

## Kapitel 2: Das Entstehen der Insiderinformation

Wann ist eine Insiderinformation entstanden? An dieser Frage zeigt sich der wohl problematischste und in zeitlicher Abfolge erste Konflikt zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht. Die wohl prominenteste Stelle,<sup>138</sup> an der sich dieses Verhältnis in einem Zielkonflikt aufzeigt, ist die Konstellation der sog. mehrstufigen Entscheidungsprozesse.<sup>139</sup> Dabei ist die Entscheidungsfindung innerhalb der Aktiengesellschaft durch ihre Organisationsverfassung mit der dualistischen Struktur beeinflusst und über mehrere Schritte hinweg gestreckt. Für den Emittenten kann dabei die Frage aufkommen, wann der Zeitpunkt erreicht ist, ab dem eine Insiderinformation vorliegt und ob das von außen wirkende Kapitalmarktrecht, konkret die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, den internen gesellschaftsrechtlichen Entscheidungsablauf durch eine frühzeitig einsetzende Ad-hoc-Publizitätspflicht beeinflussen kann.

### A. Grundlagen

Zunächst ist dafür auf die gesetzlichen Grundlagen der Ad-hoc-Publizität einzugehen und der Untersuchungsgegenstand der Arbeit einzuzugrenzen.

#### I. Gesetzgebungskompetenz und Harmonisierung im europäischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht

Der Konflikt zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht wird deutlich, betrachtet man die Gesetzgebungskompetenz. Gesellschaftsrecht ist im Ausgangspunkt nationales Recht. Europarechtlich ist es zunächst durch die Niederlassungsfreiheit beeinflusst. Die Ermächtigungsgrundlage des europäischen Gesetzgebers im Gesellschaftsrecht harmonisierend tätig zu werden, ist dabei Art. 50 Abs. 1 AEUV. Hiernach kann der europäische

---

138 *Langenbucher*, in: 50 Jahre Aktiengesetz 2016, S. 273, 286 spricht von "cause célèbre".

139 *Buck-Heeb*, in: FS Hopt 2020, S. 101, 116; *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 456; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 218.

Gesetzgeber aber nur Richtlinien zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit für eine bestimmte Tätigkeit erlassen, was nach dessen Abs. 2 lit. g) insbesondere umfasst, „soweit erforderlich, die Schutzbestimmungen [zu] koordinieren, die in den Mitgliedstaaten [...] im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten“. Einerseits wird der Begriff der Erforderlichkeit weit verstanden, sodass die Angleichung des gesamten Gesellschaftsrechts möglich erscheint.<sup>140</sup> Ferner wird auch der Begriff des Dritten weit verstanden, umfasst nicht nur Gläubiger, sondern auch potenzielle Aktionäre und erfährt so bereits erste kapitalmarktrechtliche Bezüge.<sup>141</sup> Die erlassenen Richtlinien sind allerdings in der Summe überschaubar,<sup>142</sup> wobei gerade die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft und das Konzernrecht kaum harmonisiert sind.<sup>143</sup> Eine vollständige Angleichung wird von Seiten der Kommission nicht mehr verfolgt, stattdessen lediglich die Harmonisierung von Kernbereichen.<sup>144</sup>

Europarechtlicher Einfluss auf die AG findet daher hauptsächlich durch das Kapitalmarktrecht statt und betrifft vorrangig die börsennotierte AG, wobei hier gegenüber dem europäischen Gesellschaftsrecht eine Flut an Normen vorzufinden ist.<sup>145</sup> Für das Kapitalmarktrecht bestehen dabei neben den oben genannten Gesetzgebungskompetenzen der Niederlassungsfreiheit insbesondere Art. 53 Abs. 1 AEUV (Verwirklichung der Dienstleistungsfreiheit), Art. 83 AEUV (Strafrechtsangleichung) oder Art. 114 AEUV (Verwirklichung des Binnenmarktes), wobei auf letztere etwa auch die MAR gestützt ist.<sup>146</sup>

---

140 *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2019, § 3 Rn. 61.

141 EuGH Rs. C-97/96 Rn. 17 ff.; *Fleischer*, ZGR 2012, 160, 164 f.; Forsthoff, in: GHN AEUV, Art. 50 AEUV Rn. 11; *Jung*, in: Schwarze, EU-Kommentar, Art. 50 AEUV Rn. 12.

142 Vgl. die Übersicht bei *Habersack*, in: MüKo-AktG, Einleitung Rn. 97 ff.; bzw. zu denen mit kapitalmarktrechtlichen Bezug *Jung*, in: Schwarze, EU-Kommentar, Art. 50 AEUV Rn. 55 ff.

143 *Engert*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 5 Rn. 3; *Habersack*, in: MüKo-AktG, Einleitung Rn. 105; *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2019, § 4 Rn. 10 ff.; *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, 943.

144 *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2019, § 4 Rn. 17 ff.

145 *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 15; *Möllers*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 19, 22 ff.; vgl. auch die Übersicht bei *Oulds*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 11 Rn. 10 ff.

146 Zu den Rechtssetzungskompetenzen etwa *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 19.

Viele Regelungen des Gesellschaftsrechts haben damit einen kapitalmarktrechtlichen Bezug und umgekehrt. Nicht immer ist dabei deren Verhältnis ausdrücklich geregelt, wie zuletzt etwa der partielle Vorrang der Ad-hoc-Pflicht ggü. der Pflicht zur Veröffentlichung von sog. related-party-transactions in § 111c Abs. 3 AktG. Dass letzterer im Referentenentwurf zum ARUG II nicht im Aktiengesetz, sondern zunächst im WpHG verortet war,<sup>147</sup> zeigt die besondere Schnittstelle. Wenn die MAR nun Pflichten für Emittenten normiert, d.h. eine juristische Person des privaten Rechts, die Finanzinstrumente emittiert (Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR), andererseits die Organisationsverfassung des Emittenten und das Konzernrecht nicht angeglichen sind, wundert es nicht, dass gerade dort Konflikte bestehen. Insbesondere aber der Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung des Art. 5 Abs. 1 EUV wird dafür verantwortlich gemacht, dass es zahlreiche Bereiche gibt, die vom Kapitalmarktrecht nicht geregelt sind und sich mit nationalem Gesellschaftsrecht überschneiden.<sup>148</sup>

## II. Gesetzlicher Rahmen der Ad-hoc-Pflicht und Terminologie

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht ist mit Wirkung vom 3.7.2016 in der Marktmissbrauchsvorordnung<sup>149</sup> geregelt. Durch die Umsetzung der MAR als unmittelbar in jedem Mitgliedstaat anwendbares Recht,<sup>150</sup> wurden die bis dahin geltenden nationalen deutschen Regelungen in den §§ 13 WpHG a.F. (Insiderinformation) und 15 WpHG a.F. (Mitteilung, Veröffentlichung und Übermittlung von Insiderinformationen an das Unternehmensregister) durch das erste Finanzmarktnovellierungsgesetz<sup>151</sup> aufgehoben bzw. geändert.<sup>152</sup> § 13 WpHG a.F. bzw. 15 WpHG a.F. setzten bis dahin im Wesentlichen die Vorgaben, der mit der MAR aufgehoben

---

147 Begr. RegE. ARUG II v. 29.04.2019, Drucks. 19/9739, S. 36.

148 Möllers, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 19, 25.

149 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsvorordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

150 Art. 288 Abs. 2 S. 2 AEUV.

151 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30.6.2016, BGBl. I, S. 1514.

152 § 15 WpHG entsprach zwischen dem 2.7.2016 und 2.1.2018 im Wesentlichen dem heutigen § 26 WpHG.

Marktmissbrauchsrichtlinie 2003<sup>153</sup> (folgend MAD) sowie deren Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG<sup>154</sup> (folgend MAD-DRI) um. Im Folgenden ist daher mit §§ 13 und 15 WpHG a.F. jeweils die geltende Fassung bis 1.7.2016 gemeint, soweit nicht anders gekennzeichnet. Im Ergebnis hat die Ad-hoc-Publizität mit der MAR einen weiteren Harmonisierungsschritt genommen.

Der Begriff der „Ad-hoc-Publizität“ findet sich jedoch auch in der MAR nicht, vielmehr lautet die offizielle Überschrift von Art. 17 MAR „Veröffentlichung von Insiderinformationen“ und die Erwägungsgründe sprechen von „Pflicht zur Offenlegung von Insiderinformationen“.<sup>155</sup> Der Begriff „Ad-hoc-Publizität“ bzw. synonym die „Ad-hoc-Publizitätspflicht“ soll jedoch verwendet werden, da er vom deutschen Gesetzgeber bislang genutzt wurde,<sup>156</sup> dabei die anlassbezogene, also ad-hoc entstehende Publizitätspflicht, terminologisch von der Regelpublizität abgrenzt und sich im juristischen Sprachgebrauch durchgesetzt hat.<sup>157</sup>

### III. Insiderinformation und Ad-hoc-Pflicht

Zuletzt von Bedeutung ist das Verhältnis vom Begriff der Insiderinformation zur Ad-hoc-Publizitätspflicht. Was genau eine Insiderinformation ist regelt Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR. Sie setzt sich aus vier wesentlichen Tatbestandsmerkmalen zusammen.<sup>158</sup> Eine Insiderinformation muss (1) eine präzise Information sein. Diese darf (2) nicht öffentlich bekannt sein. Sie muss (3) direkt oder indirekt ein oder mehrere Finanzinstrumente oder deren Emittenten betreffen. Die Information muss (4), würde sie öffentlich bekannt werden, geeignet sein, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder

153 Richtlinie 2003/6 EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

154 Richtlinie 2003/123/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation.

155 Erwägungsgründe 51, 55 MAR.

156 Begr. RegE 1. FiMaNoG v. 08.02.2016, BT Drucks. 18/7482 S. 61 ff; Begr. RegE 2. FiMaNoG v. 23.01.2017, BT-Drucks. 18/10936, S. 230, 251.

157 Klöhn, in: MAR, Art. 17 Rn. 17; Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 2.

158 So und im Folgenden EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 24 (Gelt/Daimler).

den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen (=Kursbeeinflussungspotential).

Das Merkmal der präzisen Information (1) wird in Art. 7 Abs. 2 MAR näher unterteilt in gegenwärtige oder vernünftigerweise erwartbare künftige Umstände oder Ereignisse, die zusätzlich spezifisch genug sein müssen, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf den Kurs der Finanzinstrumente zulassen. Das Merkmal Kursbeeinflussungspotential (4) wird in Art. 7 Abs. 4 MAR dahingehend konkretisiert, dass ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

Art. 17 MAR knüpft tatbestandlich an diese Definition von Insiderinformation in Art. 7 MAR an. Es besteht daher ein einheitlicher Insiderinformationsbegriff in Art. 7 MAR und Art. 17 MAR. Rechtsfolge des Vorliegens einer Insiderinformation ist damit nach Art. 17 Abs. 1 MAR automatisch die Pflicht zur unverzüglichen Bekanntgabe dieser Information, sofern sie den Emittenten unmittelbar betrifft.

#### IV. Eingrenzung der Untersuchung

Die Arbeit beschränkt sich auf die Untersuchung von Insiderinformationen bzw. die Ad-hoc-Publizitätspflicht bzgl. Finanzinstrumenten des Emittenten (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR i.V.m. Artikel 4 Abs. 1 Nummer 15 der Richtlinie 2014/65/EU) in Form von Aktien. Insbesondere soll sie sich nicht mit Insiderinformationen in Bezug auf Anleihen des Emittenten beschäftigen. Bei der Emission sowohl von Aktien und Anleihen werden neue Informationen zuerst den Kurs für Aktien beeinflussen, Informationen mit Kursbeeinflussungspotential für Anleihen werden regelmäßig erst solche sein, welche die Solvenz des Emittenten, oder etwa lediglich Zinsänderungen betreffen.<sup>159</sup> Damit konkretisiert sich der Untersuchungsgegenstand auf die juristische Person in Form der deutschen Aktiengesellschaft bzw. soweit partiell von Relevanz, der europäischen Aktiengesellschaften (*Societas Europaea*). Nicht näher soll auf die Kommanditgesellschaft auf Aktien eingegangen werden. Ebenso wenig soll hier auf Insiderinformationen in Bezug auf derivative Finanzinstrumente eingegangen werden. Auch auf die Sonderfälle von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate (Art. 7 Abs. 1 lit. b) MAR) oder Emissionszertifikate lit. c) sowie für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf

---

<sup>159</sup> *Kocher*, WM 2013, 1305, 1309.

Finanzinstrumente beauftragt sind, lit. d), soll mangels Relevanz für die Arbeit nicht eingegangen werden. Auch eine Untersuchung der Haftung für unterlassene oder fehlerhafte Ad-hoc-Publizität muss hier unterbleiben, da sie den Rahmen der Arbeit überschreiten würde.

### B. Mehrstufige Entscheidungsprozesse

Insiderinformationen können nicht nur isoliert, sondern unter dem Blickwinkel eines laufenden Geschehensablaufs betrachtet werden. Als sog. zeitlich gestreckte Sachverhalte kommt eine Vielzahl von Vorgängen in Betracht, die über mehrere Zwischenschritte hinweg Stück für Stück zu einem bestimmten Endereignis führen können. Die wichtigste Frage im Rahmen dieses Prozesses ist für Emittenten, ab welchem Zeitpunkt eine Insiderinformation vorliegt und damit der Kapitalmarkt zu informieren ist.

Für das Verhältnis Kapitalmarkt- zum Gesellschaftsrecht besonders relevant sind die sog. mehrstufigen Entscheidungsprozesse. Der Begriff mehrstufige Entscheidungsprozesse meint eine Untergruppe zeitlich gestreckter Sachverhalte. Mehrstufige Entscheidungsprozesse kennzeichnen sich dadurch, dass mehrere Organe an der Herbeiführung einer Entscheidung derart beteiligt sind, dass sie diesen willentlich beeinflussen. In der Aktiengesellschaft steht dabei in der Regel die Entscheidung des Vorstands unter dem Vorbehalt einer Zustimmung des Aufsichtsrats. In Betracht kommt aber auch die noch fehlende Zustimmung der Hauptversammlung oder von Behörden. Setzt die Ad-hoc-Pflicht zu früh ein, kann der gesellschaftsinterne Entscheidungsprozess von der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflicht überlagert werden.

#### I. Eingrenzung der relevanten Konstellationen

Relevant für Emittenten sind dabei vor allem Unternehmenstransaktionen, wenn die Entscheidung des Vorstands durch Satzung oder – sofern bedeutend für die Vermögens-, Finanz-, und Ertragslage der Gesellschaft – unter dem Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats nach § 111 Abs. 4. S. 2 AktG stehen.<sup>160</sup> In Betracht kommen ferner Personalwechsel, die der Zustimmung des Aufsichtsrats nach § 108 AktG bedürfen. Besonders

---

<sup>160</sup> Habersack, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 123 ff.

hervorzuheben sind neuerdings auch Transaktionen mit nahestehenden Personen, sog. „related-party-transactions“, die der deutsche Gesetzgeber in Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie<sup>161</sup> in § 111b Abs. 1 AktG einem eigenen Zustimmungsvorbehalt durch den Aufsichtsrat unterworfen hat. Für Compliance-Sachverhalte relevant sind zudem Entscheidungen von Behörden oder Gerichten. Allen Konstellationen gemein ist, dass ein Interesse des Emittenten bestehen kann, die Entscheidungsfindung ungestört von der Kapitalmarktöffentlichkeit zu treffen bzw. einen laufenden Prozess abzuwarten.

Hier nicht näher behandelt werden sollen mehrstufige Entscheidungsprozesse zwischen Aufsichtsratsbeschluss und Zustimmung der Hauptversammlung. Mit der Einladung zur Hauptversammlung sind nach §§ 121 Abs. 3, 124 Abs. 3, 25 S. 1 AktG der Beschlussvorschlag und dessen wesentlicher Inhalt zu veröffentlichen. Die Mitteilungspflicht besteht ebenso für börsennotierte Gesellschaften nach § 49 WpHG und überschneidet sich dabei mit der aktienrechtlichen Pflicht in wesentlichen Teilen,<sup>162</sup> weswegen kein Konflikt zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht besteht.<sup>163</sup>

## II. Der Konflikt bis Gelt/Daimler

### 1. Die Endgültigkeitslösung als gesellschaftsrechtliche Argumentationsgrundlage

Die Diskussion um das Verhältnis des Kapitalmarktrechts zum Gesellschaftsrecht entstand mit Erlass des WpHG in Umsetzung der Insiderrichtlinie<sup>164</sup> durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz 1994 (2. FFG)<sup>165</sup>. Die durch das dualistische System geprägte Willensbildung in der Gesellschaft, bildete die Grundlage für die Auslegung der §§ 13 ff. WpHG a.F. und die Frage, ab wann bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen eine Insider-

---

161 Konkret Art. 9c Abs. 4 UAbs. 1 der Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre.

162 Mülbert, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 49 WpHG Rn. 9.

163 Vgl. bereits Lutter, in: FS Zöllner 1998, S. 363, 365.

164 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte.

165 BT-Drucks. 12/6679 v. 27. 01.94.

information vorliegt bzw. ab wann bei Vorliegen eine Veröffentlichung durch den Emittenten stattfinden muss.

Das Meinungsbild war dabei überwiegend zugunsten des Gesellschaftsrechts geprägt und stellte sich wie folgt dar. Aufgrund der Verschwiegenheitspflicht des § 93 Abs. 1 S. 3 AktG sowie der Treuepflicht habe es der Vorstand zu unterlassen, den Aufsichtsrat bei seiner Entscheidungsfindung durch vorzeitige Veröffentlichung von Informationen zu präjudizieren.<sup>166</sup> Aufgrund der Treuepflicht bestünde eine Pflicht zur vertrauensvollen Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsrat. Daher sei der Emittent regelmäßig daran interessiert, intern zunächst für klare Verhältnisse zu sorgen, denn zu früh einsetzende Publizität könne Geschäftsabschlüsse gefährden und – so die Begründung zum 2. FFG – zu Wettbewerbsnachteilen führen.<sup>167</sup> Ebenso bestünde die Gefahr der Irreführung des Kapitalmarkts bei unvollkommenen Informationen.<sup>168</sup> Die von vorzeitiger Kapitalmarktpublizität gestörte interne Zusammenarbeit der Organe entspreche nicht der guten Corporate-Governance,<sup>169</sup> oder vermittele den schlechten Eindruck in der Öffentlichkeit, die Verwaltung könne sich über die Geschäftspolitik nicht einigen.<sup>170</sup> Ohnehin sei der in § 120 Abs. 2 AktG implizit normierten gemeinsamen Verwaltung der AG zu entnehmen, dass einzelne Entscheidungen nur unselbstständige Schritte seien.<sup>171</sup> Eine ad-hoc-pflichtige Information liege, so die damals überwiegende Auffassung, erst vor, wenn die Entscheidung durch die gemeinsame Beschlussfassung von Vorstand und Aufsichtsrat endgültig geworden ist (sog. Endgültigkeitslösung).<sup>172</sup>

Die Grundlage für diese sehr ergebnisorientierte gesellschaftsrechtliche Argumentation basierte auf Unklarheiten in der Umsetzung der Insiderrichtlinie. So übersetzte der deutsche Gesetzgeber den Begriff der „präzisen Information“ des Art. 1 Abs. 1 Insider-RL in § 13 WpHG a.F. bis 2004 mit dem Begriff *Insidertatsachen*. Daher nahm man an, dass Absichten

---

166 Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2043; *Happ/Semler*, ZGR 1998, 116, 120; *Lutter*, in: FS Zöllner 1998, S. 363, 366; aus jüngerer Sicht unverändert, siehe nur *Buck-Heeb*, in: FS Hopt 2020, S. 101, 112 f.

167 Begr. RegE, 2. FFG v. 27.1.1994, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 22.

168 Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2043; *Happ/Semler*, ZGR 1998, 116, 120 ff.

169 *Staake*, BB 2007, 1573.

170 *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 25.

171 *Lutter*, in: FS Zöllner 1998, S. 363, 367 mit Fn. 17.

172 *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 22 ff.; *Claussen*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1996, Rn. 113; Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2043; *Happ/Semler*, ZGR 1998, 116, 125 ff.; *Hopt*, ZHR 1995, 135, 152; *Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 236 f.



und Vorhaben des Vorstands insiderrechtlich nicht umfasst wären, da dies keine Tatsachen seien.<sup>173</sup> Die überwiegende Ansicht fasste dies zwar unter den Begriff der Insider Tatsache nach § 13 WpHG a.F. bis 2004, nicht aber unter den (entgegen der heutigen Rechtslage) engeren Begriff der publizitätspflichtigen Tatsache in § 15 WpHG a.F. bis 2004.<sup>174</sup> Vor allem verwies man auf die Gesetzesbegründung zum 2. FFG,<sup>175</sup> nach der „Ereignisse, deren Konsequenzen noch nicht feststehen, weil deren Wirksamkeit noch durch andere Umstände aufgehoben werden kann oder noch wirksame Gegenmaßnahmen möglich sind, [...] keine Tatsachen (i.S.v. § 15 WpHG a.F.[darstellen]“.<sup>176</sup>

## 2. Berücksichtigung kapitalmarktrechtlicher Interessen

Andere Autoren widersprachen der einseitigen Lösung zugunsten des Gesellschaftsrechts und argumentierten mit der Erreichung der Ziele des Kapitalmarktrechts, Insiderhandel zu unterbinden und den Kapitalmarkt mit Informationen zu versorgen. Die Frage, wann eine Entscheidung endgültig geworden sei (Endgültigkeitslösung), müsse nicht immer der Zeitpunkt der Zustimmung des Aufsichtsrats sein, sondern könne noch weiter, etwa auf die Umsetzung der Entscheidung nach hinten verlagert werden, was durch zu späte Publizität die Zwecke des Insiderrechts gefährde.<sup>177</sup> Eine sehr weite Ansicht ging dabei von einem einheitlichen Tatsachenbegriff aus und stellte darauf ab, dass bereits der Beschluss des Vorstands zu veröffentlichen sei, wenn diesem bereits Kursbeeinflussungspotential zukomme.<sup>178</sup> Einige Autoren folgten einer vermittelnden Lösung, dass der Vorstandsbeschluss eine zu veröffentlichende Tatsache nach § 15 WpHG a.F. sei, wenn die Zustimmung des Aufsichtsrats einen gewissen, allerdings unterschiedlich bestimmten Wahrscheinlichkeitsgrad erreicht habe.<sup>179</sup> Auch

---

173 Vgl. die Ausführungen und Nachweise bei *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 11 ff.

174 *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (2. Auflage 1999), § 13 Rn. 32 f.; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 22 f.; *Benner-Heinacher*, DB 1995, 765, 766; *Hopt*, ZHR 1995, 135, 152.

175 Begr. RegE, 2. FFG v. 27.1.1994, BT-Drucks. 12/6679, S. 48.

176 *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 13 ff.; *Happ/Semler*, ZGR 1998, 116, 123.

