverzügliche Veröffentlichung in der Regel als erforderlich angesehen wird.³⁷ Schließlich sind Gerüchte und veröffentlichte Berichte über ein an der *AMEX* notiertes Unternehmen von diesem richtigzustellen oder zu bestätigen, sofern diese bereits Auswirkungen auf den Wertpapierhandel hatten, in Zukunft wahrscheinlich haben werden oder Bedeutung in bezug auf künftige Investitionsentscheidungen haben können.³⁸

Ähnliche Bestimmungen finden sich in den Zulassungsbedingungen des *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ)*³⁹, auf die daher nicht näher eingegangen werden **braucht**.⁴⁰

Die Bestimmungen der einzelnen U.S. amerikanischen Wertpapierbörsen weisen eine gewisse Parallelität zum § 15 Abs. 1 **WpHG** auf. In beiden Fällen ist Anknüpfungspunkt für eine Ad-

hoc-Publizitätspflicht die Börsennotierung eines Unternehmens, wobei allerdings die deutsche Regelung einheitlich für jede inländische Börsenzulassung gilt. Ferner sind die nach § 15 Abs. 1 **WpHG** und den U.S. amerikanischen Börsenrichtlinien zu veröffentlichenden Informationen vergleichbar, da -wie noch zu zeigen sein wird⁴¹- eine wesentliche Tatsache im Sinne des U.S. amerikanischen *disclosure standard*⁴² regelmäßig zugleich zur erheblichen **Kursbeeinflussung** geeignet ist.

Unterschiede können sich aber bei den zivilrechtlichen Konsequenzen einer Nichtbeachtung der jeweiligen Ad-hoc-Publizitätsbestimmungen ergeben. Während eine Schadensersatzklage nicht auf die Nichteinhaltung einer U.S. amerikanischen Börsenrichtlinie oder eines Börsenvertrages (*Zisting agreement*) gestützt werden kann, ist eine Haftung des Emittenten aus deutscher Sicht zumindest denkbar. Zwar enthält das Wertpapierhandelsgesetz keine Rechtsgrundlage für Schadensersatzansprüche von Anlegern, die durch die Verletzung der Publizitäts- und Mitteilungspflichten einen Schaden erlitten haben (vgl. § 15 Abs. 6 Satz 1 **WpHG**), jedoch werden andererseits zivilrechtliche Konsequenzen nicht generell ausgeschlossen (vgl. S. 2). Demgemäß kommt bei einer Verletzung der Offenlegungspflicht ein deliktischer Schadensersatzanspruch gemäß § 823 Abs. 2 BGB in Betracht, sofern man § 15 Abs. 1 **WpHG** -wie den nunmehr aufgehobenen § 44 a **BörsenG**⁴³- als ein Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB auffaßt. Dies dürfte jedoch im Hinblick auf S. 1 der Vorschrift zu verneinen sein.⁴⁴ Demgegenüber können Verstöße gegen die U. S. amerikanischen Börsenrichtlinien nur dadurch sanktioniert werden, daß bis zur korrekten Veröffentlichung der Handel mit Wertpapieren des **berichtspflichtigen** Unternehmens ausgesetzt wird.⁴⁵ Wird diese nicht unverzüglich nachgeholt, so kann auf Antrag der jeweiligen Börse die SEC die Börsennotierung des Unternehmens **streichen**.⁴⁶

Die U.S. amerikanischen Börsenrichtlinien lassen nicht genau erkennen, welche Ereignisse nach Auffassung der einzelnen Börsen offenzulegen sind. Darüberhinaus ist erwähnenswert, daß sich U.S. amerikanische Unternehmen in der Praxis nicht streng an diese Regelungen **halten**.⁴⁷ Dies wird von den einzelnen Börsen im wesentlichen toleriert, in dem insbesondere Verstöße von größeren Gesellschaften nicht mit einem vorübergehenden oder endgültigen Börsenausschluß geahndet werden.

2. Beschränkte Ad-hoc-Publizität nach dem SEA

Die in § 13 (a) (1) SEA enthaltene (beschränkte) Ad-hoc-Publizitätspflicht für Emittenten, deren Wertpapiere gemäß § 12 **SEA** oder § 5 **SA** registrierungspflichtig sind, wird als Ergänzung zu den periodischen Publizitätsanforderungen angesehen. Sie soll sicherstellen, daß die Marktteilnehmer einschließlich den Investmentberatern, denen in den U.S.A. eine wichtige Aufgabe zukommt, auch zwischen den Abschlußstichtagen der Jahres- und Quartalsberichte über wichtige Unternehmensereignisse informiert werden.

Konkretisiert wird diese Verpflichtung zur Offenlegung von Tatsachen durch das hierzu erlassene Formblatt **Form 8-K** (sog. *current report*), das für U.S. amerikanische Unternehmen⁴⁸ die unverzügliche Mitteilung folgender Sachverhalte vorschreibt:

- (1) Veränderungen in der Unternehmenskontrolle
- (2) der Erwerb und die Veräußerung von bedeutsamen Vermögensgegenständen
- (3) Konkurs- und Vergleichsanträge des Emittenten
- (4) der Wechsel des Wirtschaftsprüfers des Emittenten
- (5) der Rücktritt von Mitgliedern des **Board of Directors**
- (6) der Jahresabschluß von erworbenen oder verkauften Unternehmen und
- (7) der Wechsel des Geschäftsjahres des Unternehmens.

Sonstige Ereignisse müssen dagegen nicht zwingend offengelegt werden. Vielmehr enthält das Formblatt **Form 8-K** lediglich die Empfehlung, wesentliche Informationen auf freiwilliger Basis dem Anlegerpublikum **bekanntzugeben**.⁴⁹ Kommt ein Emittent allerdings dieser Empfehlung nach, so muß die Offenlegung jedoch vollständig, richtig und ohne irreführende Passagen sein.⁵⁰

Die unvollständige, unrichtige und irreführende Mitteilung von offenzulegenden Tatsachen begründet -wie eine derartige Verletzung gegen die periodischen Offenlegungspflichten- eine Schadensersatzpflicht des Emittenten.⁵¹ Ferner können bestimmte Verstöße gegen diese Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß §§ 12 (k) und 32 SEA mit Geld- und Freiheitsstrafen sowie mit einem vorübergehenden oder endgültigen Börsenausschluß geahndet werden.

