

# SERVICE

**Nr. 8** Eine Publikationsreihe des  
Bundesverbandes  
deutscher Pressesprecher

**PRESSESPRECHER IM  
SPANNUNGSFELD  
ZWISCHEN ALLGEMEINER  
UNTERNEHMENS-  
KOMMUNIKATION UND  
AD-HOC-PUBLIZITÄTSPFLICHT**



Bundesverband  
deutscher  
Pressesprecher

# Pressesprecher im Spannungsfeld zwischen allgemeiner Unternehmenskommunikation und Ad-hoc-Publizitätspflicht



Dr. Martin Bouchon, LL.M.  
Rechtsanwalt

Dr. Martin Bouchon ist Partner der Sozietät Schalast & Partner in Frankfurt am Main. Er berät Unternehmen und Banken in den Bereichen Mergers & Acquisitions, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht.

Schalast & Partner  
Mendelssohnstraße 75-77  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49-69-97 58 31-0  
Telefax: +49-69-97 58 31-20  
martin.bouchon@Schalast.com

Die Veröffentlichung kursrelevanter Informationen ist bei börsennotierten Unternehmen eine heikle Angelegenheit. Sie kann zu Spannungen zwischen der allgemeinen Unternehmenskommunikation in den Presseabteilungen einerseits und Investor Relations und der Rechtsabteilung andererseits führen.

Die Unternehmenskommunikation ist darauf gerichtet, das Unternehmen möglichst positiv darzustellen. Bei kursrelevanten Nachrichten schreibt es das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) jedoch vor, im Hinblick auf die so genannten Ad-hoc-Mitteilungen strenge Regelungen einzuhalten. Werden diese Grundsätze verletzt, kann das erhebliche Konsequenzen nach sich ziehen, insbesondere Geldbußen und Schadensersatzklagen. Durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz ist zum November 2004 das Recht über Ad-hoc-Mitteilungen ausgeweitet worden. Dabei waren die Unsicherheiten über die Anwendung der neuen Regelungen so erheblich, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) einen ausführlichen Emittentenleitfaden herausgegeben hat, um Licht in das Dunkel zu bringen.

## Wann ist eine Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen?

Gemäß § 15 Abs. (1) Satz 1 WpHG ist der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einer inländischen Börse im amt-

lichen oder geregelten Markt zugelassen sind, verpflichtet, Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen. Eine Insiderinformation ist eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen, die geeignet sind, den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen, falls sie öffentlich bekannt werden (§ 13 WpHG). Eine solche Eignung ist dann gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.

Um die Frage zu beantworten, ob eine konkrete Information geeignet ist, den Kurs der Insiderpapiere wesentlich zu beeinflussen, ist eine Prognoseentscheidung erforderlich. Auch wenn das Gesetz keine festen Grenzen im Hinblick auf zu erwartende Kursänderungen vorsieht, so wird in der Praxis dennoch eine zu erwartende Kursänderung bei Aktien von ungefähr fünf Prozent, bei Renten von ungefähr 1,5 Prozent und bei Optionscheinen von ungefähr zehn Prozent für relevant gehalten. Bei Aktien mit einer sehr hohen Marktkapitalisierung können auch zu erwartende Kursveränderungen von ein bis zwei Prozent schon relevant sein. Entscheidend ist jeweils, ob zu erwarten ist, dass ein Anleger aufgrund der entsprechenden Insiderinformation das Wertpapier kaufen oder verkaufen werde. Typische Beispiele, die von

der BaFin auch in ihrem Emittentenleitfaden aufgezählt werden, sind Veräußerungen von Kerngeschäftsfeldern, die Neuaufnahme von wesentlichen Geschäftsfeldern, Verschmelzungen, Übernahmen, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Beteiligungen, Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung oder auch ein Wechsel in der Besetzung der Organe. Es kommt jedoch immer auf den jeweiligen Einzelfall an.