177 *Kiem/Kottboff*, DB 1995, 1999, 2001.

178 *Panais*, WM 1997, 460, 463 f.

179 *Kümpel*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (2. Auflage 1999), § 15 Rn. 50a; a.A. aber *Kümpel/Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (3. Auflage 2003), § 15 Rn. 65; mit Fn. 68 *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 449, 453.

manche Befürworter der Endgültigkeitslösung erkannten die frühzeitige Veröffentlichungspflicht nur in Ausnahmefällen an, insbesondere bei Vertraulichkeitslücken.<sup>180</sup> Insgesamt blieben die Befürworter einer verstärkt kapitalmarktrechtlichen Auslegung in der Minderheit.

### 3. Übergangsphase nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Mit der Umsetzung der MAD und der MAD-DRI durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnsVG)<sup>181</sup> ging eine erste Änderung in der Debatte einher. Der deutsche Gesetzgeber hob die unterschiedliche Terminologie zwischen Insidertatsache des § 13 WpHG a.F. bis 2004 und der publizitätspflichtigen Tatsache § 15 WpHG a.F. bis 2004 auf und schaffte einen einheitlichen Begriff der Insiderinformation in § 13 WpHG a.F. Daran knüpfte die Pflicht zu deren Veröffentlichung in § 15 WpHG a.F. an. Die Änderung weg vom bisherigen Befreiungsantrag in § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG a.F. bis 2004 hin zur Selbstbefreiung als Legalausnahme in § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG bei Vorliegen berechtigter Interessen, begründete einen Paradigmenwechsel hin zu einem Regel- (Insiderinformation und anknüpfend Veröffentlichungspflicht) Ausnahme- (Selbstbefreiungsentscheidung) -Verhältnis.<sup>182</sup> Art. 3 Abs. 1 lit. b) der MAD-DRI normierte als nicht erschöpfendes Fallbeispiel für ein solches berechtigtes Interesse die Problemsituationen der mehrstufigen Entscheidungsprozesse in der dualistisch strukturierten AG, welches der deutsche Gesetzgeber in § 6 S. 2 Nr. 2 WpAIV umsetzte. Dem heute so wortgleich in Erwägungsgrund 50 lit. b) MAR niedergelegten Art. 3 Abs. 1 lit. b) MAD-DRI nach soll ein berechtigtes Aufschubinteresse vorliegen, wenn

*„vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidung oder abgeschlossene Verträge, die der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden, sofern die Struktur eines solchen Emittenten die Trennung zwischen diesen Organen vorsieht und eine Bekanntgabe der Informationen vor der Zustimmung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass diese Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden würde.“*

---

180 *Happ/Semler*, ZGR 1998, 116, 132; diskutierte Ausnahmen zusammenfassend *Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 237 ff.

181 BGBl. I v. 29.10.2004 S. 2630 ff.

182 *Möllers*, WM 2005, 1393, 1395.

Wenn nach Abschluss eines Vertrages oder dem Treffen einer Entscheidung durch den Vorstand, bei noch fehlender Zustimmung durch den Aufsichtsrat, lediglich die Gefahr der Irreführung des Publikums Grund für einen Aufschub der Mitteilungspflicht sein soll, ist das eine klare gesetzgeberische Wertung, dass die Organisationsverfassung an sich kein beachtlicher Grund für eine Verzögerung der Mitteilungspflicht ist. Genau genommen ist die Zustimmung aufgrund § 111 Abs. 4 S. 2 AktG auch keine Voraussetzung für eine Entscheidung des Vorstands „um wirksam zu werden“, da er nur das Innenverhältnis betrifft. Gemeint sein dürfte vielmehr die faktische Wirkung eines Organvorbehalts.<sup>183</sup> Im Ergebnis sollen Gründe der Organisationsverfassung keinen Einfluss auf die Beurteilung dessen haben, was Insiderinformation ist, bzw. welche Informationen ad hoc zu veröffentlichen sind. Das ist auch sinnvoll, denn eine Berücksichtigung der Organisationsverfassung würde dazu führen, dass die Frage, ob eine Insiderinformation vorliegt, in den Mitgliedstaaten unterschiedlich behandelt wird. Dass es für den europäischen Gesetzgeber auch keinen Vorrang des dualistischen ggü. dem monistischen System gibt, zeigt seit 2001 etwa auch die Wahlfreiheit bei der Organisationsverfassung in Art. 38 lit. b) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 (SE-VO.). Diese Wahlfreiheit dahingehend als Argument anzuführen, dass die nationale Organisationsverfassung vom Gesetzgeber hingenommen und nationales Aktienrecht nicht ausgehebelt werden solle, und damit das Insiderrecht bedinge,<sup>184</sup> steht der gesetzlichen Wertung von Art. 3 Abs. 1 lit. b) MAD-DRL bzw. Erwägungsgrund 50 lit. b) MAR entgegen. Der europäische Gesetzgeber erkannte bereits seit 2003 das Problem um die mehrstufigen Entscheidungsprozesse und stellte klar, dass insiderrechtliche Pflichten unabhängig von der Gesellschaftsform zu erfüllen sind. Für Informationen innerhalb eines mehrstufigen Geschehensablaufs gibt es demnach keine Bereichsausnahme. Die Meinung, dass ein Zwischenschritt für sich allein alle Kriterien einer Insiderinformation erfüllen könne, insbesondere, wenn diesem bereits Kursrelevanz zukomme, nahm daher seit der Umsetzung der MAD und der MAD-DRL zu.<sup>185</sup>

---

183 *Buck-Heeb*, in: FS Hopt 2020, S. 101, 113 "Redaktionsversehen" oder "als 'Minus' [...] miterfasst".

184 So der Einwand von Habersack bei *Weber*, ZHR 2017, 416, 421.

185 OLG Frankfurt, NZG 2009, 391 f.; *Bachmann*, ZHR 172 (2008), 597, 604 f.; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs WpHG (1. Auflage 2009), § 13 Rn. 72 ff.; *Möllers*, NZG 2005, 459, 1394 f.; *Pawlik*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 13 Rn. 15, 94; *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 15; *Ziemons*, NZG 2004, 537, 541 f.

Die Frage der Pflicht zur Veröffentlichung kursrelevanter Zwischenschritte im Rahmen mehrstufiger Entscheidungsprozesse ggü. dem Kapitalmarkt, die noch nicht endgültig geworden sind, sollte nach dem eigentlich eindeutigen gesetzgeberischen Willen also keine Frage mehr sein, ob eine Insiderinformation vorliegt, noch ob eine Veröffentlichungspflicht besteht, sondern nur noch eine Frage, ob ein berechtigter Aufschub der Ad-hoc-Pflicht ausnahmsweise in Betracht kommt.<sup>186</sup>

#### 4. Theorie der Sperrwirkung als Aufhänger der gesellschaftsrechtlichen Argumentation

Stattdessen aber verlagerte sich der Streit um den Veröffentlichungszeitpunkt bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen hin zur „Theorie der Sperrwirkung“. Insiderinformation ist eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände [...], so stand es in § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG. a.F. Dessen Satz 3 regelte, dass als Umstände im Sinne des Satzes 1 auch solche gelten, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden.

Die überwiegende Auffassung interpretierte dies so, dass ein Zwischenschritt nicht isoliert (da nicht präzise bzw. dem deutschen Wortlaut nach konkrete Information) Insiderinformation sein könne, solange nicht das Endereignis dieses gestreckten Sachverhalts hinreichend wahrscheinlich sei (= sog. Theorie der Sperrwirkung) oder jedenfalls nicht kursrelevant sein könne, wenn es nicht hinreichend wahrscheinlich eintreten werde.<sup>187</sup> Konkret fragte man also wie wahrscheinlich die Zustimmung des Aufsichtsrats zu einer Entscheidung des Vorstands zum jeweiligen Zeitpunkt war.<sup>188</sup> Ebenso kreiste die Frage um den Grad der hinreichenden Wahrscheinlichkeit und nahm damit im Ergebnis die aus dem bisherigen Recht bekannten gesellschaftsrechtlich geprägten Tendenzen an. Für die Theorie der Sperrwirkung sprachen die rechtsichere und einfache Handhabung für

---

186 *Bachmann*, ZHR 172 (2008), 597, 607 ff.; *Fleischer*, NZG 2007, 401, 404; *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 16.

187 BGH, NZG 2008, 300, 303; OLG Stuttgart, NZG 2009, 624, 626 f. mwN.; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), WpHG (6. Aufl. 2012), § 13 Rn. 28; *Schwark/Kruse*, in: *Schwark/Zimmer*, KMRK, (4. Auflage 2010), § 13 WpHG Rn. 10a; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215, 2216; *Veith*, NZG 2005, 254, 256; offen lassend *Fleischer*, NZG 2007, 401, 404.

188 *Veith*, NZG 2005, 254, 256.

den Emittenten sowie dieses Argument ergänzend, die Vermeidung der Informationsüberflutung des Marktes.<sup>189</sup>

### III. Der Fall Geltl/Daimler als Höhepunkt des Zielkonflikts

Die neue Diskussion um die Theorie der Sperrwirkung und das Verhältnis Kapitalmarkt- zum Gesellschaftsrecht entstand zunehmend ab dem Jahr 2005 im Fall Geltl/Daimler<sup>190</sup>, welcher erst im Jahr 2013 sein juristisches Ende fand. Er gilt als Höhepunkt der Problematik um die zeitlich gestreckten Vorgänge.

#### 1. Ausgangsproblematik

Der frühere Vorstandsvorsitzende der heutigen Daimler AG, Jürgen Schrempp, spielte im Frühjahr 2005 zunehmend mit dem Gedanken, seine bis 2008 reichende Bestellung im Amt als Vorstandsvorsitzender vorzeitig niederzulegen.<sup>191</sup> Nachdem er zunächst nur seine – ebenfalls bei Daimler als Geschäftssekretärin arbeitende – Ehefrau über die Absichten einweichte, informierte er am 1.6.2005 den Aufsichtsratsvorsitzenden Kopper über seine Pläne. Weitere Vorstände und Mitarbeiter wurden in der Zwischenzeit eingeweiht, darunter auch der als Nachfolger vorgesehene Zetsche. Am 18.7.2005 einigten sich Schrempp und Kopper, den Wechselplan dem Aufsichtsrat in dessen nächster Sitzung vorzuschlagen. Am Tag vor dieser Sitzung beschloss der Präsidialausschuss des Aufsichtsrats, dem Aufsichtsrat eine Zustimmung zu dem Wechselplan vorzuschlagen. Schließlich fand der Vorgang am 28.7.2005 sein vorläufiges Ende in dem vorgesehenen Beschluss des Aufsichtsrats, wobei in direktem Anschluss eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht wurde. Bei Daimler ging man also davon aus, dass erst der Beschluss des Aufsichtsrats als Endereignis dem Kapitalmarkt ggü. zu veröffentlichen war, denn eine Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung unterblieb.

---

189 Vgl. *Klöbn*, NZG 2011, 166, 170.

190 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11 (Geltl/Daimler); sowie BGH, NZG 2013, 708 ff. (Geltl/Daimler).

191 Dazu im Folgenden BGH, NZG 2013, 708 ff. (Geltl/Daimler); OLG Stuttgart, NZG 2007, 352 ff.

Die Nachricht über das Ausscheiden des bei den Anlegern wegen wirtschaftlichen Misserfolgs in Ungnade gefallenen Schrempp sorgte für einen deutlichen Anstieg des Aktienkurses der Daimler AG.<sup>192</sup> Mehrere Anleger, darunter der Namensgebende Herr Gelth, die vor dieser Veröffentlichung Daimler-Aktien zu niedrigeren Kursen veräußert hatten, klagten gegen die Daimler AG auf Schadensersatz nach § 37b WpHG a.F. (§ 97 WpHG n.F.).

## 2. Vorlagefrage für die Beurteilung gestreckter Sachverhalte

Entscheidend war, wann in diesem Geschehensablauf der Zeitpunkt erreicht war, an dem der Kapitalmarkt informiert werden musste. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht bedürfen die Bestellung und Abberufung eines Vorstandsmitglieds zu ihrer Wirksamkeit letztlich nach § 84 Abs. 1 bzw. 3 AktG der endgültigen Entscheidung des Aufsichtsrats. Auch das einvernehmliche Ausscheiden wie im Falle Schrempp, erfordert neben dessen eigenen (lediglich empfangsbedürftigen) Entschluss, einen Beschluss des Gesamtaufichtsrats nach § 108 AktG.<sup>193</sup> Somit lag dem Fall eine Konstellation der mehrstufigen Entscheidungsprozesse zugrunde. Der BGH legte dem EuGH daher sinngemäß folgende zwei Fragen vor, um beurteilen zu können, wann hier ein insiderrechtlich relevanter Vorgang vorlag.<sup>194</sup>

Erstens, ob bereits eingetretene Zwischenschritte eines zeitlich gestreckten Vorgangs präzise Informationen sein können, wenn sie mit der Verwirklichung des künftigen Umstands oder Ereignisses verknüpft sind. Zweitens ging es um die Anforderung an das Merkmal „hinreichende Wahrscheinlichkeit künftiger Umstände oder Ereignisse“, insbesondere ob letztere vom Kursbeeinflussungspotential abhängt.

## 3. Das Urteil des EuGH in Gelth/Daimler und seine Auswirkung

Die erste Antwort des EuGH lautete,

---

192 Vertiefend zu den Hintergründen etwa *Fleischer/Chatard*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 101, 108 ff.

193 Allg. Meinung, statt aller *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 84 Rn. 127 ff.; *Fleischer*, NZG 2007, 401 ff. der die Konstellation in Gelth/Daimler nicht als mehrstufigen Entscheidungsprozess einordnet, da lediglich ein endgültiger Beschluss des Aufsichtsrats vorliege, wobei verkannt wird, dass eben auch die Willenserklärung von Schrempp ein (einseitiger) Beschluss ist.

194 Ausführlich BGH, ZIP 2011, 72 ff. (Gelth/Daimler).

*„dass bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, nicht nur dieser Umstand oder dieses Ereignis präzise Informationen im Sinne der genannten Bestimmungen sein können, sondern auch die mit der Verwirklichung des Umstands oder Ereignisses verknüpften Zwischenschritte dieses Vorgangs.“*<sup>195</sup>

Des Weiteren stellte er obiter fest, dass

*„diese Auslegung nicht nur für [Zwischen]Schritte gilt, die bereits existieren oder bereits eingetreten sind, sondern nach Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 auch [Zwischen]Schritte betrifft, bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden.“*<sup>196</sup>

Die Antwort auf die zweite Vorlagefrage zum Grad der hinreichenden Wahrscheinlichkeit lautete

*„dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden.“*<sup>197</sup>

Damit war zunächst festzustellen, dass der EuGH der Theorie der Sperrwirkung eine klare Absage erteilte,<sup>198</sup> was der BGH so ausdrücklich übernommen hatte, indem er formulierte:

*"Entgegen dem Musterentscheid sperrt das im beabsichtigten Ergebnis bestehende künftige Ereignis nicht die Überprüfung der einzelnen Zwischenschritte auf ihre Eignung als Insiderinformation."<sup>199</sup>*

a) Bedeutungsverlust für die „hinreichende Wahrscheinlichkeit“

Die Entscheidung des EuGH, Zwischenschritte einer isolierten Betrachtung zuzuführen, stand vor dem Hintergrund, Insiderhandel zu verhindern. Er erkannte, dass das Ergebnis eines konkreten Vorgangs immer als Zwischenschritt irgendeines anderen umfassenderen Vorgangs betrachtet

---

195 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 40 (Geltl/Daimler).

196 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 38 (Geltl/Daimler).

197 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 56 (Geltl/Daimler).

198 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 35 ff. (Geltl/Daimler).

199 BGH, NZG 2013, 708, Rn. 15 (Geltl/Daimler).

werden kann.<sup>200</sup> Würde man Zwischenschritten die präzise Natur absprechen und nicht veröffentlichen müssen, nur weil das (subjektiv definierte und möglichst nach hinten verlagerte) Endereignis (noch) nicht hinreichend wahrscheinlich ist, würde dies die Gefahr von missbräuchlichem Insiderhandel eröffnen und stünde damit klar im Widerspruch zu den Zielen des Marktmissbrauchsrechts.<sup>201</sup> Umgekehrt kann man in jedem zeitlich gestreckten Vorgang, der auf einen künftigen Umstand oder Ereignis hinausläuft, irgendeinen Zwischenschritt finden, der bereits eingetreten ist und damit zum Anknüpfungspunkt der Prüfung machen.<sup>202</sup> Dann aber würde sich die Frage der hinreichenden Wahrscheinlichkeit (eines künftigen Ereignisses oder Umstands) erübrigen, denn der Zwischenschritt ist bereits existent und folglich nur noch auf seine Kursrelevanz hin zu überprüfen.

Nach der Entscheidung *Gelt/Daimler* wurde daher von einigen Autoren den zeitlich gestreckten Sachverhalten die rechtliche und eigenständige Bedeutung abgesprochen, da es nach der Auslegung des EuGH ja nur auf den einzelnen Umstand ankomme und ein Zwischenschritt nicht mehr vom Endereignis und seiner Eintrittswahrscheinlichkeit abhängt, sie also wie jeder andere Umstand bzw. Ereignis zu behandeln sind.<sup>203</sup> Andere sahen darin gerade wegen dieser Auslegung hin zur Bedeutungslosigkeit eine unzulässige Umgehung des Kriteriums „hinreichend wahrscheinlich“.<sup>204</sup> Einige Autoren fordern daher, dass, wenn der Zwischenschritt seine Kurserheblichkeit nur aus dem Endereignis ableite, zusätzlich immer noch die überwiegende Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses erforderlich sei.<sup>205</sup>

---

200 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 37 (*Gelt/Daimler*).

201 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 35 ff. (*Gelt/Daimler*).

202 *Bachmann*, DB 2012, 2206, 2209; *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, 2839; *Mock*, ZBB 2012, 286, 287 f.

203 *Hitzer*, NZG 2012, 860, 861; *Heider/Hirte*, GWR 2012, 429, 431; *Langenbacher*, NZG 2013, 1401, 1403; *Mock*, ZBB 2012, 286, 289; *Stengel*, in: FS Weber 2016, S. 547, 563; a.A. *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, 1893 mit Verweis auf die bisherige und nun steigende Bedeutung als Befreiungsgrund.

204 *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, 2839.

205 *Bachmann*, DB 2012, 2206, 2209; *Frowein*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 10 Rn. 15; *Habersack*, AG 2020, 697, 699 f.; *Heider/Hirte*, GWR 2012, 429, 431; *Ihrig*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012, S. 113, S. 124; *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, 2840.



b) Stellungnahme

Dieser Kritik muss entgegnet werden, dass auch die Festlegung, was genau Endereignis ist, selten rechtsicher möglich ist und wie der EuGH auch festgestellt hat, beliebig variabel ist. So kann beim vollzogenen Personalwechsel auch ein weiter dahinterstehendes Ereignis Anknüpfungspunkt sein. Der noch einzuleitende und vom Markt erwartete Strategiewechsel des Unternehmens, gerade durch die neue Führungsperson, kann ein dem Personalwechsel nachgelagertes Endereignis sein,<sup>206</sup> der Strategiewechsel mit einer beabsichtigten Transaktion kann hingegen ein dem endgültigen Unternehmenserwerb vorgelagerter Umstand sein.<sup>207</sup> Und von der Absicht, aus dem Amt auszuschcheiden, kann wiederum darauf geschlossen werden, dass ein Vorstand amtsmüde ist und eine bestimmte Geschäftspolitik nicht weiter fortführen will, auch während er noch im Amt ist.<sup>208</sup> Die Beispiele können beliebig fortgesetzt werden. Zu Recht wird auf eine nahezu endlos mögliche „Atomisierung und Vermengung von Umständen oder Ereignissen“<sup>209</sup> sowie die mit der pauschalen Einordnung als gesteckter Sachverhalt nur schwer greifbare „Komplexität der Wirklichkeit“<sup>210</sup> hingewiesen. Diese flexible Einordnungsmöglichkeit hat also tatsächlich zu einem Bedeutungsverlust des Merkmals der hinreichenden Wahrscheinlichkeit geführt. Diese Auslegung ist aber gerechtfertigt, da Insiderhandel durch einen frühzeitig einsetzenden Insiderinformationsbegriff verhindert werden soll. Insgesamt bedeutet die gesunkene Relevanz des Merkmals der präzisen Information zunächst eine gesteigerte Bedeutung des Merkmals der Kursrelevanz.

c) Probability-Magnitude

Bereits eingetretene Umstände oder Ereignisse können auch kursrelevant sein, wenn die daraus zu schließenden Folgen nicht besonders wahrscheinlich sind (d.h. insbesondere weniger als 50 %), es sich bei diesen mög-

---

206 *Mock*, ZBB 2012, 286, 288.

207 *Hopt/Kunpan*, ZGR 2017, 765, 808; *Ibrig*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012, S. 113, S. 122 f.; *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, 1890, der zu Recht auf die nahezu unendlichen Deutungsmöglichkeiten verweist.

208 BGH, ZIP 2011, 72, 74 Rn. 16 (Geltl/Daimler); BGH, NZG 2013, 708, 712, Rn. 26 (Geltl/Daimler).

209 *Mock*, ZBB 2012, 286, 288.

210 *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, 1891; kritisch *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1084.

chen künftigen Folgen aber um einen sog. „Knaller“ handeln würde.<sup>211</sup> Dass verständige Anleger auch unwahrscheinliche Folgen aus bereits eingetretenen Umständen oder Ereignissen im Rahmen der Prüfung der Kursrelevanz vornehmen, ist die Auslegungsart, die im Schrifttum in Teilen mit der Bezeichnung „probability/magnitude durch die Hintertüre“ kritisiert wird.<sup>212</sup> Der Frage liegt der aus dem US-amerikanischen Recht bekannte Test zugrunde, wonach sich die Kursrelevanz einer Information aus dem Produkt von Eintrittswahrscheinlichkeit (probability) und Kursausschlag (magnitude) ergibt. Der Vorwurf an die Theorie besteht darin, dass das Tatbestandsmerkmal „hinreichend wahrscheinlich“ bzw. nunmehr „vernünftigerweise erwarten kann“ in Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR dann seine Bedeutung verlöre und die Ad-hoc Publizität zu sehr vorverlagert wird.<sup>213</sup>

Der EuGH entschied im *Geltl/Daimler*-Verfahren, dass die erforderliche Wahrscheinlichkeit für die Frage einer präzisen Information einerseits und die Frage der Kursrelevanz andererseits, jeweils eigenständig auszulegen sind.<sup>214</sup> Das Kriterium der hinreichenden Wahrscheinlichkeit hänge nicht vom Ausmaß der Auswirkungen dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf den Kurs von Finanzinstrumenten ab. Das folge zum einen schon aus dem Wortlaut der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“. Zudem handle es sich systematisch um zwei autonome Kriterien, die kumulativ als Mindestvoraussetzungen erfüllt sein müssen. Damit lehnte der EuGH die probability/magnitude-Formel im Rahmen des Tatbestandsmerkmals der hinreichenden Wahrscheinlichkeit ab. Er verwendete sie aber implizit beim Kursbeeinflussungspotential. Unter Bezug auf den ersten Erwägungsgrund der MAD-DRI (jetzt Erwägungsgrund 14 MAR) stellte er fest, dass verständige Investoren „nicht nur die ‚möglichen Auswirkungen‘ [d.h. magnitude] eines Ereignisses auf den Emittenten in Betracht ziehen, sondern auch den Grad der Wahrscheinlichkeit [d.h. probability] des Eintritts dieses Ereignisses“.<sup>215</sup> Anhand solcher Erwägungen lasse sich ermitteln „ob eine Information geeignet ist, den Kurs der Finanzinstrumente des Emit-

---

211 So, allerdings ablehnend *Bachmann*, DB 2012, 2206, 2209; dafür aber: *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 353 ; *Ihrig*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012, S. 113, 126; ähnlich *Kumpan*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, S. 109, Rz. 37 (zitiert nach Juris).

