

**AUSKUNFTSERTEILUNG UND  
AUSKUNFTSVERWEIGERUNGSRECHTE NACH §  
131 AKTIENGESETZ IM SPANNUNGSFELD DER  
INSIDER-VERBOTEN UND AD HOC-PUBLIZITÄT  
NACH DEUTSCHEM  
WERTPAPIERHANDELSGESETZ  
unter vergleichender Berücksichtigung des türkischen  
Rechts**

*Arş. Gör. Dr. Rauf KARASU\**

**A. Einleitung**

Das Wertpapierhandelsgesetz beinhaltet in seinen §§ 12-20, 38 und 39 Regelungen zum Insiderhandel. Kernstück dieses Insiderrechts ist die gesetzliche Regelung zur Verhinderung von Insidergeschäften.<sup>1</sup> Nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist es dem Insider untersagt, einem anderen eine Insider Tatsache unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen. Ferner muss der Emittent von Wertpapieren nach § 15 Abs. 1 WpHG eine neue Tatsache, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, unverzüglich veröffentlichen. Dies führt zu der Frage, ob und ggf. unter welchen Voraussetzungen die Auskunftspflicht des Vorstandes in der Hauptversammlung nach § 131 AktG durch das neue Insiderrecht betroffen sein kann.

Damit diese Frage richtig beantwortet werden kann, sind zunächst das Auskunftsrecht des Aktionärs aus § 131 AktG und anschließend die Pflichten der Gesellschaften nach §§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 15 WpHG zu

---

\* Kırıkkale Üniversitesi İİBF Ticaret Hukuku Anabilim Dalı

<sup>1</sup> Assmann/Cramer, in Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl., 1999, § 14 Rn. 1.

untersuchen. Diese Vorschriften werden aber nur in groben Zügen darzustellen sein, denn eine eingehende Erörterung dieser Vorschriften würde den Rahmen dieses Beitrags bei weitem sprengen.

### **B. Auskunftsrecht des Aktionärs nach § 131 AktG**

Nach § 131 Abs.1 S. 1 AktG ist in der Hauptversammlung jedem Aktionär auf Verlangen vom Vorstand Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft zu geben, soweit sie zur sachgemäßen Beurteilung des Gegenstandes der Tagesordnung erforderlich ist. Es handelt sich um ein Individualrecht<sup>2</sup>, welches der einzelne Gesellschafter unabhängig von der Gesellschaftergesamtheit, der Höhe seiner Kapitalbeteiligung und seinem Stimmrecht ausüben kann<sup>3</sup>. Das Auskunftsrecht des Aktionärs verschafft diesem die Möglichkeit, durch Einzelfragen an den Vorstand diejenigen konkreten Informationen zu erhalten, die er für die sinnvolle Ausübung seiner Rechte benötigt.<sup>4</sup>

Gemäß § 131 Abs. 1 S. 1 AktG ist der Auskunftsanspruch des Aktionärs an zwei sachliche Voraussetzungen geknüpft: Zum einen muss es sich bei der in Rede stehenden Auskunft um eine Angelegenheit der Gesellschaft handeln. Zum anderen muss sie zur sachgemäßen Beurteilung des Tagesordnungspunktes erforderlich sein.

Der Vorstand darf die Auskunft nach § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 AktG verweigern, wenn ihre Erteilung nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung geeignet ist, der Gesellschaft oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen. Die Eignung der Auskunft zur Nachteilszufügung muss auf die Verhältnisse der einzelnen Gesellschaft und die Umstände des einzelnen Falles bezogen werden.<sup>5</sup> Ein nicht unerheblicher Nachteil kann der Gesellschaft z.B. entstehen, wenn über geheimzuhaltende Verträge Auskunft gegeben wird. Ferner darf der Vorstand gemäß § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 die Auskunft verweigern, soweit er sich durch die Erteilung der Auskunft strafbar machen würde. Nicht unter diese Vorschrift fallen diejenigen Fälle, in denen sich der Vorstand bzw. einzelne Vorstandsmitglieder in der Zeit vor der Hauptversammlung strafbar gemacht haben und sich nicht belasten wollen<sup>6</sup>, weil die Vorschrift den

---

<sup>2</sup> K. Schmidt, Informationsrechte in der Gesellschaften und Verbänden, 1984, S. 21; Hüffer, AktG, 5. Aufl., 2002, § 131, Rn. 2.

<sup>3</sup> Das Auskunftsrecht des Aktionärs aus § 131 AktG unterscheidet sich damit sowohl von den kollektiven Informationsrechten als auch von den Minderheitenrechten.

<sup>4</sup> Zöllner, in Kölner Komm. zum AktG, 1985, § 131, Rn. 2; Hüffer, aaO (Fn. 2) § 131, Rn. 1; Lutter, FS für P. Möhring, 1975, S. 238; BayObLG, AG 1996, 180 f.

<sup>5</sup> Eckardt, in Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, 1973, § 131, Rn. 84.

<sup>6</sup> Zöllner, aaO (Fn. 4), § 131, Rn. 42; Barz, in Großkomm. zum AktG, 3. Aufl., 1973, § 131 Anm. 19; Grage, Das Auskunftsrecht des Aktionärs unter besonderer Berücksichtigung von Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand aktienrechtlicher Auskunftsbegehren, 1999, S. 82.

Vorstand davor schützt, erst durch die Erteilung der Auskunft eine Straftat begehen zu müssen.

Gemäß § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 AktG darf die Auskunft verweigert werden, soweit sie sich auf steuerliche Wertansätze oder die Höhe einzelner Steuern bezieht. Auch die Auskunft über den Unterschied zwischen dem Wertansatz in der Bilanz und dem wahren höheren Wert kann nach § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 AktG verweigert werden, wenn nicht ausnahmsweise die Hauptversammlung den Jahresabschluss feststellt.

Darüber hinaus darf der Vorstand gemäß § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 4 AktG die Auskunft über die Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden verweigern, soweit die Angabe dieser Methoden im Anhang ausreicht, um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft im Sinne des § 264 Abs. 2 HGB<sup>7</sup> vermitteln; dies gilt nicht, wenn die Hauptversammlung den Jahresabschluss feststellt. Schließlich enthält § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 6 AktG eine Sonderregelung für Kreditinstitute. Danach darf der Vorstand eines Kreditinstituts die Auskunft verweigern, soweit es um Angaben über angewandte Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden sowie vorgenommene Verrechnungen geht, die im Jahresabschluss, Lagebericht, Konzernabschluss oder Konzernlagebericht nicht gemacht zu werden brauchen.

### **C. Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG**

Die vom Insiderverbot erfassten Insidergeschäfte werden in § 14 WpHG beschrieben. Neben dem Insiderhandelsverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG)<sup>8</sup> und dem Insiderempfehlungsverbot (§ 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG)<sup>9</sup> enthält die gesetzliche Regelung auch das Verbot der Weitergabe oder Zugänglichmachung einer Insidertatsache (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG)<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Gemäß dieser Vorschrift „hat der Jahresabschluss der Kapitalgesellschaft unter Beachtung der Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Kapitalgesellschaft zu vermitteln. Führen besondere Umstände dazu, dass der Jahresabschluss ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild im Sinne des Satzes 1 nicht vermittelt, so sind im Anhang zusätzliche Angaben zu machen.“

<sup>8</sup> Nach dieser Vorschrift „ist es einem Insider Verboten, unter Ausnutzung seiner Kenntnis von einer Insidertatsache Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern.“

<sup>9</sup> Nach dieser Vorschrift „ist es einem Insider verboten, einem anderen auf der Grundlage seiner Kenntnis von einer Insidertatsache den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen.“

<sup>10</sup> Nach dieser Vorschrift „ist es einem Insider Verboten, einem anderen eine Insidertatsache unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen.“

### ***I. Zweck des Insiderverbots***

Der Zweck des gesetzlichen Verbots von Insidergeschäften ist es, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu sichern. Diese beruht maßgeblich auf dem Schutz des Vertrauens des Anlegerpublikums in eine ordnungsgemäße Abwicklung der Wertpapiergeschäfte und damit darauf, dass alle Anleger gleichbehandelt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insiderinformation geschützt werden.<sup>11</sup> Mit den Insiderverboten des § 14 WpHG sollen daher die Sondervorteile aufgrund status-, funktions- oder zufallsbedingter Erlangung nicht öffentlich bekannter Tatsachen verhindert und damit der Missbrauch von Insiderinformationen im Interesse des Anlegerschutzes und der Funktionsfähigkeit des Wertpapiermarkts strafrechtlich bekämpft werden.<sup>12</sup> Die erforderliche Gleichbehandlung der Anleger gebietet es, jegliche unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen zu untersagen<sup>13</sup> und damit die Zahl der potentiellen Insider möglichst gering zu halten.<sup>14</sup>

### ***II. Objektive Verbotsvoraussetzungen des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG***

#### **1. Primärinsider**

Gemäß § 14 WpHG unterliegen nur Primärinsider - vom Gesetz werden sie als „Insider“ bezeichnet - dem Weitergabeverbot. Primärinsider ist, wer den unmittelbaren Zugang zu Insidertatsachen hat oder über solche verfügt.<sup>15</sup> Die Gruppe der Primärinsider wird in § 13 Abs. 1 Nr. 1- 3 WpHG<sup>16</sup> enumerativ aufgeführt.

#### **2. Insidertatsache**

Den Insiderverboten unterliegen nur diejenigen Personen, die über Kenntnis von einer Insiderinformation verfügen. Das Gesetz definiert in § 13

---

<sup>11</sup> Begr.RegE., 2. FFG, BT- Drucks. 12/6679, S. 33; Assmann/Cramer; aaO (Fn. 2), Rn. 4e; Kümpel, Wertpapierhandelsgesetz, 1996, S. 48 m.w.N.

<sup>12</sup> Vgl. Begr.RegE., BT- Drucks. 12/6679 S. 34 f.; vgl. auch Götz, DB 1995, 1949; Assmann, AG 1994, 247; Caspari, ZGR 1994, 545.

<sup>13</sup> Caspari, ZGR 1994, 545; Assmann, AG 1994, 202; Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 48.

<sup>14</sup> Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 77; Assmann, ZGR 1994, 520; Wüsthoff, Der Auskunftsanspruch des Aktionärs nach § 131 Aktiengesetz zwischen Insiderverboten und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, 2000, S. 121.

<sup>15</sup> Begr. RegE., 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 33 ff.

<sup>16</sup> „Insider ist, wer 1) als Mitglied des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans oder als persönlich haftender Gesellschafter des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens, 2) aufgrund seiner Beteiligung am Kapital des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens oder 3) aufgrund seines Berufs oder seiner Tätigkeit oder seiner Aufgabe bestimmungsgemäß Kenntnis von einer nicht öffentlich bekannten Tatsache hat, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf Insiderpapiere bezieht und die geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.“

Abs. 1 WpHG die Insider Tatsache als jede nicht öffentlich bekannte Tatsache, „die sich auf einen oder mehreren Emittenten von Insiderpapieren oder auf Insiderpapiere<sup>17</sup> bezieht und geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.“

Die Öffentlichkeit einer Tatsache ist dann anzunehmen, wenn von ihr eine unbestimmte Anzahl von Personen Kenntnis hat oder zumindest haben könnte.<sup>18</sup> Das ist ohne weiteres der Fall, wenn die überregionale Presse oder die elektronischen Medien über den kursrelevanten Sachverhalt bundesweit berichtet haben<sup>19</sup>. Die Öffentlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG ist auch als hergestellt zu betrachten, wenn die Bereichsöffentlichkeit nach § 15 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 WpHG hergestellt wird<sup>20</sup>. Bereichsöffentlichkeit kann nach dieser Vorschrift dann als hergestellt angenommen werden, wenn die Information über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem (Nachrichtenagentur) übermittelt wird, da professionelle Wertpapierhändler (z.B. Banken) und institutionelle Anleger (z.B. Versicherungen und Pensionskassen) in der Regel über Anschlüsse an Nachrichtenagenturen verfügen und von der Information Kenntnis erlangen können. Insoweit kommt es für die Herstellung der Öffentlichkeit nicht darauf an, dass das gesamte Anlegerpublikum informiert wird, sondern es reicht aus, wenn dem interessierten Publikum (den sog. „Marktteilnehmern“) der Zugang zu der Information ermöglicht wird.<sup>21</sup>

Zwar wird gegen die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit über elektronisch betriebene Informationssysteme als gesetzlich zugelassene Alternative für die Ad hoc-Meldung oftmals eingewendet, dass die Privatanleger hierdurch benachteiligt würden, da die elektronisch betriebenen Informationssysteme für sie meist kaum erschwinglich sind<sup>22</sup>. Dieser Einwand ist nunmehr jedoch hinfällig, weil die Deutsche Gesellschaft für die Ad hoc-Publizität mbH (DGAP) seit November 1996 die elektronisch verbreiteten Veröffentlichungen in das Internet einstellt und dadurch die Ad

---

<sup>17</sup> Insiderpapiere im Sinne dieser Verbotsbestimmung sind die Wertpapiere, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den Freiverkehr einbezogen (§ 12 Abs. 1 Nr. 1 Abs. 2 WpHG) oder an einem vergleichbaren Markt eines EG-Mitgliedstaates bzw. eines Vertragsstaates des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel zugelassen sind (§ 12 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 WpHG).

<sup>18</sup> Begr. RegE., 2. FFG, BT- Drucks. 12/6679, S. 46; Hopt, Bankrechtstag, 1996, S. 13; Wittich, AG 1997, 1, 3.

<sup>19</sup> Kümpel, , aaO (Fn. 11), S. 59 m.w.N.