3. Pflicht zur Aktualisierung oder Korrektur von früher veröffentlichten Informationen

Das U.S. amerikanische Wertpapierrecht kennt keinen allgemeinen Grundsatz, wonach Unternehmen frühere Bekanntmachungen zu aktualisieren oder zu korrigieren haben. Ein solche Verpflichtung ergibt sich vielmehr im wesentlichen nur in zwei Fallgestaltungen. Zum einen sind veröffentlichte Sachverhaltsdarstellungen, die bereits im Zeitpunkt ihrer Bekanntgabe falsch oder irreführend waren, zu korrigieren, und zwar sobald das Unternehmen hiervon Kenntnis erlangt hat.⁵² Zum anderen sind veröffentlichte Tatsachen zu aktualisieren, wenn sie infolge nachfolgender Ereignisse irreführend geworden sind.⁵³ Letztere Verpflichtung besteht solange, bis die anfangs offengelegte Tatsache ihre Aktualität verloren hat. Stellt ein Unternehmen kurz nach der Veröffentlichung von Prognosen und Finanzplänen fest, daß diese zu optimistisch oder zu pessimistisch sind bzw. nicht eingehalten werden können, so dürfte diese Erkenntnis ebenfalls der **Mitteilungspflicht** unterliegen.

4. Offenlegung von Insiderinformationen

Die letzte Fallgestaltung, in der sich nach U.S. amerikanischem Recht eine Offenlegungspflicht ergeben kann, erfaßt die **Insiderproblematik**.⁵⁴

Eine Person, die aufgrund ihrer Stellung in einem Unternehmen oder aufgrund ihrer beruflichen Tätigkeit über wesentliche und unveröffentlichte Informationen über dieses verfügt (= **Insider**⁵⁵), ist zur Offenlegung von derartigen Informationen verpflichtet, sofern sie mit Wertpapieren dieses Unternehmens handeln möchte (sog. *disclose-or-abstain rule*).⁵⁶ Grund für diese Regelung, die ihre rechtliche Grundlage in dem Treue- und Vertrauensverhältnis zwischen dem Insider und der Gesellschaft bzw. ihren Aktionären findet, ist, daß der Insider, der die Information allein zum Zwecke seiner beruflichen Tätigkeit erhalten hat, seine persönlichen Interessen gegenüber denjenigen der Gesellschaft und ihren Aktionären **zurückzustellen hat**.⁵⁷ Kann der Insider dieser Offenlegungsobliegenheit aufgrund einer Verpflichtung gegenüber der Gesellschaft nicht nachkommen, so besteht für ihn folglich keine Gelegenheit, Wertpapiere dieses Unternehmens zu kaufen oder zu verkaufen.

Zivilrechtlich hat ein Verstoß gegen das Verbot von Insidergeschäften, mit dem verhindert werden soll, daß ein Insider zu Lasten von nicht informierten Minderheitsaktionären einen unberechtigten Vorteil erwirbt, eine Schadensersatzpflicht des Insiders gemäß der *Rule 10b-5* zur Folge.

Das Wertpapierhandelsgesetz unterscheidet sich in zweierlei Hinsicht von dieser U.S. amerikanischen Regelung. Zum einen trifft die in § 15 Abs. 1 WpHG enthaltene Offenlegungspflicht nicht den Insider, sondern den Wertpapieremittenten selbst. Zum anderen ist bemerkenswert, daß aus deutscher Sicht die Offenlegungspflicht nicht erst dann entsteht, wenn ein Insider tatsächlich unter Ausnutzung seines nicht veröffentlichten Wissens den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren des Unternehmens beabsichtigt.

IV. Der U.S. amerikanische *Materiality*-Grundsatz

Besteht unter den näher aufgeführten Voraussetzungen eine konkrete Offenlegungspflicht, so bezieht sich diese nur auf wesentliche (*material*) Informationen. Der Begriff der Wesentlichkeit bedarf wie das in § 15 Abs. 1 WpHG enthaltene Tatbestandsmerkmal "Eignung zur erheblichen **Kursbeeinflussung**" der näheren Konkretisierung, die nach U.S. amerikanischem Wertpapierrecht anhand eines objektiven Maßstabes vorzunehmen ist.⁵⁸ Wesentlich ist hiernach eine Tatsache, wenn ein vernünftiger Investor sie im Rahmen seiner Entscheidung über den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren eines bestimmten Unternehmens für erheblich erachtet hätte ("... *an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in [making an investment decision]*").⁵⁹ Andererseits ist nicht erforderlich, daß der Investor bei Kenntnis von der Tatsache wahrscheinlich eine andere Entscheidung getroffen hätte, sondern daß sich bei

Offenlegung das Gesamtbild der dem Investor zur Verfügung stehenden Informationen in bedeutender Weise geändert hätte (“... *there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by a reasonable investor as having significantly altered the “total mix” of information made available..*”⁶⁰). Diese allgemeine, auf einen *reasonable investor/shareholder* abstellende Definition, die auch von der SEC im Rahmen der von ihr erlassenen Formblätter *Forms IO-K, IO-Q* und 8-K angewandt wird⁶¹, zieht keine exakte und allgemein gültige Grenzlinie zwischen wesentlichen und nicht wesentlichen Informationen. Vielmehr erfordert diese Bestimmung stets eine Berücksichtigung aller konkreten Umstände des jeweiligen Einzelfalls.

Die einzelnen Börsenrichtlinien geben einen ersten Anhaltspunkt darüber, welche Unternehmensereignisse als wesentlich angesehen werden bzw. bei welchen Sachverhalten überprüft werden sollte, ob unter Berücksichtigung der konkreten Umstände eine wesentliche Tatsache gegeben ist. Des weiteren ist die Frage der Wesentlichkeit von Informationen insbesondere in Zusammenhang mit ungewissen Unternehmensereignissen diskutiert worden, wobei U.S. amerikanische Gerichte verschiedene Fallgestaltungen herausgearbeitet haben (vgl. unter 1). Schließlich ist von entscheidender Relevanz, wann Informationen über illegale oder unredliche Unternehmensaktivitäten zu veröffentlichen sind (vgl. dazu unter 2).