212 Etwa *Bachmann*, DB 2012, 2206, 2209; *Brellocks*, ZIP 2013, 1170, 1173.

213 Siehe S. 62 f.

214 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 50 ff. (*Geltl/Daimler*).

215 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 55 (*Geltl/Daimler*).

tenten spürbar zu beeinflussen“.<sup>216</sup> Dies ist zwar nicht ausdrücklich die probability-magnitude-Formel, denn dazu müsste es vielmehr heißen, dass verständige Investoren „nicht nur die ‚möglichen Auswirkungen‘ eines Ereignisses auf den Emittenten in Betracht ziehen, sondern auch den Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts *dieser Auswirkungen*“. Wenn aber jeder Zwischenschritt präzise Information sein kann, müssen diese Erwägungen auch bei der Prüfung der Kursrelevanz eines Zwischenschritts gelten, sofern von diesem auf kursrelevante Folgen geschlossen werden kann.<sup>217</sup>

Diese Prüfung anhand der probability/magnitude-Formel im Rahmen der Kursrelevanz kann wohl inzwischen als überwiegende Ansicht bezeichnet werden.<sup>218</sup> Der Test im Rahmen der Kursrelevanz beschreibt eben genau das Verhalten von verständigen Investoren. Diese berücksichtigen nämlich auch aus einem vorhandenen Umstand oder Ereignis zu folgernde, aber wenig wahrscheinliche Informationen, wenn sie nur entsprechend hohe Auswirkung haben.<sup>219</sup> Vor wenig wahrscheinlichen, aber in der Auswirkung extremen Ereignissen die Augen zu verschließen, wäre im Gegenteil wenig rational und beschreibt eher das Bild eines spekulativen Anlegers.<sup>220</sup>

#### d) Zwischenergebnis: Lokalisierung und verbleibende Bedeutung von Zwischenschritten unter der MAR

Bei einem eingetretenen (nicht öffentlich bekannten) Zwischenschritt ist nur noch isoliert danach zu fragen, ob diesem Kursrelevanz zukommt, denn es handelt sich bereits um eine präzise Information, Art. 7 Abs. 3 MAR. Die Prüfung, ob man den Eintritt eines Endereignisses vernünf-

---

216 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 55 (Geltl/Daimler).

217 Schall, ZIP 2012, 1286, 1288; Klöhn, ZIP 2012, 1885, 1891; BGH, NZG 2013, 708, Rn. 25 (Geltl/Daimler).

218 Implizit: BGH, NZG 2013, 708, Rn. 25 (Geltl/Daimler); BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 14; LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 178; im Übrigen: Bingel, AG 2012, 685, 691 ff.; Grundmann, in: Staub HGB, Rn. 353; Klöhn, in: MAR, Art. 7 Rn. 217; Salaschek/Richter, BB 2020, 1411, 1413; Schall, ZIP 2012, 1286, 1287 f.; Thelen, ZHR 182 (2018), 62, 69; Vaupel/Oppenauer, AG 2019, 502, 507 f.; Veil, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 13 Rn. 54; differenzierend: Brellocks, ZIP 2013, 1170, 1171; Krause, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 112; kritisch aber im Ergebnis unklar Ibrüg/Schäfer, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 706.

219 Beispielhaft Klöhn, ZIP 2012, 1885, 1886.

220 Ders., ZIP 2012, 1885, 1887.

tigerweise erwarten kann, ist hier obsolet.<sup>221</sup> Die Berücksichtigung der probability/magnitude-Formel bei eingetretenen Zwischenschritten in der Kursrelevanz, kann damit zu einer frühzeitigen Publizitätspflicht auch bei einem noch nicht abgeschlossenen Vorgang führen.<sup>222</sup>

Die Frage der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ bzw. nunmehr „vernünftigerweise erwarten kann“ stellt sich nur noch im Punkt „zukünftige Zwischenschritte“,<sup>223</sup> wie sie der EuGH in *Geltl/Daimler* obiter feststellte. Sie sind jetzt in Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR verortet. Dadurch, dass auch künftige Zwischenschritte Insiderinformation sein können, besteht eine weitere Vorverlagerung der Veröffentlichungspflicht, weil geprüft werden muss, ob man den Eintritt eines künftigen Zwischenschrittes (innerhalb eines gestreckten Sachverhalts) vernünftigerweise erwarten kann und wenn ja, ob diesem Kursrelevanz zukommt.<sup>224</sup> Der Gesetzgeber hat diese Rechtsprechung nicht nur in Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR übernommen, sondern auch in Erwägungsgrund 16 S. 2 MAR insbesondere betont, dass alle Schritte eines Vorgangs, der aus mehreren Schritten besteht, wie auch der gesamte Vorgang als Insiderinformation gelten können. Das ist konsequent, wenn man eine Sperrwirkung ablehnt und Insiderhandel durch frühzeitige Publizität unterbinden will, um damit das Gefühl eines un gerechtfertigten Sondervorteils zu verhindern.

#### e) Auswirkungen auf die alloкатive Effizienz durch frühzeitige Ad-hoc-Publizitätspflicht

In Folge von *Geltl/Daimler* und dessen Umsetzung in der MAR befürchtete man in Literatur und Praxis negativen Einfluss auf die alloкатive Effizienz des Marktes durch nunmehr zu früh einsetzende und dadurch halb fertige, unklare oder irreführende Ad-hoc-Mitteilungen.<sup>225</sup> Dass der Mensch kognitiven Kapazitätsbeschränkungen unterliegt, ist unbestritten.<sup>226</sup> Informationsüberflutung (sog. „information overload“) kann dazu führen, dass

---

221 *Hitzer*, NZG 2012, 860, 861; *Stengel*, in: FS Weber 2016, S. 547, 563.

222 BGH, NZG 2013, 708, Rn. 26 (*Geltl/Daimler*).

223 Diese Terminologie verwendend *Bingel*, AG 2012, 685, 693.

224 *Hitzer*, NZG 2012, 860, 861.

225 *Bachmann*, DB 2012, 2206, 2210; *Hitzer*, NZG 2012, 860, 862; *Stahl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 302; *Weißhaupt*, NZG 2019, 175, 176.

226 Ausführlich *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 116 ff.

ihr Grenznutzen ins Gegenteil verkehrt und zu Verlangsamung oder gar fehlerhaften Entscheidungen führt.<sup>227</sup>

Ein zu befürchtender Nachteil durch die neue Rechtslage ist im Ergebnis aber zu verneinen. Auch im Verfahren *Gelt/Daimler* erwähnte der Generalanwalt des EuGH die Gefahr eines „information overload“ durch eine vermehrte – da frühzeitiger ansetzenden – Ad-hoc-Pflicht und dadurch bedingte Fehlallokationen des Anlegerpublikums.<sup>228</sup> Gleichwohl sah der Generalanwalt die durch frühzeitigere Publizität erreichte Transparenz und Chancengleichheit gewichtiger an. Das Insiderrecht sei im Zweifel dahingehend auszulegen, dass sich die Anzahl zu veröffentlichenden Informationen vergrößere, statt verkleinere.<sup>229</sup>

Dem ist zuzustimmen. Bedenken gegenüber einer erhöhten Anzahl von Ad-hoc-Meldungen muss entgegnet werden, dass das Problem der Informationsüberflutung am Kapitalmarkt eher dort besteht, wo Anleger wie beim Jahresfinanzbericht sowie Geschäftsberichten mit 200 Seiten und mehr befasst sind, desgleichen bei komplexen Anlageprospekten.<sup>230</sup> Ad-hoc-Mitteilungen hingegen sind kompakt formuliert und überschreiten eine DIN A4 Seite nicht. Ferner muss die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 1 MAR eine vollständige und korrekte Bewertung ermöglichen. Emittenten müssen durch Hinweise auf das Stadium des Zwischenschrittes sowie mögliche (vernünftigerweise erwartbare) Folgen und ggf. deren Eintrittswahrscheinlichkeit ausreichend Transparenz schaffen. Flankiert wird die Gefahr falscher und irreführender Ad-hoc-Meldungen durch das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 12, 15 MAR, das dafür sorgt, dass Unsicherheiten schon zu Beginn vermieden werden und Mitteilungen ggf. später zu korrigieren sind.<sup>231</sup> Die gesetzlichen Regelungen sind daher geeignet, den Anlegerschutz und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts durch die frühzeitig einsetzende Ad-hoc-Publizitätspflicht zu gewährleisten, bieten aber gleichzeitig ausreichend Schutz vor Fehlallokation.

---

227 *Eidenmüller*, JZ 66 (2011), 814, 816; *Hirshleifer/Lim/Teob*, The Journal of Finance 64 (2009), 2289 ff.; *Stahl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 70 ff.

228 GA Mengozzi, ZIP 2012, 615, 93 f.

229 GA Mengozzi, ZIP 2012, 615, Rn. 94.

230 *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 752 ff.; *Koch*, BKR 2012, 485, 487; *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, 5 ff.; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160 ff.

231 Ebenso *Seibt/Danwerth*, NZG 2019, 121, 124.

f) Die Flucht in die Aufschubmöglichkeit als Folge von Gettl/Daimler und der Umsetzung in der MAR

Die genannten Befürchtungen von sinkender Kapitalmarkteffizienz jedenfalls aufgrund zunehmender Ad-hoc-Mitteilungen haben sich nicht nachweisbar realisiert, denn die Zahlen der BaFin liefern kein klares Bild für eine zunehmende Zahl an Mitteilungen. Vielmehr ist eine gesteigerte Bedeutung der Aufschubmöglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 MAR zu erkennen.

Die Zahl der Ad-hoc-Meldungen sank zunächst ausgehend vom Jahr 2012 (1818 Meldungen) auf 1564 in 2015, nahm dann bis 2017 auf einen Stand von 2199 zu und war bis 2019 wieder rückläufig auf 1977 Meldungen.<sup>232</sup> Nachweisbar ist jedoch- bis auf eine Ausnahme – eine kontinuierliche jährliche Steigerung der Zahl der Selbstbefreiungen von 242 im Jahr 2012 auf 557 in 2019,<sup>233</sup> mithin eine Zunahme von 130 %. Das wurde vielfach prognostiziert.<sup>234</sup> Beim Musterfall aus Gettl/Daimler zeigt sich in der Praxis, dass Ad-hoc-Mitteilungen über die Neubestellung im Posten des Vorstandsvorsitzenden erst im unmittelbaren Anschluss an die beschließende Aufsichtsratssitzung bekanntgegeben werden.<sup>235</sup> Die Veröffentlichungsquote der Bestellung der Anfang 2019 amtierenden Vorstandsvorsitzenden von Emittenten im DAX betrug dabei 76 %, im MDAX 72 %.<sup>236</sup> Einerseits handelt es sich dabei um die prominenteste Kategorie der Insiderinformationen der letzten Jahre. Die BaFin<sup>237</sup> sowie die herrschende Meinung<sup>238</sup> stufen die Veränderung in Schlüsselpositionen wie Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitz zudem als i.d.R. ad-hoc-pflichtige Information ein. Es ist daher davon auszugehen, dass die Emittenten bis zuletzt den Weg der Selbstbefreiung beschritten haben. Die BaFin führt den Anstieg der Selbstbefreiung auf die „erhöhte Sensibilisierung im Zusammenhang mit Zwischenschritten“ zurück.<sup>239</sup> Dies meint aber nichts

---

232 BaFin, Jahresbericht 2019, S. 97.

233 BaFin, Jahresbericht 2019, S. 97.

234 Implizit BGH, NZG 2013, 708, Rn. 26 (Gettl/Daimler); *Assmann*, AG 2015, 597, 607; *Heider/Hirte*, GWR 2012, 429, 431; *Hitzer*, NZG 2012, 860, 862; *Ihrig/Kranz*, BB 2013, 451 ff.; *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, 1893; *Koch*, in: FS Köndgen 2016, S. 329, 330 f; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 17 Rn. 32; *Stengel*, in: FS Weber 2016, S. 547, 563.

235 Umfassend *Seibt/Danwerth*, NZG 2019, 121, 122 ff.

236 *Dies.*, NZG 2019, 121, 122 ff.

237 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 19; BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 53.

238 Statt aller *Seibt/Danwerth*, NZG 2019, 121, 122 mwN.

239 BaFin, Jahresbericht 2018, S. 136; ebenso bereits *Bingel*, AG 2012, 685, 690.

anderes als, dass die Einordnung, wann eine Insiderinformation vorliegt, so sehr von den Umständen des Einzelfalls abhängt, dass dies für Emittenten kaum mehr rechtssicher handhabbar scheint.<sup>240</sup> Entsprechend verunsichert fordert die Praxis Orientierungshilfe durch die BaFin.<sup>241</sup>

#### 4. Schlussfolgerungen für das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen nach Gelt/Daimler

##### a) Zusammenfassung

Die Frage nach dem Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht bei den mehrstufigen Entscheidungsprozessen ist von der ursprünglich gesellschaftsrechtlich dominierten Auslegung unter dem WpHG bis 2004 (Endgültigkeitslösung), über die MAD und das AnSVG (Theorie der Sperrwirkung) nach Gelt/Daimler und dessen Umsetzung in der MAR in die Prüfung der Kursrelevanz des Art. 7 Abs. 1 lit. a), Abs. 4 MAR sowie die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR verschoben. Gründe der Entscheidungsfindung in der dualistisch verfassten Aktiengesellschaft haben auf das Vorliegen einer Insiderinformation und die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten keinen Einfluss mehr. Wesentliche Bedeutung kommt dem Merkmal der Kursrelevanz eines bereits eingetretenen Umstands oder Ereignisses zu, bei dem auch die voraussichtlichen Auswirkungen sowie deren Eintrittswahrscheinlichkeit in Betracht zu ziehen sind. Die Folge ist eine frühzeitig einsetzende Ad-hoc-Publizitätspflicht, auch wenn Vorgänge noch nicht endgültig abgeschlossen oder rechtswirksam geworden sind. Damit überlagert das Interesse des Kapitalmarkts an der frühzeitigen Publizität kursrelevanter Informationen das Interesse des Emittenten an einer ungestörten Entscheidungsfindung. In der Normie-

---

240 Vgl. nur *Weißhaupt*, NZG 2019, 175, 176; speziell bei Compliance-Sachverhalten *Szesny/Kuthe/Plückelmann*, in: *Szesny/Kuthe* (Hrsg.), *Kapitalmarkt Compliance*, 31. Kap. Rn. 26; Deutsches Aktieninstitut e.V./Hengeler Mueller, *Zwei Jahre EU-Marktmissbrauchsverordnung*, 2018 ([https://www.dai.de/files/dai\\_usecontent/dokumente/studien/181212%20Studie%202%20Jahre%20Marktmissbrauchsverordnung%20Web.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usecontent/dokumente/studien/181212%20Studie%202%20Jahre%20Marktmissbrauchsverordnung%20Web.pdf)), S. 8 (zuletzt geprüft am 28.11.2021) dazu; *Groß/Royé*, BKR 2019, 272, 273; *Seibt*, in: Mülberr (Hrsg.), *Bankrechtstag 2017*, S. 81, 118 f.

241 Vgl. *Weißhaupt*, NZG 2019, 175 f.; speziell für Complianceverstöße Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins, NZG 2019, 1138, 1144.

nung liegt klar der Zweck des Anlegerschutzes durch frühzeitig einsetzende Ad-hoc-Publizitätspflicht.

Neben den schon unter der MAD genannten Fallbeispielen für das Aufschubinteresse, sind nunmehr explizit in Art. 17 Abs. 4 UAbs. 2 MAR die Kategorie der zeitlich gestreckten Sachverhalte als Rechtfertigungsgrund für den Aufschub der Ad-hoc-Pflicht genannt. Dies ist ein ausdrücklicher Hinweis, dass der Gesetzgeber aufgrund der frühzeitig einsetzenden Ad-hoc-Pflicht diese Kategorie in der Aufschubentscheidung verortet sieht. Die Rechtsprechung *Geltl/Daimler* und ihre Umsetzung in der MAR haben damit eine erhöhte Sensibilisierung bezüglich der Ad-hoc-Mitteilungspflicht in Rechts- und Compliance Abteilungen von Emittenten mit sich gebracht. Während man aus gesellschaftsrechtlicher Sicht geneigt ist, in klar eingegrenzten Schritten zu denken, welche vor dem Endereignis nur bedingt Bedeutung haben, erfordert das Kapitalmarktrecht aufgrund der Anknüpfung an diese Zwischenschritte und die jederzeitige Kursrelevanzprüfung stets eine Prognose. Dies war vom europäischen Gesetzgeber bereits bei den mehrstufigen Entscheidungsprozessen in Umsetzung der MAD intendiert. *Geltl/Daimler* hat endgültig Gewissheit gebracht. Während dabei für Emittenten statt der Veröffentlichung von kursrelevanten Zwischenschritten innerhalb zeitlich gestreckter Sachverhalte ein Aufschub in Betracht kommt, ergibt sich jedoch aus den Wertungen des Gesetzgebers in Erwägungsgrund 50 lit. b) für die mehrstufigen Entscheidungsprozesse sogar eine noch strengere Veröffentlichungspflicht. Sofern der Vorstand des Emittenten eine Entscheidung getroffen oder einen Vertrag geschlossen hat, der nur noch der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf, ist dieser in der Regel bereits zu veröffentlichen. Lediglich wenn die vorzeitige Veröffentlichung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass diese Zustimmung durch den Aufsichtsrat noch aussteht, die korrekte Bewertung des Publikums gefährden würde, besteht die Möglichkeit für den Emittenten, die Veröffentlichung der Information aufzuschieben. Aus Sicht des Emittenten stellt es wohl den sichersten Weg der Haftungsvermeidung dar, im Zweifel frühzeitig den Weg der Aufschubentscheidung zu wählen und unmittelbar nach der Entscheidung des Vorstands, den Kapitalmarkt zusammen mit dem Hinweis der noch ausstehenden Aufsichtsratsentscheidung zu informieren.



b) Ausblick auf die related-party-transactions

Dass mit Geltl/Daimler das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen nicht ad-acta gelegt ist, zeigt die seit 1.1.2020 in § 111b Abs. 1 AktG enthaltene Zustimmungspflicht des Aufsichtsrats für sog. „related-party-transactions“ und die daran anknüpfende Veröffentlichungspflicht nach § 111c Abs. 1 AktG. Der deutsche Gesetzgeber geht davon aus, dass viele der nach Art. 111c Abs. 1 AktG offenzulegenden Geschäfte auch eine Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR auslösen.<sup>242</sup> Zu begrüßen ist daher die Verbindung zwischen der Mitteilungspflicht nach § 111c Abs. 1 AktG und Art. 17 Abs. 1 MAR nach § 111c Abs. 3 AktG zu einer einzigen Mitteilung nach Art. 17 Abs. 1 MAR, wenn es sich bei der Transaktion um Insiderinformationen handelt, insbesondere, da der europäische Gesetzgeber eine solche nicht vorgeschrieben hat (vgl. Art. 9c Abs. 9 RL 2017/828/EU). Gem. § 111c Abs. 3 S. 3 AktG soll selbst die Aufschubmöglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 und 5 MAR sinngemäß gelten. Die Regelung zeigt in Richtung einer Harmonisierung des europäischen Kapitalmarktrechts und des nationalen Gesellschaftsrechts.

Nach Art. 9c Abs. 2 S. 1 RL 2017/828/EU soll der Abschluss des Geschäfts der entscheidende Zeitpunkt sein, was für den deutschen Gesetzgeber der Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Verpflichtungsgeschäfts ist.<sup>243</sup> So wünschenswert die Angleichung an das Kapitalmarktrecht doch ist, so sehr verwundert die Konkretisierung in der Regierungsbegründung des Gesetzentwurfs.

*„Da gemäß § 111b Absatz 1 AktG-E eine vorherige Zustimmung erforderlich ist, kommt auch eine Veröffentlichung regelmäßig erst nach Erteilung der Zustimmung in Betracht. Eine Veröffentlichung von Geschäften vor Erteilung der Zustimmung ist daher nicht erforderlich.“<sup>244</sup>*

Sofern aber eine related-party-transaction unter der aufschiebenden Bedingung der Zustimmung des Aufsichtsrats geschlossen wurde<sup>245</sup> und

---

242 Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 87, siehe auch *Grigoletti*, ZGR 48 (2019), 412, 448; *Engert/Florstedt*, ZIP 2019, 493 ff.

243 Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 83, 86.

244 Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 86, ebenso auch *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111c Rn. 8; *Vetter*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 111c Rn. 20.

245 Diese Möglichkeit ist vorgesehen, vgl. Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 83.

zunächst schwebend unwirksam ist, würde eine Veröffentlichungspflicht nach § 111c Abs. 1 AktG nicht bestehen. Nach den oben beschriebenen Grundsätzen muss hingegen aus kapitalmarktrechtlicher Sicht spätestens im Zeitpunkt des schwebend unwirksamen Vertragsschlusses (Ausnahme Irreführung des Publikums) eine Mitteilung nach Art. 17 Abs. 1 MAR erfolgen und höchstwahrscheinlich schon weit vorher der Aufsicht nach Art. 17 Abs. 4 MAR beschränkt werden. Das Beispiel zeigt also, dass man sich von der gesellschaftsrechtlichen Interpretation des Kapitalmarktrechts noch keineswegs vollständig gelöst hat. Entgegen den aktienrechtlichen Vorgaben ist auch hier eine vorgezogene kapitalmarktrechtliche Publizität unumgänglich.

### C. Compliance und Ad-hoc-Publizität

Dem Fall Geltl/Daimler lag die Konstellation mehrstufiger Entscheidungsprozesse aus dem Bereich der Personalentscheidungen bei Führungskräften zugrunde. Im Folgenden soll untersucht werden, ob auch Compliance-Sachverhalte mehrstufige Entscheidungsprozesse und mit Geltl/Daimler vergleichbar sind. Dabei soll aufgezeigt werden, inwiefern sich die Rechtsprechung in Sachen Geltl/Daimler und deren Umsetzung in der MAR auf das Entstehen einer Insiderinformation bei typischen Compliance-Sachverhalten auswirkt. Zunächst soll daher gezeigt werden, wie Compliance zur Ad-hoc-Publizität steht, um eine Definition von „Compliance-Sachverhalten“ zu finden. Dabei ist insbesondere auf das wesentliche Merkmal der Kursrelevanz einzugehen. Anschließend sollen die weiteren Tatbestandsmerkmale des Art. 7 MAR näher untersucht und Compliance-Sachverhalte hierauf übertragen werden.