<sup>20</sup> Begr. RegE., 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46; Assmann, AG 1994, 242; Caspari ZGR 1994, 533; Kümpel, WM 1994, 2138; ders., aaO (Fn. 11), S. 59 f.; Smid, AfP 2002, S. 16 f.

<sup>21</sup> Begr. RegE., 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46; Hopt, Bankrechtstag, 1996, S. 13; Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 60; Eichele, WM 1997, 502, 508.

<sup>22</sup> Vgl. Hopt, ZHR 159 (1995), 135 ff., 153 f.; ders. ZGR 1997, 1, 23 ff.; Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 47 ff., 65 f.

hoc-Meldungen auch von Privatanlegern über das Internet<sup>23</sup> zeitnah abgerufen werden können. Ad hoc-Mitteilungen sind auch über Videotext dem breiten Anlegerpublikum zeitnah und kostengünstig zugänglich.<sup>24</sup> Ursprüngliche „Bereichs“öffentlichkeit wird dadurch zunehmend zur „Gesamt“öffentlichkeit.<sup>25</sup>

### **3. Verbotstatbestand**

#### **a) Objektiver Tatbestand**

Der objektive Tatbestand des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verlangt eine Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insidertatsache. Mitteilung einer Insidertatsache bedeutet unmittelbare Weitergabe der Information an einen anderen. Dies ist gegeben, wenn die Tatsache willentlich Gegenstand einer Information an einen Dritten oder mehrere Dritte ist.<sup>26</sup> Die Art und das Medium der Informationsvermittlung ist bedeutungslos.<sup>27</sup> Zugänglichmachung liegt vor, wenn der Insider die Voraussetzungen dafür schafft, dass einem anderen der Zugang zu der Insidertatsache möglich wird.<sup>28</sup>

Nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG wird die Weitergabe von Insidertatsachen nur dann sanktioniert, wenn sie unter Umständen erfolgt, die sie als „unbefugt“ erscheinen lassen. Das entscheidende Merkmal des Weitergabeverbots in § 14 Abs. 1 Nr.2 WpHG ist daher, dass die Mitteilung oder Zugänglichmachung „unbefugt“ erfolgen muss. Da auf dieses Merkmal unten<sup>29</sup> ausführlich eingegangen wird, ist es hier nicht zu untersuchen.

#### **b. Subjektiver Tatbestand**

Der subjektive Tatbestand des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verlangt Vorsatz des Täters. Es muss dem Insider bekannt sein, dass sein Verhalten zur Verwirklichung des gesetzlichen Tatbestandes führt.<sup>30</sup>

### **4. Sanktionen**

Wer entgegen dem Verbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG eine Insidertatsache mitteilt oder zugänglich macht, wird nach § 38 WpHG mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft. Darüber

---

<sup>23</sup> Vgl. <http://www.dgap.de>.

<sup>24</sup> ZDF und ARD sowie N-TV bieten diesen Service an.

<sup>25</sup> Wölk, AG 1997, 73, 76; Matusche, in: Deutsches und Internationales Bank- und Wirtschaftsrecht im Wandel, RIZ-Schriften, Bd. 4, 1997, S. 100, 112; Kümpel, aaO (Fn. 2), § 15 Rn. 43; Schumann, Ad hoc Publizieren- aber richtig, FAZ, 6.3.2000, Nr. 55, S. B 8.

<sup>26</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), 14 Rn. 42.

<sup>27</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 42.

<sup>28</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn.43; Hopt, ZHR 159 (1995), S. 18 f.

<sup>29</sup> Siehe unten E, I, 2, b, aa).

<sup>30</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 20.

hinaus kann der Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG auch zu zivilrechtlichen Konsequenzen führen.<sup>31</sup>

### **I. D. Ad hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG**

Am Kapitalmarkt wird das Anlegerpublikum in regelmäßigen Intervallen über die Lage der Emittenten durch jährlichen und unterjährigen Berichterstattungen<sup>32</sup> unterrichtet. Doch kommen gelegentlich solche Tatsachen vor, die möglichst schnell bekanntzumachen sind. Ad hoc-Publizität als zeitlich unregelmäßige Berichterstattungspflicht ist eine Tatsachenberichterstattung und ergänzt die jährlichen und periodischen Rechnungslegungspublizitäten in der Weise, dass kursrelevante, neue Tatsachen unverzüglich nach ihrem Eintritt und nicht erst zum Zeitpunkt der nächsten Regelpublizität zu veröffentlichen. Ad hoc-Publizität kann auch fortlaufende oder „ereignisnahe“ Unternehmenspublizität genannt werden.<sup>33</sup>

Nach § 15 Abs. 1 WpHG muss ein Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, unverzüglich eine neue Tatsache veröffentlichen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, wenn 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.

#### ***I. Zweck des § 15 WpHG***

§ 15 WpHG soll die Bildung unangemessener Börsenpreise infolge vom Informationsdefiziten der Marktteilnehmer zu vermeiden helfen und damit zur Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beitragen.<sup>34</sup> Überdies hat § 15 WpHG den Zweck, den Zeitraum, in dem Insiderwissen missbräuchlich ausgenutzt werden kann, weitestmöglich zu verkürzen.<sup>35</sup> und den Kreis der potentiellen Insider möglichst gering zu halten und dadurch einem Missbrauch von Insiderinformationen vorzubeugen.<sup>36</sup> Der

---

<sup>31</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 104 ff.

<sup>32</sup>Die jährliche Berichterstattung umfasst den durch die Bilanz und durch die Gewinn- und Verlustrechnung gebildeten Jahresabschluss, der um einen Anhang und den Lagerbericht ergänzt werden muss. Dagegen geht bei der unterjährigen Berichterstattung, die auch periodische Rechnungspublizität genannt wird, um die Pflicht zur Erstellung der vierteljährlichen Zwischenberichte.

<sup>33</sup> Claussen, Bank- und Börsenrecht, S. 326.

<sup>34</sup> Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucks. 12/7918, S. 102.

<sup>35</sup> Eine öffentlich bekannte Information stellt keine Insiderinformation mehr dar und kann folglich auch nicht mehr aufgrund eines Informationsvorsprunges zu Insidergeschäften missbraucht werden.

<sup>36</sup> Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucks. 12/7918, S. 102.

Gesetzgeber hat insoweit die Ad hoc-Publizität als eine Präventivmaßnahme zur Bekämpfung von Insiderverstößen ausgestaltet.<sup>37</sup> Sie dient daher, wie die insiderrechtlichen Verbotsbestimmungen, dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts.

## *II. Tatbestandsmerkmale der Ad hoc-Publizitätspflicht*

Wie bei der Insidertatsache i. S. des § 13 Abs. 1 WpHG handelt es sich auch bei dem ad hoc-publizitätspflichtigen Sachverhalt um einen konkreten vergangenen oder gegenwärtigen Vorgang oder Zustand.<sup>38</sup> Ferner darf diese Tatsache ebenso wie bei der Insidertatsache nicht bereits öffentlich bekannt sein und muss geeignet sein, im Falle ihres Bekanntwerdens den Börsenpreis der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen (§ 15 Abs. 1 WpHG).<sup>39</sup>

Die wesentlichen Unterschiede zwischen dem Tatbestand des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG und dem Tatbestand des § 15 Abs. 1 WpHG liegen in zwei Punkten. Einerseits muss die publizitätspflichtige Tatsache im Sinne von § 15 Abs. 1 WpHG im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sein; andererseits muss die Eignung der publizitätspflichtigen Tatsache zur erheblichen Kursbeeinflussung mit den möglichen Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten im Zusammenhang stehen.<sup>40</sup> Ein vergleichbares Definitionselement kennt die Insidertatsache in § 13 Abs. 1 WpHG nicht.

Wegen dieser zwei zusätzlichen Tatbestandsmerkmale des § 15 Abs. 1 WpHG ist es durchaus möglich, dass es kursrelevante Tatsachen gibt, die zwar als Insidertatsache einzustufen sind, die aber nicht oder noch nicht der Publizitätspflicht des § 15 WpHG unterliegen.<sup>41</sup>

## *III. Verfahren*

Die Veröffentlichung ist nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG entweder in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem vorzunehmen, das bei

---

<sup>37</sup> Begr. RegE., 2. FFG, BT-Drucks. 12 /6679, S. 48; Kümpel, aaO (Fn. 2), § 15 Rn. 19; ders., aaO (Fn. 11), S. 32.

<sup>38</sup> Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 102.

<sup>39</sup> Zwar stimmen der Wortlaut von § 15 Abs. 1 S. 1 und § 13 Abs. 1 WpHG nicht gänzlich überein, weil § 13 WpHG auf den „Kurs“ der Papiere, § 15 hingegen auf den engeren Begriff des Börsenpreises abstellt. Jedoch kommt dieser Abweichung im Wortlaut der beiden Bestimmungen keine sachliche Bedeutung zu. Beide Vorschriften sind daher inhaltsgleich auszulegen. (Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 154; Kümpel, aaO (Fn. 2), § 15 Rn. 69.

<sup>40</sup> Vgl. Benner-Heinacher, DB 1995, 766; Deutsche Börse AG, Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, S. 8; Kümpel, aaO (Fn. 2), § 15 Rn. 33; ders., aaO (Fn. 11), S. 102; Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 94 ff.

<sup>41</sup> Benner-Heinacher, DB 1995, 766; Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449.

Kreditinstituten, Versicherungsunternehmen etc. weit verbreitet ist.<sup>42</sup> Eine anderweitige vorherige Information ist ausdrücklich untersagt (§ 15 Abs. 3 S. 2 WpHG). Darüber hinaus ist ein Hinweis auf die Veröffentlichung im Bundesanzeiger unverzüglich bekanntzumachen (§ 15 Abs. 3 S. 3 WpHG).

Nach § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG kann die Bundesanstalt für das Finanzdienstleistungsaufsicht den Emittenten auf Antrag von der Pflicht zur Veröffentlichung einer publizitätspflichtigen Tatsache befreien, wenn die Veröffentlichung der Tatsache geeignet ist, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden.<sup>43</sup>

#### ***IV. Rechtsfolgen des Verstoßes gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten***

Nach § 39 WpHG stellen Verstöße gegen die in § 15 WpHG aufgestellten Pflichten Ordnungswidrigkeiten dar. Sie werden durch Geldbußen (in Höhe von bis zu 1,5 Millionen Euro) geahndet. Eine strafrechtliche Sanktion bei einem Verstoß gegen die Vorschrift des § 15 WpHG existiert nicht.

#### ***E. Auskunftserteilung und Auskunftsverweigerungsrechte im Spannungsfeld der §§ 14, 15 WpHG***

Nachdem das Auskunftsrecht des Aktionärs gemäß § 131 AktG und das Insiderrecht gemäß §§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 15 WpHG vorgestellt worden sind, ist nun das Thema der Auskunftserteilung und der Auskunftsverweigerungsrechte im Spannungsfeld der §§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 15 WpHG zu untersuchen.

#### ***I. Auskunftserteilung und Auskunftsverweigerungsrechte im Spannungsfeld des Weitergabeverbots des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG***

##### **1. Kollision zwischen der Auskunftspflicht nach § 131 AktG und dem Insiderverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG**

Wie oben dargelegt<sup>44</sup>, ist einem Insider im Sinne von § 13 Abs. 1 WpHG nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG untersagt, einem anderen eine Insidertatsache unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen. Da der Vorstand einer Insiderpapiere emittierenden Aktiengesellschaft als Primärinsider gemäß § 13 Abs. 1 Nr. 1 WpHG anzusehen ist, stellt sich die Frage, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft den Aktionären gemäß § 131 AktG die Insiderinformationen erteilen darf. Zwar kommt es in vielen Fällen nicht zu einer Kollision zwischen der Auskunftspflicht nach § 131

---

<sup>42</sup> Im Jahr 1999 wurden 98 Prozent aller Ad hoc-Meldungen über die Deutsche Gesellschaft für Ad hoc-Publizität (DGAP) abgewickelt. Vgl. Schumann, Ad hoc publizieren – aber richtig, FAZ, 6. 3. 2000, Nr. 55, S. B8.

<sup>43</sup> Dazu eingehend Schneider, BB 2001, 1214 ff.; Kümpel, aaO (Fn. 11), § 15 Rn. 76 ff.

<sup>44</sup> Siehe oben, C, II.