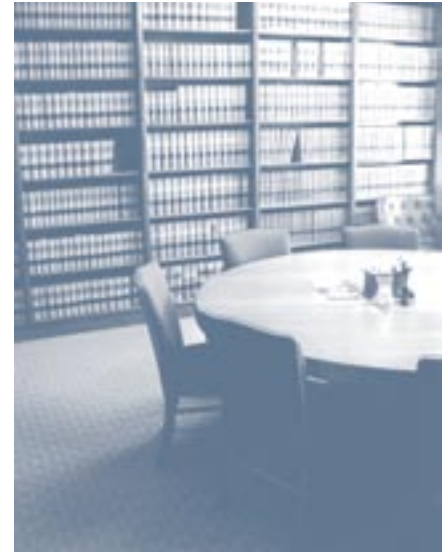
In der Praxis erweisen sich insbesondere Sachverhalte als schwierig, die sich in mehreren Stufen entwickeln, etwa der beabsichtigte Kauf eines anderen Unternehmens. Derartige Prozesse finden häufig über einen längeren Zeitraum mit vielen Zwischenschritten statt, angefangen von einem ersten Gespräch zwischen den Vorständen („Kamingespräch“), dem Verfassen von Absichtserklärungen, den gründlichen Prüfungen der wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse (Due Diligence), den Vertragsverhandlungen und schließlich dem eigentlichen Vertragsabschluss. Soll hier bei jedem Schritt eine Ad-hoc-Mitteilung erfolgen? Das wäre wohl kaum sinnvoll und würde viele Deals verhindern. Früher behalf man sich damit, dass bis zu einer Gremienentscheidung, etwa einem zustimmenden Beschluss des Aufsichtsrats, keine Ad-hoc-pflichtige Tatsache vorlag. Durch die Angleichung der Ad-hoc-Pflicht an das Insiderrecht hat sich dies geändert. Jetzt muss auf jeder Stufe geprüft werden,

ob eine Insiderinformation vorliegt, die im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung zu publizieren wäre.

Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung muss unverzüglich erfolgen, also ohne schuldhaftes Zögern. Die früher weit verbreitete Tendenz, Ad-hoc-Mitteilungen nur außerhalb der Handelszeiten, also spät am Abend oder morgens früh, zu veröffentlichen, wird von der BaFin nicht goutiert. Diese untersucht regelmäßig den Zeitpunkt der Veröffentlichung und lässt sich insbesondere bei Veröffentlichungen außerhalb der Handelszeiten erläutern, warum die Mitteilung genau zu diesem Zeitpunkt erfolgt ist. In diesem Fall ist zu beachten, dass eine plausible Erklärung vorliegt.

### Wann kann die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung aufgeschoben werden?

Die Erweiterung der Ad-hoc-mitteilungspflichtigen Vorgänge auf alle Insiderinformationen durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz ging einher mit einer Änderung der Befreiungsvorschriften. Während früher eine Befreiung nur aufgrund eines entsprechenden Antrags von der BaFin erteilt werden konnte, kann nun der Emittent selbst entscheiden, ob er die Veröffentlichung aufschieben will. Der Emittent ist gemäß § 15 Abs. (3) WpHG von der Pflicht zur



Veröffentlichung nach § 15 Abs. (1) Satz 1 WpHG solange befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, eine Irreführung der Öffentlichkeit nicht zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformationen gewährleisten kann. Die Veröffentlichung ist in einem solchen Fall unverzüglich nachzuholen.

Berechtigte Interessen, die nach § 15 Abs. (3) Satz 1 WpHG von der Pflicht zur sofortigen Veröffentlichung nach § 15 Abs. (1) Satz 1 WpHG befreit werden können, liegen gemäß § 6 der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) vor, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die In-

teressen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegen. Dies kann insbesondere dann der Fall sein, wenn das Ergebnis oder der Gang laufender Verhandlungen über Geschäftsinhalte, welche geeignet wären, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, von der Veröffentlichung wahrscheinlich erheblich beeinträchtigt würden.

Bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, etwa dem vorstehend geschilderten Beispiel des Kaufs eines anderen Unternehmens, führt die Anwendung dieser Befreiungsregelung häufig dazu, dass der Veröffentlichungszeitpunkt der Mitteilung sich nach hinten verschiebt und die Mitteilung erst nach Ende der Verhandlungen erfolgt.

Die Nichtveröffentlichung darf aber nicht zu einer Irreführung der Öffentlichkeit führen. Wann dies nicht der Fall ist, wird weder vom Gesetzgeber noch dem Ordnungsgeber in der WpAIV näher konkretisiert. Die BaFin stellt dazu im Emittentenleitfaden lediglich dar, dass das Informationsungleichgewicht zwischen Emittent und Kapitalmarkt für sich genommen noch keine Irreführung darstelle und der Emittent während des Befreiungstatbestands keine aktiven Signale setzen dürfe, die zu den noch nicht veröffentlichten Insiderinformationen in Widerspruch stehen.

Während der Befreiung von § 15 Abs. (3) WpHG hat der Emittent gemäß § 7 WpAIV den Zugang zur Insiderinformation zu kontrollieren, indem er wirksame Vorkehrungen dafür trifft, dass nur Personen, deren Zugang zu Insiderinformationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten unerlässlich ist, Zugang zu dieser Information erlangen, und zum anderen die Information unverzüglich bekannt gegeben werden kann, wenn er nicht länger in der Lage ist, ihre Vertraulichkeit zu gewährleisten. In der Praxis zeigt sich, dass in vielen Fällen besondere Vorsicht bei der Weitergabe von Insiderinformationen an Arbeitnehmervertreter geboten ist, sei es im Aufsichtsrat oder im Betriebsrat. Aufgrund von zum Teil weit reichenden Folgen bestimmter Insiderinformationen im Hinblick auf die Arbeitsplätze im Unternehmen wird von einigen Arbeitnehmervertretern die Pflicht zur Vertraulichkeit geringer eingeschätzt als das Informationsbedürfnis gegenüber der Öffentlichkeit.

Sobald das berechtigte Interesse am Aufschub der Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung wegfällt, muss die Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht werden.

### Welchen Inhalt muss die Ad-hoc-Mitteilung haben?

Das Wertpapierhandelsgesetz und § 4 der WpAIV schreiben den Inhalt einer Ad-hoc-

Mitteilung genau vor. Die Mitteilung muss neben Formalien wie dem Namen des Emittenten und der Wertpapierkennnummer die zu veröffentlichende Information enthalten, des Weiteren das Datum des Eintritts der der Information zugrunde liegenden Umstände und eine kurze Erklärung, inwieweit die Information den Emittenten unmittelbar betrifft. Die Veröffentlichung soll darüber hinaus kurz gefasst sein.

Der früher insbesondere am Neuen Markt verbreiteten Sitte, die Ad-hoc-Mitteilungen zum Zweck der Werbung zu nutzen, wird durch den Gesetzes- und Verordnungstext nunmehr ein klarer Riegel vorgeschoben. Die Mitteilung hat sich auf Fakten zu beschränken, auch Zitate einer verantwortlichen Person bei der Gesellschaft sind untersagt. Die Ad-hoc-Mitteilungen stehen damit in gewisser Weise im Widerspruch zur sonstigen Unternehmenskommunikation.

### Wie erfolgt die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung?

Der Emittent muss zunächst die Börsen, an welchen die Insiderpapiere zum Handel zugelassen sind, und die BaFin informieren. Diese Vorabmitteilung hat den Wortlaut der vorgesehenen Veröffentlichung, den vorgesehenen Zeitpunkt der Veröffentlichung und einen Ansprechpartner des Emittenten mit Rufnummer zu nennen. Die Vorabmit-

teilung dient insbesondere dazu, darüber zu befinden, ob der Kurs der Wertpapiere ausgesetzt werden sollte oder nicht.

Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung erfolgt über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem und anschließend auf der Internetseite des Emittenten (§ 5 WpAIV). Eine zeitgleiche Fassung in englischer Sprache ist gestattet. Unternehmen, deren Aktien im Prime Standard gelistet sind, müssen die Ad-hoc-Mitteilungen zusätzlich auch in englischer Sprache veröffentlichen.

### Welche Folgen können Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht haben?

Wer gegen § 15 WpHG verstößt, kann mit Geldbußen bis zu einer Million Euro belegt werden. Die Geldbußen werden in erster Linie nicht gegen die Emittenten, sondern gegen die verantwortlichen Personen verhängt. Dies sind regelmäßig die Vorstandsmitglieder, die für die Einhaltung der Ad-hoc-Pflichten verantwortlich sind.

Neben den Bußgeldern können im Falle von fehlerhaften, unterlassenen oder verspäteten Ad-hoc-Mitteilungen auch zivilrechtliche Schadensersatzansprüche von Aktionären in Betracht genommen werden (§§ 37 b, c WpHG).

### Verhältnis zwischen Ad-hoc-Mitteilung und sonstiger Öffentlichkeitsarbeit

Die gesetzlichen Vorschriften zum Inhalt von Ad-hoc-Mitteilungen sind zwingend. Defizite aus Sicht der Unternehmenskommunikation liegen insbesondere darin, dass Hintergrundinformationen für die zu veröffentlichende Information und gegebenenfalls ihre strategische Bedeutung nicht hinreichend deutlich gemacht werden können. Dies kann durch flankierende Maßnahmen wie Pressemitteilungen, Pressekonferenzen oder Interviews erreicht werden.

Dabei ist jedoch Vorsicht geboten: Zeitlichen Vorrang genießt stets die Ad-hoc-Mitteilung. Eine anderweitige Veröffentlichung mit zusätzlichen Informationen kann zeitlich nur nachfolgen.

Die gesamte Unternehmenskommunikation ist somit stets daraufhin zu untersuchen, ob die kommunizierten Informationen Ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen enthalten. Dies gilt zum Beispiel auch für Aussagen auf der Hauptversammlung oder Interviews von Vorständen. Gerade in

diesen Fällen kann es aufgrund von unerwarteten Fragen zu Aussagen kommen, die nicht im Vorfeld sorgfältig auf ihre Ad-hoc-pflichtige Relevanz hin untersucht wurden. Wird etwa eine Antwort auf der Hauptversammlung erteilt, die Ad-hoc-pflichtig ist, so muss im Extremfall die Hauptversammlung unterbrochen werden, um zunächst die Ad-hoc-Mitteilung schalten zu können.

Bei Unsicherheit darüber, ob ein bestimmter Vorgang Ad-hoc-pflichtig ist, sollten Pressesprecher, Rechtsabteilung und Investor Relations gegebenenfalls



unter Hinzuziehung externer Berater eine Analyse vornehmen. Kommen die Beteiligten zu dem Schluss, dass es sich bei dem Vorgang um Ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen handelt, so ist zunächst unter Berücksichtigung der Aufschubmöglichkeiten der Zeitpunkt für die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung festzulegen.

Während des Aufschubs ist dafür Sorge zu tragen, dass jegliche Kommunikation nach außen über den jeweiligen Vorgang unterbleibt und auch intern nur so wenig Personen wie nötig mit der Ad-hoc-pflichtigen Insiderinformation vertraut gemacht werden. Wann der Pressesprecher eingeschaltet und informiert wird, kann nicht generell beantwortet werden. Insofern kommt es auf den jeweiligen Einzelfall an.

Da eine begleitende Pressearbeit zulässig ist und die Insiderinformationen häufig von so großer strategischer Bedeutung für die Gesellschaft sind, dass sie auch für die allgemeine Unternehmenskommunikation sehr wichtig sind, sollte die Kommunikationsabteilung rechtzeitig eingeschaltet werden um die Maßnahmen zeitlich und inhaltlich aufeinander abstimmen zu können.

Die eigentliche Ad-hoc-Mitteilung mit ihrem gesetzlich vorgegebenen, meist auf das Notwendigste beschränkten Text kann entweder von der Pressestelle, der Rechtsabteilung oder den hinzugezogenen externen Beratern formuliert werden.