1. Ungewisse Unternehmenereignisse und -entwicklungen

Die **Offenlegungspflicht** bezieht sich auch auf Informationen über “wesentliche” Unternehmensereignisse und **-entwicklungen**, deren Eintritt noch nicht sicher ist, die aber Auswirkungen auf die Zukunft des Unternehmens und die Bereitschaft von Investoren, mit Wertpapieren dieses Unternehmens zu handeln, haben können.

Inwieweit ungewisse Ereignisse von vernünftigen Investoren im Rahmen von Investitionsentscheidungen berücksichtigt werden, läßt sich kaum ermitteln. Demgemäß bedurfte es für die Bestimmung, wann ein ungewisses Unternehmensereignis wesentlich ist, einer Spezifizierung der -bereits erwähnten- allgemeinen Definition dieses Begriffs. Die Rechtsprechung entwickelte in der Entscheidung *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*⁶² hierfür die sog. **Probability/magnitude-** Formel. Hiernach ist zur Beurteilung der Wesentlichkeit eines ungewissen Ereignisses die Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Ereignisses in Beziehung zu dessen erwarteten Bedeutung, die sich ihrerseits aus einem Vergleich mit der Gesamtheit der Unternehmensaktivitäten ergibt, zu setzen (“... *whether facts are material ... will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in the light of the totality of the company activity*”).⁶³ Wenngleich sich diese Entscheidung -wie die meisten Gerichtsurteile- speziell auf das Verbot von Insidergeschäften und die *Rule 10b-5* bezog, so wird diese Formel doch auch zur Bestimmung des Begriffs der Wesentlichkeit in anderen Fallgestaltungen akzeptiert.

Die Pflicht zur Offenlegung von laufenden Verhandlungen über eine Unternehmensübernahme (einschließlich Fusionen) richtet sich nach Auffassung des obersten Bundesgerichts der U.S. A (U. S. *Supreme Court*⁶⁴) ebenfalls nach der *Probability/magnitude*-Formel. Unternehmen, die solche Verhandlungen führen, haben daher zu jeder Zeit die Wahrscheinlichkeit einer tatsächlichen Übernahme und dessen Umfang in bezug auf die Gesamtheit der Unternehmensaktivitäten zu bewerten, um einer möglichen Offenlegungspflicht rechtzeitig nachkommen zu können.⁶⁵ Bei der Beurteilung der Wahrscheinlichkeit des Zustandekommens einer Übernahme ist als Indiz das Interesse des Unternehmens an derselben, das sich beispielsweise durch Beschlüsse des *Board of Directors*, konkreten Instruktionen an im Anlagegeschäft tätige Bankiers und tatsächliche Verhandlungen zwischen den Direktoren oder ihren Unterhändlern dokumentiert, zu berücksichtigen. Der Umfang (*magnitude*) von ungewissen Ereignissen bemißt sich schließlich nach der Größe der betroffenen Unternehmen sowie einer etwaigen Differenz zwischen dem Marktwert und dem vorgesehenen Kaufpreis der zu übernehmenden Aktien.

Der U. S. *Supreme Court* lehnt dagegen den sog. *Agreement-in-principle-Test*, der von anderen Bundesgerichten⁶⁶ vertreten wurde, ausdrücklich ab.⁶⁷ Vorbereitende Verhandlungen waren hiernach erst dann wesentlich im Sinne der Ad-hoc-Publizitätspflicht, wenn sich die Parteien bereits über den Preis und die Struktur der geplanten Unternehmensübernahme geeinigt haben.

Wird die Absicht, ein Unternehmen zu übernehmen, oder die Aufnahme entsprechender Verhandlungen publik gemacht, so kann auch eine Änderung der Unternehmenspolitik oder der Abbruch solcher Verhandlungen ein wesentliches Ereignis darstellen.⁶⁸

Auch die ernsthafte Erwägung eines Unternehmens, eine größere Umstrukturierung oder Umorganisation der Gesellschaft vorzunehmen, kann ein wesentliches Ereignis darstellen, das -im Falle einer konkreten Ad-hoc-Publizitätspflicht- zu veröffentlichen ist. Aus diesem Gesichtspunkt konnte beispielsweise ein Unternehmen, das seine Überlegungen über eine Unternehmensumstrukturierung in Form einer Gründung von zwei neuen Gesellschaften nicht offengelegt hatte, von den Wertpapiererwerbern auf Schadensersatz verklagt werden.⁶⁹ Das Gericht führte hierzu aus, daß die geplante Umorganisation infolge ihres Umfanges von großer Bedeutung war und demzufolge eine wesentliche Tatsache beinhalten könnte.⁷⁰ Plant eine Holdinggesellschaft als eine von mehreren Alternativen zur Erhöhung des Wertes ihrer Aktien die Ausgliederung und Verselbständigung bzw. den Verkauf eines Tochterunternehmens, für dessen Verluste sie in der Vergangenheit aufgekommen ist, so richtet sich die Festlegung, ob dieser Umstand wesentlich ist, ebenfalls nach der *Probability/magnitude*-Formel.⁷¹

Einige *Gerichtsentscheidungen*⁷² deuten an, daß Informationen über geplante interne Umstrukturierungen zu einem früheren Zeitpunkt als Verhandlungen über eine Unternehmensübernahme als wesentlich erachtet werden. Grund dafür ist, daß infolge der größeren Einflußmöglichkeit des Unternehmens die Umsetzung eines internen Umstrukturierungsplans wahrscheinlicher als das tatsächliche Zustandekommen einer beabsichtigten Übernahme ist. Demgemäß werden grundsätzlich Anzeichen von internen

Umstrukturierungen im Vergleich zu Übernahmeverhandlungen auch größere Bedeutung zugemessen.

2. Illegale und unredliche Unternehmensaktivitäten

Informationen über -erhebliche- illegale oder unredliche Geschäftspraktiken eines Unternehmens sind für Investoren im allgemeinen von wesentlicher Bedeutung. Solche Informationen geben Anhaltspunkte über die Kompetenz und die Integrität des Managements eines Unternehmens sowie dessen Bereitschaft, das Unternehmen einem hohen wirtschaftlichen Risiko auszusetzen. Da Aktivitäten dieser Art insbesondere dazu führen können, daß das Unternehmen bei der Vergabe von öffentlichen Aufträgen ausgeschlossen wird, sind solche Informationen oft in bezug auf Unternehmen, die hauptsächlich in diesem Sektor tätig sind, von enormer Wichtigkeit. Unabhängig von diesen negativen ökonomischen Implikationen kann ein Investor auch ein generelles Interesse daran haben, nicht mit einem solchen Unternehmen bzw. mit einem solchem Management in Verbindung gebracht zu werden.