AktG und dem Insiderverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, weil die Gegenstände des Auskunftsrechts grundsätzlich das vergangene Berichtsjahr betreffen, und sind die Angelegenheiten der Gesellschaft, über die nach § 131 AktG Auskunft verlangt wird, folglich nicht geeignet sind, den Aktienkurs erheblich zu beeinflussen. In diesen Fällen liegt keine Insidertatsache im Sinne des § 13 WpHG vor, und daher fehlt der objektive Tatbestand des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG.<sup>45</sup>

Eine Kollision kommt aber dann in Betracht, wenn die Aktionäre ausnahmsweise Auskunft über Vorfälle des laufenden Geschäftsjahres und über die zukünftige Entwicklung der Gesellschaft verlangt haben. Solche Auskunft kann Auswirkungen auf den Aktienkurs haben. Verlangt z.B. ein Aktionär im Rahmen der Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder vom Vorstand Auskunft, kann eine sachgemäße Beurteilung und Gesamtwürdung der Verwaltungstätigkeit des Vorstands auch die Mitteilung von Insidertatsachen erfordern, weil der Entlastungsbeschluss nicht nur die Billigung der Geschäftsführung im Berichtsjahr zum Ausdruck bringt, sondern auch gegenwarts- und zukunftsbezogenes Vertrauensvotum ist.<sup>46</sup>

Aber auch in dem Fall, dass die weitergegebene Information eine Insidertatsache darstellt, wird eine Kollision zwischen der Auskunftspflicht nach § 131 AktG und dem Insiderverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG in vielen Fällen nicht relevant sein, weil es sich bei den in Betracht kommenden Insiderinformationen regelmäßig um Tatsachen aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten handeln wird und daher der Vorstand sie nach § 15 Abs. 1 WpHG bei ihrem Eintritt unverzüglich veröffentlichen muss.<sup>47</sup> Da eine Tatsache mit ihrer Veröffentlichung gemäß § 15 Abs. 1 WpHG auch i. S. von § 13 Abs. 1 WpHG öffentlich bekanntgemacht worden ist, verliert sie mit ihrer Veröffentlichung auch den Charakter als Insidertatsache.<sup>48</sup> Ein Überschneidungsbereich ist aber etwa dann möglich, wenn der Vorstand seine Pflichten aus dem Wertpapierhandelsgesetz nicht erfüllt hat<sup>49</sup> oder wenn die Insidertatsache bis zur Hauptversammlung nicht der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegen würde.<sup>50</sup>

---

<sup>45</sup> Joussen, DB 1995, 2487; Schneider/Singhof, FS für Kraft, 1988, S. 595 f.

<sup>46</sup> Benner-Heinacher, DB 1995, 766; Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), S. 596 m.w.N.

<sup>47</sup> Kümpel, WM 1994, 2138; ders., aaO (Fn. 2), § 15 Rn. 42; Benner-Heinacher, DB 1995, 765, 766; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 157; ders. ZGR 1997, 3, 23; Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), S. 595.

<sup>48</sup> Assmann, aaO (Fn. 2), § 13 Rn. 38; Schröder, DB 1997, 2164.

<sup>49</sup> Merkt der Vorstand einer Aktiengesellschaft erst in der Hauptversammlung, dass er die Veröffentlichungspflicht aus § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG nicht erfüllt hat, stellt sich die Frage, ob er die Frage eines Aktionärs, deren Beantwortung die Preisgabe der Insidertatsachen notwendig macht, beantworten muss.

<sup>50</sup> Dies ist z. B. der Fall, wenn der Vorstand im Zeitpunkt der Hauptversammlung ein bedeutendes Projekt beschlossen hat, das aber noch der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf.

## 2. Die Auflösung der Kollision

### a) Die Meinungen in der Literatur

Die Frage, wie sich der Vorstand in dem Fall, in dem seine Auskunftspflicht mit dem Insiderverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG kollidiert, rechtmäßig verhalten soll, ist in der Literatur sehr umstritten.

Nach einer Ansicht stellt die Weitergabe einer Insidertatsache an Aktionäre in der Hauptversammlung keinen Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG dar.<sup>51</sup> Als Begründung wird angeführt, dass das im Interesse der Anleger erlassene Insidergesetz nicht zu einer Einschränkung des aktienrechtlichen Auskunftsrechts führen darf.<sup>52</sup>

Nach einer anderen Ansicht wird mit der Weitergabe einer Insidertatsache in der Hauptversammlung immer auch die Bereichsöffentlichkeit hergestellt, und daher komme ein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG nicht in Betracht<sup>53</sup>, denn wenn der Vorstand in der Hauptversammlung etwas erklärt, dann habe er regelmäßig das Ziel, eine Tatsache öffentlich zu machen, was bei der Hauptversammlung einer börsennotierten Publikumsaktiengesellschaft, bei der auch Pressevertreter zugegen sind, regelmäßig anzunehmen sein dürfte.<sup>54</sup>

Dagegen handelt es sich bei dem Auskunftersuchen eines Aktionärs gemäß § 131 Abs. 1 AktG nach einer dritten Ansicht um keinen Rechtfertigungsgrund für die Weitergabe von Insidertatsachen, und daher sei die Mitteilung der Insidertatsache in der Hauptversammlung als Verstoß gegen §§ 38 Abs. 1 Nr. 2, 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG zu betrachten.<sup>55</sup> Nach dieser Ansicht steht in diesem Fall dem Vorstand ein Auskunftsverweigerungsrecht aus § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG zu.<sup>56</sup>

Ferner gehen Teile der Literatur für den Fall eines Konflikts zwischen § 131 AktG und § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG von einer Pflicht des Vorstands zur Veröffentlichung einer nichtpublizierten Insidertatsache analog § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG<sup>57</sup> aus. Der Vorstand sei verpflichtet, zwischen der

Bevor dieser zu der entsprechenden Sitzung zusammentritt, findet die jährliche Hauptversammlung statt, in der ein Aktionär Auskunft über das Projekt verlangt. (Götz, DB 1995, 1951; vgl. auch Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), S. 595).

<sup>51</sup> Benner-Heinacher, DB 1995, 766 f.

<sup>52</sup> Benner-Heinacher, DB 1995, 766 f.

<sup>53</sup> Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 60 f.

<sup>54</sup> Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 60 f.

<sup>55</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 50; Assmann, AG 1997, 57; Joussen, DB 1994, 2485 ff.; Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 79 f.

<sup>56</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 50; Assmann, AG 1997, 57; Joussen, DB 1994, 2485 ff.; Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 79 f.; Wüsthoff, aaO (Fn. 11), S. 148 ff.

<sup>57</sup> Vgl. Götz, DB 1995, 1951; Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), S. 597; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 156 f.

Fragestellung des Aktionärs und der Beantwortung über Tickermeldungen die Bereichsöffentlichkeit herzustellen.<sup>58</sup> Dem Vorstand stehe kein Auskunftsverweigerungsrecht aus § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG zu, da andernfalls das Auskunftsrecht des Aktionärs zur Disposition des Vorstands stünde, der lediglich auf die gebotene Veröffentlichung der Insidertatsache verzichten müsste, um sich auf § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG berufen zu können.<sup>59</sup>

### **b) Stellungnahme**

§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG untersagt, wie oben erwähnt<sup>60</sup>, nur die „unbefugte“ Weitergabe von Insiderinformationen. Daher kommt es entscheidend darauf an, das Merkmal „unbefugt“ zu konkretisieren. Der Konflikt zwischen der Auskunftspflicht nach § 131 AktG und dem Insiderverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG soll danach an diesem Tatbestandsmerkmal erörtert werden.

#### **aa) Unbefugte Weitergabe im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG**

Nach einhelliger Auffassung<sup>61</sup> handelt es sich bei dem Merkmal „unbefugt“ im Gegensatz zu vergleichbaren anderen Straftatbeständen, welche die Verletzung einer Geheimhaltungspflicht sanktionieren (z.B. § 404 Abs. 1 AktG<sup>62</sup>, § 203 Abs. 1 StGB<sup>63</sup>), nicht nur um ein allgemeines Verbrechenmerkmal<sup>64</sup>, sondern um ein tatbestandsbeschränkendes

<sup>58</sup> Vgl. Götz, DB 1995, 1951; Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), S. 597; Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 156 f.

<sup>59</sup> Götz, DB 1995, 1952.

<sup>60</sup> Vgl. oben C, II, 3, a).

<sup>61</sup> Vgl. Caspari, ZGR 1994, 545; Götz, DB 1995, 1949; Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 78; Schneider/Singhof, FS für Kraft, 1988 S. 588; Roschmann/Frey, AG 1996, 453; Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 124.

<sup>62</sup> Danach „wird mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe bestraft, wer ein Geheimnis der Gesellschaft, namentlich ein Betriebs- oder Geschäftsgeheimnis, das ihm in seiner Eigenschaft als 1) Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats oder Abwickler, 2) Prüfer oder Gehilfe eines Prüfers bekanntworden ist, unbefugt offenbart....“

<sup>63</sup> Nach dieser Vorschrift: „Wer unbefugt ein fremdes Geheimnis, namentlich ein zum persönlichen Lebensbereich gehörendes Geheimnis oder ein Betriebs- oder Geschäftsgeheimnis, offenbart, das ihm als Rechtsanwalt, Patentanwalt, Notar, Verteidiger in einem gesetzlich geordneten Verfahren, Wirtschaftsprüfer, vereidigtem Buchprüfer, Steuerberater, Steuerbevollmächtigten der Organ oder Mitglied eines Organs einer Wirtschaftsprüfungs-, Buchprüfungs- oder Steuerberatungsgesellschaft anvertraut worden oder sonst bekanntgeworden ist, wird mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe bestraft.“

<sup>64</sup> Dieses Merkmal lässt die Rechtswidrigkeit der Weitergabe nur entfallen, wenn das Handeln des Täters gerechtfertigt ist. Vgl. Caspari, ZGR 1994, 545; Schäfer, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV: Kommentar, 1999 § 14 Rn. 19.

Merkmal. Daher soll nur eine solche Weitergabe untersagt sein, die die Weitergabe als Unrecht erscheinen lässt.<sup>65</sup> Diese mit dem Merkmal „unbefugt“ ausgedrückte Tatbestandsbeschränkung entspricht auch dem Gesetzeszweck.<sup>66</sup> Nach der Gesetzesbegründung ist eine Mitteilung oder Zugänglichmachung von Tatsachen befugt, wenn sie im normalen Rahmen der Berufs- und Geschäftsausübung erfolgt.<sup>67</sup> Diese Gesetzesbegründung wiederholt fast wörtlich Art. 3a EG-Insiderrichtlinie.<sup>68</sup> Der Begriff „unbefugt“ in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG muss daher richtlinienkonform ausgelegt werden.<sup>69</sup> Nach der Richtlinie sollen nur die Insiderfakten weitergegeben werden dürfen, die erforderlich sind, um den Informanten die Ausübung von Beruf, Tätigkeit oder Aufgabe im üblichen Rahmen zu ermöglichen.<sup>70</sup> Entscheidend soll nach herrschender Meinung somit sein, was man unter Berücksichtigung des Interesses an der Geringhaltung des Insiderkreises als „normale“ Erfüllung der Aufgaben oder berufsbedingte Weitergabe zu betrachten hat.<sup>71</sup> Der Begriff der „normalen Weitergabe“ ist nicht objektiv-empirisch, sondern normativ auszulegen.<sup>72</sup> Aufgrund dieses normativen Verständnisses des „Normalen“ ist eine Abwägung zwischen dem Ziel des Insiderrechts, den Kreis potentieller Insider möglichst gering zu halten, um dadurch den Missbrauch von Insiderinformationen zu verhindern, und den Interessen des Insiders an der Erfüllung seines Berufs, seiner Tätigkeit oder Aufgabe vorzunehmen.<sup>73</sup> Daher ist jede Weitergabe als befugt anzusehen, die zur Wahrung berechtigter und sich gegenüber dem Ziel des Insiderrechts durchsetzender Interessen erfolgt.<sup>74</sup>

Grundsätzlich kommt es bei der Bestimmung der Befugnis zur Weitergabe, im Gegensatz zu der Ansicht von Götz<sup>75</sup>, nicht darauf an, ob der Informationsempfänger seinerseits einer besonderen gesetzlichen (z.B. § 203 StGB, § 404 AktG) oder einer vertraglich begründeten

---

<sup>65</sup> Schäfer, aaO (Fn. 54), § 14 Rn. 19.

<sup>66</sup> Götz, DB 1995, 1949.

<sup>67</sup> Vgl. Begr. RegE., 2. FGG, BT-Drucks. 12/6679, S. 47.

<sup>68</sup> Nach dieser Richtlinie ist einem Insider untersagt, Insiderinformationen an einen Dritten weiterzugeben, „soweit dies nicht in einem normalen Rahmen in Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht.“ (vgl., ABIEG vom 18. 11. 1989 Nr. L 334 S. 30, 31).

<sup>69</sup> Caspari, ZGR 1994, 530, 545; Assmann, AG 1997, 50, 55; Schröder, DB 1997, 2164; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1810; Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 80 f.

<sup>70</sup> Vgl. Caspari, ZGR 1994, 530, 545; Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 48, Assmann, AG 1997, 50, 55; Schröder, DB 1997, 2164; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809, 1810.

<sup>71</sup> Assmann, AG 1997, 50, 55.

<sup>72</sup> Assmann, AG 1997, 50, 55.

<sup>73</sup> Assmann, AG 1997, 50, 55.

<sup>74</sup> Assmann, AG 1997, 50, 55.

<sup>75</sup> Götz DB 1995, 1950.

Verschwiegenheitspflicht unterliegt.<sup>76</sup> Sonst würde eine übermäßige Anzahl notwendiger Informationsweitergaben ausgeschlossen.<sup>77</sup> Zwar ist diese Ansicht mit dem Zweck des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, den Kreis der Insider möglichst gering zu halten, vereinbar, begründet jedoch nicht, warum hierfür das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG nicht ausreichende Gewähr bieten, sondern für den Informationsempfänger ein weiteres-gesetzliches oder vertragliches- Gebot zur Verschwiegenheit hinzutreten soll.<sup>78</sup> Der Missbrauch einer Insiderinformation, der nicht durch eine Strafnorm betreffend Insiderhandlungen gemäß §§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verhindert wird, kann kaum durch ein dem Empfänger auferlegtes vertragliches Verschwiegenheitsgebot verhindert werden.<sup>79</sup> Die Verschwiegenheitspflicht der Empfänger ist aber bei der Interessenabwägung zu berücksichtigen.<sup>80</sup>

Eine unbefugte Weitergabe von Insidertatsachen liegt nach der oben genannten Auslegung des Begriffs „unbefugt“ dann nicht vor, wenn die Weitergabe innerbetrieblichen Erfordernissen entspricht, wie z.B. der Weitergabe von Insidertatsachen innerhalb des Vorstands.<sup>81</sup> Gleiches gilt auch für die Mitteilung von Insidertatsachen an den Aufsichtsrat nach §§ 90, 170 f., 337 AktG<sup>82</sup> und an den Betriebsrat nach §§ 80 Abs. 2, 90, 92, 11 BetrVG.<sup>83</sup>

Auch die Meldepflichten bei Veränderungen von Stimmrechtsanteilen (nach §§ 20 f. AktG, §§ 21 WpHG) sowie Meldepflichten gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (etwa §§ 9, 15 Abs. 2, 21 WpHG), den Börsen (etwa nach § 15 Abs. 2 WpHG), dem Bundeskartellamt (etwa nach § 39 GWB) stellen keine unbefugte Weitergabe dar.<sup>84</sup>

Generell engere Grenzen gelten für die Weitergabe von Insidertatsachen an unternehmensexterne Personen. Zulässig ist die Weitergabe an Anwälte, Notare, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater oder sonstige externe Berater<sup>85</sup>, weil die Weitergabe von Insidertatsachen an diese Personen im

---

<sup>76</sup> Assmann, AG 1997, 55; Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 48b; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1810; Schäfer, aaO (Fn. 54), § 14 Rn. 20.