#### I. Begriff der Compliance

Der Begriff Compliance wird im Aktiengesetz nicht näher definiert. Genannt wird er insbesondere in aufsichtsrechtlichen Sonderbereichen wie etwa §§ 80 Abs. 13, 81 Abs. 4 WpHG, § 25a Abs. 1 Nr. 3 lit. c KWG oder § 29 Abs. 1, 2 VAG. Gemeint ist i.d.R. das Handeln in Übereinstimmung mit geltendem Recht oder die Einhaltung von Gesetzen und Regeln, von denen Unternehmen betroffen sind.<sup>246</sup> Auch die Einhaltung unter-

---

<sup>246</sup> Kort, NZG 2008, 81 ff.; Hüffer/Koch, Aktiengesetz, 2021, § 76 Rn. 11.

nehmensinterner Regeln und Standards wird darunter gefasst.<sup>247</sup> Eine Definition bietet Grundsatz 5 des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK). Er definiert Compliance dahingehend, dass der Vorstand für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien zu sorgen hat und auf deren Beachtung durch das Unternehmen hinwirkt. Dabei soll er, so Empfehlung und Anregung A. 2., für ein an der Risikolage des Unternehmens ausgerichtetes Compliance Management System sorgen und dessen Grundzüge offenlegen.

## 1. Compliance als Legalitäts- und Legalitätskontrollpflicht

Die fehlende Legaldefinition sowie die mangelnde Verbindlichkeit des DCGK bedeuten nicht, dass die Pflichten, die hinter dem Begriff Compliance stehen, dem Aktienrecht unbekannt wären.<sup>248</sup> Die gesellschaftsrechtliche Compliance-Pflicht wird aus der Leitungspflicht des § 76 Abs. 1 AktG und der allgemeinen Sorgfaltspflicht des § 93 Abs. 1 AktG hergeleitet.<sup>249</sup> Die aufsichtsrechtlichen Sonderpflichten, die Compliance branchenspezifisch regeln, können wegen ihrer Spezialität nicht auf die allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätze übertragen werden.<sup>250</sup> Verpflichtete der Compliance sind grundsätzlich sämtliche Vorstandsmitglieder der AG.<sup>251</sup> Aus

---

247 *Arnold*, ZGR 2014, 76, 79; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 70; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 93 Rn. 34; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 22.

248 LG München I, NZG 2014, 345, 348 (Siemens/Neubürger); *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 67; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, 76 Rn. 11; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 91 Rn. 38; kritisch *Bürkle*, BB 2018, 525 ff.

249 *Bachmann*, ZHR 180 (2016), 563, 565; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 64 f.; *Hemeling*, ZHR 175 (2011), 368, 370; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 76 Rn. 12; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 91 Rn. 35; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 9 ff.; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1288; *Wilhelmi*, ZVglRWiss 117 (2018), 557, 558 f.; offengelassen LG München I, NZG 2014, 345, 346 f. (Siemens/Neubürger); a.A. *Kort*, in: GK-AktG, § 91 Rn. 110, 124; *Kreßel/Eckhard*, NZG 2018, 841, 842; *Schneider*, ZIP 2003, 645, 649.

250 *Bachmann*, in: FS Hopt 2020, S. 17, 28 ff.; *Fett*, in: Schwark/Zimmer KMRK, § 80 WpHG Rn. 16; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 65; *Harbarth*, ZHR 179 (2015), 136, 139; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 76 Rn. 14; *Kort*, in: GK-AktG, § 91 Rn. 93a ff.; speziell zur bankaufsichtsrechtlichen Compliance siehe *Wilhelmi*, ZVglRWiss 117 (2018), 557, 557 ff.

251 LG München I, NZG 2014, 345, 347 (Siemens/Neubürger); aus der Literatur statt aller *Kort*, in: GK-AktG, § 91 Rn. 122.

deren Leitungs- und allgemeinen Sorgfaltspflicht folgt erstens die Pflicht zur eigenen Regeltreue und das Hinwirken auf regelkonformes Verhalten der AG.<sup>252</sup> Zweitens folgt aus der eigenen Pflicht zur Rechtstreue auch das Hinwirken auf rechts- und regelkonformes Verhalten sämtlicher unterhalb des Vorstands angesiedelter Unternehmensebenen.<sup>253</sup> Die Gegenansicht, die hierbei auf die allgemeinen Schadensabwendungspflicht abstellt, eröffnet die Möglichkeit für nützliche Rechtsverstöße und ist daher abzulehnen.<sup>254</sup>

Im Ergebnis beschreibt die gesellschaftsrechtliche Compliance damit einerseits die Verhaltensweise, die mit Legalitätspflicht gemeint ist und andererseits die Aufgabe des Managements bzw. das zu organisierende Programm, das als sog. Legalitätskontrollpflicht bezeichnet wird.<sup>255</sup>

## 2. Umfang der Legalitätskontrollpflicht

Die Legalitätskontrollpflicht umfasst alle Maßnahmen und Strategien die dazu dienen, im Dreiklang die Vermeidung, Aufdeckung und Ahndung von Compliance-Verstößen zu realisieren.<sup>256</sup> Hinsichtlich des „Ob“ einer Compliance-Pflicht ist der Vorstand gebunden, denn die Legalitätspflicht steht auch im Innenverhältnis zur Gesellschaft (Stichwort „nützliche Rechtsverstöße“) über dem Unternehmensinteresse und damit nicht zur Disposition.<sup>257</sup> Aus der Verpflichtung zur Rechtstreue folgt auch, dass

252 *Bicker*, AG 2014, 8; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 50; *Grigoleit/Tomasic*, in: Grigoleit - AktG, § 93 Rn 9, 23; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 93 Rn. 6; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 403 jeweils m.w.N.

253 *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 65; *Grigoleit/Tomasic*, in: Grigoleit - AktG, § 93 Rn 9, 23; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 93 Rn. 6; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 404 jeweils m.w.N.

254 *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 405 f.; *Harbarth*, ZHR 179 (2015), 136, 147.

255 *Bachmann*, in: FS Hopt 2020, S. 17, 18; *Faust*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 109 Rn. 1; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 62; *Hoffmann/Schieffer*, NZG 2017, 401, 402; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 93 Rn. 6c; *Krämer/Gillessen*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung, § 32 Rn. 32.95 ff.; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 22; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 22 Rn. 590.

256 *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 22.

257 BGH, NJW 2010, 3458, 3460 Rn. 29; BGH, NJW 2011, 88, 92 Rn. 37; *Bachmann*, WM 2015, 105, 107; *Bayer*, in: FS K. Schmidt 2009, S. 85, 90 f.; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 52; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 93 Rn. 71; *Reichert*, in: FS Hoffmann-Becking 2013, S. 943, 945; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 405; zu den seltenen Ausnahmekonstellationen *Bicker*, AG

rechtskonformes Handeln nicht bei Nachteilen oder Verlust kurzfristiger Geschäftschancen für die Gesellschaft endet.<sup>258</sup>

Bei der Frage des „Wie“ der Legalitätskontrollpflicht – also der Ausgestaltung des Compliance System im Einzelnen – steht dem Vorstand ein Organisationsermessen im Sinne der Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG entsprechend unternehmerischen Entscheidungen zu.<sup>259</sup> Die überwiegende Ansicht folgt trotz Herleitung der Legalitätskontrollpflicht aus der Legalitätspflicht, dass der Vorstand aufgrund des Verhältnismäßigkeitsprinzips keine Legalitätskontrolle um jeden Preis schuldet.<sup>260</sup> Notwendig ist nur, was erforderlich und zumutbar ist.<sup>261</sup> Faktoren für den Umfang der Legalitätskontrolle sind Art, Größe und Organisation des Unternehmens, die zu beachtenden Vorschriften, die geografische Präsenz wie auch die Verdachtsfälle aus der Vergangenheit.<sup>262</sup>

### 3. Schnittstellen von Compliance und Ad-hoc-Publizität

#### a) Die Bezugspunkte von Compliance und Ad-hoc-Publizität

Compliance und Ad-hoc-Publizität haben grundsätzlich zwei Bezugspunkte miteinander. Anknüpfungspunkt für Compliance in Verbindung mit der Ad-hoc-Publizität ist zunächst die Pflicht zur Veröffentlichung von Gesetzes- oder Regelverstößen, denen die Qualität einer Insiderinformation zukommt. Zweitens geht es um die Pflicht zur gesetzeskonformen Anwendung der Regeln der Ad-hoc-Publizität selbst. Dabei reiht sich die Ad-hoc-

---

2014, 8, 9 ff; a.A. etwa *Paefgen*, WM 2016, 433, 437; *Wagner*, ZGR 45 (2016), 112, 138 jeweils m.w.N.

258 *Reichert*, in: FS Hoffmann-Becking 2013, S. 943, 947.

259 *Bachmann*, WM 2015, 105, 107; *Bachmann*, ZHR 180 (2016), 563, 572; *Bürkle*, BB 2018, 525, 526; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 93 Rn. 6c; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 22 Rn. 592; *Ott*, ZGR 2017, 166 f.; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 91 Rn. 67; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 415; *Wilhelmi*, in: Popp/Rengier (Hrsg.), Die Antworten des Rechts auf Krisen in Deutschland, Japan und Korea aus rechtsvergleichender Sicht, 2019, S. 146, 155.

260 *Bachmann*, ZHR 180 (2016), 563, 566 ff., 572; *Bürkle*, BB 2018, 525, 526; *HarbARTH*, ZHR 179 (2015), 136, 148; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 76 Rn. 14; *Reichert*, in: FS Hoffmann-Becking 2013, S. 943, 951; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 411; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 406 f.

261 *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 72; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1289; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 406 f.

262 LG München I, NZG 2014, 345, 347 (Siemens/Neubürger).

Publizitätspflicht in eine Vielzahl kapitalmarktrechtlicher Regelungen ein, deren Beachtung durch Emittenten als sog. „Kapitalmarkt-Compliance“ oder „Emittenten-Compliance“ bezeichnet wird.<sup>263</sup> Beide Punkte können letztlich auch kumulativ vorliegen, d.h. Gesetzesverstöße die nicht oder nicht richtig ad-hoc veröffentlicht werden.<sup>264</sup>

## b) Rechtsfolgen als Perspektive der Betrachtung

Gesellschaftsrechtlich liegt der Fokus der Diskussion von Compliance sicherlich auf dem Umfang, Ausgestaltung und Wirksamkeit des Compliance-Systems.<sup>265</sup> Anders als die Frage, wie Compliance ausgestaltet wird, ist aus kapitalmarktrechtlicher Sicht des zur Ad-hoc-Publizität verpflichteten Emittenten der Fokus aber auf die Folgen der Information „Compliance-Verstoß“ gerichtet. Wesentlich ist die Kursrelevanz eines Compliance-Sachverhaltes. Insiderinformationen können nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR nämlich nur präzise Informationen sein, die spezifisch genug sind und geeignet wären, den Kurs der Finanzinstrumente des Emittenten erheblich zu beeinflussen. Es muss eine Information sein, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde, Art. 7 Abs. 4 MAR.

Dabei wird die Problematik der Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Sachverhalten in der Literatur nicht nur rein auf die Verletzung von strafbewehrten Gesetzen bezogen erörtert. Vielmehr werden auch Begriffe wie unethisches Verhalten, Reputationsverlust, Corporate-Governance-Mangel oder Verfehlung genannt.<sup>266</sup> Dies geht mit der Diskussion einher, dass das Reputationsmanagement als eine die Compliance ergänzende Aufgabe immer mehr in den Fokus von Unternehmen gerät.<sup>267</sup> In der Folge führt

---

263 Vgl. *Lebberz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 91 ff.; *Racky/Fehn-Claus*, in: *Szesny/Kuthe* (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2. Kap. Rn. 24 ff.; *Wendel*, CCZ 2008, 41 ff.

264 Etwa LG Stuttgart, WM 2017, 1451 ff.; LG Stuttgart, ZBB 2020, 59 ff.

265 Statt aller *Harbarth*, ZHR 179 (2015), 136, 138; *Schulz*, BB 2018, 1283 ff.

266 Siehe etwa *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 406 f., 423 f.; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145 ff.; *Koch/Widder*, BB 2012, 2837, 2840; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 14; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, C. I. 2.; *Roth*, Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands, 2001, S. 120.

267 *Fleischer*, AG 2017, 509, 516; *Kleinfeld/Zubrod*, CB 2016, 133 ff.; *Seibt*, DB 2015, 171 ff.; *Walden*, NZG 2020, 50, 52; *Wilhelmi*, in: *Popp/Rengier* (Hrsg.), Die Antworten des Rechts auf Krisen in Deutschland, Japan und Korea aus rechtsvergleichender Sicht, 2019, S. 146, 148.

dies zu einer erweiterten Betrachtung von potenziell ad-hoc-pflichtigen Sachverhalten.

Daher sollen zunächst die auf den Aktienkurs gerichteten Merkmale der Kursrelevanz und Kursspezifität untersucht werden. Im Anschluss daran soll aufgezeigt werden, welche Sachverhalte aus dem Spektrum „Compliance“ tatsächlich Aktienkurse bewegen können, um hier eine geeignete Definition für Compliance zu finden.

c) Kursbeeinflussungspotential bzw. Kursrelevanz

Erwägungsgrund 18 MAR stellt klar, dass das Merkmal Kursbeeinflussungspotential, neben der Frage der präzisen Natur [einer] Information, eines von zwei wesentlichen Merkmalen des Begriffs Insiderinformation ist. Kursbeeinflussungspotential bedeutet nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR, dass die Informationen

*„geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente [...] erheblich zu beeinflussen“.*

Der Begriff soll hier mit dem Begriff Kursrelevanz synonym verwendet werden. Für Emittenten ist die Frage deshalb wesentlich, da sie sich über die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Compliance-Verstoßes schon keinerlei Gedanken machen müssen, wenn der Sachverhalt nicht geeignet ist, die Kurse von dessen Finanzinstrumenten erheblich zu beeinflussen.

Wann dies der Fall ist, konkretisiert Art. 7 Abs. 4 MAR. Demnach liegt eine solche Eignung vor, wenn

*„ein verständiger Anleger [sie] wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“.*

Dabei wird wiederum klar, dass diese Abgrenzung vom wenig konkreten Begriff des verständigen Anlegers und dem Grad der Wahrscheinlichkeit Schwierigkeiten aufweisen kann.

aa) Der verständige Anleger

Die Frage kreist also zunächst um die Figur des verständigen Anlegers, da er als Referenzperson für die Prognoseentscheidung herangezogen wird.

*Klöhn*<sup>268</sup> sieht hierin die Personifizierung des effizienten Marktes in der halbstrengen Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese, d.h. der verständige Anleger reagiert demnach wie der Markt (im Sinne der halbstrengen Kapitalmarkteffizienzhypothese) auf die fragliche Information. Solch ein kollektiver Ansatz ist jedoch abzulehnen. Die MAR definiert in Art. 7 Abs. 4 den verständigen Anleger im Singular von einer natürlichen Verhaltensweise her, anstatt etwa auf die Sichtweise „des Marktes“ oder „des Publikums“ abzustellen.<sup>269</sup> Einem genauen Anlegertyp wird der verständige Anleger jedoch nicht zugeordnet. In Erwägungsgrund 14 MAR heißt es, dass verständige Investoren<sup>270</sup> ihre Anlageentscheidungen auf Informationen stützen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (verfügbare ex-ante-Informationen). Weiter heißt es:

*„Eine solche Prüfung [ob der verständige Investor die Information berücksichtigen würde] sollte auch die voraussichtlichen Auswirkungen der Informationen in Betracht ziehen, insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen [...].“*

Der EuGH hat die Frage, wer der verständige Anleger ist, bislang nicht entschieden, sondern greift ebenso nur die diesen beschreibenden Erwägungsgründe auf.<sup>271</sup> Der BGH formulierte in seiner IKB-Entscheidung<sup>272</sup>, dass der verständige Anleger mit den Marktgegebenheiten vertraut und börsenkundig ist. Die BaFin<sup>273</sup> stellt auf einen durchschnittlich börsenkundigen Anleger ab, der seine Entscheidungen auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft. Ein besonderes Fachwissen sei zwar nicht erforderlich, „gleichwohl sollte der verständige Anleger mit den Usancen des

268 *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 271 ff.; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 371; zustimmend: *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 102 ff.; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 55; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 116; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 49 ff.

269 *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180, 203 f.

270 Die terminologische Differenzierung zwischen verständigem Investor und Anleger ist eine sprachliche Ungenauigkeit der deutschen Fassung. Sie hat mit Blick auf die anderen Sprachfassungen, die den einheitlichen Begriff des verständigen Investors verwenden, keine Bedeutung.

271 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 55 (Geltl/Daimler); EuGH, Urt. v. 11.3.2015, Az. C-628/13, Rn. 34 (Lafonta).

272 BGH, NZG 2012, 263, Rn. 41 (IKB).

273 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 18; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 11.



Wertpapierhandels und dem Unternehmensrecht in Grundzügen vertraut sein“. Andere sehen darin die homogene Anlegergruppe des homo oeconomicus, also den rational handelnden und Eigennutzen maximierenden Mensch.<sup>274</sup> Er handle nach dem Kriterium der Vernünftigkeit, also nicht spekulativ.<sup>275</sup> Etwas passiver beschreibt das LG München I, der verständige Anleger sei ein nicht spekulativ agierender Anleger, der das Finanzgeschehen täglich mitverfolge und daher für aktuelle Veränderungen empfänglich sei.<sup>276</sup>

All dies entspricht grundsätzlich einer wortlautgetreuen Auslegung des Merkmals „verständig“. Es ist jedoch im Sinn und Zweck der MAR, den verständigen Anleger kompetenter und professioneller zu denken, denn „je klüger, wachsamer und feinfühlicher“ der verständige Anleger gedacht wird, desto früher erkennt er die Wichtigkeit einer Information und kann zum Marktfunktionieren beitragen.<sup>277</sup> Im Einklang mit der Kapitalmarkteffizienzhypothese wird deswegen angenommen, dass der verständige Anleger Informationshändler sein muss, denn nur er ist rational informiert, an Informationen interessiert und trägt zum Marktfunktionieren bei.<sup>278</sup> Andere kritisieren den verständigen Anleger als eine „Kunstfigur“ die darüber hinwegtäusche, dass der Vorstand derjenige sei, der die Beurteilung vorzunehmen habe, ob eine veröffentlichungspflichtige Information vorliege.<sup>279</sup> Letztere Ansicht weist zu Recht auf die Gefahr des Rückschaufehlers hin, bei welchem man geneigt ist, ihn dem verständigen Anleger anzulasten. Dies in Verbindung mit dem Prinzip des geringsten Risikos führe dazu, dass durch den Vorstand eher zu früh vom Vorliegen einer Insiderinformation ausgegangen werde.<sup>280</sup> Das Abstellen auf einen objektiven und außenstehenden Dritten ist allerdings ein im Zivilrecht in allen Formen vorkommender Referenzmaßstab,<sup>281</sup> der zu flexiblen und gerechten ex-post-Einzelfallentscheidungen führt. Die dabei immer bestehende Rechtsunsicherheit ist als notwendiges Übel hinzunehmen.

---

274 *Stahl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 50 ff.

275 GA Mengozzi, ZIP 2012, 615, Rn. 71.

276 LG München I, Urt. v. 12.06.2009, Az.: 22 O 16205/08 Rn. 89 (zitiert nach *Juris*).

277 *Barnert*, Der eingebildete Dritte, 2008, S. 181 f.; ähnlich auch *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180, 195.

278 Etwa *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 95 f.

279 *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1084.

280 *Ders.*, NZG 2013, 1081, 1084.

281 *Barnert*, Der eingebildete Dritte, 2008, S. 1 ff.; *Fleischer*, in: Fuchs, WpHG, § 20a Rn. 26.

Einigkeit besteht im Ergebnis jedenfalls in einer rationalen, interessierten, fachlich informierten und nicht spekulativen Person, die eher sehr kompetent eingestuft werden muss. Alle weiteren Einordnungsversuche sind wenig hilfreich und führen nicht weiter. Letztlich bleibt eine Einzel-fallentscheidung, die sich zwischen effizienter Marktpublizität, Anlegergleichstellung, Verhinderung eines ungerechtfertigten Sondervorteils und generalpräventiven Erwägungen einpendeln wird.<sup>282</sup>

bb) Die Theorie des Handlungsanreizes

Gemäß Art. 7 Abs. 4 MAR muss der verständige Anleger die Information „wahrscheinlich“ als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen. Die herrschende Ansicht folgt hier der „Theorie des Handlungsanreizes“. Wahrscheinlich bedeutet demnach, dass beim verständigen Anleger ein Kauf- oder Verkaufsanreiz hervorgerufen wird und das Geschäft ex-ante lohnend erscheint.<sup>283</sup>

Der BGH interpretiert dies in der IKB-Entscheidung soweit, dass der verständige Anleger auch irrationale Verhaltensweisen anderer Marktteilnehmer berücksichtigt.<sup>284</sup> Dem ist zuzustimmen, wenn man die Norm vom Telos der MAR her, informationelle Chancengleichheit aller Anleger herzustellen und ungerechtfertigte Sondervorteile zu verhindern, auslegt.<sup>285</sup> Wer im verständigen Anleger jedoch die Personifizierung des effizienten Marktes sieht, muss dies ablehnen, denn dieser Markt handelt schließlich rational. Die Veröffentlichung von Informationen, die bei rationalem Verhalten aller Anleger nicht fundamentalwertrelevant wäre, wäre unter dieser Prämisse nur die Veröffentlichung von der Kapitalmarkteffizienz

---

282 *Langenbucher*, AG 2016, 417, 422; *Bachmann*, ZHR 172 (2008), 597, 606 f.

283 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 12; *Dreyling/Schäfer*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2001, Rn. 81; *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 775; *Klöbn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 211 ff.; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 121 ff.; *Kocher*, WM 2013, 1305, 1306; *Kumpan/Misterec*, ZHR 184 (2020), 180, 216; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 13.129; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 190; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 161; *Seibt*, BB 2019, 2563, 2569; *Ritz*, in: JVRB WpHG, § 13 Rn. 131 ff.; *Teigelack*, BB 2016, 1604, 1606.

284 BGH, NZG 2012, 263, Rn. 45 (IKB); *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 142a; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 269.