Investoren beziehen deshalb häufig Informationen über -erhebliche- illegale oder unredliche Geschäftspraktiken in ihre Investmententscheidungen mit ein. Dementsprechend werden Gesetzesverstöße und unredliche Geschäftspraktiken **grundsätzlich**⁷³ als wesentliche Ereignisse betrachtet, die im Fall ihrer Offenlegung das Gesamtbild der den Investoren zur Verfügung stehenden Informationen in bedeutender Weise ändern wurden.

So galten in einem Fall illegale Aktivitäten einer Brauerei, die den Entzug der Verkaufserlaubnis bewirken konnten, als wesentliche **Ereignisse**.⁷⁴ In ähnlicher Weise beinhaltet die angebliche Zahlung von Bestechungsgeldern zur Erlangung eines öffentlichen Auftrages eine wesentliche Information, die -im Falle einer konkreten Ad-hoc-Publizitätspflicht- bereits vor der strafrechtlichen Anklage des Unternehmens bzw. seiner leitenden Angestellten offenzulegen ist.⁷⁵ Ferner enthalten frühere Verstöße gegen die im Rahmen der Emission bestehenden Publizitätspflichten wesentliche **Ereignisse**.⁷⁶

Als Beispiel einer -wesentlichen- unredlichen Verhaltensweise gelten von den *generally accepted accounting principles (GAAP)* abweichende Rechnungslegungspraktiken, die darauf gerichtet sind, die Finanzlage eines Unternehmens einschließlich des Gewinns zu beschönigen, und dadurch (mittelbar) zu einer künstlichen und erheblichen Preissteigerung der Wertpapiere dieses Unternehmens beitragen.”

V. Prinzip der richtigen, vollständigen und nicht irreführenden Bekanntgabe von Informationen

Die mitgeteilten Informationen müssen jeweils richtig, vollständig und nicht irreführend sein (sog. *full and fair disclosure*). Dies gilt auch dann, wenn ein Wertpapieremittent ohne konkrete Ad-hoc-Publizitätspflicht auf freiwilliger Basis das Anlegerpublikum über wesentliche Angelegenheiten des Unternehmens **informiert**.⁷⁸

Diese Regel, deren Nichtbeachtung eine Schadensersatzpflicht des Emittenten **begründet**⁷⁹, bereitet insbesondere dann Schwierigkeiten, wenn Gerüchte über tatsächliche Unternehmensereignisse publik werden und das Unternehmen hierzu von Wirtschaftsjournalisten oder Wirtschaftsanalysten um eine Stellungnahme gebeten wird. Beabsichtigt das Unternehmen keine vollständige Offenlegung der Tatsache, so besteht lediglich die Möglichkeit, die Anfrage mit "Kein Kommentar" **zu beantworten**.⁸⁰ Denn bereits die Verneinung eines wesentlichen, tatsächlich vorliegenden Ereignisses beinhaltet eine unrichtige Bekanntgabe und damit eine Verletzung der *Rule 10b-5* (2).

C. Implikationen der U.S. amerikanischen Regelung auf die Auslegung von § 15 WpHG

Das U.S. amerikanische Wertpapierrecht kennt als Voraussetzung einer Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht den Begriff "... wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten ...". Deshalb kann insoweit nicht auf das U.S. amerikanische Recht zurückgegriffen werden, um Anhaltspunkte für eine Konkretisierung des § 15 Abs. 1 WpHG zu finden. Allerdings werden Ereignisse, die als *material* gelten, regelmäßig auch Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten haben. Dies zeigt sich daran, daß die Ereignisse, die nach dem Leitfaden der Deutschen Börse AG über die Ad-hoc-Publizitätspflicht derartige Auswirkungen haben können⁸¹, zum großen Teil mit denjenigen übereinstimmen, die die einzelnen U.S. amerikanischen Börsenrichtlinien** regelmäßig als publizitätspflichtig ansehen.

Demgegenüber ist das Tatbestandsmerkmal "Eignung einer Tatsache zur erheblichen **Kursbeeinflussung**", an dessen Vorliegen die Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG ebenfalls geknüpft ist, mit dem U.S. amerikanischen *Materiality-Grundsatz* vergleichbar. Beide Konzepte enthalten keinen abschließenden Einzelfallkatalog, sondern basieren auf unbestimmten Rechtsbegriffen, deren Konkretisierung mangels (ausreichender) normativer Bestimmungen dem Richterrecht obliegt. Sowohl das Kursbeeinflussungspotential einer Tatsache als auch ihre Wesentlichkeit nach U.S. amerikanischem *disclosure Standard* bemessen sich hiernach nach objektivem Maßstab.⁸³ Ferner setzt die Feststellung, ob eine Information die Kriterien hierfür erfüllt, in beiden Fällen eine Berücksichtigung aller konkret vorliegenden und absehbaren Umstände des jeweiligen Einzelfalls voraus, ohne daß eine

genaue und quantitative Grenzziehung zwischen kursbeeinflussenden und nicht kursbeeinflussenden bzw. wesentlichen und nicht wesentlichen Tatsachen möglich wäre.⁸⁴ Wichtiger ist jedoch, daß eine nach U.S. amerikanischem *disclosure Standard* "wesentliche" Tatsache -eine Tatsache, die ein vernünftiger Investor im Rahmen seiner Investmententscheidung für wesentlich erachtet hätte⁸⁵- regelmäßig auch geeignet ist, im Falle ihrer Bekanntgabe erhebliche Kursänderungen nachsichzuziehen. Dementsprechend wurden nachträgliche Kursschwankungen von U. S. amerikanischen Gerichten in älteren Entscheidungen regelmäßig als Indiz für die Wesentlichkeit einer Tatsache *angesehen*.⁸⁶ Darüberhinaus berücksichtigen vernünftige Investoren insbesondere solche Unternehmensinformationen (= "wesentliche" Tatsachen"), die aus ihrer Sicht für die Zukunft eine erhebliche Änderung des Marktpreises der Wertpapiere dieses Unternehmens erwarten lassen, d.h. die zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet sind. Prognostiziert nämlich ein Investor aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden Informationen einen Preisanstieg der Wertpapiere eines Unternehmens, so wird er eher an dem Kauf solcher Papiere interessiert sein, als wenn die Umstände auf einen Kursverfall hindeuten. Umgekehrt wird ein Wertpapierinhaber den Verkauf von Wertpapieren eines Unternehmens ernsthaft in Erwägung ziehen, wenn die ihm offengelegten Informationen, die die Basis seiner Prognose bilden, eher Umsatz- und Gewinnrückgänge des Unternehmens und damit Kursverluste nahelegen.⁸⁸