<sup>77</sup> Schäfer, aaO (Fn. 54), § 14 Rn. 20.

<sup>78</sup> Schmidt- Diemitz, DB 1996, 1810; Schäfer, aaO (Fn. 54), § 14 Rn. 20.

<sup>79</sup> Schmidt- Diemitz, DB 1996, 1810; Schäfer, aaO (Fn. 54), § 14 Rn. 20.

<sup>80</sup> Assmann, AG 1997, 50, 55.

<sup>81</sup> Dazu eingehend Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), S. 591 f.

<sup>82</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 49; Götz, DB 1995, 1951; Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), 592 f.; Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 130 f.

<sup>83</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 49; Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 131 ff.

<sup>84</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 49.

<sup>85</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 56; Kümpel, aaO (Fn.11 2), S. 82; Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1810

Rahmen der interessengerechten Wahrnehmung von deren Aufgaben erfolgt. Sie können ihren Auftrag ohne Kenntnis von Insiderfakten nicht ausführen.<sup>86</sup> Sie sind ferner zur Verschwiegenheit verpflichtet.

Besondere Probleme ergeben sich für die Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung<sup>87</sup> sowie an Wirtschaftsjournalisten und Finanzanalysten.<sup>88</sup>

bb) Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung als unbefugte Weitergabe

In der Hauptversammlung von Publikumsgesellschaften sind neben den (regelmäßig mehreren tausend) Aktionären auch die Presse, Bankenvertreter und Gäste anwesend. Aktionäre (§ 13 Abs. 1 Nr. 2 WpHG), Bankenvertreter und Presse (§ 13 Abs. 1 Nr. 3 WpHG) unterliegen als Primärinsider zwar dem Weitergabeverbot, aber Gäste trifft das Weitergabeverbot als Sekundärinsider nicht. Daher könnten sie die Auskunft straflos nach außen tragen.<sup>89</sup> Auch von Seiten der Aktionäre besteht die Gefahr einer Weitergabe von Insiderinformationen nach außen, da Aktionäre obwohl sie dem Weitergabeverbot unterliegen, schwerlich in der Lage sein werden zu unterscheiden, welchen Auskünften die Qualität von Insiderfakten zukommt und welchen nicht.<sup>90</sup> Aus diesen Gründen führt die Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung dazu, dass der Kreis der Insider weiter wird und damit eine konkrete Gefahr des Missbrauchs von Insiderinformationen besteht. Folglich wird der Zweck des Insidergesetzes, den Kreis derjenigen, die Kenntnis von Insiderfakten haben, so klein wie möglich zu halten und damit das Risiko von Insidergeschäften zu minimieren<sup>91</sup>, nicht erreicht, wenn man die Weitergabe der Insiderfakten in der Hauptversammlung als befugt ansieht. Aus diesem Grund ist der Ansicht von Benner-Heinacher<sup>92</sup>, welche die Weitergabe der Insiderinformationen in der Hauptversammlung mit dem Sinn und Zweck des Insiderrechts als vereinbar ansieht und sie daher als befugt erachtet, nicht zu folgen.

Auch der Ansicht<sup>93</sup>, wonach mit der Weitergabe einer Insiderfakten in der Hauptversammlung immer auch die Bereichsöffentlichkeit hergestellt wird und daher ein Verstoß gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG nicht in Betracht

---

<sup>86</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14, Rn. 55; Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 82.

<sup>87</sup> Siehe dazu unten E, II, 2, b).

<sup>88</sup> Vgl. dazu Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 57 f.; Götz, DB 1995, 1951; Claussen, DB 1994, 27, 29; Kümpel, WM 1994, 2137, 2138; Smid, AIP 2002, S. 13 ff.

<sup>89</sup> Vgl. Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 141.

<sup>90</sup> Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 141.

<sup>91</sup> Vgl. oben C, I.

<sup>92</sup> Benner-Heinacher, DB 1995, 766.

<sup>93</sup> Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 60 f.

kommt, kann nicht gefolgt werden, denn durch die Auskunftserteilung an den Aktionären in der Hauptversammlung wird keine Bereichsöffentlichkeit hergestellt.<sup>94</sup> Von einer Bereichsöffentlichkeit kann nur dann gesprochen werden, wenn eine hinreichende Öffentlichkeit in einer Weise hergestellt wird, die der Chancengleichheit des Anlegerpublikums für die Verwertung der Insiderinformationen als oberstem Ziel der insiderrechtlichen Regelung Rechnung trägt.<sup>95</sup> Dies erfordert mindestens eine Öffentlichkeit im Sinne des § 15 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 WpHG.<sup>96</sup> Dies ist aber bei der Mitteilung in der Hauptversammlung nicht der Fall, weil in der Hauptversammlung wegen der Begrenzung des Teilnehmerkreises<sup>97</sup> nur ein bestimmter Kreis von Marktteilnehmern unterrichtet wird, mithin die fragliche Information nicht an eine unbestimmte Anzahl von Personen geht.<sup>98</sup> Die Mitteilung der Insiderinformationen in der Hauptversammlung ist daher auch dann zur Herstellung der Bereichsöffentlichkeit nicht ausreichend, wenn bei großen Publikumsgesellschaften mehrere tausend Personen versammelt sind.<sup>99</sup> Anderenfalls könnten die Teilnehmer an der Hauptversammlung unmittelbar nach der Bekanntgabe einer noch nicht öffentlich bekannten Insiderinformation aus der Unternehmenssphäre des Emittenten straflos ihre telefonischen Effektaufträge erteilen<sup>100</sup>, wodurch das Ziel des Insiderrechts (Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, Chancengleichheit der Marktteilnehmer) beeinträchtigt werden könnte.<sup>101</sup>

Im Ergebnis kann gesagt werden, dass die Erteilung der Insiderinformationen an die Aktionäre in der Hauptversammlung als unbefugte Weitergabe i. S. des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG anzusehen ist, wenn nicht zuvor die Veröffentlichungspflichten nach § 15 Abs. 3 WpHG erfüllt worden sind. Dem Vorstand steht in diesem Fall nach § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG ein Auskunftsverweigerungsrecht zu, denn die Auskunftserteilung verstößt regelmäßig gegen das insiderrechtliche Weitergabeverbot des § 14

---

<sup>94</sup> Joussen, DB 1994, 2485 f.; Götz, DB 1995, 1951; Hopt, ZHR 1995, 157; Assmann, aaO (Fn. 2), § 13 Rn. 47, und § 14 Rn. 52; Kümpel, WM 1994, 2138; Schlaus, Bankrechtstag, 1996, S. 40; Caspari, in Baetge, Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, 1995, S. 69; Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 142.

<sup>95</sup> Caspari, aaO (Fn. 94), S. 69.

<sup>96</sup> Vgl. oben C. II. 2.

<sup>97</sup> Das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung beschränkt sich auf Aktionäre und weitere geladene Personen. Hierzu vgl. Joussen, DB 1994, 2486 f.

<sup>98</sup> Assmann, aaO (Fn. 2), § 13 Rn. 47 m.w.N.

<sup>99</sup> Assmann, aaO (Fn. 2) § 13 Rn. 47 Kümpel, WM 1994, 2138; vgl. auch Begr. RegE., 2. FGG. BT-Druck., 12/6679, S. 46 (Eine Tatsache ist öffentlich bekannt, wenn von ihr eine unbestimmte Anzahl von Personen Kenntnis nehmen kann.).

<sup>100</sup> Hopt, ZGR 1991, 18, 30; Cramer, FS für Triffterer, 1996, S. 322, 330; Kümpel, aaO (Fn. 2), § 15 Rn. 42.

<sup>101</sup> Vgl. oben C. I.

Abs. 1 Nr. 2 WpHG<sup>102</sup>, das durch § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG strafbewehrt ist.<sup>103</sup>

cc) Bereichsöffentlichkeitspflicht des Vorstands nach dem Verhältnismäßigkeitsprinzip

Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit entstammt dem öffentlichen Recht. Er findet auch heute seinen Hauptanwendungsbereich im Verwaltungsrecht und stellt eine gesetzliche Grenze der Ermessensausübung (§ 40 VwVfG)<sup>104</sup> dar. Dieser Grundsatz gilt nach einhelliger Auffassung aber auch für privatrechtliche Verbände<sup>105</sup> und damit im Gesellschaftsrecht.<sup>106</sup>

In der Literatur<sup>107</sup> wurde der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit durch die Teilgrundsätze der Geeignetheit, Erforderlichkeit und der Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne konkretisiert. Nach dem Teilgrundsatz der Erforderlichkeit muss unter mehreren zur Erreichung des Zwecks geeigneten Mitteln dasjenige ausgewählt werden, das für den Betroffenen die geringsten nachteiligen Folgen verursacht.<sup>108</sup> Wenn dasselbe Ziel auch in einer die Aktionäre nicht oder weniger benachteiligenden Weise erreicht werden kann, wird gegen den Grundsatz der Erforderlichkeit verstoßen.

Ein Konflikt zwischen aktienrechtlichem Auskunftsanspruch und Insiderrecht kann durch die Anwendung des Grundsatzes der Erforderlichkeit verhindert werden. Der Vorstand muss aufgrund dieses Grundsatzes, statt die Auskunft zu verweigern, noch während der Hauptversammlung und vor Auskunftserteilung die Bereichsöffentlichkeit

---

<sup>102</sup> Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 50; Assmann, AG 1997, 57; Joussen, DB 1994, 2485 ff.; Kümpel, WM 1994, 2138; ders., aaO (Fn. 11), S. 79 f.; a. A.: Benner-Heinacher, DB 1995, 765 f.

<sup>103</sup> Vgl. oben C, II, 4.

<sup>104</sup> Nach dieser Vorschrift: „Ist die Behörde ermächtigt, nach ihrem Ermessen zu handeln, hat sie ihr Ermessen entsprechend dem Zweck der Ermächtigung auszuüben und die gesetzlichen Grenzen des Ermessens einzuhalten.“

<sup>105</sup> Die Übertragung dieses Grundsatzes auf privatrechtliche Verbände wurde von Zöllner erstmals umfassend untersucht, vgl. Zöllner, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, 1963, S. 351 f.

<sup>106</sup> Dieser Grundsatz wurde in Rechtsprechung und Literatur für die Kontrolle von Eingriffen der Gesellschaftermehrheit in die Rechte der Minderheit, vor allem im Zusammenhang mit der Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses in der Aktiengesellschaft, entwickelt. Vgl. BGHZ 71, 40, 43 ff.; 83, 319, 321; 103, 184 f.; Zöllner, aaO (Fn. 105), S. 351 f.; für die Anwendung dieses Grundsatzes als ungeschriebene Schranken des Informationsrechts des GmbH-Gesellschafters, vgl. Karasu, Informationsrecht des GmbH-Gesellschafters unter besonderer Berücksichtigung der Lösungsmöglichkeiten zur Unangemessenheit des § 51 a GmbHG, 2003, S. 120 ff.

<sup>107</sup> Vgl. Kraus, Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, 1955, S. 14 ff.