285 Ebenso *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 83; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 163.

schadendem „noise“<sup>286</sup> und könne gar den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen.<sup>287</sup>

Die Ansicht ist von ihrem Ausgangspunkt richtig, andererseits, wäre der Markt wirklich effizient im Sinne der Kapitalmarkteffizienzhypothese, würden solche, durch Ad-hoc-Publizität ausgelösten irrationalen Reaktionen, den Kurs höchstens kurzfristig beeinflussen, denn jedenfalls würde eine dadurch ausgelöste Entfernung vom Fundamentalwert auch für die Informationshändler eine willkommene Arbitragemöglichkeit bieten, würde diese folglich anziehen und damit langfristig gesehen durch mehr Informationshändler zu mehr Kapitalmarkteffizienz führen.<sup>288</sup>

Vorzugswürdig ist daher eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auch für Informationen, die zwar nicht bei unterstelltem rationalem Verhalten aller Anleger, aber faktisch geeignet sind, die Kurse von Finanzinstrumenten des Emittenten zu beeinflussen. Irrationale Verhaltensweisen anderer können bei einem rational Handelnden einen Handlungsanreiz hervorrufen, wenn sie typischerweise kursrelevant sind.<sup>289</sup> Wer aufgrund einer nicht öffentlich bekannten Information eine Gewinnmöglichkeit realisieren kann, wird den Vorwurf eines ungerechtfertigten Sondervorteils hervorrufen, auch wenn die Gewinnmöglichkeit bei unterstellt rationalem Verhalten aller Anleger unterblieben wäre. Weiß ein Anleger über einen Compliance-Verstoß beim Emittenten und trifft er daraufhin seine Handelsentscheidung, da er davon ausgeht, dass der Markt auf die Information reagiert, wenn sie öffentlich bekannt würde, so kann dies geeignet sein, das Vertrauen der Anleger in den Markt zu erschüttern, selbst wenn die Information bei rationalem Verhalten aller, eigentlich keine Kursauswirkungen haben dürfte. Ebenso kann es nicht auf Grenzwerte oder Prozentsätze ankommen, um zu bestimmen, wann die Information erheblich ist, denn dieser Sondervorteil wird auch dann hervorgerufen, wenn der erzielbare

---

286 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 48; ebenso: *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 276 ff.; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 116.

287 So jedenfalls *Kumpan/MistereK*, ZHR 184 (2020), 180, 208.

288 Insoweit treffend *Black*, *The Journal of Finance* 41 (1986), 529, 532 "As the amount of noise trading increases, it will become more profitable for people to trade on information, but only because the prices have more noise in them. [...] What's needed for a liquid market causes prices to be less efficient."

289 Vgl. die Zusammenfassung bei *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, 843 f. sowie 847, dass es rational sein kann, auf Gerüchte zu reagieren; *Langenbacher*, AG 2016, 417, 420.

Gewinn nicht besonders hoch, er aber einen Handlungsanreiz setzt, weil der Gewinn hinreichend sicher ist.<sup>290</sup>

cc) Zwischenergebnis

Entscheidend für die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität eines Compliance-Sachverhalts ist dessen Kursrelevanz, welche sich aus dem nur im Einzelfall zu bestimmendem Leitbild des eher sehr kompetent zu denkenden verständigen Anlegers und der Theorie des Handlungsanreizes ermitteln lässt. Dabei sind auch irrationale Verhaltensweisen anderer Marktteilnehmer zu berücksichtigen, solange sie tatsächlich Marktpreise bewegen können.

d) Kursspezifität

Neben der Kursrelevanz müssen Informationen, um präzise Information zu sein, zusätzlich spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die möglichen Auswirkungen auf die Kurse von Finanzinstrumenten zuzulassen (= Kursspezifität), Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR. Systematisch ist die Kursspezifität Teil des Tatbestandsmerkmals der präzisen Information. Bezugspunkt ist allerdings wie beim Kursbeeinflussungspotential der Kurs des Finanzinstruments. Als eigenes Tatbestandsmerkmal muss sich die Kursspezifität daher vom Merkmal des Kursbeeinflussungspotentials abgrenzen, da ihr sonst keine Bedeutung zukommt.

Der Kursspezifität kommt dabei lediglich eine „Evidenzkontrolle“<sup>291</sup> zu, offensichtlich irrelevante Informationen bereits im Vorfeld auszuklamern, ohne diese dann noch auf ihre Kursrelevanz hin prüfen zu müssen.<sup>292</sup> Der Bezug auf den Kurs ist bei der Kursspezifität deutlich vager formuliert (konkret: *Schluss* auf mögliche Auswirkungen auf Kurse), als beim Kursbeeinflussungspotential (*Eignung*, Kurse erheblich bzw. spürbar

---

290 *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 163 f.; ähnlich *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 83; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 13.130; kritisch, aber im Ergebnis gleich *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 215.

291 *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 82; *Poelzig/Strobel*, Jura 2020, 1082, 1085.

292 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 7 MAR Rn. 13; *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 82; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 28; *Ritz*, in: JVRB WpHG, § 13 Rn. 40; implizit auch *Harbarth*, ZIP 2005, 1898 ff.

zu beeinflussen). Ein Schluss auf Auswirkungen ist unsicherer als eine Eignung, Kurse erheblich zu beeinflussen. Mögliche Auswirkungen auf Kurse sind unsicherer als eine erhebliche oder spürbare Beeinflussung. Kursspezifität ist also nur eine Vorstufe des Kursbeeinflussungspotentials. Umgekehrt ist eine kursrelevante Information immer auch kursspezifisch, denn wenn sie kursrelevant ist, hat sie die Vorstufe der Kursspezifität bereits überschritten, denn dann lässt die Information ja gerade Schlussfolgerungen auf den Kurs zu.<sup>293</sup>

So geht auch der BGH in seinem *Geltl/Daimler*-Beschluss vor. Dort betont er, dass der Kursspezifität gerade bei gestreckten Geschehensabläufen besondere Bedeutung zukommt. Konkret beurteilt er die Überlegungen des vorzeitigen Ausscheidens aus dem Amt, die Schrepp zunächst für sich gefasst und dann seiner Frau mitgeteilt hat, als Überlegungen, die „nicht über den engen persönlichen Bereich hinausgelangt [sind und denen damit] kein präziser Informationsgehalt zukommt“.<sup>294</sup> Im Gegensatz zu dem später stattfindenden ersten Gespräch zwischen Schrepp und dem Aufsichtsratsvorsitzenden Kopper liege hier schon mangels Kursspezifität keine Insiderinformation vor, weswegen er die Frage, ob hier eine Insiderinformation vorliegt, als Rechtsfrage selbst entschied. Entscheidend, so der EuGH in seinem späteren *Lafonta* Urteil ist, dass eine Information nur spezifisch ist, wenn sie eine Schlussfolgerung für die möglichen Auswirkungen (und zwar egal in welche Richtung) auf den Kurs des Finanzinstruments zulässt.<sup>295</sup>

#### 4. Auswirkung von Compliance-Verstößen auf den Aktienkurs

Damit stellt sich nun die Frage, welche Informationen aus dem Bereich der Compliance-Sachverhalte als kursrelevant anzusehen sind, weil sie in der Regel tatsächlich geeignet sind Kurse zu bewegen, oder bereits als nicht kursspezifisch vorab aus der insiderrechtlichen Prüfung ausscheiden. Dieses Ergebnis soll eine genauere Definition von Compliance in Bezug zur Ad-hoc-Publizität bringen.

---

293 *Gellings*, Der gestreckte Geschehensablauf im Insiderrecht, 2015, S. 91; *Ritz*, in: *JVRB WpHG*, § 13 Rn. 40; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 40.

294 BGH, NZG 2013, 708, Rn. 19 (*Geltl/Daimler*).

295 EuGH, Urt. v. 11.3.2015, Az. C-628/13, Rn. 31 (*Lafonta*).

a) Rechtskosten

Zunächst wirken sich monetäre Sanktionen wie Bußgelder und Schadensersatzzahlungen und die damit zusammenhängenden Kosten für eine rechtliche Aufarbeitung und Verteidigung negativ auf den Unternehmenswert aus. Die BaFin nennt in ihrem Emittentenleitfaden aus dem Spektrum der Compliance-Verstöße außergewöhnliche Schadensfälle, verursacht durch Unterschlagungen sowie Erträge und Aufwendungen aufgrund des Ausgangs eines für das Unternehmen existentiellen Prozesses,<sup>296</sup> Verdacht auf Bilanzmanipulation und Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschlussstats durch den Wirtschaftsprüfer, maßgebliche Umweltschadensfälle und erhebliche außerordentliche Aufwendungen nach Aufdeckung krimineller Machenschaften.<sup>297</sup> Die bloße Aufnahme von strafrechtlichen Ermittlungen oder verwaltungsrechtlichen Untersuchungen an sich vermag allerdings nur in besonderen Fällen eine Insiderinformation zu begründen, so die BaFin nunmehr.<sup>298</sup> Entscheidend ist letztlich, welche rechtlichen und finanziellen Konsequenzen sich aus dem Rechtsverstoß ergeben.<sup>299</sup> Insbesondere kleinere und fahrlässig begangene Ordnungswidrigkeiten, welche auf die finanzielle Ertragslage des Emittenten keine Auswirkung haben, dürften schon nicht kursspezifisch sein.

Höhere Bußgelder, Schadensersatzzahlungen oder auch Kosten für Rückrufaktionen sind dabei mehr oder weniger berechenbar und ihre Auswirkung auf den Unternehmenswert und damit letztlich den Aktienkurs kalkulierbar. Dabei können sich Emittenten etwa an bisherigen Sanktionen vergleichbarer Fälle und deren Auswirkung orientieren. Auch die Frage der Kursrelevanz von Rechtskosten unterliegt aber einer nicht immer leicht durchzuführenden Prognose. So wurden bei der Volkswagen AG bereits im Jahr 2015 allein für Rechtsrisiken aus dem Dieselskandal (d.h. Straf- und Verwaltungsverfahren, produktbezogene Klagen und Anle-

---

296 BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 58; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 18.

297 BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 53; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 22.

298 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 45; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20.

299 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 29; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20; *Habersack*, AG 2020, 697, 702.

gerklagen) Rückstellungen von 7 Mrd. Euro gebildet.<sup>300</sup> Dass aber auch dies nur extrem grobe und mit Unsicherheit behaftete Einschätzungen sein können zeigt, dass sich bald 5 Jahre nach dem Bekanntwerden die Rechtskosten bereits auf 30 Mrd. Euro summiert haben sollen.<sup>301</sup>

## b) Reputationsschäden

In der juristischen Literatur wird bei den Folgen von Compliance-Verstößen des Unternehmens, neben direkt messbaren monetären Folgen, immer mehr die Schädigung der Unternehmensreputation betont.<sup>302</sup> Anders als Rechtskosten ist sie immaterieller Vermögenswert und daher schwerer messbar.<sup>303</sup> Gleichzeitig hat die Unternehmensreputation maßgeblich Einfluss auf die Einnahmen der Gesellschaft und macht einen Großteil des Unternehmenswertes aus, weswegen sie für Unternehmen von herausragender Bedeutung ist.<sup>304</sup> Den Ergebnissen der Reputationsforschung zufolge hat die Reputation den größten Einfluss auf den Aktienkurs des Emittenten bei Rechtsverstößen. Es verwundert daher nicht, dass mittlerweile auch die BaFin darauf eingeht, dass nicht nur Folgen aus Gerichts- und Verwaltungsverfahren wie Bußgelder und Geldstrafen, sondern auch die daraus resultierenden Reputationsschäden kursbeeinflussend sein können.<sup>305</sup> Daher soll hier zunächst näher auf Reputationsmechanismen bei Compliance-Verstößen eingegangen werden.

---

300 Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2015 – Die Abgasthematik, 05.07.2017 (<https://geschaeftsbericht2015.volkswagenag.com/konzernlagebericht/die-abgasthematik.html>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

301 <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/volkswagen-kanada-will-136-millionen-euro-wegen-dieselskandal-a-10b3e036-ef61-4b27-bbb6-c2cdfca716b0> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

302 Vgl. etwa *Glöckner*, JuS 2017, 905, 909; *Hoffmann/Schieffer*, NZG 2017, 401 ff.; *Klöhn/Schmolke*, NZG 2015, 689 ff.; *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 ff.; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409 ff.; *Seibt*, DB 2015, 171 ff.

303 Näher dazu *Eberl/Schwaiger*, European Journal of Marketing 39 (2005), 838, 841 ff.

304 *Vetter*, ZGR 2018, 338, 343.

305 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 29; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20.

## aa) Reputationswert und Aktienkurs

Die Auswirkung von Reputation auf den Aktienkurs zeigt eine Studie von *Karpoff/Lee/Martin*.<sup>306</sup> Dabei untersuchten diese 585 von der US-amerikanischen Börsenaufsicht SEC verfolgte Verfahren gegen Emittenten wegen Verstößen gegen Rechnungslegungsvorschriften zwischen 1978 und 2002. Dabei stellten sie einen durchschnittlichen Kursverlust von 38 % fest, nachdem öffentlich bekannt wurde, dass die jeweiligen Unternehmen „ihre Bücher frisiert“ hatten. Abzüglich der Anpassung an die nunmehr richtige Darstellung der finanziellen Situation des Unternehmens und abzüglich der erwarteten Kosten juristischer Auseinandersetzung wie Bußgelder und Schadensersatzklagen, führen sie den größten Anteil im Kursverlust – nämlich 66,6 % – auf dem Verlust der Reputation zurück. Der Reputationsverlust übersteigt in ihren Berechnungen die gesetzliche Strafe um das 7,5-fache und übersteigt den Betrag, um den der Unternehmenswert künstlich aufgebläht wurde, um das 2,5-fache. Eine neuere Studie aus Großbritannien von *Armour/Mayer/Polo*<sup>307</sup> scheint diese früheren Ergebnisse zu bestätigen. In ihrem Ergebnis stellten sie fest, dass der Reputationschaden die Höhe der Bußgelder um fast das Neunfache überstieg.

Die Messungen des Reputationsverlust basieren überwiegend auf dem „residual approach“.<sup>308</sup> Dabei wird der Börsenwert vor und nach der Veröffentlichung des Fehlverhaltens betrachtet und die erwarteten Bußgelder und Schadensersatzzahlungen abgezogen. Bei Falschdarstellungen wird zudem der „readjustment effect“, berücksichtigt. Dies ist die Anpassung des Marktes an die nunmehr richtigen Finanzdaten; bei Kartellverstößen, der eingepreiste und vom Markt antizipierte Verlust der durch kartellrechtliches Fehlverhalten erzeugten Profite.<sup>309</sup>

---

306 *Karpoff/Lee/Martin*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43 (2008), 581 ff.; dazu *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 868 ff.

307 *Armour/Mayer/Polo*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52 (2017), 1429 ff.; dazu *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 869.

308 Dazu im Folgenden *Armour/Mayer/Polo*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52 (2017), 1429, 1438; *Karpoff/Lee/Martin*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43 (2008), 581, 598.

309 *Van den Broek/Kemp/Verschoor u.a.*, *Journal of Competition Law and Economics* 8 (2012), 231, 240 f.



bb) Einzelne reputationsbedingte Faktoren für die Kursbeeinflussung bei Compliance-Sachverhalten

Die reputationsbedingte Auswirkung von Rechtsverstößen auf den Aktienkurs lassen sich allerdings nicht pauschal und immer sicher bestimmen. Faktoren für die Kursbeeinflussung sind insbesondere, in welcher Branche das Unternehmen tätig ist, in welchem Rechts- oder Unternehmensbereich die Ursache des Reputationsverlustes liegt und, wohl am stärksten, inwiefern sich das Reputationsproblem auf die Finanzverfassung des Emittenten auswirkt.<sup>310</sup> So konnten bei Verstößen gegen andere als Vorschriften der Finanzberichterstattung nicht immer eindeutig messbare Auswirkungen auf den Aktienkurs festgestellt werden.<sup>311</sup> Jedenfalls bei kartellrechtlich relevanten Preisabsprachen soll der Reputationsschaden – auch aufgrund steigender Bedeutung und öffentlicher Wahrnehmbarkeit des Wettbewerbsrechts – empirisch mittlerweile belegbar sein.<sup>312</sup> Allerdings wirkt sich der „readjustment effect“ bei Kartellverstößen höher aus als der Reputationsverlust.<sup>313</sup>

Eindeutiger ist hingegen empirisch nachgewiesen, dass die Auswirkungen eines Fehlverhaltens höher sind, wenn sich dieses gegen „related parties“ insbesondere Kunden, Lieferanten oder Investoren statt „third parties“ wie Wettbewerber oder die Allgemeinheit richtet.<sup>314</sup> Die deutlichsten Auswirkungen bei „related parties“ zeigen dabei Ausnutzung von Informationsasymmetrien, Betrug oder Bestechung ggü. Vertragspartnern bzw. Kunden.<sup>315</sup> Unter der Schädigung von third parties werden z.B. Verlet-

---

310 *Nietsch*, ZHR 180 (2016), 733, 761 f.

311 *Karpoff*, in: Barnett/Pollock (Hrsg.), *The Oxford handbook of corporate reputation*, 2012, S. 361, 370 ff. mit Tabelle S. 379 ff.

312 *Van den Broek/Kemp/Verschoor u.a.*, *Journal of Competition Law and Economics* 8 (2012), 231, 236; differenzierend noch *Alexander*, *The Journal of Law and Economics* 42 (1999), 489, 499.

313 *Aguzzoni/Langus/Motta*, *The Journal of Industrial Economics* 61 (2013), 290 ff.; *van den Broek/Kemp/Verschoor u.a.*, *Journal of Competition Law and Economics* 8 (2012), 231, 231, 233; *Günster/van Dijk*, *International Review of Law and Economics* 46 (2016), 20, 31.

314 *Alexander*, *The Journal of Law and Economics* 42 (1999), 489 ff.; *Murphy/Shrievés/Tibbs*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (2009), 55; *Armour/Mayer/Polo*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52 (2017), 1429 ff.; *Klöhn/Schmolke*, NZG 2015, 689, 693.

315 *Alexander*, *The Journal of Law and Economics* 42 (1999), 489, 498.

zung gegen Exportbestimmungen oder Umweltschäden gesehen.<sup>316</sup> Eine letzte zwischen related und third parties liegende, schwieriger zu beurteilende Kategorie sind z.B. Verstöße gegen Sicherheitsbestimmungen, denn Verstöße gegen Sicherheitsbestimmungen können staatliche Sanktionen hervorrufen, daneben muss aber nicht zwingend die Schädigung von Verbrauchern oder Mitarbeitern stehen.<sup>317</sup>

### c) Die Überschneidung von Compliance mit Integrität

Nicht jeder Rechtsverstoß hat negative Auswirkungen auf die Unternehmensreputation und nicht jedes reputationsbeeinträchtigende Verhalten hat Auswirkungen auf den Aktienkurs.<sup>318</sup> Ferner ist darauf hinzuweisen, dass nicht zwangsläufig jede Beeinträchtigung der Reputation ihre Ursache in einem Rechtsverstoß haben muss.<sup>319</sup> Immer mehr spielen aber ethische oder moralische Fragen im Gesellschaftsrecht eine Rolle.<sup>320</sup> Dies führt dazu, dass die Abstände zwischen Legalitätskontrolle und Integritätskontrolle immer geringer werden.<sup>321</sup> Die schwierige Grenzziehung zwischen Legalität und Legitimität zeigt sich am – auch für das Aktien- und Kapitalmarktrecht – immer bedeutsamer werden Begriff der Corporate Social Responsibility.<sup>322</sup> Hierbei handelt es sich um ein als „soft law“ ausgestalteter Bereich, der Compliance – verstanden als Einhaltung von Gesetzen und Regeln – nur als Minimum unternehmerischer Verantwortung sieht.<sup>323</sup> Unternehmen sollen – so die EU-Kommission – in ihrer Verantwortung der Gesellschaft gegenüber soziale, ökologische, wirtschaftsethische, Menschenrechts- und Verbraucherbelange in ihre Betriebsführung

---

316 Alexander, *The Journal of Law and Economics* 42 (1999), 489, 499 ff.; Klöhn/Schmolke, ZGR 2016, 866, 872.

317 Alexander, *The Journal of Law and Economics* 42 (1999), 489, 498 f.

318 Siehe hierzu etwa die Differenzierung zwischen Reputations- und Reputationsvermögensschaden bei Klöhn/Schmolke, ZGR 2016, 866, 871 f.; Klöhn/Schmolke, NZG 2015, 689, 692 f.

319 Siehe etwa: Klöhn/Schmolke, ZGR 2016, 866, 868 ff.; Seibt, DB 2015, 171.

320 Fleischer, DB 2017, 2015 ff.; Nietsch, ZHR 180 (2016), 733, 760; Seibt, DB 2015, 171; Schulz, BB 2017, 1475, 1477; Beisheim, in: Schulz (Hrsg.), *Compliance-Management im Unternehmen*, 15. Kapitel Rn. 6.

321 Schulz, BB 2017, 1475, 1482; Vetter, ZGR 2018, 338, 359.

322 Vgl. Fleischer, in: *Symposium Corporate Social Responsibility 2018*, S. 1 ff.; Velte, NZG 2021, 3 ff.

323 Spießhofer, in: Hauschka/Moosmayer/Lösler (Hrsg.), *Corporate Compliance*, 2016, § 11 Rn. 5; Spießhofer, NZG 2018, 441, 442.

übernehmen.<sup>324</sup> Bedeutung erlangte dabei die sog. CSR-Richtlinie und deren Umsetzung in Deutschland.<sup>325</sup> Auch der DCGK fordert nunmehr in seiner Präambel von Vorstand und Aufsichtsrat „nicht nur Legalität, sondern auch ethisch fundiertes, eigenverantwortliches Verhalten (Leitbild des Ehrbaren Kaufmanns)“<sup>326</sup>. Und zuletzt geben sich Emittenten mit sog. „Codes of Conduct“ oder „Codes of Ethics“ selbst interne Vorgaben zu ehrlichem, moralischem und fairem Verhalten.<sup>327</sup>

Der bekannteste Compliance Sachverhalt aus dem Bereich „third party damages“ der letzten Jahre war die Explosion der Ölbohrplattform „Deepwater Horizon“ am 20.4.2010. Nach dem Unfall folgte ein Rückgang der BP-Aktie bis zum 25.6.2010 um über 40 %, <sup>328</sup> Der Fall ist ein Beleg für die Kursrelevanz solcher „third party damages“ wie Umweltschäden. Einschränkend muss allerdings gesagt werden, dass sich der Aktienkurs erst ab dem siebten Tag nach dem Unfall deutlich ins Minus veränderte.<sup>329</sup> Am Tag der Explosion sei „die später entstehende Ölpest sowie die Schwierigkeiten des Unternehmens, Herr der Lage zu werden, [...] da noch nicht absehbar gewesen“<sup>330</sup>. Dies spricht wiederum dafür, dass letztlich mehr das sich abzeichnende Risiko von immensen Bußgeld- und Schadensersatzzahlungen und damit die Auswirkung auf die Finanzverfassung, als die Beeinträchtigung der Umwelt und damit ein Reputationsschaden für die Kursbeeinflussung ausschlaggebend waren.