Beinhaltet demzufolge die Festlegung, ob eine konkrete Tatsache "wesentlich" (*material*) ist oder zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet ist, prinzipiell die gleiche Analyse, so lassen sich anhand der beschriebenen praktischen Handhabung des U. S. amerikanischen *Materiality*-Grundsatzes auch Anhaltspunkte dafür ableiten, welche Art von Unternehmensereignissen unter welchen Voraussetzungen das wichtigste Tatbestandsmerkmal des § 15 Abs. 1 WpHG erfüllen können.

Die U. S. amerikanische Ad-hoc-Publizitätspflicht beinhaltet infolge der aufgezeigten Parallelität zur deutschen Regelung Richtlinien für deren praktische Anwendung. Insbesondere dürften sich für Unternehmen wertvolle Hinweise zur Erfüllung der gesetzlichen Ad-hoc-Publizitätspflicht aus der umfangreichen und detaillierten Rechtsprechung zur Wesentlichkeit von Übernahmeverhandlungen und geplanten Umstrukturierungen ergeben, da damit zu rechnen ist, daß diese Gesichtspunkte auch im Rahmen des § 15 WpHG eine wesentliche Rolle spielen werden.⁸⁹ Allerdings läßt sich heute noch nicht vorhersagen, ob deutsche Gerichte zur Konkretisierung der Vorschrift insoweit eher die sog. *Probability/magnitude*- Formel anwenden, oder § 15 WpHG unter Verwendung des sog. *Agreement-in-principle-Tests* eher restriktiv auslegen werden. Eine wichtige Bedeutung im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht des § 15 WpHG dürfte ebenfalls die Pflicht zur Offenlegung von erheblichen illegalen bzw. unredlichen Unternehmensaktivitäten haben, so daß auch insoweit auf den *materiality-Grundsatz* des U.S. amerikanischen Rechts zurückgegriffen werden kann. Schließlich erfordert die (mit-) angestrebte Verbesserung der Transparenz des deutschen Wertpapiermarktes eine Interpretation des § 15 WpHG, die auch

47109 4/NYL4
1/25/95

- * Die Verfasser bedanken sich für die Mitarbeit von Herrn Referendar Michael L. Renner und Petra J. Pellicano, Shearman and Sterling, New York und Frankfurt am Main.
1. Einzelheiten ergeben sich aus §§ 3 und 4 WpHG.
 2. Insoweit dient das Gesetz auch der Umsetzung der Richtlinie 88/627/EWG des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb oder Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen (ABl. EG Nr. L 348 v. 17.12.1988, S. 62).
 3. Zur Gesetzgebungsgeschichte vgl. Assmann, ZGR 1994, S. 494, 495 ff.
 4. Richtlinie 89/592/EWG des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EG Nr. L 334 v. 18.11.1989, S. 30; vgl. hierzu Claussen, ZBB 1992, S. 267 ff.; Hopt, ZGR 1991, S. 18, 28 ff.
 5. Vgl. dazu Assmann, ZGR 1994, S. 494 ff.; Caspari, ZGR 1994, S. 530 ff.; Claussen, DB 1994, S. 27, 30 ff.; Hopt, ZGR 1991, S. 18, 28 ff.
 6. Gemäß der Begriffsbestimmung in § 2 Abs. 1 WpHG erstreckt sich die Verpflichtung auf alle Arten von Wertpapieren, die zum Handel an einer Börse zugelassen sind, also auf Aktien, Zertifikate, die Aktien vertreten, Schuldverschreibungen, Genußscheine, Optionsscheine und andere Wertpapiere, die mit Aktien und Schuldverschreibungen vergleichbar sind, und zwar unabhängig davon, ob für diese Wertpapiere Urkunden ausgestellt sind.
 7. Das Bundesaufsichtsamt kann den Emittenten auf Antrag von der Pflicht zur Veröffentlichung kursrelevanter Tatsachen befreien, wenn die Ad-hoc-Publizitätspflicht geeignet ist, seinen berechtigten Interessen zu schaden (§ 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG); vgl. dazu den Leitfaden der Deutschen Börse AG, Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, S. 23 ff.
 8. Der Emittent hat allerdings ein Aussageverweigerungsrecht, soweit die Beantwortung der gestellten Fragen ihn selbst oder einen Angehörigen i.S.d. § 383 Abs. 1 Nr. 1-3 ZPO der Gefahr strafrechtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens

nach dem Gesetz über Ordnungswidrigkeiten aussetzen wurde (§ 15 Abs. 5 Satz 3 i.V.m. § 16 Abs. 5 WpHG).