<sup>108</sup> Zöllner, aaO (Fn. 105), S. 351; ders., aaO (Fn. 4), § 243 Rn. 202.

herstellen und im Anschluss hieran die Auskunft in der Hauptversammlung erteilen. Denn die Verweigerung der Auskunft, die eine Insider Tatsache darstellt, ist zwar, wie oben dargelegt<sup>109</sup>, für die Erreichung des durch das Insidergesetz angestrebten Zieles geeignet; sie ist aber nicht erforderlich, weil dasselbe Ziel auch auf eine die Aktionäre nicht benachteiligende Weise dadurch erreicht werden kann, dass der Vorstand noch während der Hauptversammlung und vor Auskunftserteilung die Bereichsöffentlichkeit herstellt und im Anschluss hieran die Auskunft in der Hauptversammlung erteilt. Durch die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit wird der Zweck des Insidergesetzes sogar besser verwirklicht als durch die Auskunftsverweigerung. Zum einen kommt ein Verstoß gegen das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG durch die Erteilung der Insiderinformationen an die Aktionäre in der Hauptversammlung nach Herstellung der Bereichsöffentlichkeit nicht mehr in Betracht, weil die Tatsache dadurch auch i. S. des § 13 Abs. 1 WpHG öffentlich bekanntgemacht worden ist und folglich ihren Charakter als Insiderinformation verliert.<sup>110</sup> Zum anderen können dadurch die kursrelevanten Tatsachen möglichst schnell veröffentlicht werden, so dass der Zeitraum, in dem Insiderwissen missbräuchlich ausgenutzt werden kann, weitestmöglich verkürzt, die Bildung unangemessener Börsenpreise infolge vom Informationsdefiziten der Marktteilnehmer vermieden und damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes gewährleistet wird.<sup>111</sup> So kann ein Ausgleich zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht erreicht werden. Einerseits wird die Insider Tatsache möglichst schnell öffentlich und damit allen Anlegern zugänglich gemacht, andererseits erhält der an der Hauptversammlung teilnehmende Aktionär die erforderliche Information, ohne dass das Prinzip der Chancengleichheit der Marktteilnehmer verletzt würde.<sup>112</sup>

Aufgrund des Verhältnismäßigkeitsprinzips kann der Vorstand sich zwar auf das Auskunftsverweigerungsrecht nach § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG nicht berufen, er darf aber trotz dieses Prinzips ein Auskunftsverlangen gemäß § 131 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 AktG verweigern, wenn es unternehmerische Planungen oder Zwischenentscheidungen im Rahmen von mehrstufigen Entscheidungsprozessen betrifft. In diesem Fall ist der Vorstand nicht verpflichtet, die Bereichsöffentlichkeit vor Beginn der Hauptversammlung oder spätestens während der Hauptversammlung herzustellen und im Anschluss hieran die Aktionären in der Hauptversammlung die Auskunft zu erteilen. Sonst würde die

---

<sup>109</sup> Vgl. oben E. I. 2. bb).

<sup>110</sup> Vgl. Assmann, aaO (Fn. 2), § 13 Rn. 38; Schröder, DB 1997, 2164.

<sup>111</sup> Vgl. Bericht des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, BT-Drucks. 12/7918, S. 102; Kumpel, aaO (Fn. 11), S. 92 f.

<sup>112</sup> Götz, DB 1995, 1952; Schneider/Singhof, aaO (Fn. 45), S. 598.

Entscheidungsfindung in der Gesellschaft durch frühzeitige Publizierung empfindlich gestört und damit der Gesellschaft ein Nachteil zugefügt, da die unternehmerische Planung Druck von außen ausgesetzt sein könnte, der eine objektive Entscheidungsfindung unmöglich macht. Ferner würde dies erhebliche Wettbewerbsnachteile für das Unternehmen mit sich bringen, da der konkurrierende Marktteilnehmer die Möglichkeit hätte, Einblicke in die unternehmerischen Planungen der Gesellschaft zu nehmen und sich Vorteile zu verschaffen.<sup>113</sup> Dem Interesse des Unternehmens an der Geheimhaltung der Insiderfakten während der Planungsphase steht kein zwingendes Informationsinteresse des Marktes gegenüber. Dem Kapitalmarkt ist nicht mit der Publizierung von Planungen und Absichten gedient, da der Anleger aufgrund der Publizierung nach § 15 WpHG die Maßnahme bereits als beschlossene Sache einstufen und so irreführend werden könnte, falls die Maßnahme dann nicht durchgeführt wird.<sup>114</sup>

## *II. Auskunftserteilung und Auskunftsverweigerungsrechte im Spannungsfeld des § 15 WpHG*

### **1. Kollision zwischen der Auskunftspflicht nach § 131 AktG und der Ad hoc-Publizität des § 15 WpHG**

Nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG ist die Veröffentlichung der kursbeeinflussenden Unternehmenstatsachen wie oben dargelegt<sup>115</sup> entweder in einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem vorzunehmen. Eine anderweitige vorherige Veröffentlichung stellt eine Ordnungswidrigkeit dar und wird mit Geldbuße geahndet, §§ 15 Abs. 3 S. 2, 39 Abs. 1 Nr. 3 WpHG. Da die Erteilung einer Insiderinformation an den Aktionär und damit an die Hauptversammlung, wie oben dargelegt<sup>116</sup>, keine hinreichende Öffentlichkeit im Sinne des § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG bewirkt, ist ein Konflikt zwischen dem Auskunftsrecht eines Aktionärs nach § 131 Abs. 1 S. 1 AktG und der Veröffentlichungspflicht der Gesellschaft nach § 15 Abs. 1, 3 S. 2 WpHG vorstellbar.<sup>117</sup>

### **2. Auflösung der Kollision**

#### **a) Kein Auskunftsverweigerungsrecht des Vorstands gemäß § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG i. V. m. §§ 15 Abs. 1, Abs. 3 S. 2, 39 WpHG**

Nach einer Ansicht ist die Ordnungswidrigkeit im Sinne des § 131 AktG Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG mit dem Straftatbestand gleich zu behandeln.

---

<sup>113</sup> Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 86.

<sup>114</sup> Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 152; Cahn, ZHR 162 (1998), 1, 25; Wüsthoff, aaO (Fn. 14), S. 86.

<sup>115</sup> Siehe oben D, III.

<sup>116</sup> Siehe oben E II, 2. b).

<sup>117</sup> Vgl. Hopt, ZHR 159 (1995), 157.

Daher darf der Vorstand die Information verweigern, wenn er sich durch ihre Erteilung zwar nicht strafbar macht, aber eine Ordnungswidrigkeit begehen würde. Gestützt wird diese Ansicht auf den allgemein anerkannten Grundgedanken, dass niemand zum Begehen rechtswidriger Handlungen (und damit auch Ordnungswidrigkeiten) gezwungen werden darf.<sup>118</sup>

Dieser Ansicht ist zwar zuzustimmen. Jedoch kann aus dieser Überlegung nicht gefolgert werden, dass der Vorstand gemäß § 131 Abs. 3 Nr. 5 AktG i.V.m. §§ 15 Abs. 1, Abs. 3 S. 2, 39 WpHG ein Auskunftsverweigerungsrecht hat. Soweit eine Tatsache schon vor der Hauptversammlung das Gewicht der Publizitätspflicht erreicht hat, muss sie nach § 15 WpHG Abs. 1 S. 1 WpHG auch vor der Hauptversammlung unverzüglich veröffentlicht werden. Daher verstößt der Vorstand gegen diese Pflicht nicht erst, wenn er die Auskunft dem Aktionär in der Hauptversammlung erteilt, sondern bereits in dem Moment, in dem er die Auskunft entgegen dem § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG nicht unverzüglich veröffentlicht, d.h. vor der Hauptversammlung.<sup>119</sup> In diesem Fall wird der Straftatbestand im Sinne des § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG nicht verwirklicht<sup>120</sup>, denn die Vorschrift des § 131 Abs. 3 Nr. 5 AktG schützt den Vorstand nur davor, durch die Auskunftserteilung einen Straftatbestand begehen zu müssen.<sup>121</sup> Diejenigen Fälle, in denen sich der Vorstand in der Zeit vor der Hauptversammlung strafbar gemacht hat und sich selbst nicht belasten will, fallen nicht unter diese Vorschrift.<sup>122</sup>

#### **b) Der Konflikt zwischen § 131 AktG und § 15 WpHG, zugleich ein Konflikt zwischen § 131 AktG und § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG**

Da die von einem Aktionär verlangte Auskunft, bei der es sich um eine nach § 15 Abs. 1 WpHG veröffentlichungspflichtige Tatsache handelt, in der Regel zugleich eine Insider Tatsache gemäß §§ 13 Abs. 1, 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG darstellt<sup>123</sup>, kommt bei einem Konflikt zwischen § 131 AktG und § 15 WpHG stets zugleich auch ein Konflikt zwischen § 131 AktG und § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG in Betracht. Daher hat der Vorstand einer Aktiengesellschaft, der seine Pflichten aus § 15 WpHG bis zur Hauptversammlung nicht erfüllt hat, zwar aus § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG i.V. m. §§ 15 Abs. 1, 3 S. 2, 39 WpHG kein Auskunftsverweigerungsrecht. Ihm steht jedoch ein Auskunftsverweigerungsrecht aus § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG i. V. m. §§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG zu.<sup>124</sup> Zu denken

<sup>118</sup> Eckard, aaO (Fn. 5), § 131 Rn. 124.

<sup>119</sup> Benner-Heinacher, DB 1995, 765 f.; Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 58; vgl. auch Assmann/Cramer, aaO (Fn. 2), § 14 Rn. 53.

<sup>120</sup> Benner-Heinacher, DB 1995, 765 f.; Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 58.

<sup>121</sup> Zöllner, aaO (Fn. 4), § 131, Rn. 42.

<sup>122</sup> Zöllner, aaO (Fn. 4), § 131, Rn. 42.

<sup>123</sup> Assmann, aaO (Fn. 2), § 13 Rn. 61; vgl. auch oben D, II.

<sup>124</sup> Vgl. oben, E. I, 2. b, bb).

ist aber an den Grundsatz der Erforderlichkeit, wonach der Vorstand verpflichtet ist, statt die Auskunft zu verweigern, die Bereichsöffentlichkeit herzustellen und danach die Auskunft in der Hauptversammlung zu erteilen.<sup>125</sup>

### **3. Das Verhältnis zwischen den Auskunftsverweigerungsrechten und dem Recht der Gesellschaft auf Befreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität**

Jede Tatsache, die die Voraussetzungen des § 15 Abs. 1 WpHG erfüllt, muss veröffentlicht werden, auch wenn sie gemäß § 131 Abs. 3 S. 1 AktG ein Auskunftsverweigerungsrecht des Vorstands in der Hauptversammlung begründet. Insoweit ist eine Kollision zwischen der Ad hoc- Publizität und den Auskunftsverweigerungsrechten aus § 131 Abs. 3 AktG vorstellbar. Aber diese Kollision ist nicht relevant, weil diese Verweigerungsgründe in den meisten Fällen auch die Befreiung von der Ad hoc-Publizitätspflicht rechtfertigen.<sup>126</sup> Zu denken ist z. B. § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 6 AktG. Die bilanzrechtliche Regelung der stillen Vorsorgereserven einer Bank stellt eine Befreiung von der Ad hoc-Publizität dar.<sup>127</sup> Da die Kreditinstitute im besonderen Maße auf das Vertrauen ihrer Kundschaft angewiesen sind, kann die Ausweisung eines plötzlichen Gewinnrückgangs oder eines Verlusts zur Beunruhigung der Öffentlichkeit und zum Abzug von Einlagen führen.<sup>128</sup> Zu denken ist auch an die Gefährdung der Sanierungspläne der Gesellschaft für eine drohende Zahlungsunfähigkeit durch eine vorzeitige Ad hoc-Publizität. In beiden Fällen besteht ein berechtigtes Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung der Tatsachen, und gerechtfertigt ist sowohl die Befreiung der Gesellschaft von der Ad hoc-Publizitätspflicht als auch die Auskunftsverweigerung aus § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 AktG in der Hauptversammlung.

Daraus ergibt sich auch, dass Auskunft über Tatsachen, hinsichtlich derer Befreiung von der Ad hoc-Publizität gemäß § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG gewährt wurde, auch den Aktionären in der Hauptversammlung gemäß § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 AktG grundsätzlich verweigert werden darf, denn die Gründe, die eine Befreiung von der Ad hoc-Publizität rechtfertigen, sind in den meisten Fällen auch geeignet, der Gesellschaft einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen.<sup>129</sup>

---

<sup>125</sup> Vgl. oben E, II, 2, c).

<sup>126</sup> Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 47, 61 f.; Franken/Heinsius, FS für Budde, 1995, S. 213, 214.

<sup>127</sup> Kümpel, aaO (Fn. 11), S. 110.

<sup>128</sup> Bei größeren Abflüssen könnte dies sogar zu Insolvenzen führen und damit das Vertrauen in das gesamte Bankgewerbe gefährdet werden. (Kümpel, aaO (Fn. 2), S. 110).

<sup>129</sup> Hirte, Bankrechtstag, 1996, S. 91; Deutsche Börse AG, Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem WpHG, S. 24; Vgl. auch Franken/Heinsius, FS für Budde, 1995, S. 241.

## **F. Zusammenfassung**

Eine Kollision zwischen der Auskunftspflicht des Vorstands nach § 131 AktG und dem Insiderverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG kommt dann in Betracht, wenn die Aktionäre in der Hauptversammlung Auskünfte verlangen, die auch eine Insidertatsache im Sinne des § 13 WpHG darstellen. Die Erteilung dieser Auskünfte an die Aktionäre in der Hauptversammlung ist als unbefugte Weitergabe i. S. des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG anzusehen, sofern nicht zuvor die Veröffentlichungspflichten nach § 15 WpHG erfüllt worden sind. Dem Vorstand steht in diesem Fall nach § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG i. V. m. §§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ein Auskunftsverweigerungsrecht zu. Aufgrund des Erforderlichkeitsprinzips muss der Vorstand aber, statt die Auskunft zu verweigern, die Bereichsöffentlichkeit vor Beginn der Hauptversammlung oder spätestens während der Hauptversammlung herstellen und im Anschluss hieran den Aktionären die Auskunft in der Hauptversammlung erteilen. So kann ein Ausgleich zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht erreicht werden, denn zum einen wird die Insidertatsache möglichst schnell öffentlich und damit allen Anlegern zugänglich gemacht, zum anderen erhält der an der Hauptversammlung teilnehmende Aktionär die erforderliche Information, ohne dass das Prinzip der Chancengleichheit der Marktteilnehmer verletzt würde.