Ob Umweltschäden künftig aber wesentlich weniger Auswirkungen auf den Aktienkurs haben können, ist spätestens seit der Bewegung „Fridays for Future“ fraglicher geworden. Hier hat der Fall der Siemens AG und

---

324 Eine neue EU-Strategie (2011–14) für die soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR), KOM(2011) 681, S 7.

325 Richtlinie 2014/95/EU sowie Umsetzungsgesetz v. 11.4.2017, BGBl. I, 802.

326 Kritisch dazu *Fleischer*, DB 2017, 2015, 2016 f.

327 Siehe Allianz SE, Verhaltenskodizes ([https://www.allianz.com/content/dam/onenmarketing/azcom/Allianz\\_com/about-us/strategy-values/compliance/code-of-conduct/de-Verhaltenskodex-Allianz-SE-210428.pdf](https://www.allianz.com/content/dam/onenmarketing/azcom/Allianz_com/about-us/strategy-values/compliance/code-of-conduct/de-Verhaltenskodex-Allianz-SE-210428.pdf)) (zuletzt geprüft am 28.11.2021); dazu auch *Vetter*, ZGR 2018, 338, 359.

328 *Heinzelmann*, Wetten auf den Untergang, 21.06.2010 (<https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/bp-aktien-absturz-nach-oelkatastrophe-wetten-auf-den-unt-ergang-1.956669>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021); vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: GB0007980591, unter <https://www.finanzen.net/historische-kurse/bp> vom 20.04.2010 bis 25.06.2010.

329 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: GB0007980591, unter <https://www.finanzen.net/historische-kurse/bp> um den 20.04.2010.

330 *Kaiser/Schürmann*, VW-Kurssturz im Vergleich, 02.10.2015 (<https://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/vw-aktie-im-kurssturz-so-hat-die-boerse-auf-andere-skandale-reagiert-a-1054788-4.html>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

deren geplante Lieferung von Signaltechnik für Schienen zu einem Braunkohlewerk in Australien für Aufmerksamkeit gesorgt.<sup>331</sup> Teilweise hatten Umweltaktivisten vor Siemens Standorten demonstriert. Das Management sah sich zu einer außerordentlichen Vorstandssitzung und öffentlichen Stellungnahmen gezwungen. Auch hier war jedoch keine auffällige Kursbewegung oder gesteigertes Handelsvolumen erkennbar.<sup>332</sup>

Als letztes Beispiel für moralisch fragwürdiges und reputationsbeeinträchtigendes Verhalten dient auch die Volkswagen AG. Anfang 2018 wurde öffentlich bekannt, dass bei einer von u.a. ihr finanzierten Studie zum Beweis der „Sauberkeit“ von Dieselabgasen, Tierversuche an Affen in den USA durchgeführt wurden.<sup>333</sup> Es folgte eine breite mediale Berichterstattung und öffentliche Empörung. „Zehn Affen stundenlang mutwillig Autoabgase einatmen zu lassen, um zu beweisen, dass die Schadstoffbelastung angeblich abgenommen habe, ist widerlich und absurd“, äußerte sich damals Stephan Weil, Ministerpräsident des Landes Niedersachsen, welches zugleich Großaktionär der Volkswagen AG ist. Es folgte eine öffentliche Entschuldigung seitens Volkswagen. Die Kurse und das Handelsvolumen der Volkswagen Vorzugsaktie änderten sich um das Datum der medialen Veröffentlichung der Information jedoch nicht auffällig.<sup>334</sup>

Zunächst ist zu unterstellen, dass die Tierversuche in den USA legal waren. Ferner ist die Einordnung in den Gesamtkontext entscheidend. Sicherlich hätte der Fall weniger für mediales Aufsehen gesorgt, wäre er nicht im Rahmen des Diesel-Skandals einzuordnen gewesen. Insofern war dadurch schon eine gewisse Sensibilisierung gegeben. Andererseits war der Fall durch diese Sensibilisierung möglicherweise schon nicht mehr geeignet, den Aktienkurs zu beeinträchtigen.

---

331 [www.zeit.de/wirtschaft/2020-01/umweltschuetzer-australien-empoerung-siemens-s-kohlebergwerk](http://www.zeit.de/wirtschaft/2020-01/umweltschuetzer-australien-empoerung-siemens-s-kohlebergwerk) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

332 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007236101, unter <https://www.finanzen.net/historische-kurse/siemens> zwischen dem 3.1.2020 und 17.01.2020.

333 Dazu im Folgenden Handelsblatt Online, Affen im VW-Abgastest: „Clean Diesel“-Kampagne mit Tierversuchen, 27.01.2018 (<https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/affen-im-vw-abgastest-clean-diesel-kampagne-mit-tierversuchen/20899166.html?ticket=ST-2293977-wLYiamK1BdgGZlakD1gw-ap6>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

334 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter [https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen\\_vz](https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz) zwischen 26.01 und 29.01.2018.

d) Ergebnis für die hier verstandene Definition von Compliance

Im Ergebnis ist daher festzuhalten, dass Compliance zwar mehr und mehr nicht nur eine Frage der Legalität, sondern der Legitimität ist und damit das Reputationsmanagement mehr und mehr Teil der Compliance ist. Für die Beantwortung des Einflusses von ethischem und moralischem Fehlverhalten auf den Aktienkurs eines Emittenten scheint die Diskussion dagegen noch zu früh. Solche Sachverhalte sind in der Regel nicht kursspezifisch, jedenfalls aber nicht kursrelevant. Soweit es bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht daher nicht nur um die richtige Anwendung der Ad-hoc-Pflicht selbst geht, sondern um die ad-hoc-Veröffentlichung von Rechts- und Regelverstößen, muss Compliance als die Einhaltung erheblich straf- bzw. bußgeldbewehrter Gesetze durch den Vorstand bzw. das Unternehmen und seiner Angehörigen verstanden werden. Die Einhaltung interner Standards und Richtlinien fällt ebenso wenig darunter wie rein reputations-schädigendes, aber legales Verhalten.

## II. Compliance-Sachverhalte als mehrstufige Entscheidungsprozesse

Im Folgenden soll nunmehr der typische Ablauf von Compliance-Sachverhalten untersucht und mit der Konstellation *Geltl/Daimler* verglichen werden. Dabei stellt sich die Frage, ob Compliance-Sachverhalte mehrstufige Entscheidungsprozesse sind und sich entsprechend der Folgerung aus *Geltl/Daimler* auch hier eine frühzeitigere Verschiebung des insiderrechtlichen Geschehensablaufs hin zum Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR zeigt, oder ob eine Lösungsmöglichkeit im Tatbestand des Art. 7 MAR zu finden ist.

### 1. Vergleichbarkeit von Compliance-Verstößen mit *Geltl/Daimler*

Bei *Geltl/Daimler* stand der Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden Schrepp als zentrales Ereignis am Ende des insiderrechtlich zu beurteilenden Geschehensablaufs. Etwa 42 Minuten nach dem Beschluss des Aufsichtsrats über den Personalwechsel wurde eine entsprechende Nachricht in der Meldungsdatenbank der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität veröffentlicht.<sup>335</sup> Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinfor-

---

335 BGH, NZG 2013, 708, 709 (*Geltl/Daimler*).

mationen war damit beendet. Es handelte sich um einen mehrstufigen Entscheidungsprozess, bei dem die Ad-hoc-Mitteilung zugleich das Endergebnis darstellte.

Der Compliance-Verstoß steht – jedenfalls für Außenstehende – in vielen Fällen erst als das zentrale Ereignis, quasi als „Urknall“ am Anfang des insiderrechtlichen Geschehensablaufs.<sup>336</sup> Als Beispiel dient hier wieder der „Abgasskandal“. Am 18.09.2015 warf die US-Umweltbehörde EPA erstmals der Volkswagen AG und weiteren zum Volkswagen Konzern gehörenden Gesellschaften öffentlich vor, bestimmte Dieselmotoren hielten die gesetzlichen Stickoxidwerte in den USA nicht ein und, dass dies durch Verwendung einer illegalen Software (sog. „Defeat Device“) auf dem Prüfstand verschleiert werde.<sup>337</sup> Die VW-Vorzugsaktie fiel am darauffolgenden Handelstag, dem 21.9.2015, zeitweise mehr als 22 %.<sup>338</sup> Eine erste Ad-hoc-Meldung von Volkswagen erfolgte erst am 22.9.2015 um 11:39 Uhr. Der Kurs fiel daraufhin zeitweise um weitere 23 % im Vergleich zum Tageseröffnungskurs.<sup>339</sup> Am 5.10.2015 erreichte die Aktie mit 86,36 Euro ihren vorläufigen Tiefstand und lag damit um 48,30 % unter dem Eröffnungskurs vom 18.9.2015 mit 167,05 €. <sup>340</sup> Zwischen der ersten Ad-hoc-Meldung vom 22.9.2015 folgten bis 16.10.2018 ganze 11 weitere Ad-hoc-Meldungen, die direkt in Bezug zum Abgasskandal standen. Der Vorgang hatte so gesehen kein klares, als den Höhepunkt definierbares Ende, von einer Mehrstufigkeit kann daher nicht gesprochen werden.

Auf der anderen Seite können interne Untersuchungen erst nach und nach einen Compliance-Sachverhalt ans Licht bringen. Insofern ist der öffentlich bekannt gewordene Rechtsverstoß zunächst eine Art (Zwischen-)Endergebnis. Denkbar ist aber auch, dass am Ende kein compliancerelevantes Verhalten festgestellt werden kann, etwa wenn ein bestimm-

---

336 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68.

337 <https://archive.epa.gov/epa/newsreleases/epa-california-notify-volkswagen-clean-air-act-violations-carmaker-allegedly-used.html>; <https://www.epa.gov/sites/proDUCTION/files/2015-10/documents/vw-nov-cao-09-18-15.pdf>, (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

338 <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/vw-volkswagen-aktie-verliert-wegen-abgas-skandals-13-prozent-a-1053918.html> (zuletzt geprüft am 28.11.2021); vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter [https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen\\_vz](https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz) um den 18.09.2015.

339 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter [https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen\\_vz](https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz) am 22.9.2015.

340 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter [https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen\\_vz](https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz) zwischen dem 18.9.2015 und dem 5.10.2015.

tes Verhalten entgegen eines ersten Verdachts nach umfassender Prüfung doch nicht kartellrechtswidrig war.<sup>341</sup>

Grundlegende Vergleichbarkeit zwischen Gelt/Daimler und Compliance-Sachverhalten besteht darin, dass sich ein Geschehensablauf über mehrere Zwischenschritte hin zu einem Endereignis entwickeln kann. Compliance-Sachverhalte unterscheiden sich aber von der Konstellation in Gelt/Daimler, weil der Geschehensablauf kaum im Machtbereich des Emittenten steht.<sup>342</sup> Eine Ausnahme bildet lediglich die Aufklärung sowie Abstellung und Sanktionierung von Gesetzesverstößen durch den Vorstand. In Betracht kommt hierbei auch die Mitwirkung des Aufsichtsrats in seiner Kontrollfunktion. Der Vorbehalt von Gremienentscheidungen kann allerdings auftreten, wenn die Einigung mit Behörden über Verfahrenseinstellungen gegen Auflagen oder die Beendigung durch Vergleich ansteht. Die Volkswagen AG teilte z.B. 2017 ad-hoc mit, dass deren Einigung mit den US-Behörden über Bußgeld- und Strafzahlungen in einer Gesamthöhe von rund USD 4,3 Mrd. noch unter dem Vorbehalt der Zustimmung von Vorstand und Aufsichtsrats und weiterer Organe von Konzerngesellschaften stehe,<sup>343</sup> was letztlich die konkrete Umsetzung der Gelt/Daimler Rechtsprechung darstellt.

Insgesamt stellt sich die Kernproblematik um den Vorbehalt von Gremienentscheidungen wie bei Gelt/Daimler eigentlich nicht.<sup>344</sup> Weiter ist die Bestimmung eines Endereignisses bei Compliance-Sachverhalten deutlich schwerer, als es bei den klassischen Konstellationen der Fall ist, wie etwa Unternehmenstransaktionen und Personalwechsel.<sup>345</sup> Ist dies der (rechtskräftige) Abschluss von Straf- oder Zivilverfahren, oder ist dies die vollständige Wiederherstellung der Reputation? Möglicherweise ist Folge eines Compliance-Sachverhalts die Stellung eines Antrags auf Eröffnung eines Insolvenzverfahrens oder aber die gerichtliche Auflösung nach § 396 AktG.<sup>346</sup> Wenn letzteres das Endereignis sein soll, so ist dies bei Bekanntwerden eines Rechtsverstoßes wohl in den seltensten Fällen bereits vernünftigerweise zu erwarten. Zudem geht es bei Compliance-Sachverhalten nicht darum auf ein bestimmtes Ereignis (Bußgelder, Schadenser-

---

341 *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 95; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1413.

342 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68.

343 Siehe die Ad-hoc-Meldung der Volkswagen AG, Volkswagen AG informiert, 10.01.2017 (<https://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/volkswagen-volkswagen-informiert/?newsID=981443>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

344 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68.

345 *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, 2840 f.; *Wilsing*, ZGR 2020, 276, 279.

346 *Kocher*, NZG 2018, 1410, 2840 f.

satz) hinzuarbeiten, sondern darum, dass dieses Ereignis gerade vermieden wird.<sup>347</sup> Zudem können Zwischenschritte bereits derart kursrelevant sein, dass es – aus Sicht des verständigen Anlegers – gar nicht mehr darauf ankommt, ob am Ende ein rechtskräftig abgeurteilter Verstoß vorliegt bzw. relevantes Fehlverhalten nachweisbar festgestellt ist.<sup>348</sup>

## 2. Zwischenergebnis

Compliance-Sachverhalte sind im Ergebnis zwar meist zeitlich gestreckte Vorgänge, jedoch keine mehrstufigen Entscheidungsprozesse. Dies führt zu dem Unterschied, dass sich der mehrstufige Entscheidungsprozess bis zu seinem Höhepunkt entwickelt und dann mit einer Ad-hoc-Mitteilung normalerweise seinen Abschluss findet. Der Compliance-Sachverhalt hingegen beginnt in der Regel mit einem Rechtsverstoß, der bereits zu Beginn oder ab einem späteren Zeitpunkt kursrelevante Ausmaße annehmen kann. Daran können sich zahlreiche Ad-hoc-Mitteilungen anschließen, bis der Sachverhalt irgendwann erledigt ist oder sonst seine Kursrelevanz verloren hat.

## 3. Der Compliance-Sachverhalt als Auslöser eines zeitlich gestreckten Vorgangs

Nunmehr soll der Rechtsverstoß als Auslöser eines zeitlich gestreckten Vorgangs näher in den Blick genommen werden. Dabei ist neben den bereits untersuchten Merkmalen der Kursrelevanz und Kursspezifität, nun auf die weiteren relevanten Tatbestandsmerkmale des Art. 7 MAR einzugehen und zu untersuchen, wann ein Compliance-Sachverhalt eine Insiderinformation sein kann. Insbesondere soll dabei geprüft werden, inwiefern die Geltl/Daimler-Grundsätze übertragbar sind.

### a) Nicht öffentlich bekannt

Erste Voraussetzung ist, dass es sich – um Insiderinformation zu sein – um eine nicht öffentlich bekannte Information handelt. Folgt man den

---

347 *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 412.

348 *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, 2840 f.



Grundsätzen der Kapitalmarkteffizienzhypothese, so kann man aufgrund einer öffentlich bekannten Information schon gar keinen Arbitragegewinn mehr erzielen, denn sie unterstellt, dass eine solche bereits im Kurs eingepreist ist. Unter der hier vertretenen Auffassung des Marktmissbrauchsrechts als Systemvertrauensschutz für alle Anleger, erhält derjenige, der auf Grundlage öffentlich bekannter Information Handel treibt, nicht einen ungerechtfertigten Sondervorteil und kann das Gefühl der Chancengleichheit der Anleger nicht gefährden. Auch deswegen heißt es in Erwägungsgrund 28 MAR wohl, dass Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, nicht als Insiderinformationen angesehen werden sollten. Auch soll die bloße Tatsache, dass Geschäfte auf der Grundlage solcher Analysen und Bewertungen getätigt werden, daher nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten.

aa) Bereichsöffentlichkeit gegen Anlegeröffentlichkeit

Im Wesentlichen stehen sich zwei Öffentlichkeitsbegriffe gegenüber, welche das Tatbestandsmerkmal „nicht öffentlich bekannt“ näher definieren. Zum einen ist dies die Bereichsöffentlichkeit, zum anderen die Anlegeröffentlichkeit. Bereichsöffentlichkeit meint, dass es einer unbestimmten Anzahl von Marktteilnehmern möglich ist, von ihr Kenntnis zu nehmen.<sup>349</sup> Dadurch sind einerseits zwar allgemein, aber in der Summe beschränkt zugängliche Kreise wie die Gerichtsöffentlichkeit, Analystenkonferenzen, Pressekonferenzen, Fachmessen, Hauptversammlungen etc. ausgeschlossen.<sup>350</sup> Damit ist andererseits aber nicht gemeint, dass das breite Anlegerpublikum ebenfalls Gelegenheit hatte, die Information zur Kenntnis zu nehmen.<sup>351</sup> Die Kenntnisnahme nur durch die Bereichsöffentlichkeit – so die Begründung zum 2. FFG – führe zur Einpreisung der Information in den Aktienkurs, was für Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte entscheidend und damit ausreichend sei.<sup>352</sup> Demnach genügt es, wenn nur eine unbegrenzte Anzahl professioneller- und institutioneller Anleger die

---

349 Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 S. 46. Damit sind bereits zwar allgemein, aber in der Summe beschränkt zugängliche Kreise wie bei der Gerichtsöffentlichkeit, Analystenkonferenzen, Pressekonferenzen, Fachmessen, Hauptversammlungen etc. ausgeschlossen.

350 Näher *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 97 ff.

351 So Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 S. 46.

352 Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 S. 46.

Möglichkeit der Kenntnisnahme hatte.<sup>353</sup> Dem folgten zum alten Recht die meisten Stimmen in der Literatur.<sup>354</sup> Demgegenüber meint die Anlegeröffentlichkeit, dass die Information dem breiten Anlegerpublikum – also gerade nicht nur professionellen und institutionellen Anlegern – zugänglich sein muss.<sup>355</sup>

## bb) Der Öffentlichkeitsbegriff unter der MAR

Der deutsche Wortlaut von Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ist nicht aufschlussreich. Andere europäische Sprachfassungen legen nahe, dass die Information noch nicht „öffentlich gemacht“ oder „veröffentlicht“ wurde,<sup>356</sup> wobei dies auch nicht für mehr Klarheit sorgt, denn es steht nicht fest, wer hinter diesem Veröffentlichungsakt steht und welcher Umfang ihm zukommen muss. Die Befürworter der Anlegeröffentlichkeit stützen sich nach nunmehr neuer Rechtslage unter der MAR auf die Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055.<sup>357</sup> Nach deren Art. 2 Abs. 1 lit. a Ziff. i) müssen die Emittenten Insiderinformationen „nichtdiskriminierend an eine mög-

353 *Frowein*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 10 Rn. 19; *Ritz*, in: JVRB WpHG, § 13 Rn. 110.

354 Statt aller *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 81 mwN., unklar allerdings BaFin, Emittentenleitfaden, 4. Aufl. 2013, III.2.1.2, S. 34, indem sie Anlegeröffentlichkeit meint, diese aber Bereichsöffentlichkeit nennt; weiterhin BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), 29.05.2019, S. 9; nunmehr für Anlegeröffentlichkeit BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 10; differenzierend *Bachmann*, in: FS Schwark 2009, S. 331, 335 f.

355 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 52; Nicht gemeint ist damit, dass die gesamte (also auch nicht am Kapitalmarkt interessierte) Öffentlichkeit Zugang zu der Information hat, so aber *Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, 1999, 91 ff.

356 Englisch: „information [...] which has not been made public“, Französisch: „*information [...] qui n'a pas été rendue publique*“, Spanisch: „*información [...] que no se haya hecho pública*“, dazu *Klöbn*, ZHR 180 (2016), 707, 715.

357 Böse/Jansen, in: Schwark/Zimmer KMRK, § 119 WpHG Rn. 40; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2020, Rn. 483; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 52; *Klöbn*, ZHR 180 (2016), 707, 716 f.; *Krause*, in: Hdb Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 78 ff.; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 15 Rn. 22; *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 2017, Rn. 35.23; *Pananis*, in: MüKo-StGB, § 119 WpHG Rn. 181; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2021, Rn. 381; dagegen: *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 7 MAR Rn. 66; *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 88 ff.; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-

lichst breite Öffentlichkeit“ bekanntgeben. Nach deren Erwägungsgrund 1 Satz 2 sollen „Insiderinformationen allen Kategorien von Anlegern in der Union [...] mitgeteilt werden“. Zudem verweise Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR auf Art. 21 der Richtlinie 2004/109/EG (Transparenz-RL), wonach Informationen dergestalt zu veröffentlichen sind, dass sie „in nicht diskriminierender Weise einen schnellen Zugang zu ihnen gewährleistet“. Die bisherige Heranziehung der WpAV ist hingegen wegen der Vollharmonisierung im Bereich der Ad-hoc-Publizität unionsrechtswidrig und daher nicht möglich.<sup>358</sup>

Historisch verweisen die Befürworter zudem auf die Börsenzulassungsrichtlinie von 1979<sup>359</sup>, wonach Unternehmen dann über „neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen“ mussten, wenn sie „in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und [...] der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt“ sind. Die Formulierung sei bislang nicht revidiert worden und zudem durch den MAR-Gesetzgeber in der Durchführungsverordnung 2016/1055 übernommen, weswegen der Begriff heute immer noch Gültigkeit habe.<sup>360</sup>

### cc) Stellungnahme

Die Bereichsöffentlichkeit mag –unter Zugrundelegung der halbstrengen Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese – sicherlich ausreichend sein, denn eine bereichsöffentliche Information findet Eingang in den Marktpreis und verliert damit – mangels Kursrelevanz – ihre Qualität als Insiderinformation.<sup>361</sup> Allerdings kann der Eindruck eines ungerechtfertigten Sondervorteils – nur verhindert werden, wenn alle Anleger – und damit

---

Publizität, 2018, S. 37; ohne Stellungnahme zur Klärung der Frage auf die BaFin verweisend *Schäfer*, in: Hdb börsennotierte AG, § 14 Rn. 17.

358 Siehe S. 260.

359 Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, Amtsblatt Nr. L 066 vom 16/03/1979 S. 0021 – 0032, dort Art. 4 Abs 2 iVm Schema C Nr. 5 A, Schema D Nr. 4 A.

360 *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707, 718; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 80.