9. Sanktionen sind hierbei nicht auf den Wertpapieremittenten als juristische Person beschränkt, sondern können unter den Voraussetzungen des § 9 Abs. 1 und § 130 Abs. 1, Abs. 2 Nr. 1 u. 2 OWiG auch gegen den Vorstand oder einzelne Vorstandsmitglieder verhängt werden.
10. Vgl. Art. 20 des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes.
11. Vgl. Art. 2 Abs. 2 Nr. 23 des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes.
12. Eine Tatsache ist nach der Begründung des Gesetzentwurfs des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (BT-Drucksache 1216679 v. 27.01.1994, S. 46) öffentlich bekannt, wenn eine sog. Bereichsöffentlichkeit hergestellt ist, d.h. es muß den Marktteilnehmern möglich sein, von der Tatsache Kenntnis zu nehmen; vgl. dazu auch Assmann, ZGR 1994, S. 495, 510 ff.; Claussen, ZBB 1992, S. 267, 275 f.; Hopt, ZGR 1991, S. 18, 29 ff.; Kumpel, WM 1994, S. 2137 f.
13. So der Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucksache 12/7918; vgl. dazu auch Pellens, AG 1991, S. 62, 64 f.
14. Insbesondere kann nicht auf die vorliegenden Modelle zur Aktienpreisbildung zurückgegriffen werden, da diese keine derartige funktionale Beziehung zwischen beiden Parametern angeben; vgl. hierzu Pellens, AG 1991, S. 62, 65 ff.; Pellens/Fülbier, DB 1994, S. 1381, 1384 u. 1387 f.
15. Eine Erläuterung des § 15 WpHG enthält nunmehr der Leitfaden der Deutschen Börse AG a.a.O. (Fn. 7), S. 13 ff.
16. Vgl. dazu unter IV.
17. Vgl. Chirarella v. United States, 445 U.S. 222, 235 (1980); Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 647 (1982); Polak v. Continental Hosts, Ltd., 613 F. Supp. 153, 156 (S.D.N.Y. 1985).
18. Neben den zwingenden Bestimmungen ermutigte eine inzwischen praktisch überholte Grundsatzklärung der SEC aus dem Jahre 1970 Kapitalgesellschaften mit breitgestreutem Aktienkapital, ihre Wertpapierinhaber und das Anlegerpublikum über günstige und ungünstige Unternehmensentwicklungen von bedeutsamen Umfang unverzüglich und exakt zu informieren, wobei diese Aufgabe nach Auffassung der SEC dem Management oblag. Weiterhin wurde dem Unternehmensmanagement nahegelegt, ihre Offenlegungsstrategie zu überprüfen und Verfahren festzulegen, die eine unverzügliche Veröffentlichung wesentlicher Tatsachen sicherstellen (vgl. SEC Comment on Timely Disclosure of Material

Corporate Developments, Securities Act Release No. 5092, [1970 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 77,915 (October 15, 1970).

19. Vgl. die Begründung des Gesetzentwurfs des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, BT-Drucksache 1216679 v. 27.01.1994, S. 1 u. 33 (“... **Verbesserung der Attraktivität und internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland durch -Erweiterung des Anlegerschutzes ...**” und “**Für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ist das Vertrauen der Anleger von entscheidender Bedeutung**”); s. auch Assmann, ZGR 1994, S. 494, 499.
20. Ebenda S. 33; der Gesetzgeber geht hierbei davon aus, daß sich ein Anleger vom Markt fernhält, sofern er dort Insiderhandeln vermutet; demgegenüber wird in der juristischen und ökonomischen Literatur ein Verbot von Insidergeschäften kontrovers diskutiert; vgl. hierzu Pellens/Fülbier, DB 1994, S. 1381 ff.; Hopt, ZGR 1991, S. 17, 22 ff.; Pfister, ZGR 1981, S. 318 ff. jeweils m.w.N.
21. Eine Ausnahme bildet die Pflicht eines Insiders, wesentliche und unveröffentlichte Informationen beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren offenzulegen (vgl. dazu unter 111. 4).
22. Vgl. aber auch §§ 63, 64 Börsenzulassungsverordnung.
23. Für private ausländische Emittenten gilt das Formblatt **Form 20-F**; vgl. dazu Douglas Jones/Michael C. Banks, **Periodic Reporting Obligations of Foreign Issuers of Securities**, in: United States Securities and Investments Regulation Handbook, hrsg. von Michael Gruson, Jerry Markharn und Eric Roiter, London/Dordrecht/Boston 1992, S. 195, 208 ff.
24. Vgl. dazu das Formblatt **Form IO-K i. V.m. Regulation S-K Item 403**.
25. Vgl. § 12 (g) i. V.m. **Rule 12g-1 SEA**; Ausnahmen ergeben sich aus § 12 (g) (2) SEA, wonach insbesondere ausländische Emittenten, die die nach ihrem Heimatland zu veröffentlichenden Unterlagen vorlegen, von dieser Verpflichtung entbunden werden können (vgl. **Rule 12g3-2**).
26. Eine Plazierung von Wertpapieren muß hiernach bei der **SEC** registriert werden, sofern sie öffentlich (vgl. § 4 (1) **SA**) und im Zusammenhang mit Beförderungs- und Kommunikationsmitteln zwischen mehreren U.S. Bundesstaaten oder zwischen den U.S. A. und dem Ausland erfolgt (**interstate commerce; § 5 SA**); vgl. hierzu Thomas Joyce/Michael Gruson/Patricia O. Jungreis, **Offers and Sales of Securities by Non-US Company in the United States**, in: United States Securities and Investments Regulation Handbook a.a.O. (Fn. 23), S. 1 ff.
27. Einzelheiten ergeben sich aus § 18 (a) SEA.

28. New York Stock Exchange Listed Company Manual §§ 201 .00 ff. (§ 23,5 14 ff.).
29. Ebenda, § 201.00 (§ 23,514).
30. Anders als § 15 Abs. 3 WpHG (vgl. dazu bereits unter A.) verpflichten die Börsenregelungen der NYSE den Emittenten nicht, für eine tatsächliche Veröffentlichung seiner Mitteilung zu sorgen.
31. Ebenda, § 202.03 (123,520); bei Bekanntgabe kurz vor oder während der Öffnungszeiten der Börse ist zuvor die NYSE hiervon zu unterrichten.
32. Ebenda, § 202.06 (§ 23, 512).
33. Ebenda, § 202.01 (§ 23,515); vgl. dazu auch unter V. 1.
34. AMEX Company Guide, Part 4, § 401.
35. Ebenda, §§ 401 (a), 402 (a).
36. Ebenda, § 402 (a).
37. Ebenda; ähnlich wie in den Richtlinien der New Yorker Börse werden hier Ereignisse wie die Gründung von Gemeinschaftsunternehmen, Untemehtnenszusammenschlüsse oder -übernahmen, die Festlegung der Dividende oder des Gewinns, Aktienaufteilungen, bedeutende Auftragserteilungen oder -Verluste, ein bedeutendes neues Produkt oder eine Erfindung bzw. Entdeckung, ein Wechsel in der Unternehmenskontrolle oder im Management, eine Kündigung von Wertpapieren, die Aufnahme eines erheblichen Darlehens, der öffentliche oder private Verkauf einer bedeutsamen Anzahl zusätzlicher Wertpapiere, bedeutsame Prozesse, der Erwerb oder Verkauf von erheblichen Vermögenswerten, signifikante Änderungen im Investitionsplan, bedeutsame Arbeitskämpfe oder Streitigkeiten mit Zulieferern, ein nach dem Formblatt *Form* 8-K zu veröffentlichender Sachverhalt, die Festlegung eines Programms zum Erwerb eigener Unternehmensaktien, ein Übernahmeangebot, die Nichterfüllung einer Hauptforderung oder die Nichtbegleichung von Zinsen aufgezählt.
38. Ebenda, §§ 401 (c), 402 (c).
39. Das *NASDAQ* ist ein Kursnotierungssystem, daß dem außerbörslichen Handel von Wertpapieren dient.
40. Vgl. dazu NASD Securities Dealers Manual, Schedule D, Part 11, §1(c)(16), ¶ 1803.
41. Vgl. dazu unter C.