Dem Vorstand einer Aktiengesellschaft, der seine Pflichten aus § 15 WpHG bis zur Hauptversammlung nicht erfüllt hat, steht kein Auskunftsverweigerungsrecht aus § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG i.V. m. §§ 15 Abs. 1, Abs. 3 S. 2, 39 WpHG zu. Aber in diesem Fall kommt ein Verweigerungsrecht des Vorstands aus § 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 5 AktG i.V.m. §§ 14 Abs. 1 Nr. 2, 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG in Betracht, denn die von einem Aktionär verlangte Auskunft, die sich auf eine nach § 15 Abs. 1 WpHG veröffentlichungspflichtige Tatsache bezieht, stellt in der Regel zugleich eine Insidertatsache gemäß §§ 13 Abs. 1 S. 1, 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG dar. Zu bedenken ist daher auch hier der Grundsatz der Erforderlichkeit, wonach der Vorstand verpflichtet ist, statt die Auskunft zu verweigern, die Bereichsöffentlichkeit herzustellen und danach die Auskunft in der Hauptversammlung zu erteilen.

## **G. Rechtsvergleich mit türkischem Recht**

### ***I. Auskunftsrecht des Aktionärs***

Das Auskunftsrecht des Aktionärs ist im türkischen Recht nicht eindeutig geregelt. Zwar sind die §§ 362 sowie § 363 mit „Auskunftsrecht“ überschrieben, jedoch sprechen diese Vorschriften nicht vom Recht des einzelnen Aktionärs auf Auskunft. Nach § 362 HGB „sind die Gewinn- und Verlustrechnung, die Bilanz, der Jahresbericht und die Vorschläge über die Verteilung des Rheingewinns gemeinsam mit dem von den Kontrolleuren zu

erstattenden Bericht spätestens 15 Tage vor der Tagung der ordentlichen Generalversammlung in der Hauptniederlassung und in den Zweigniederlassungen der Gesellschaft zur Einsicht durch die Aktionäre bereitzuhalten. Die Gewinn- und Verlustrechnung, die Bilanz und der Jahresbericht stehen ein Jahr nach der Tagung den Aktionären zur Verfügung. Jeder Aktionär kann auf Kosten der Gesellschaft ein Exemplar der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz verlangen.“<sup>130</sup>

Diese in § 362 HGB geregelten Auskunftspflichten des Verwaltungsrats sind als ein kollektives Auskunftsrecht der Aktionäre anzusehen. Im Gegensatz zu den individuellen Informationsrechten steht bei den kollektiven Informationsrechten nicht das Recht der Gesellschafter auf Information im Vordergrund, sondern Anknüpfungspunkt ist die Pflicht der verantwortlichen Organmitglieder zur Information.<sup>131</sup> Der Verwaltungsrat ist von sich aus zu Auskunftserteilung verpflichtet.

Dagegen wollte der Gesetzgeber in § 363 HGB das individuelle Auskunftsrecht des Aktionärs und das Recht auf Einsicht in Handelsbücher und Schriftverkehr der Gesellschaft regeln<sup>132</sup>, obwohl diese Vorschrift die Überschrift „Handelsbücher, Schweigepflicht und Strafen“ trägt. Nach dieser Vorschrift „sind Aktionäre befugt, die Kontrolleure auf zweifelhafte Punkte aufmerksam zu machen und die erforderlichen Aufklärungen zu verlangen. Die Einsicht in Handelsbücher und Schriftverkehr der Gesellschaft ist nur mit ausdrücklicher Erlaubnis der Generalversammlung oder auf Beschluss des Verwaltungsrats möglich. Abgesehen von den Geheimnissen, die aus den zur Einsicht freigegebenen Büchern und Urkunden ersichtlich sind, ist kein Gesellschafter berechtigt, Geschäftsgeheimnisse der Gesellschaft zu erfahren. Das Auskunftsrecht der Aktionäre kann weder in der Satzung noch durch Beschluss irgendeines Gesellschaftsorgans beseitigt oder eingeschränkt werden.“

Trotz der Unklarheit dieser Vorschrift kann daraus das individuelle Auskunftsrecht des Aktionärs gefolgert werden.<sup>133</sup> Dies ergibt sich insbesondere aus dem Recht des Aktionärs darauf, dass die Aktionäre befugt sind, die erforderlichen Aufklärungen von Kontrolleuren zu verlangen<sup>134</sup>. Es handelt sich mithin um ein Individualrecht, welches der einzelne Aktionär unabhängig von der Aktionärgesamtheit der Höhe seiner Kapitalbeteiligung

---

<sup>130</sup> Dazu eingehend Kaya, Das Auskunftsrecht des Aktionärs, 2001, S. 112 ff., 116 ff.

<sup>131</sup> K. Schmidt, aaO (Fn. 2), S. 16 ff.

<sup>132</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 108; Tekinalp, in Poray/Tekinalp/Çamoğlu, Gesellschafts- und Genossenschaftsrecht, 2000, S. 550; Turanboy, Publikums-Bank und der Schutz ihre Gesellschafter, 2002, S. 54; Nomer, Treuepflicht des Aktionärs, 1999, S. 91.

<sup>133</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 116; Tekinalp, aaO (Fn. 132), S. 550; Turanboy, aaO (Fn. 132), S. 54.

<sup>134</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 116. Tekinalp, aaO (Fn. 132), S. 550.

und seinem Stimmrecht ausüben kann.<sup>135</sup> Das Auskunftsrecht dient zwar der Wahrnehmung der sonstigen Mitgliedschaftsrechte, erschöpft sich darin aber nicht, sondern steht dem Aktionär selbständig neben diesen Rechten zu.<sup>136</sup> Nach dem Wortlaut des § 363 HGB haben zwar die „Kontrolleure“ Auskunft zu geben, es ist jedoch allgemein anerkannt, dass nicht nur Kontrolleure, sondern auch der Verwaltungsrat die Auskunft zu geben hat.<sup>137</sup>

Der Aktionär darf über alle Angelegenheiten der Gesellschaft die Auskünfte verlangen, soweit sie für die sinnvolle Ausübung seiner Rechte erforderlich sind.<sup>138</sup> Das Auskunftsrecht des Aktionärs kann verweigert werden, wenn durch die Auskunftserteilung die Interessen der Gesellschaft an einer Geheimhaltung der Gesellschaftsgeheimnisse nicht wesentlich beeinträchtigt würden.<sup>139</sup> Ferner unterliegt das Auskunftsrecht ähnlich wie im deutschen Recht ungeschriebenen Schranken. In Betracht kommen z.B. der Grundsatz von Treu und Glauben und die Unmöglichkeit. Der Vorstand darf die Auskunft auch verweigern, soweit er sich durch die Erteilung der Auskunft strafbar machen würde.<sup>140</sup>

Die Schranken des Einsichtsrechts des Aktionärs sind zwar in § 363 HGB anders gefasst, jedoch gelten die Schranken des Auskunftsrechts auch für das Einsichtsrecht.<sup>141</sup>

Wie oben dargelegt, hat der türkische Gesetzgeber das Auskunftsrecht des Aktionärs anders als bei deutschem Recht unklar und unvollkommen geregelt. Daher soll dieses Recht in Analogie zum deutschen recht neu geregelt werden.

## ***II. Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen***

Die Insiderhandelsverbote sind in der Türkei im Gegensatz zu deutschem Recht nicht eindeutig geregelt. Das türkische Kapitalmarktgesetz (KMG) enthält nur eine Definition des Insiderhandels. Nach § 47/A Abs. 1 KMG „ist Insiderhandel der Handel mit Wertpapieren, der unter Ausnutzung der Kenntnis von öffentlich unbekanntem Tatsachen, die den Preis der Kapitalmarktmittel beeinflussen können, für eigene oder fremde Rechnung erfolgt und daher zu Verletzung des Gleichbehandlungsgebots der

---

<sup>135</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 127 ff.

<sup>136</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 77 f.

<sup>137</sup> Vgl. Hirsch/Tekinalp, Das türkische Aktien- und GmbH-Recht, 1993, S. 205; Tekinalp, aaO (Fn. 132), S. 550; Arslanlı, Aktiengesellschaften I, 1960, S. 231; Kaya, aaO (Fn. 130), S. 180; Aytaç, Die Entlastung in Aktiengesellschaften, 1982, S. 73.

<sup>138</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 230 ff.; Tekinalp, aaO (Fn. 132), S. 550; Arslanlı, aaO (Fn. 137), S. 231.

<sup>139</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 263 ff.

<sup>140</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 277 f.; Baştuğ/Göksoy, FS für Oğuz İmregün, 1999, S. 55

<sup>141</sup> Kaya, aaO (Fn. 130), S. 273.

Marktteilnehmer führt, um einen eigenen Vermögensvorteil zu erlangen oder einen vorhandenen Schaden zu bezeitigen“.

Das Verbot, eine Insider Tatsache einem anderen unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, ergibt sich zwar aus dieser Definition nicht<sup>142</sup>, jedoch kann ein solches Verbot aus dem Zweck des Insiderrechts gefolgert werden. Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist wie das deutsche Kapitalmarktgesetz, ein wichtiges Schutzgut des türkischen Kapitalmarktgesetzes.<sup>143</sup> Dies kann nur dann gewährleistet werden, wenn das Vertrauen des Anlegerpublikums gestärkt und aufrechterhalten wird.<sup>144</sup> Das Insiderhandelsverbot stellt sicher, dass die unveröffentlichten kurserheblichen Tatsachen nicht von Insidern ausgenutzt werden, wodurch das Ziel des Insiderrechts (Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, Chancengleichheit der Marktteilnehmer) beeinträchtigt würde.<sup>145</sup> Die erforderliche Gleichbehandlung der Anleger gebietet es, jegliche unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen zu untersagen und damit den Kreis derjenigen Personen, die Kenntnis von Insiderfakten haben, möglichst klein zu halten<sup>146</sup>, denn je größer der informierte Personenkreis ist, desto größer ist die Gefahr von Insiderhandel. Mittels einer Begrenzung der Informationsweitergabe wird möglichen Verstößen gegen das Erwerbs- und Veräußerungsverbot des § 47/A Abs. 1 KMG durch Dritte dadurch vorgebeugt, dass ihnen mit den Insiderinformationen ihre Grundlage entzogen wird.

Während im deutschen Recht für die Verwirklichung des subjektiven Tatbestands des Weitergabeverbotes von Insiderinformationen ausreicht, wenn es dem Insider bekannt ist, dass sein Verhalten zur Verwirklichung des gesetzlichen Tatbestandes führt, verlangt das türkische Recht noch eine zusätzliche Voraussetzung, nämlich dass der Insider die Insiderfakten zu dem Zweck verwertet, dadurch einen Vermögensvorteil für sich oder für einen Dritten zu erzielen.<sup>147</sup> Diese zusätzliche Voraussetzung ist mit dem Zweck des Insiderrechts nicht vereinbar. Wegen dieser Voraussetzung kommt ein Verstoß gegen § 47/A Abs. 1 S. 1 KMG in vielen Fällen nicht in Betracht. So wäre z.B. die Weitergabe von Insiderinformationen an die Öffentlichkeit befugt und daher könnte dies nach § 47/A Abs. 1 S. 1

---

<sup>142</sup> Vgl. Erman, aaO (Fn. 142), S. 155.

<sup>143</sup> Begr. zum KMG, Nr. : 101-716/07659, S. 3.

<sup>144</sup> Begr. zum KMG, Nr. : 101-716/07659, S. 5.

<sup>145</sup> Tezcanlı, Insiderhandel und Manipulationen, 1996, S. 2, 167 f.; Bilgili, Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem türkischen Kapitalmarktrecht, 2000, S. 135.

<sup>146</sup> Vgl. oben C. I.

<sup>147</sup> Vgl. Erman, aaO (Fn. 142), S. 156; Manavgat, BATIDER 1998, S. 185 f.; Tezcanlı, aaO (Fn. 145), S. 165 f.

strafrechtlich nicht sanktioniert werden<sup>148</sup>, wenn nicht zuvor die Veröffentlichungspflichten nach § 8 Abs. 3 Erlass VIII/20<sup>149</sup> im Börsenblatt erfüllt worden sind, denn es fehlt bei der Weitergabe von Insiderinformationen an die Öffentlichkeit in der Regel der Zweck, dadurch einen Vermögensvorteil zu erzielen.

Daher muss das Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen konkret in das Kapitalmarktgesetz aufgenommen werden. Insbesondere sollen die Tatbestandsmerkmale des Weitergabeverbots wie in deutschem Recht (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) neu geregelt werden. Auf eine zusätzliche Voraussetzung, dass der Insider die Insidertatsache zu dem Zweck verwertet, dadurch einen Vermögensvorteil für sich oder für einen Dritten zu erzielen, soll verzichtet werden.

Das Insiderhandelsverbot wurde in § 47/A Abs. 1 S. 1 KMG strafrechtlich sanktioniert. Danach werden Verstöße gegen die in § 47/A Abs. 1 S. 1 KMG vorgesehenen Insiderhandelsverbote mit Freiheitsstrafe (in Höhe von 2 bis 5 Jahre) und mit Geldstrafe (in Höhe von 10 bis 25 Mrd. TL) bestraft.