361 So implizit bereits Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679 S. 46; zutreffend *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), WpHR, Art. 7 MAR Rn. 65; *Steinrück*, Aufschieb der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 38; *Grundmann*, in: *Staub HGB*, Rn. 348.

das breite Anlegerpublikum – die hypothetische Chance auf Informationszugriff haben.<sup>362</sup>

Vom Ausgangspunkt der Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halb-strengen Form, stellt sich praktisch nun das Problem, dass unter Geltung einer Anlegeröffentlichkeit die Informationshändler vom Markt verdrängt werden würden. Sie dürften ihre entdeckten und – bei kritischer Masse überschreitenden – nur bereichsöffentlichen Informationen nicht verwenden, ohne nach § 119 Abs. 3 WpHG strafbewehrten Insiderhandel zu begehen.<sup>363</sup> Dies gelte jedenfalls bis zur Einpreisung der Information in den Aktienkurs.<sup>364</sup> Das führt aber letztlich zu Rechtsunsicherheit für Informationshändler, die vorab erst einmal überprüfen müssten, ob die Information bereits anlegeröffentlich ist, oder in den Kurs eingepreist ist. Dann wiederum besteht aber unter Zugrundelegung der Kapitalmarkteffizienzhypothese kein Handelsanreiz mehr. Die Situation ist also paradox.

#### (1) Lösung durch autonome Auslegung

Die Lösung des Konflikts gelingt nur durch autonome Auslegung von Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR. Die Vorschriften zur Veröffentlichung von Insiderinformationen durch Emittenten sind geeignet, die informationelle Chancengleichheit und das Vertrauen der Anleger zu gewährleisten. Es handelt sich bei Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 1 MAR und der Durchführungsverordnung 2016/1055 um Verfahrensregeln über die Art und Weise der Veröffentlichung von Insiderinformationen gerade durch den Emittenten. Hierin kann kein Rückschluss auf den Grundtatbestand der nicht öffentlichen Bekanntheit gezogen werden.<sup>365</sup> Aus denselben Gründen kann die Formulierung zur Börsenzulassungsrichtlinie nicht weiterhelfen. Zudem enthielt sie schon keine eigene und einheitliche Definition der Insiderinformation und entsprach damit nicht der Systematik der heutigen MAR.

---

362 Grundmann, in: Staub HGB, Rn. 348; Klöhn, ZHR 180 (2016), 707, 719.

363 Steinrück, Aufschiebung der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 38; zu Recht aus strafrechtlicher Sicht auf die Bereichsöffentlichkeit abstellend Spoerr, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 119 WpHG Rn. 100; Hilgendorf/Kusche, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 7.3. Rn. 57 ff.

364 So jedenfalls Grundmann, in: Staub HGB, Rn. 348 a.E.

365 Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 7 MAR Rn. 66; Bartmann, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 89 f.; Steinrück, Aufschiebung der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 37.

Hätte der Gesetzgeber diese Terminologie übernehmen wollen, hätte er sie in Art. 7 MAR übernehmen können.

### (2) Auswirkung auf Preiseffizienz und Fairness

Erforderlich ist eine Differenzierung zwischen dem, wie der Emittent zu veröffentlichen hat und den Informationen, auf deren Grundlage Handel betrieben werden darf. Im Gegensatz zur Veröffentlichung von Informationen durch den Emittenten nur an die Bereichsöffentlichkeit, würde die Verwendung von nur bereichsöffentlichen Informationen von den übrigen Marktteilnehmern nicht als unfair empfunden, solange jeder Marktteilnehmer die hypothetische Chance hätte, die Information selbst zu finden. Jedenfalls spricht auch Erwägungsgrund 28 dafür, wonach Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, nicht als Insiderinformationen angesehen werden sollen. Der europäische Gesetzgeber unterstreicht damit, dass das Bemühen durch Informationssuche und Analyse, die insbesondere ja von professionellen Marktteilnehmern durchgeführt wird, nicht bestraft werden soll. Letztere stoßen aber eher auf Informationen, die sich der breiten Anlegeröffentlichkeit nicht erschließen mögen.

### (3) Zwischenergebnis

Mit der differenzierten Sichtweise zwischen der Publizitätspflicht ggü. der breiten Anlegeröffentlichkeit durch den Emittenten und der Bereichsöffentlichkeit im Rahmen des einheitlichen Insiderinformationsbegriffs in Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR, wird in Praxis die Rechtsunsicherheit beim Insiderhandelsverbot vermieden, wann nun die Schwelle zur Anlegeröffentlichkeit überschritten ist bzw. ob Informationen schon in den Aktienkurs eingepreist sind. Vom Ausgangspunkt der Kapitalmarkteffizienzhypothese wäre Insiderhandel durch frühzeitige Markteinpreisung unterbunden, die informationseffiziente Preisbildung durch Informationshändler gefördert. Vom Ausgangspunkt der informationellen Chancengleichheit und der Vermeidung eines ungerechtfertigten Sondervorteils würde durch diese Sichtweise das Anlegervertrauen nicht enttäuscht. Somit kommt diese Auslegung den Zielen des funktionierenden Kapitalmarkts nach beiden Modellen am nächsten.

dd) Bekanntgabe durch Medien und Behörden

Wenn eine Information über einen bislang nicht öffentlich bekannten Compliance-Sachverhalt, durch Medien oder Behörden veröffentlicht wird, stellt sich die Frage, ob sie dann ihre Qualität als Insiderinformation unter dem Aspekt verloren hat, dass sie (das Erreichen der Bereichsöffentlichkeit unterstellt) nun öffentlich bekannt ist. Dies hätte zur Folge, dass der Emittent automatisch von seiner Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR befreit wäre, solange nur die Information die Tatsachenlage richtig wiedergibt. Das dürfte teleologisch vor dem Hintergrund der Ziele der MAR zu beantworten sein, ob mit der Information, dass der Vorwurf, ein Gerücht oder ein Bericht der Wahrheit entspricht, noch lukrativer Insiderhandel betrieben werden kann.<sup>366</sup>

Als im Abgasskandal am 22.9.2015 die VW AG per Ad-hoc-Meldung Unregelmäßigkeiten bei Dieselmotoren in ca. 11 Millionen Fahrzeugen weltweit einräumte, sank der Kurs der Volkswagen Vorzugsaktie noch einmal um 19,2 % ggü. dem Eröffnungskurs und 34,7 % ggü. dem Schlusskurs vom 18.09.2015,<sup>367</sup> dem Tag an dem die US-Umweltbehörde EPA erste öffentliche Anschuldigungen über den Einsatz der sog. Abschaltvorrichtung (defeat device) bekannt gab und medial breit darüber berichtet wurde.

Wie kann dieser weitere fundamentalwertrelevante Kurssturz erklärt werden? Möglicherweise wurde der Markt überrascht, dass nicht nur die grob 499.000 seit 2008 in den USA verkauften Dieselfahrzeuge betroffen waren,<sup>368</sup> sondern alle ca. 11 Mio. weltweit verkauften Fahrzeuge mit Dieselmotoren des Typs EA 189 des VW Konzerns.<sup>369</sup> Andererseits liegen hier auch verschiedene Insiderinformationen vor. Konkret sind Anschuldigung in Presse oder durch Behörden (= weiche Information, da mit

---

366 Vgl. *Seibold*, NZG 2013, 809, 811.

367 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter [https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen\\_vz](https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz) zwischen 18.09.2015 und 22.09.2015; zuletzt prominent auch die Wirecard AG, siehe <https://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/wirecard-stellungnahme-des-vorstands-zur-aktuellen-lage-des-unternehmens/?newsID=1355035> (zuletzt geprüft am 28.11.2021); <https://www.welt.de/wirtschaft/article210039865/Wirecard-Aktie-auf-Talfahrt-Vorstand-glaubt-nicht-mehr-an-Treuhandkonten.html> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

368 So die US-Umweltbehörde EPA, <https://archive.epa.gov/epa/newsreleases/epa-california-notify-volkswagen-clean-air-act-violations-carmaker-allegedly-used.html> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

369 Vgl. die ad-hoc-Mitteilung der Volkswagen AG v. 22.09.2015; LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, 172.

Unsicherheit behaftet)<sup>370</sup> und sicheres Zutreffen der Anschuldigung durch Bestätigung des Emittenten (= harte Information, da kein Unsicherheitsparameter)<sup>371</sup> verschiedene präzise Informationen über Umstände mit insiderrrechtlich unterschiedlicher Qualität, d.h. unterschiedlichem Kursbeeinflussungspotential.<sup>372</sup> Der Umstand „sicheres zutreffen der Information“ ist, solange der Berichterstattung auch ein geringer Wahrheitszweifel immanent ist, nicht öffentlich bekannt. Die Abweichung in der Kursrelevanz zwischen Bericht und dem Umstand, dass die Information zutrifft, dürfte dann umso höher sein, je zweifelhafter ein Bericht ist,<sup>373</sup> und dürfte beispielsweise bei öffentlichen Anschuldigungen durch Behörden geringer sein. Daneben sind auch Insiderhandel oder das scheinbar ans Licht kommen der Wahrheit (sog. „Leaking“) Gründe für die Anpassung der Differenz zwischen Markterwartung bei Bekanntwerden der weichen Information und der Bestätigung durch den Emittenten als harter Information.<sup>374</sup> Zuletzt spricht auch die Veröffentlichungspflicht bei Vertraulichkeitslücken (Art. 17 Abs. 7 MAR) für diese Sichtweise. Der Gesetzgeber geht davon aus, dass auch bei Kursieren ausreichend präziser Gerüchte weiterhin eine Insiderinformation vorliegt, ansonsten ergibt die Veröffentlichungspflicht dieser Insiderinformation keinen Sinn.

ee) Zwischenergebnis

Im Ergebnis ist der Emittent mit Bekanntwerden von Gerüchten oder Vorwürfen bezüglich eines Compliance-Sachverhalts, auch wenn sie der Wahrheit entsprechen, nicht von seiner Ad-hoc-Publizitätspflicht befreit, da die zugrundeliegende Insiderinformation vielfältig sein kann.

Daher soll nunmehr näher auf dieses letzte Tatbestandsmerkmal, die Einordnung von Informationen innerhalb eines Compliance-Sachverhalts als präzise Information eingegangen werden.

---

370 Vgl. ausführlich zu dieser terminologischen Differenzierung *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 38.

371 *Ders.*, in: MAR, Art. 7 Rn. 38.

372 *Seibold*, NZG 2013, 809, 811; implizit *Klöhn*, in: FS Baums 2017, I, S. 685, 698.

373 *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 201 ff.; *Seibold*, NZG 2013, 809, 811.

374 *Klöhn*, in: FS Baums 2017, I, S. 685, 690 ff.

b) Präzise Information

Nach der Rechtsprechung des EuGH in *Geltl/Daimler* und deren Umsetzung in der MAR ist zwischen 3 Stufen zu differenzieren, die nunmehr auf Compliance-Sachverhalte wie folgt zu übertragen sind.

Der konkrete Rechtsverstoß ist als bereits eingetretenes Ereignis eine präzise Information i.S.v. Art. 7 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 MAR. Es ist nach dem oben festgestellten Ergebnis nur noch zu fragen, ob ein verständiger Anleger, wäre die Information öffentlich bekannt, sie wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde (=Kursrelevanz), (1. Stufe). Wie wahrscheinlich künftige (End)ereignisse wie Bußgelder oder Schadensersatzzahlungen sind, spielt für die Einordnung des konkreten Rechtsverstoßes als präzise Information keine Rolle, dies kann auch keine Sperrwirkung entfalten.

Identisch verhält es sich nach der neuen Rechtslage mit bereits eingetretenen Zwischenschritten (Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR), etwa die Durchsuchung von Bürogebäuden des Emittenten durch die Staatsanwaltschaft nach öffentlichem Bekanntwerden eines Compliance-Sachverhaltes (2. Stufe).

Drohende Konsequenzen und Folgen aus einem Rechtsverstoß wie Bußgelder, Schadensersatzklagen, Urteile usw., sind künftige Umstände oder Ereignisse i.S.v. Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR. Sie können unter die Kategorie der „künftigen Zwischenschritte“ fallen, wie sie der EuGH in *Geltl/Daimler* obiter feststellte, nunmehr Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR. Sie müssten, um Insiderinformation zu sein, zunächst präzise Information sein. Das bedeutet, dass neben der Kursspezifität, man ihren Eintritt vernünftigerweise erwarten kann (3. Stufe).

aa) Vernünftigerweise erwartbar

Die Frage, wann man vernünftigerweise erwarten kann, dass Umstände in Zukunft gegeben sein werden, oder der Eintritt eines Ereignisses vernünftigerweise erwartet werden kann, hatte der EuGH in seinem *Geltl/Daimler* Urteil auf die Vorlagefrage des BGH entschieden.

Der EuGH entschied, dass das Merkmal „ein auf Regeln der allgemeinen Erfahrung beruhendes Kriterium“ sei.<sup>375</sup> Einerseits sei keine hohe Wahrscheinlichkeit erforderlich, andererseits liege es nicht vor, wenn deren Eintritt nicht wahrscheinlich ist. Es bedeute vielmehr, dass „eine um-

---

375 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 44 (*Geltl/Daimler*).



fassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden.<sup>376</sup> Dabei nahm der EuGH eine Abwägung der jeweiligen Interessen vor. So würde einerseits ein zu hoher Wahrscheinlichkeitsgrad die Möglichkeit von Insiderhandel eröffnen und damit den Zielen des Marktmissbrauchsrechts zuwiderlaufen. Andererseits solle im Sinne der Rechtssicherheit vermieden werden, dass Emittenten nicht konkrete oder nicht kursrelevante Informationen veröffentlichen müssen. Der BGH interpretierte die Vorgaben dahingehend, dass „danach eher mit dem Eintreten des künftigen Ereignisses als mit seinem Ausbleiben zu rechnen sein [muss]“.<sup>377</sup> Die ganz überwiegende Ansicht in der Literatur interpretiert die Vorgaben des EuGH als 50 % plus x.<sup>378</sup> Diese Kriterien sind damit auf die Frage, wann Folgebelastungen aus Compliance-Verstößen vernünftigerweise erwartet werden können und damit präzise Informationen sind, zu Grunde zu legen.

#### bb) Übertragung auf Compliance-Verstöße

Interessant ist, wie Literatur und Rechtsprechung zu Compliance-Sachverhalten und Ad-hoc-Publizität teilweise mit dieser Auslegung umgehen. So wird mittlerweile vertreten,<sup>379</sup> dass drohende finanzielle Lasten bei Bekanntwerden eines Compliance-Sachverhalts keine Insiderinformation seien, solange „das Risiko der Aufdeckung nach den Regeln der allgemeinen Erfahrung die Schwelle von 50 % nicht überschreitet“, denn dann sei die Verhängung von Bußgeldern und Schadensersatzzahlungen eben noch nicht hinreichend wahrscheinlich. Der Vorstand habe hier aber laufend die Entwicklung zu beobachten und die Veröffentlichungspflichten zu überprüfen. *Kumpan/Misterek*<sup>380</sup> treten dem bei, dass sich die Kursrelevanz nicht schon aus dem Rechtsverstoß ergebe, sondern erst aus den finanziellen Folgen der Aufdeckung, deren Veröffentlichung erst in Betracht komme, wenn sie gem. Art. 7 Abs. 2 MAR überwiegend wahrscheinlich seien. Damit werde ein hohes kriminelles Geschick belohnt, wenn es der

---

376 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 49 (Geltl/Daimler).

377 BGH, NZG 2013, 708, Rn. 29 (Geltl/Daimler).

378 *Klöbn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 97; *Kumpan/Misterek*, ZHR 184 (2020), 180, 185 jeweils mwN; kritisch *Mock*, ZBB 2012, 286, 289.

379 *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 412; neuerdings auch *Habersack*, AG 2020, 697, 702 ff.

380 *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 14 f.

Täter schaffe, die Wahrscheinlichkeit einer Aufdeckung zu reduzieren. Ähnlich heißt es auch in einem der Urteile des LG Stuttgart im VW-Abgas-skandal, dass die Aufdeckung der defeat device bereits am 22.5.2014 höchst wahrscheinlich war. Es sei von einer Eintrittswahrscheinlichkeit der Aufdeckung von 75 % für das Jahr 2014 und von 100 % für das Jahr 2015 auszugehen.<sup>381</sup> Zuletzt führ *Bunz*<sup>382</sup> aus, dass die Erstattung einer Strafanzeige gegen eine ehemalige Führungskraft noch nicht zur hinreichenden Wahrscheinlichkeit eines Bußgeldes gegen das Unternehmen führe.

Einerseits sind diese Ausführungen zutreffend, andererseits erwecken sie den Eindruck, dass bei einer geringen Aufdeckungswahrscheinlichkeit des Compliance-Sachverhalts nicht von einer Insiderinformation auszugehen sei. Kann es also wirklich sein, dass die Einordnung als präzise Information und die Kursrelevanz eines Rechtsverstoßes von dessen Aufdeckungswahrscheinlichkeit abhängen?<sup>383</sup>

#### cc) Differenzierende Betrachtung

Es muss wiederum zwischen dem Rechtsverstoß an sich und den Folgen genau differenziert werden. Der Rechtsverstoß ist als bereits eingetretenes Ereignis präzise Information. Folglich ist er nur noch auf seine Kursrelevanz hin zu prüfen. Hierin sind auch wenig wahrscheinliche künftige Umstände oder Ereignisse zu berücksichtigen, die aber im Falle ihres Eintretens die Kurse besonders stark beeinflussen können (sog. probability/magnitude-Formel). Dabei lässt sich nicht sagen, dass ein Rechtsverstoß nicht kursrelevant ist, wenn dessen Aufdeckung nicht vernünftigerweise erwartet werden kann und damit Folgekosten nicht vernünftigerweise zu erwarten sind. Entscheidend ist nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR, dass die Information (hier also der Rechtsverstoß) würde sie öffentlich bekannt werden, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen (= Kursrelevanz).

Wenn man davon ausgeht, dass der gut geheim gehaltene Compliance-Sachverhalt mangels Entdeckungsfahr keine Insiderinformation ist, weil Sanktionen aufgrund ausreichender Geheimhaltung nicht vernünftigerweise erwartet werden können, nimmt man die Kursrelevanzprüfung da-

---

381 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 179.

382 *Bunz*, NZG 2016, 1249, 1254.

383 Bzgl. der Kursrelevanz nunmehr zu Recht ablehnend *Klöhm*, in: FS Hopt 2020, S. 513, 513 ff.

hingehend vor, dass der verständige Anleger vom Rechtsverstoß wüsste, zusätzlich zu dem Umstand, dass der Verstoß nur zur einem geringen Wahrscheinlichkeitsgrad droht öffentlich bekannt zu werden.<sup>384</sup> Das sieht der Wortlaut von Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR aber gerade nicht vor. Dass das nicht sein kann, wird auch vor dem teleologischen Hintergrund deutlich, dass mit Informationen über „schlummernde Risiken“ lukrativer Insiderhandel betrieben werden kann. Richtig ist, dass damit nicht die Information „Rechtsverstoß“, sondern erst ihre erzwungene Publizität kursrelevante Rechtsfolgen herbeiführen würde.<sup>385</sup> Damit wird die Ad-hoc-Publizitätspflicht aber nicht zur „selbsterfüllenden Prophezeiung“,<sup>386</sup> denn der Emittent ist nicht per se zur Veröffentlichung verpflichtet, sondern kann den Weg des Aufschiebs nach Art. 17 Abs. 4 MAR wählen.

Die Prüfung der Kursrelevanz ist dabei wiederum vor dem Hintergrund der Ergebnisse der Reputationsforschung zu betrachten.<sup>387</sup> So sind Folgeschritte wie Bußgeld- und Schadensersatzzahlungen nicht zu vernachlässigen, entscheidend dürfte aber der damit zusammenhängende Reputationsverlust und den „readjustment effect“ sein. Somit ist es schon fraglich, ob es überhaupt noch auf die (wie auch immer wahrscheinliche) Verhängung von Bußgeldern und Schadensersatzzahlungen für die Kursrelevanz ankommen kann. Die im Anschluss an das öffentliche Bekanntwerden von Compliance-Sachverhalten feststellbaren dramatischen Kursverluste legen nahe, dass es auf das Ausmaß der Folgekosten hier noch gar nicht ankommt, da diese anfangs noch kaum sicher bezifferbar sind.<sup>388</sup> Vielmehr ist nachgewiesen, dass der Markt die Folgen eines Fehlverhaltens bereits mit dessen Bekanntgabe antizipiert.<sup>389</sup>

Bestes Beispiel hierfür ist die ehemals im DAX gelistete Wirecard AG. Nach Berichten der Londoner Financial Times Anfang 2019 über mögliche Straftaten von Wirecard-Führungskräften und Vorwürfe der Bilanz-

---

384 So aber nunmehr explizit *Habersack*, AG 2020, 697, 703.

385 *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 288.

386 So aber *ders.*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 288.

387 Siehe S. 87 ff.

388 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68; diese Beurteilung als zu pauschal kritisierend *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 288 m. Fn. 534.

389 *Günster/van Dijk*, International Review of Law and Economics 46 (2016), 20, 21; *Karpoff/Lee/Martin*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 43 (2008), 581, 582, 594; speziell bei Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität siehe *Klöhm/Rothermund*, ZBB 2015, 73, 77.

fälschung in Singapur<sup>390</sup> brach der Kurs der Aktie noch am selben Tag um zeitweise fast 25 % ein.<sup>391</sup> Die Vorwürfe stellten sich zunächst als scheinbar weitgehend unberechtigt heraus, die Staatsanwaltschaft München leitete Ermittlungen wegen des Verdachts auf Marktmanipulation ein.<sup>392</sup> Nachdem sich der Kurs zwischenzeitlich erholt hatte, wurde am 28.4.2020 sowie im Vorfeld durch die Wirecard AG ad-hoc veröffentlicht, dass ein Prüfbericht von KPMG keine Belege für die öffentlich erhobenen Vorwürfe der Bilanzmanipulation gefunden habe.<sup>393</sup> Der Bericht konnte tatsächlich aber Vorwürfe nicht ausräumen, sondern offenbarte vielmehr mangelndes Compliance-Bewusstsein.<sup>394</sup> Es folgte wiederum ein Kurssturz von zeitweise bis zu 28,5 %.<sup>395</sup> Als am 5.6.2020 die Staatsanwaltschaft die Geschäftsräume wegen des Verdachts der Marktmanipulation aufgrund Ad-hoc-Mitteilungen im Vorfeld des Prüfberichts durchsuchte, gab der Kurs nachbörslich wiederum um mehr als 10 % nach.<sup>396</sup> Als am 18.6.2020 eine Ad-hoc-Mitteilung<sup>397</sup> „milliardenschwere Unklarheiten in der Bilanz“ offenbarte, und die Vorlage des Jahresabschlusses erneut verschoben wurde, folgte mit einem Verlust von knapp 62 % am Tag der Mitteilung und

---

390 *McCrum/Palma*, Executive at Wirecard suspected of using forged contracts, 30.01.2019 (<https://www.ft.com/content/03a5e318-2479-11e9-8ce6-5db4543da632>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

391 *Schnell*, Wirecards Kurseinbruch wird zum Fall der Staatsanwaltschaft, 31.01.2019 (<https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/zahlungsdienstleister-wirecards-kurseinbruch-wird-zum-fall-der-staatsanwaltschaft/23932840.html>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

392 *Hesse*, Wirecard-Affäre: Finanzaufsicht zeigt Journalisten wegen Marktmanipulation an, 16.04.2019 (<https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/wirecard-bafin-zeigt-journalisten-wegen-marktmanipulation-an-a-1263139.html>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

393 <https://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/wirecard-kpmg-legt-bericht-ueber-sonde-runtersuchung-vor?newsID=1322649> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

394 *Malcher*, Wirecard. Nur noch mehr Nebelkerzen, 28.04.2020 (<https://www.zeit.de/wirtschaft/unternehmen/2020-04/wirecard-bank-sondergutachten-pruefbericht-betrug?print>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

395 Vgl. die Differenz zwischen dem Schlusskurs vom 27.04.2020 und dem Tagesstiefkurs vom 28.04.2020 bei XETRA unter <https://www.finanzen.net/historisch-e-kurse/wirecard>. Die zuvor zitierte Ad-hoc-Meldung erfolgte am 28.04.2020 vor Handelsbeginn um 07:52 Uhr.