Die begleitende Pressearbeit kann dann von der Pressestelle vorbereitet werden, wobei

die Inhalte mit der Ad-hoc-Mitteilung abzugleichen sind. Bei der Reihenfolge der Veröffentlichungen ist der Grundsatz zu beachten, dass die Ad-hoc-Mitteilung zeitlichen Vorrang genießt.

Selbstverständlich ist bei der begleitenden Pressearbeit darauf zu achten, dass diese inhaltlich nicht im Widerspruch zu der Ad-hoc-Mitteilung steht oder neue Informationen enthält, die für sich betrachtet ebenfalls Insiderinformationen darstellen.

Hier ist eine enge Zusammenarbeit zwischen Pressesprecher, Investor Relations und externen Beratern, insbesondere Anwälten, angezeigt, um Fehler mit unter Umständen weitreichenden Folgen zu vermeiden.



## Vermeidung von Fallen

Eine gefährliche Falle für Pressesprecher liegt darin, dass kursrelevante Unternehmensnachrichten versehentlich überhaupt nicht als Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht werden, sondern nur als Pressemitteilung. Dieses Problem lässt sich nur dadurch vermeiden, dass die Beteiligten für das Thema sensibilisiert werden und alle Maßnahmen oder Ereignisse auf ihre Kursrelevanz hin untersuchen. Entscheidend ist dabei stets die Frage, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, also eine Kauf- oder Verkaufsentscheidung treffen würde. Dies kann je nach Wertpapier sehr unterschiedlich sein. In Zweifelsfällen sind für die Beantwortung dieser Fragen andere Abteilungen oder externe Berater hinzuzuziehen.

Eine weitere Falle besteht darin, dass kursrelevante Informationen durch Pressearbeit zu früh an die Presse herausickern könnten. Dies kann insbesondere dann passieren, wenn die Vertreter der Presse mit mehreren Ansprechpartnern Kontakt haben. Bei einer Transaktion mit mehreren Beteiligten, etwa einem Unternehmenskauf, gibt es per se mehrere mögliche Ansprechpartner. Hier kann es passieren, dass die Beteiligten durch geschickte journalistische Befragung gegeneinander ausgespielt werden. Diese Falle kann nur dadurch vermieden werden, dass innerhalb des Unternehmens nur ein

Ansprechpartner für die Presse benannt wird und Vertreter der Presse stets an diese Person verwiesen werden. Sind mehrere Parteien involviert, muss die Kommunikation aufeinander abgestimmt sein.

## Zusammenfassung

**01** Bei jeglicher Unternehmenskommunikation ist die Frage zu untersuchen, ob dabei kursrelevante Tatsachen veröffentlicht werden könnten.

**02** Sind die Maßnahmen oder Ereignisse Ad-hoc-pflichtig, dann hat dies Vorrang vor der allgemeinen Unternehmenskommunikation.

**03** Neben der Ad-hoc-Publizität ist eine allgemeine Pressearbeit erlaubt und sinnvoll. Dabei ist darauf zu achten, dass die Ad-hoc-Publizität zeitlich der allgemeinen Pressearbeit vorzuzugehen hat.

**04** Durch Organisationsmaßnahmen im Unternehmen sicherzustellen, dass einerseits die gesetzlichen Verpflichtungen zur Veröffentlichung Ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen sichergestellt sind und andererseits eine für das Unternehmen sinnvolle ergänzende Pressearbeit im Hinblick auf die jeweilige Maßnahme beziehungsweise das jeweilige Ereignis erfolgt.



Bundesverband  
deutscher  
Pressesprecher

Friedrichstraße 209  
D-10969 Berlin

Tel +49 (0)30 / 84 85 94 00  
Fax +49 (0)30 / 84 85 92 00

[info@pressesprecherverband.de](mailto:info@pressesprecherverband.de)  
[www.pressesprecherverband.de](http://www.pressesprecherverband.de)