42. Vgl. dazu unter IV.
43. Vgl. etwa **Baumbach/Duden/Hopt**, Handelsgesetzbuch, § 44 a BörsenG **Anmerk. 1.**
44. So auch Peltzer, ZIP 1994, S. 746, 751; vgl. aber auch Assmann, ZGR 1994, S. 494, 529 (Fn. 136), der § 15 WpHG -basierend auf der ursprünglichen Fassung der Vorschrift im Gesetzesentwurf und im Hinblick auf den nahezu gleichen Wortlaut von § 15 Abs. 1 WpHG und § 44 a BörsenG- als Schutzgesetz i. S. v. § 823 Abs. 2 BGB auffaßte; an die Stelle einer Schadensersatzpflicht des Emittenten ist nunmehr eine höhere Bußgeldandrohung getreten.
45. Vgl. z.B. New York Stock Exchange Listed Company Manual § 8 (*suspension and delisting rules*).
46. Vgl. **Intercontinental Industries, Inc. v. American Stock Exchange**, 452 F.2d 935, 938-40 (5th Cir. 1971).
47. In ähnlicher Weise ist der nunmehr aufgehobene § 44 a BörsenG weitgehend ineffektiv geblieben (vgl. die Begründung des Gesetzesentwurfs des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, BT-Drucksache 1216679 v. 27.01.1994, S. 35).
48. Ausländische Unternehmen, für die eine Publizitätspflicht besteht, unterliegen dagegen den Anforderungen des Formblattes **Form 6-K**, wonach diejenigen Informationen bei der SEC einzureichen sind, die das Unternehmen in seinem Heimatland veröffentlicht hat oder muß.
49. Vgl. Item 5.
50. Vgl. dazu auch unter V.
51. Einzelheiten ergeben sich wiederum aus § 18 (a) SEA.
52. Vgl. **Backman v. Polaroid Corp.**, 910 F.2d 10, 16-17 (1st Cir. 1990).
53. Vgl. **Greenfield v. Heublein, Inc.**, 742 F.2d 751, 758 (3rd Cir. 1984), *cert. denied*, **469 U.S.** 1215 (1985); s. auch **In re Time Warner Inc. Sec. Litigation**, 9 F.3d 259, 260, 267 (2d Cir. 1993), *cert. denied*, **114 S. Ct.** 1397 (1994).
54. **Stuart J. Baskin**, Insider Trading, in: United States Securities and Investments Regulation Handbook a.a.O. (Fn. 23), S. 373 ff.
55. Hierzu zählen insbesondere Mitglieder des **Board of Directors**, Anwälte und Wirtschaftsprüfer.

56. Vgl. Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907, 911-12 (1961); Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 227 (1980); Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 653-54 (1983).
57. Vgl. Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 227-28 (1980).
58. Vgl. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 445 (1976); PPM America, Inc. v. Marriott Corp., 853 F. Supp. 860, 868 (D. Md. 1994).
59. Vgl. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231 (1988); diese Entscheidung verweist auf TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976); an anderer Stelle (vgl. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 240 (1988) heißt es “... **materiality depends on the significance the reasonable investor would place on the withheld or misrepresented information**” .
60. Vgl. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231-32 (1988).
61. Vgl. 17 C.F.R. § 240.12b-2.
62. Vgl. SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2nd Cir. 1968). In dieser Entscheidung hatte ein Unternehmen aufgrund Luft- und geophysikalischen Begutachtungen eine Probebohrung auf einem Grundstück durchführen lassen, das in der Nähe anderer Grundstücke lag, deren Kauf das Unternehmen beabsichtigte. Die Probebohrung hatte eine sichtbare hohe Konzentration von Mineralen ergeben. Insider des Unternehmens, die von diesem Ergebnis Kenntnis hatten, handelten vor der öffentlichen Bekanntgabe dieser Information mit Wertpapieren dieses Unternehmens. Obwohl die Entdeckung von Mineralien nicht durch Laborergebnisse bestätigt worden waren, hielt das Gericht das Ergebnis der visuellen Untersuchung als ein erhebliches Ereignis, so daß die Insider ohne vorherige Offenlegung dieser Tatsache nicht mit den Wertpapieren dieses Unternehmens hätte handeln dürfen.
63. Ebenda, S. 849.
64. Vgl. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 232 (1988).
65. Ebenda, S. 238-40.
66. Vgl. beispielsweise Flamm v. Eberstedt, 814 F.2d 1169 (7th Cir. 1987); Staffin v. Greenberg, 672 F.2d 1196 (3rd Cir. 1982).
67. Vgl. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 232-36 (1988).
68. Vgl. Gulf Oil/Cities Service Tender Offer Litigation, 725 F. Supp. 712, 745-46 (S. D. N. Y. 1989).