### *III. Ad hoc-Publizitätspflicht*

Ad hoc-Publizitätspflicht gehört zu den kapitalmarktrechtlichen Informationsverpflichtungen und ist mit der Gesetzänderung von 1992 in das Kapitalmarktgesetz (KMG) aufgenommen worden und in § 16/A KMG geregelt.<sup>150</sup> § 16/A KMG trägt die Überschrift „Besondere publizitätspflichtige Umstände“ und besteht aus zwei Absätzen. Wie das Insiderhandelsverbot in § 47 Abs. 1 S. 1 stellt die Ad hoc-Publizitätspflicht in § 16/A auf das Kriterium „Tatsachen die den Preis der Kapitalmarktmittel beeinflussen können“ ab.<sup>151</sup> Das Nähere hat der Kapitalmarktausschuss durch Erlass VIII/20 festgelegt.<sup>152</sup>

Aus der Änderungs begründung zum KMG von 1992<sup>153</sup> und § 1 Erlass VIII/20 ergibt sich, dass der Normzweck der Ad hoc-Publizität in § 16/A Abs. 1 Nr. 5 KMG ähnlich wie in Deutschland nicht der Schutz der

---

<sup>148</sup> Dies könnte in manchen Fällen auch gegen § 47/C KMG nicht verstoßen, wonach die Veröffentlichung der publizitätspflichtigen Insidertatsachen vor deren Bekanntgabe im Börsenblatt nach § 8 Abs. 3 Erlass VIII/20 mit Geldbuße geahndet wird, denn jede publizitätspflichtige Tatsache ist gleichzeitig auch als eine Insidertatsache zu qualifizieren, aber nicht jeder Insidertatsache unterliegt zugleich Publizitätspflicht, dazu vgl. oben D. II.

<sup>149</sup> Vgl. unten G. III.

<sup>150</sup> Änd.begr. zum KMG von 1992, Nr. : B. 02.0.KKG/101-284/03457, S. 11.

<sup>151</sup> Vgl. Bilgili, aaO (Fn. 145), S. 133.

<sup>152</sup> Erlass VIII/20, Ad hoc-Publizitätspflichten zu Informationspflichtigen Tatsachen, ABl. 21629 vom 6.7.1993.

<sup>153</sup> Änd.begr. zum KMG von 1992, Nr. : B. 02.0.KKG/101-284/03457, S. 11.

Individualinteressen des Anlegerpublikums, sondern die Erhaltung und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist.<sup>154</sup>

Die Ad hoc-Publizitätspflicht steht in Verbindung mit dem Insiderhandelsverbot in § 47 Abs. 1 S. 1 KMG. Der Ad hoc-Publizität kommt auch die Aufgabe zu, Insidergeschäfte bereits im Vorfeld zu verhindern.<sup>155</sup> Denn Marktinsider sind in der Lage, im Wertpapierhandel ihren Informationsvorsprung aus öffentlich unbekanntem Tatsachen zum Eigenvorteil zu nutzen. Durch die unverzügliche Veröffentlichung von kursrelevanten Tatsachen wird der Kreis der potenziellen Insider möglichst verkleinert und der Zeitraum, in dem die Insiderinformationen missbräuchlich ausgenutzt werden können, wird weitestmöglich verkürzt.<sup>156</sup> Die Insidertatsachen verlieren also ihre Exklusivität, und dadurch geht die Grundlage des Insiderhandels verloren.<sup>157</sup>

Nach § 16/A Abs. 1 Nr. 5 KMG in Verbindung mit § 1 Erlass VIII/20 handelt es bei publizitätspflichtigen Tatsachen ähnlich wie in Deutschland um neue, bislang nicht öffentlich bekannte Tatsachen, die den Preis der Wertpapiere erheblich beeinflussen können. Wegen der unvermeidbaren Abstraktheit des gesetzlichen Tatbestandes der Ad hoc-Publizität hat der Kapitalmarktausschuss (KMA) im Erlass VIII/20 eine Liste der ad hoc-publizitätspflichtigen Tatsachen aufgestellt, die geeignet sein können, im Falle ihres Bekanntwerdens den Kurs der betreffenden Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Die im Erlass VIII/20 erwähnten ad hoc-publizitätspflichtigen Tatbestände sind aber nicht abschließend, sondern beispielhaft aufgezählt. Dagegen sind in Deutschland die ad hoc-publizitätspflichtigen Tatsachen nicht gesetzlich aufgezählt.

Nach der Regelung der Ad hoc-Publizitätspflicht haben die Aktiengesellschaften, deren Wertpapiere an einer Börse gehandelt werden, die ad hoc publizitätspflichtigen Tatsachen dem Kapitalmarktausschuss (KMA) und der betreffenden Börse mitzuteilen. Die Börse hat diese ad hoc-publizitätspflichtigen Tatsachen im ersten Börsenblatt des Tages bekanntzumachen (§ 8 Abs. 3 Erlass VIII/20). Im Gegensatz zum deutschen Recht kennt das türkische Recht die Bereichsöffentlichkeit nicht.<sup>158</sup>

Während nach deutschem Recht die Bundesanstalt für das Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) den Emittenten auf Antrag von der Pflicht zur Veröffentlichung einer publizitätspflichtigen Tatsache befreien

---

<sup>154</sup> Bilgili, aaO (Fn. 145), S. 134; Tezcanlı, aaO (Fn. 145), S. 173 f.

<sup>155</sup> Vgl. Tezcanlı, aaO (Fn. 145), S. 16, 18; Turanboy, Insidergeschäfte, 1990, S. 234; Bilgili, aaO (Fn. 145), S. 134.

<sup>156</sup> Turanboy, aaO (Fn. 155), S. 244; Tezcanlı, aaO (Fn. 145), S. 2, 230; Bilgili, aaO (Fn. 145), S. 134.

<sup>157</sup> Turanboy, aaO (Fn. 155), S. 58.

<sup>158</sup> Dazu vgl. oben E. I. 2. b) cc).

kann<sup>159</sup>, wenn die Veröffentlichung der Tatsache geeignet ist, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden, ist dies in der türkischen Regelung nicht der Fall. Die deutschen Emittenten haben daher mehr Sicherheit als die türkischen Emittenten.<sup>160</sup>

Nach § 47 C KMG werden Verstöße gegen die in der § 16/A Abs. 1 Nr. 5 vorgesehene Ad hoc-Publizitätspflicht durch Geldbußen (in Höhe von 5 bis 15 Mrd. TL) geahndet. Angesichts der starken Entwertung der türkischen Währung kann die Höhe dieser Geldstrafe keinen hinreichenden Abschreckungseffekt gewährleisten.<sup>161</sup>

#### ***IV. Auskunftserteilung und Auskunftsverweigerungsrechte im Spannungsfeld der Insider-Verboten und Ad hoc-Publizitätspflicht***

Das Weitergabeverbot trifft die Insider, die in § 47/A S. 1 KMG aufgezählt werden. Zu diesem Kreis gehört auch der Verwaltungsrat, der zur Erteilung der Auskunft gemäß § 363 HGB verpflichtet ist.<sup>162</sup> Im Gegensatz zum deutschen Recht kommt aber im türkischen Recht eine Kollision zwischen dem Auskunftsrecht des Aktionärs und der Insider-Verboten nicht in Betracht. Nach § 47/A Abs. 1 KMG ist die Weitergabe von Insiderinformationen, wie oben dargelegt, nur dann verboten, wenn der Insider den Zweck hat, dadurch einen Vermögensvorteil für sich oder für einen Dritten zu erzielen. Ein solcher Zweck des Verwaltungsrats kann aber bei der Weitergabe von Insiderinformationen an die Aktionäre in der Hauptversammlung nicht angenommen werden, da die Informationserteilung in der Hauptversammlung aufgrund einer gesetzlichen Pflicht erfolgt. Der subjektive Tatbestand des Weitergabeverbots wird also nicht verwirklicht.

Aus selben Grund kann auch keine Kollision von Auskunftsanspruch des Aktionärs und der Ad hoc-Publizitätspflicht des § 16/A KMG i. V. m. Erlass VIII/20 auftreten.

Um die Weitergabe von Insiderinformationen an die Aktionäre zu verbieten, sollen die Tatbestandsmerkmale des Weitergabeverbots wie in deutschem Recht (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) neu geregelt werden. Sonst kann der Zweck des Weitergabeverbots von Insiderinformationen, den Kreis derjenigen Personen, die Kenntnis von Insiderfakten haben, möglichst klein zu halten, nicht gewährleistet werden. Dieser Zweck des Insiderrechts würde durch die Weitergabe von Insiderinformationen an die Aktionäre in einer Hauptversammlung beeinträchtigt, da die Information einem großen, unter Umständen mehrere tausend Menschen zählenden Personenkreis mitgeteilt wird. Dadurch wird eine Kontrolle der Einhaltung der

---

<sup>159</sup> Dazu vgl. oben D. III.

<sup>160</sup> Vgl. auch Bilgili, aaO (Fn. 145), S. 152.

<sup>161</sup> Vgl. Bilgili, aaO (Fn. 145), S. 144.

<sup>162</sup> Dazu eingehend Manavgat, BATIDER 1998, S. 188 f.; vgl. auch Tezcanlı, aaO (Fn. 145), S. 14 ff.

Insiderverbote erschwert, denn je größer der informierte Personenkreis ist, desto größer ist die Gefahr von Insidergeschäften. Die erhöhte Gefahr der Vornahme von Insidergeschäften hätte einen großen Vertrauensverlust auf Seiten der Anleger zur Folge und würde damit zu einer Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte führen. Durch die Weitergabe von Insiderinformationen in der Hauptversammlung würde eine bestimmte Gruppe von Anlegern bezüglich der Kenntnis von kursrelevanten Informationen privilegiert und daher das Gebot der Chancengleichheit durchbrochen. Auch die potenziellen Anleger sind Adressaten der Publizität und müssen daher zugleich mit den Aktionären über kurserhebliche Tatsachen informiert werden. Die Aktionäre haben keinen Anspruch auf bevorzugte Information mittels § 363 HGB.

#### *V. Zusammenfassender Rechtsvergleich und Schlussfolgerungen*

Der türkische Gesetzgeber hat das Auskunftsrecht des Aktionärs anders als bei deutschem Recht unklar und unvollkommen geregelt. Dieses soll in Analogie zum deutschen Recht neu geregelt werden.

Wie beim Auskunftsrecht des Aktionärs wurden auch die Insiderhandelsverbote im türkischen Kapitalmarktgesetz nicht eindeutig geregelt. Das türkische Kapitalmarktgesetz enthält nur eine Definition des Insiderhandels in § 47/A Abs. 1. Aus dieser Definition ergibt sich, dass die Weitergabe von Insiderinformationen an einen Dritten nur dann bestraft wird, wenn diese zu dem Zweck verwertet wird, dadurch einen Vermögensvorteil zu erzielen. Daher kommt im türkischen Recht im Gegensatz zum deutschen Recht eine Kollision zwischen dem Auskunftsrecht des Aktionärs und den Insiderverboten nicht in Betracht. Die Informationserteilung in der Hauptversammlung erfolgt aufgrund einer gesetzlichen Pflicht und damit fehlt dem Verwaltungsrat der Zweck, durch die Verwertung von Insiderinformationen einen Vermögensvorteil zu erzielen. Aus demselben Grund kann auch keine Kollision von Auskunftsanspruch des Aktionärs und Ad hoc-Publizitätspflicht des § 16/A KMG i. V. m. Erlass VIII/20 auftreten.

Im türkischen Recht soll die Tatbestandsmerkmale des Weitergabeverbots wie in deutschem Recht (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) neu geregelt werden, um die Weitergabe von Insiderinformationen an die Aktionäre in der Hauptversammlung zu verbieten. Sonst würde der Zweck des Insiderrechts durch die Weitergabe von Insiderinformationen an die Aktionäre in einer Hauptversammlung beeinträchtigt.

Im türkischen Recht handelt es sich bei publizitätspflichtigen Tatsachen ähnlich wie in Deutschland um neue, bislang nicht öffentlich bekannte Tatsachen, die den Preis der Wertpapiere erheblich beeinflussen können. Während der türkische Gesetzgeber die potenziellen ad hoc-publizitätspflichtigen Sachverhalte im Erlass VIII/20 einzeln aufgeführt hat,

ist dies in der deutschen Regelung nicht der Fall. Im Gegensatz zum türkischen Recht kann die Bundesanstalt für das Finanzdienstleistungsaufsicht auf Antrag des Emittenten diesen von der Veröffentlichungspflicht befreien, wenn die Veröffentlichung der Tatsache geeignet ist, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden. Dies soll auch in das türkische Recht aufgenommen werden.

## LITERATURVERZEICHNIS

**Änderungsbegründung zum Kapitalmarktgesetz von 1992;** die Begründung war von der planungs- und Haushaltskommission in einem Bericht unter der Nr. 1/377 fertiggestellt und am 27.03.1992 vom Generalamt in Sachen Gesetze im Ministerpräsidium der türkischen Republik zum Präsidialamt der Türkischen Großen Nationalversammlung unter der Nr.: B. 02.0.KKG/101-284703457 eingereicht worden, (zit. "Änd.begr. zum KMG von 1992, Nr. B. 02.0. KKG/101-284/03457,..."). 1992 yılı Sermaye Piyasası Kanununun` da değişiklik yapılmasına ilişkin Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından hazırlanan Değişiklik Gerekçesi, İlgili Rapor 21.03.1992 tarihinde Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Müdürlüğü tarafından B. 02. 0. KKG/101-284/03457 sayılı numarası ile Türkiye Büyük Millet Meclisi Başkanlığına sunulmuştur.

**Arslanlı, Halil;** Aktiengesellschaften I, Allgemeiner Teil, 3. Aufl., İstanbul 1960. Arslanlı, Halil; Anonim Şirketler I, Genel Hükümler, 3. Bası, İstanbul 1960

**Aytaç, Zühtü;** Die Entlastung in Aktiengesellschaften, Ankara 1982. Aytaç, Zühtü; Anonim Ortaklıklarda İbra, Ankara 1982

**Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H. (Hrsg.);** Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 2. Aufl., Köln 1999

**Assmann, Heinz-Dieter;** Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, AG 1997, 50-58

**Assmann, Heinz-Dieter;** Das neue deutsche Insiderrecht, ZGR 1994, 494-529

**Assmann, Heinz-Dieter;** Das künftige deutsche Insiderrecht, AG 1994, 196-206, 237-238

**Baştuğ, İ/Göksoy, Y. Can;** Die Kontrollrechte der GmbH-Gesellschafter, S. 33 ff., FS für Oğuz İmregün, İstanbul 1999. Baştuğ, İ/Göksoy, Y. Can; Limited Şirketlerde Ortakların Denetleme Hakları, Prof. Dr. Oğuz İmregün` e Armağan, İstanbul 1999, S. 33 vd.

**Begründung zum Kapitalmarktgesetz;** die Begründung war von der planungs- und Haushaltskommission in einem Bericht unter der Nr. 1/157 erstattet und am 20.03.1981 vom Generalamt in Sachen Gesetze im Ministerpräsidium der türkischen Republik dem Nationalsicherheitsrat unter der Nr.: 101-716/07659 unterbreitet worden, auch abgedruckt in: Ulusoy, Y., Kommentar zum Kapitalmarktgesetz, Ankara 1981 (zit.: "Begr. zum KMG, Nr.: 101-716/07659,..."). Plan ve Bütçe Komisyonu tarafından hazırlanan 1/57 nolu Sermaye Piyasası Kanunu Gerekçesi, Rapor 20.03.1981 tarihinde Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Kanunlar ve Kararlar Müdürlüğü tarafından 101-716/07659 sayılı numarası ile Milli Güvenlik Konseyi

Başkanlığına sunulmuştur. Gerekçe Y. Ulusoy'un Sermaya Piyasası Kanunu Yorum ve Açıklaması, Ankara 1981 kitabında da yayınlanmıştır.

**Benner-Heinacher, Jella;** Kollidiert die Auskunftspflicht des Vorstandes mit dem Insidergesetz?, DB 1995, 765- 766

**Bilgili, Fatih;** Publizitätspflichten von Aktiengesellschaften nach dem türkischen Kapitalmarktrecht, Freiburg 2000

**Burgard, Ulrich;** Ad hoc- Publizität bei gestreckten Sachverhalten und mehrstufigen Entscheidungsprozessen, ZHR 162(1998), 51 ff.

**Caspari, Karl- Burkhard;** Die geplante Insiderregelung in der Praxis, ZGR 1994, 530-546

**Caspari, Karl- Burkhard;** Die Problematik der erheblichen Kursbeeinflussung einer publizitätspflichtigen Tatsache, in: Baetge, Jörg (Hrsg.), Insiderrecht und Ad hoc- Publizität, Düsseldorf 1995, S. 65 ff. (zit.: "Caspari, in: Baetge, Insiderrecht und Ad hoc- Publizität,..")

**Claussen, Carsten Peter;** Das neue Insiderrecht, DB 1994, 27- 32

**Cramer, Peter;** Strafbarkeit der Ausnutzung und Weitergabe von Insiderinformationen nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland, FS für Otto Triffterer, S. 323-341, Wien 1996

**Dickersbach, Volker;** Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Berlin 1995

**Ebenroth, Carsten Thomas;** Das Auskunftsrecht des Aktionärs und seine Durchsetzung im Prozeß, Bielefeld 1970

**Eichele, Hans;** Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärinsider, WM 1997, 501-548

**Erlaß VIII/20,** Ad hoc-Publizitätspflichten zu informationspflichtigen Tatsachen, ABI. 21629 vom 6.7.1993. Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ, Seri: VIII, No: 20, 6.7.1993 tarih ve 21629 nolu Resmi Gazete de yayınlanmıştır.

**Erman, Sahir;** Strafrecht für Gesellschaften VII, İstanbul 1993. Erman, Sahir; Şirketler Ceza Hukuku VII, İstanbul 1993

**Franken, Paul/ Heinsius, Theodor;** Das Spannungsverhältnis der allgemeinen Publizität zum Auskunftsrecht des Aktionärs, FS für Wolfgang Dieter Budde, München, 1995, S. 213- 242

**Fürhoff, Jens /Wölk, Armin;** Aktuelle Fragen zur Ad hoc- Publizität, WM 1997, 449-459

**Geßler, Ernst/Hefermehl, Wolfgang /Eckardt, Ulrich/Kropff, Bruno;** Aktiengesetz, Band II (§§ 76- 147), München 1973 (zit.: “Bearbeiter, in Geßler et al.,...”)

**Godin, Hanz Freiherr von/Wilhelmi, Hans/Wilhelmi, Sylvester;** Aktiengesetz, Band I (§§ 1- 178), 4. Aufl., Berlin 1971

**Götz, Jürgen;** Die unbefugte Weitergabe von Insidertatsachen, DB 1995, 1949-1953

**Grage, Katja;** Das Auskunftsrecht des Aktionärs unter besonderer Berücksichtigung von Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand aktienrechtlicher Auskunftsbegehren, Köln 1999

**Groß, Wolfgang;** Informations- und Auskunftsrecht des Aktionärs, AG 1997, 97-07

**Großkommentar zum Aktiengesetz;** 1. Band, 2. Halbband (§§ 76-147), 3. neubearbeitete Aufl., Berlin-New York 1973 (zit.: “Bearbeiter, in Großkomm. zum AktG,...”)

**Hefermehl, Wolfgang;** Umfang und Grenzen des Auskunftsrechts des Aktionärs in der Hauptversammlung, FS für K. Duden, München,1977, S. 109-35

**Henn, Günter;** Handbuch des Aktienrechts, 5. völlig neubearbeitete Aufl., Heidelberg 1994

**Hirsch, E Ernst./Tekinalp, Ünal;** Das türkische Aktien- und GmbH-Recht, zweite erweiterte Aufl., Baden-Baden 1993

**Hirte, Heribert;** Die Ad hoc- Publizität im System des Aktien- und Börsenrecht in: Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995, Berlin 1996 S. 47-93 (zit.: “Hirte, in Bankrechtstag,...”)

**Hopt Klaus J.;** Das neue Insiderrecht nach §§ 12 ff WpHG- Funktion, Dogmatik, Reichweite-, in: Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995, Berlin 1996 S. 3 ff. (zit.: “Hopt, in Bankrechtstag,...”)

**Hopt Klaus J.;** Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17-73

**Hopt Klaus J.;** Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz- insbesondere Insidergeschäfte und Ad- hoc-Publizität, ZHR 159 (1995) S. 135-163

**Hopt Klaus J.;** Familien und Aktienpools unter dem Wertpapierhandelsgesetz, ZGR 1997, 1-3

**Hüffer, Uwe;** Minderheitsbeteiligungen als Gegenstand aktienrechtlicher Auskunftsbegehren, ZIP 1996, S. 401- 411

**Hüffer, Uwe;** Aktiengesetz, 5. Aufl., München 2002

**Immenga, Ulrich;** Die personalistische Kapitalgesellschaft - Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem GmbH-Recht und dem Recht der Corporation in den Vereinigten Staaten -, Bad Homburg 1970

**Joussen, Peter;** Auskunftspflicht des Vorstandes nach § 131 AktG und Insiderrecht DB 1994, 2485-2489

**Karasu, Rauf;** Informationsrecht des GmbH-Gesellschafters unter besonderer Berücksichtigung der Lösungsmöglichkeiten zur Unangemessenheit des § 51 a GmbHG, Konstanz 2003

**Kaya, Arslan;** Das Auskunftsrecht des Aktionärs, Ankara 2001. Kaya, Arslan, Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı, Ankara 2001

**Kort, Michael;** Das Informationsrecht des Gesellschafters der Konzern-Obergesellschaft, ZGR 1987, S. 46-75

**Kölner Kommentar zum Aktiengesetz;** Band I (§§ 1- 147 AktG), Band II (§§ 148- 290 AktG), Köln, Berlin-Bonn-München 1985 (zit.: "Bearbeiter, in Kölner Komm. zum AktG,...")

**Krauss, Rupprecht von;** Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit - In seiner Bedeutung für die Notwendigkeit des Mittels im Verwaltungsrecht -, Hamburg 1955 (zit.: „Krauss, Der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit,...“)

**Kropff, Bruno; Aktiengesetz,** Textausgabe des Aktiengesetzes vom 6. September 1965, BGBI. I., S. 1089 und des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz vom 6. September 1965, BGBI., S. 1185 mit Begründung des Regierungsentwurfes, Bericht des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages, Düsseldorf 1965 (zit.: "Begr.RegE. bei Kropff, AktG,...")

**Kümpel, Siegfried;** Wertpapierhandelsgesetz, - Eine systematische Darstellung Berlin 1996 (zit.: "Kümpel, Wertpapierhandelsgesetz,...")

**Kümpel, Siegfried;** Zum Begriff der Insidertatsache, WM 1994, 2137-2143

**Luther, Martin;** Überlegungen zur Handhabung von Auskunftsrecht und Auskunftspflicht in Hauptversammlungen von Publikums-Aktiengesellschaften, in: FS für Philipp Möhring, München 1975, S. 221-249

**Manavgat, Caglar;** Der Begriff von Insider, BATIDER 1998, S. 177-204. Manavgat, Çağlar, İçerden Öğrenen Kavramı, BATIDER 1998 S. 177-204

**Matusche Thomas;** Deutsches und Internationales Bank- und Wirtschaftsrecht, im Wandel, RIZ-Schriften, Bd. 4, Berlin, New York 1997, S. 100 ff.

**Meilicke, Heinz;** Ist die Tarifbelastung des verwendbaren Eigenkapitals im Jahresabschluß der AG und gegenüber dem Aktionär offenzulegen?, BB 1991, S. 241 f.

**Meilicke, Heinz/ Heidel, Thomas;** Das Auskunftsrecht des Aktionärs in der HV, DStR 1992, S. 72 und 113

**Nomer, Fusun;** Treuepflicht des Aktionärs, İstanbul 1999. Nomer, Fusun; Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Sadakat Yükümlülüğü, İstanbul 1999.

**Nitschke, Manfred/Bartsch, Hans-Jürgen;** Über Bedeutung und Umfang des Auskunftsrechts, insbesondere im Zusammenhang mit Entlastungsbeschlüssen, AG 1969, S. 95-100

**Roschmann, Christian/ Frey, Johannes;** Geheimhaltungsverpflichtungen der Vorstandsmitglieder von Aktiengesellschaften bei Unternehmenskäufen, AG 1996, 449-455

**Schäfer, Frank A.;** Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZuIV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV: Kommentar, Stuttgart-Berlin-Köln 1999 (zit.: "Bearbeiter, WpHG,...")

**Semler, Franz- Jörg;** Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4 Aktiengesellschaft, München 1988 (zit.: "Semler, in MünchHdb., AG...")

**Schlaus, Wilhelm;** Die Insiderregeln der §§ 12 ff. WpHG aus der Sicht der Praxis, in: Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Bankrechtstag 1995, Berlin 1996, S. 38-44 (zit.: "Schlaus, in Bankrechtstag...")

**Schmidt- Diemitz, Rolf;** Pakethandel und das Weitergabeverbot von Insiderwissen, DB 1996, 1809- 1813

**Smid, Jörg F.;** Der Journalist als Insider aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen, AfP 2002, 13-17

**Schmidt, Karsten;** Informationsrechte in Gesellschaften und Verbänden, Heidelberg 1984

**Schneider, Uwe H./Singhof, Bernd;** Die Weitergabe von Insiderfakten in der konzernfreien Aktiengesellschaft, insbesondere im Rahmen der Hauptversammlung und an einzelne Aktionäre- Ein Beitrag zum Verhältnis von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht-, FS für Alfons Kraft, 1988, S. 585-605

**Spitze, Peter Alexander/Diekmann, Hans;** Verbundene Unternehmen als Gegenstand des Interesses von Aktionären, ZHR 158 (1994), S. 447-472

**Schröder, Ulrich;** Darf der Vorstand der Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten, DB 1997, 2161-2166

**Tekinalp, Ünal;** in Gesellschafts- und Genossenschaftsrecht, aktualisierte 8. Aufl., Hrsg. von Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, İstanbul 2000. Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, İstanbul 2000

**Tezcanlı, M. V.;** Insiderhandel und Manipulationen, İstanbul 1996. Tezcanlı, M. V., İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, İstanbul 1996

**Trouet, Klaus;** Die Hauptversammlung- Organ der Aktiengesellschaft oder Forum der Aktionäre?, NJW 1986, 1302-307

**Turanboy, Asuman;** Publikums-Bank und der Schutz ihre Gesellschafter, Ankara 2002. Turanboy, Asuman; Halka Açık Banka ve Hissedarının Korunması, Ankara 2002

**Turanboy, Asuman;** Insidergeschäfte, Ankara 1990. Turanboy, Asuman; Insider Muameleleri, Ankara 1990.

**Weisgerber, Thomas;** Neue Informationskultur durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1995, 19ff.

**Wilde, Christian;** Informationsrechte und Informationspflichten im Gefüge der Gesellschaftsorgane, ZGR 1998, 423-465

**Wittich, Georg;** Erfahrungen mit der Ad hoc-Publizität in Deutschland, AG 1997, 1-5

**Wohlleben, Hermann Peter;** Informationsrechte des Gesellschafters, Köln, Berlin, Bonn, München 1988

**Wölk, Armin;** Ad hoc- Publizität- Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel, AG 1997, 73-80

**Wüsthoff, Andreas;** Der Auskunftsanspruch des Aktionärs nach § 131 Aktiengesetz zwischen Insiderverboten und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Tübingen 2000

**Zöllner, Wolfgang;** Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, München-Berlin 1963