69. Vgl. *PPM America, Inc. v. Marriott Corp.*, 853 F. Supp. 860 (D. Md. 1994); die Entscheidung betraf zwar die Prospekthaftung bei der Ausgabe von festverzinslichen Wertpapieren und die *Rule 10b-5*; sie dürfte jedoch auch in bezug auf andere *disclosure-Angelegenheiten* Anwendung finden.
70. Ebenda, S. 869-70.
71. Vgl. *Kronfeld v. Trans World Airlines, Inc.*, 832 F.2d 726, 727 (2nd Cir. 1987); auch diese Entscheidung betraf die Prospekthaftung gemäß § 11 SA, ähnlich wie die Entscheidung in *PPM America, Inc. v. Marriott Corp.* dürfte auch diese Entscheidung in bezug auf andere *disclosure-Angelegenheiten* gelten.
72. Vgl. *PPM America, Inc. v. Marriott Corp.*, 853 F. Supp. 860, 869 (D. Md. 1994); *Kronfeld v. Trans World Airlines, Inc.*, 832 F.2d 726, 734-35 (2nd Cir. 1987).
73. Eine Ausnahme kann sich beispielsweise dann ergeben, wenn die Gesetzesverletzung keinerlei finanzielle Auswirkungen haben kann. So wurden Verstöße gegen Umweltbestimmungen als irrelevant betrachtet, da das Unternehmen infolge einer Freistellung von der Schadensersatzpflicht keinerlei finanzielle Einbußen zu befürchten hatte; vgl. *Levine v. NL Industries, Inc.*, 926 F.2d 199, 203 (2nd Cir. 1991).
74. Vgl. *SEC v. Jos. Schlitz Brewing Co.*, 452 F. Supp. 824, 830 (E.D. Wis. 1978).
75. Vgl. *Roeder v. Alpha Industries, Inc.*, 814 F.2d 22, 25-26 (1st Cir. 1987).
76. Vgl. *Securities Exchange Commission v. Fehn*, No. CV-S-92-946-HDM (RLH), 1994 U.S. Dist. LEXIS 8204, at *22 (U.S. D. Nev. April 1, 1994).
77. Vgl. *In re Chambers Dev. Securities Litigation*, 848 F. Supp. 602, 611-16 (W.D. Pa. 1994).
78. Vgl. *In re Camation Co.*, Exchange Act Release No. 22214, [1984-85 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83, 801 (July 8, 1985).
79. Vgl. *In re Camation Co. a.a.O.* (Fn. 78); s. auch Exchange Act Release No. 20560 [1984 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) (January 13, 1984); Thomas L. Hazen, *The Law of Securities Regulation* (Vol. 2) 163 (2d ed. 1990).
80. Nach Auffassung der SEC (vgl. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 239 Fn. 17 (1988)) besteht darüberhinaus sogar eine Pflicht zur Richtigstellung von Gerüchten, sofern das Unternehmen für deren Entstehen (mit-) verantwortlich ist.

81. Ebenda (Fn. 7), S. 26 f. ; hierzu zählen die Veräußerung satzungsmäßiger Kernbereiche, Verschmelzungsverträge, Ein- und Ausgliederungen, Umwandlungen, Spaltungen sowie andere wesentliche Strukturmaßnahmen, Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträge, der Erwerb oder die Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen, Übernahme- und Abfindungs-/Kaufangebote, **Kapitalmaßnahmen** (incl. Kapitalberichtigung), die Änderung des Dividendensatzes, eine bevorstehende **Zahlungseinstellung/Überschuldung**, eine Verlustanzeige nach § 92 Aktiengesetz, erhebliche außerordentliche Aufwendungen oder erhebliche außerordentliche Erträge, der Rückzug aus oder die Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern, der Abschluß, die Änderung oder die Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse (einschließlich Kooperationsabkommen), bedeutende Erfindungen, Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger Lizenzen, maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle, Rechtsstreitigkeiten und Kartellverfahren von besonderer Bedeutung und Veränderungen in Schlüsselpositionen des Unternehmens.
82. Vgl. dazu oben unter B III. 1.
83. So hinsichtlich § 15 Abs. 1 WpHG Assmann, ZGR 1994, S. 494, 514; Hopt, ZGR 1991, S. 17, 32; bezüglich der amerikanischen Regelung vgl. bereits unter BIV.
84. So bezüglich § 15 WpHG die Begründung des Gesetzentwurfs des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, BT-Drucksache 1216679 v. 27.01.1994, S. 48; so etwa auch der Leitfaden der Deutschen Börse AG a.a.O. (Fn. 7), S. 13; Kümpel, WM 1994, S. 2137, 2139; hinsichtlich des U.S. amerikanischen *disclosure Standard* vgl. bereits unter B V.
85. Vgl. dazu bereits unter B. IV.
86. Vgl. Kohler v. Kohler, 319 F.2d 634, 642 (7th Cir. 1963); List v. Fashion Park Inc., 340 F.2d 457, 462 (2nd Cir. 1965); SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849-50 (2nd Cir. 1968).
87. Vgl. dazu unter B IV.
88. Allerdings dürften auch andere Faktoren, wie beispielsweise die erwartete Dividende, die Investitionsentscheidung beeinflussen.
89. Dem steht die Begründung des Gesetzentwurfs des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (BT-Drucksache 12/6679 v. 27.01.1994, S. 48) nicht entgegen, wonach "Ereignisse, deren Konsequenzen noch nicht feststehen, weil deren Wirksamkeit noch durch andere Umstände aufgehoben werden kann oder noch wirksame Gegenmaßnahmen möglich sind, keine Tatsachen **dar[stellen]**, die Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder den Geschäftsverlauf

haben"; die Passage betrifft Ereignisse, die zwar gegeben sind, deren Konsequenzen aber noch nicht feststehen, während der Eintritt von unsicheren Ereignissen (z.B. Unternehmensübernahmen) wahrscheinlich ist und ihre Konsequenzen bereits feststehen.

90. Vgl. dazu unter B 111. 2.
91. Ebenda (Fn. 7), S. 26 f.
92. Das U.S. amerikanische Wertpapierrecht geht demgegenüber davon aus, daß ein Wechsel des Wirtschaftsprüfers von vernünftigen Investoren als wesentliches Ereignis erachtet wird, das auf Differenzen über Rechnungslegungspraktiken, auf Unregelmäßigkeiten in der Buchführung oder sogar auf bevorstehende finanzielle Schwierigkeiten des Unternehmens hindeuten kann.
93. Vgl. dazu unter B 11.
94. Anders *Item 1* des Formblatts *Form 8-K*.
95. Grund dafür ist, daß Veränderungen in der Aktionärsstruktur offensichtlich nicht als eine Tatsache aufgefaßt wird, die im Bereich des Emittenten eingetreten ist; vgl. dazu den Leitfaden der Deutschen Börse AG a.a. 0. (Fn. 7), S. 26.
96. Vgl. dazu bereits unter B 111. 2.