396 *Willmroth/Wischmeyer*, Razzia bei Wirecard - Aktie fällt nachbörslich um zehn Prozent, 05.06.2020 (<https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/wirecard-razzia-marktmanipulation-1.4929090>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

397 <https://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/wirecard-veroeffentlichungstermin-fuer-jahres-und-konzernabschluss-verschoben-wegen-hinweisen-auf-vorlage-unrichtiger-saldenbestaetigungen?newsID=1353559> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

knapp 40 % am nächsten Tag der wohl spektakulärste Kurssturz der letzten Jahre.<sup>398</sup> Nach Stellung eines Insolvenzantrags und Ad-hoc-Meldung hierüber, gab der Kurs wiederum um 80 % nach.<sup>399</sup>

dd) Schlussfolgerung

Die Frage, wie wahrscheinlich der Eintritt finanzieller Folgen aus einem bereits eingetretenen Rechtsverstoß ist, ist zunächst nicht im Rahmen der hinreichenden Wahrscheinlichkeit des Art. 7 Abs. 2 MAR, sondern im Rahmen der Kursrelevanz (Art. 7 Abs. 1 lit. a), Abs. 4 MAR) der Information „Rechtsverstoß“ zu verorten. Diese ist dahingehend vorzunehmen, als wäre die Information „Rechtsverstoß“ öffentlich bekannt. Richtig ist, dass für den Emittenten eine Pflicht zur Beobachtung besteht, ob man die Aufdeckung eines Compliance-Sachverhalts vernünftigerweise erwarten kann (d.h. über 50 %). Dies ist bei eingetretenen, nicht öffentlich bekannten Rechtsverstößen keine Frage des Vorliegens einer präzisen Information über einen künftigen Umstand nach Art. 7 Abs. 1 lit. a), Abs. 2 MAR (im Punkt vernünftigerweise erwartbar), sondern der Sicherstellung der Geheimhaltung der Information „Rechtsverstoß“ nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR im Rahmen der Aufschubmöglichkeit. Erst bei einem öffentlich bekannten Rechtsverstoß muss der Emittent primär beobachten, wann man Folgen wie Klagen, Bußgelder etc. selbst vernünftigerweise erwarten kann und sie als eigenständige Insiderinformation zu veröffentlichen sind.

c) Zwischenergebnis und Lösungsversuche

Geltl/Daimler und die Umsetzung in der MAR haben die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Emittenten also auch bei Compliance-Sachverhalten vorverlagert, weil auch dort dem Merkmal der präzisen Information geringere Bedeutung zukommt. Zudem führt die Antizipation von Folgekosten unter Anwendung der probability-magnitude-Formel zu einer früh vorliegenden Kursrelevanz bei Compliance-Sachverhalten. Bedeutung hat die präzise Information lediglich noch bei den „künftigen Zwischenschritten“. Aus

---

398 <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/wirecard-aktie-dax-1.4941223> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

399 <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/wirecard-ist-pleite-a-f4e9b021-24d8-48f2-b264-68754f58ea78> (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

Sicht des Emittenten wäre es bei Compliance-Sachverhalten wünschenswert, alternative Lösungen außerhalb der verbleibenden „Flucht in die Aufschubmöglichkeit“ zu finden. Bei Compliance-Sachverhalten stellen sich dabei zwei mögliche Einwände an, damit neben dem bloßen Rechtsverstoß jedenfalls die Veröffentlichung von Folgeschritten unterlassen werden kann bzw. ob diesem nicht eine Art (dann umgekehrte) Sperrwirkung gegenüber künftigen Zwischenschritten zukommt.

aa) Truth on the market

Dabei lässt sich zunächst die aus dem US-amerikanischen Recht bekannte „truth on the market“ Doktrin<sup>400</sup> heranziehen. Sie besagt, dass der Markt diese Umstände oder Ereignisse bereits aufgrund einer ursprünglichen Ad-hoc-Meldung oder aus allgemeinen Marktinformationen oder Presseberichterstattungen in den Aktienkurs eingepreist und sich damit das Kursbeeinflussungspotential erschöpft habe.<sup>401</sup> Ruft man die Ergebnisse aus der Reputationsforschung in Erinnerung, so tritt bei einem signifikanten Rechtsverstoß der größte Schadensposten bereits mit Veröffentlichung dieser Information ein. Folgekosten und der „readjustment effect“ werden vom Markt antizipiert. Bußgelder und Schadensersatzklagen fallen – wie geschildert – weniger ins Gewicht. Wenn der Markt Folgekosten aber bereits mit der initialen Information einpreist, dann wären spätere Informationen über solche Folgekosten nicht mehr geeignet den Fundamentalwert des Emittenten zu beeinflussen. Lediglich wenn die antizipierten Erwartungen „positiv“ enttäuscht werden, etwa wenn der Emittent sich von allen Vorwürfen juristisch lossagen kann, müsste wieder eine Ad-hoc-Meldung erfolgen.

---

400 Grundlegend Wielgos v. Commonwealth Edison Co., 892 F.2d 509, 516 (7th Cir. 1989); ausführlich dazu Klöhn, in: MAR, Art. 7 Rn. 179 ff.; Klöhn/Rothermund, ZBB 2015, 73, 78.

401 Implizit auch: BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 12; Heider/Hirte, GWR 2012, 429, 431; Salaschek/Richter, BB 2020, 1411, 1415; Teigelack, BB 2016, 1604, 1606; dagegen aber Kocher/Widder, NZI 2010, 925, 927.

(1) Praktischer Befund bezogen auf Bußgelder

Hierzu soll ein Blick auf die Ad-hoc-Meldungen von Emittenten betreffend Bußgelder und Schadensersatz Aufschluss über die Anwendung in der Praxis geben, konkret ob Emittenten Informationen über Folgekosten von Rechtsverstößen veröffentlichen oder gemäß „truth on the market“ keine Meldungen festzustellen sind und welche möglichen Schlüsse daraus gezogen werden können.

Bezogen auf Bußgelder lässt sich der „truth on the market“ Gedanke mit Blick auf die Ad-hoc-Meldungen von Emittenten nicht bestätigen. Hierzu erneut das Beispiel Volkswagen AG. Diese veröffentlichte fast drei Jahre nach dem öffentlichen Bekanntwerden der Dieseldiagnostik per Ad-hoc-Mitteilung, dass ein Bußgeldbescheid i.H.v. 1 Mrd. € erlassen wurde, gegen den keine Rechtsmittel eingelegt werden.<sup>402</sup> Vier Monate später veröffentlichte die VW AG, dass ein Bußgeldbescheid gegen die vollkonsolidierte Tochter Audi AG über 800 Mio. € erlassen wurde und, dass gegen diesen ebenso keine Rechtsmittel eingelegt werden.<sup>403</sup> Im ersten Fall lag der Schlusskurs ggü. dem Eröffnungskurs am ersten Handelstag nach der Veröffentlichung bei plus 2,92 % (vgl. entsprechend beim DAX plus 2,35 %).<sup>404</sup> Zwischen dem Eröffnungskurs am Tag der Mitteilung zum Schlusskurs des Folgetages lag eine Steigung von etwa 1,99 Prozent (vgl. entsprechend beim DAX plus 1,94 %). Die Differenz des Handelsvolumens der Aktie vom 13. zum 14.6.2018 lag bei plus 81,9 %. Im zweiten Fall betrug die Differenz zwischen Eröffnungs- und Schlusskurs am Tag der

---

402 Volkswagen AG, Bußgeldbescheid durch die Staatsanwaltschaft Braunschweig gegen Volkswagen im Zusammenhang mit der Dieselkrise erlassen, 13.06.2018 (<https://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/volkswagen-bussgeldbescheid-durch-die-staatsanwaltschaft-braunschweig-gegen-volkswagen-zusammenhang-mit-der-dieseldiagnostik-erlassen/?newsID=1078853>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

403 Volkswagen AG Ordnungswidrigkeitenverfahren der Staatsanwaltschaft München II gegen die AUDI AG wird mit Erlass eines Bußgeldbescheids beendet, 16.10.2018 (<https://www.dgap.de/dgap/News/adhoc/volkswagen-ordnungswidrigkeitenverfahren-der-staatsanwaltschaft-muenchen-gegen-die-audi-wird-mit-erlass-eines-bussgeldbescheids-beendet-die-audi-akzeptiert-das-bussgeld-und-bekannt-sich-damit-ihrer-verantwortung/?newsID=1101597>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

404 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter [https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen\\_vz](https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz) bzw. <https://www.finanzen.net/index/dax/historisch> um dem 13.06.2018.

Bekanntgabe etwa 1,92 % (vgl. entsprechend beim DAX 1,19 %).<sup>405</sup> Die Differenz im Handelsvolumen zwischen dem Tag vor der Bekanntgabe und dem der Bekanntgabe lag bei plus 34,29 %.

Insgesamt scheinen diese Kurssteigerungen mit den Steigerungen am Gesamtmarkt einherzugehen. Unterstellt man, dass die leicht positiven Abweichungen gegenüber der Steigerung des Gesamtmarktes auf die Ad-hoc-Meldungen zurückzuführen sind, ließe sich dies wohlmöglich damit erklären, dass der Markt entweder stärkere Sanktionen eingepreist hatte und „positiv enttäuscht“ wurde. Andererseits liegt die Intention der Ad-hoc-Mitteilung sicherlich auch darin, dem Kapitalmarkt mitzuteilen, dass der Emittent ernsthaft bemüht ist, die Compliance-Problematik zu einem Abschluss zu bringen, was sich positiv auf die Kurse auswirken kann.

## (2) Mitteilungen über Bußgelder in der Praxis

Auch sonst bestehen in der Praxis, entgegen erster Erwartung, vielfältige Mitteilungen über die Folgen eines Rechtsverstößes bezüglich Bußgelder. Ad-hoc-Mitteilungen, die Informationen über Bußgelder betreffen oder jedenfalls mit beinhalten, können in folgende Kategorien eingeordnet werden: Mitteilungen über die Akzeptanz eines Bußgeldes und den Abschluss von Bußgeldverfahren,<sup>406</sup> Mitteilungen über eingeleitete oder laufende Ermittlungen mit dem Schwerpunkt auf der Bildung von Rückstellungen,<sup>407</sup> Mitteilungen den Stand eines Bußgeldverfahrens betreffend,<sup>408</sup> und zuletzt

---

405 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter [https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen\\_vz](https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz) bzw. <https://www.finanzen.net/index/dax/historisch> am 16.10.2018.

406 Vgl. BayWa AG v. 31.12.2019; Daimler AG v. 24.09.2019; Deutsche Börse AG v. 13.09.2017; Intertainment AG v. 07.10.2019 sowie Volkswagen und Audi AG siehe S. 110. Der Untersuchung zu Mitteilungen über Bußgelder lag eine Recherche unter dem Schlagwort „Bußgeld“ in der Datenbank der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (<https://www.dgap.de/dgap/Archiv/>) für den Zeitraum 01.01.2015 bis 17.06.2020 zugrunde.

407 Vgl. BMW AG v. 05.04.2019; Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA v. 26.02.2018; Thyssenkrupp AG v. 10.05.2019; YOC AG v. 22.07.2019.

408 Vgl. A.S. Création Tapeten AG v. 28.08.2019, 20.12.2018; 04.06.2015; Biotest AG v. 04.11.2016; Gesco AG v. 12.12.2017; Intertainment AG v. 04.05.2020.



noch Mitteilungen von Gewinnwarnungen und Vorabmitteilungen von negativen Jahresergebnissen, in denen Bußgelder eine Rolle spielen.<sup>409</sup>

### (3) Mitteilungen über Schadensersatzklagen in der Praxis

Beim Schadensersatz sind die Mitteilungen weniger häufig und vielfältig, aber dennoch vorhanden. Schadensersatzklagen die Compliance-Sachverhalte betreffen, werden von Emittenten fast nur veröffentlicht, wenn diese Ansprüche ggü. Dritten geltend machen. Dabei handelt es sich vorwiegend um vom Emittenten geltend gemachte Ansprüche gegen ehemalige Organe wegen Pflichtverletzung.<sup>410</sup> Die Konstellationen betreffen aber teilweise durch den Insolvenzverwalter geltend gemachte Ansprüche gegen ehemalige Organe.<sup>411</sup> Ad-hoc-Meldungen von Klagen gegen Emittenten selbst wegen compliancewidrigen Konstellationen sind im untersuchten Zeitraum 1.1.2015 bis 1.7.2020 lediglich in einem Fall ersichtlich.<sup>412</sup> Sofern Emittenten also ihre Absicht, gegen pflichtvergessende Vorstände zu klagen, dem Kapitalmarkt mitteilen, kann dies als positiv intendierte Mitteilung an den Markt verstanden werden, dass man seine Compliance-Pflichten ernst nimmt. Warum aber gibt es kaum Meldungen über Klagen gegen Emittenten? Möglicherweise waren diese schon vor Zustellung an den Emittenten öffentlich bekannt und haben damit ihre Qualität als Insiderinformation verloren. Möglicherweise fehlt der Information über Klagen die Kurspezifität oder Kursrelevanz, wenn deren Ausgang noch nicht vorhersehbar ist. Eine These ist jedoch, dass (jedenfalls aus Sicht des Emittenten) der Markt schon eingepreist hat, dass vom Emittenten Geschädigte versuchen werden, ihre erlittenen Nachteile zu kompensieren.

---

409 Vgl. A.S. Création Tapeten AG v. 16.03.2015; Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG v. 13.02.2018; Porsche Automobil Holding SE v. 16.10.2018; SKW Stahl-Metallurgie Holding AG v. 28.01.2016.

410 Vgl. Bilfinger SE v. 20.02.2018; Constantin Medien AG v. 16.03.2018; Easy Software AG v. 06.06.2019, 30.04.2019, 21.09.2018, 07.04.2017; Maier + Partner AG v. 17.04.2020; Der Untersuchung zu Mitteilungen über Schadensersatzklagen lag eine Recherche unter den Schlagwörtern „Schadensersatz“, „Rechtssache“ und „Klage“ in der Datenbank der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (<https://www.dgap.de/dgap/Archiv/>) für den Zeitraum 01.01.2015 bis 17.06.2020 zugrunde.

411 Vgl. Alno AG v. 24.04.2018; Deikon GmbH i.L. v. 29.12.2016; Hydrotec AG v. 22.06.2018; 14.06.2018.

412 Vgl. Elumeo SE v. 03.06.2019.

## (4) Zwischenergebnis

Es hat sich gezeigt, dass zwar nicht besonders viele, aber dennoch vielfältige Ad-hoc-Mitteilungen über Bußgelder und Schadensersatzklagen bestehen. Praktisch lässt sich die angedachte Möglichkeit, die Veröffentlichung von künftigen Zwischenschritten unter Berufung auf die „truth on the market“-Doktrin zu unterlassen, aufgrund gegenteiliger Ad-hoc-Praxis bei Bußgeldern nicht feststellen. Hier kann die Berufung auf die „truth on the market“-Doktrin daher nur als „Rettungsanker“ zur Anwendung kommen, wenn der Emittent eine an sich notwendige Mitteilung unterlassen hat und der Haftung entgehen will. Ex-Ante ist die Berufung hierauf mit zu großen Unsicherheiten behaftet, da der Emittent kaum wird ermitteln können, was der Markt tatsächlich erwartet hatte.<sup>413</sup> Lediglich bei Schadensersatzklagen gegen Emittenten kommt der Einwand in Betracht. Insgesamt ist ein Unterlassen der Veröffentlichung von künftigen Zwischenschritten unter Berufung auf die „truth on the market“-Doktrin aber zu risikobehaftet und Emittenten deren Anwendung daher abzuraten.

## bb) Gefährdung der informationellen Effizienz

Der zweite mögliche Einwand gegen die frühzeitig einsetzende Ad-hoc-Publizitätspflicht neben „truth on the market“ ist die Gefährdung der informationellen Effizienz durch eine zu hohe Anzahl an Ad-hoc-Meldungen. Wenn der Kapitalmarkt durch zu häufige Ad-hoc-Mitteilungen bzgl. eines Compliance-Sachverhalts verwirrt wird, besteht die Gefahr der Fehlallokation durch Informationsüberflutung (sog. „information overload“). Dies wurde bereits im Verfahren *Geltl/Daimler* vom Generalanwalt angesprochen,<sup>414</sup> jedoch vom EuGH zu Recht abgelehnt.<sup>415</sup> Erörtert wurde dies im Rahmen des Tatbestandsmerkmals der hinreichenden Wahrscheinlichkeit und der Kursrelevanz als teleologisches Argument gegen die frühzeitige Entstehung einer Insiderinformation. Dogmatisch ließe sich hier auch über eine teleologische Reduktion von Art. 17 Abs. 1 MAR nachdenken.

---

413 Im Ergebnis ebenso *Kocher/Widder*, NZI 2010, 925, 927; a.A. wohl *Sa-laschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1415.

414 Vgl. GA Mengozzi, ZIP 2012, 615, Rn. 93 f.; *Pfüller*, in: Fuchs WpHG (1. Auflage 2009), § 15 Rn. 100; *Klöhn*, NZG 2011, 166, 168.

415 Siehe S. 67.

Eine solche Sichtweise wäre zum einen nicht in Einklang mit der Rechtsprechung des EuGH zu bringen. Dieser hat sich in *Geltl/Daimler* bezogen auf die Ziele des europäischen Insiderrechts sich für die frühzeitige Information der Anleger und gegen etwaige Bedenken informationeller Effizienz entschieden. Zu Recht wird in der Literatur darauf hingewiesen, dass Verwirrung (gemeint ist damit die informationelle und letztlich die Gefährdung der allokativen Effizienz) – auch bei komplexen Compliance-Konstellationen- nicht durch die Anzahl, sondern den Inhalt der Ad-hoc-Meldungen entsteht.<sup>416</sup> Sofern nach der Veröffentlichung des Compliance-Sachverhalts Folgeinformationen hinreichend wahrscheinlich werden, sind die gesetzlichen Vorgaben an den Inhalt der Ad-hoc-Meldungen klar vorgegeben und bei richtiger Anwendung genügend, um Fehlallokationen zu vermeiden.<sup>417</sup> Ferner sollte sich im Rahmen der Aufklärung eines bereits öffentlich bekannten Compliance-Sachverhalts kein Herrschaftswissen bilden, sondern ein gesteigerter Transparenzmaßstab angelegt werden, was sich nur durch eine erhöhte Anzahl von Ad-hoc-Meldungen umsetzen lässt.<sup>418</sup> Dies entspricht der hier bevorzugten Auslegung nicht primär auf Markteffizienz abzustellen, sondern die Auslegung des Insiderrechts am primären Zweck, nämlich der Vermeidung des als ungerrecht empfundenen Sondervorteils zu sehen, Chancengleichheit herzustellen und Vertrauen der Anleger in den Markt zu schützen.

cc) Ergebnis

Eine Lösung außerhalb der „Flucht in die Aufschubmöglichkeit“ besteht nicht. Es bleibt bei den Grundsätzen aus *Geltl/Daimler* und der MAR, dass das Interesse der Verwaltung des Emittenten, die frühzeitige Veröffentlichung von Insiderinformationen über Compliance-Sachverhalte zurückzustellen, nur über die Aufschubmöglichkeit in Art. 17 Abs. 4 MAR zu finden ist. Ein pauschales Unterlassen von Informationen über künftige Zwischenschritte aus einem einmal veröffentlichten Rechtsverstoß ist abzulehnen. Vielmehr muss der Emittent laufend das Geschehen verfolgen und den Kapitalmarkt mit weiteren Informationen über Folgen und Entwicklungen aus dem Rechtsverstoß informieren, sofern diese die Voraus-

---

416 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70.

417 Siehe S. 68.

418 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70; ähnlich *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, D.

setzungen des Art. 7 Abs. 1 MAR erfüllen, insbesondere, wenn man deren Eintreten vernünftigerweise erwarten kann.

#### 4. Die Bestimmung des Desinformationszeitraums

Zuletzt ist festzustellen, dass neben der bereits aufgezeigten gesetzlichen Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizitätspflicht, auch in der Praxis versucht wird, das Einsetzen der Ad-hoc-Publizitätspflicht aus ex-post Sicht noch weiter vorzuverlegen. Relevant wird die Problematik in Verfahren auf Schadensersatz wegen unterlassener Ad-hoc-Mitteilung nach § 97 WpHG. Dort kommt es regelmäßig auch darauf an, wie lange der Emittent es pflichtwidrig unterlassen hat, den Kapitalmarkt zu informieren, sog. „Desinformationszeitraum“.<sup>419</sup> Je länger dieser Zeitraum ist, desto mehr potenziell ersatzpflichtige Transaktionen fallen darunter, bei denen Aktionäre zu teuer gekauft bzw. zu günstig verkauft haben oder nicht gekauft hätten, wäre die Information öffentlich bekannt gewesen. Was für den Emittenten zu einer erhöhten Haftungssumme führt, kann für Aktionäre entscheidend sein, ob ihnen Ansprüche zustehen, da der Schaden kausal auf dem Unterlassen der (notwendigen) Ad-hoc-Mitteilung beruhen muss.

##### a) Corporate-Governance-Mangel

Dieses Interesse an der Ausdehnung des Desinformationszeitraums nimmt *Klöhn*<sup>420</sup> unter dem Stichwort „Kapitalmarktinformationshaftung für Corporate-Governance-Mängel“ zum Anlass, zu untersuchen, ob nicht der Rechtsverstoß der Beginn des ad-hoc-pflichtigen Zeitraums ist, sondern bereits dessen Ursachen in Form der schlechten Compliance-Organisation. Schließlich liege hierin bereits die Ursache des späteren Rechtsverstoßes. Dass dieser Ansatz neben der Vorverlagerung nach Geltl/Daimler erst recht der Kritik einer ausufernden Kapitalmarktpublizität ausgesetzt ist,<sup>421</sup> liegt nahe.

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht für solche Mängel wird im Wesentlichen mit dem Sinn und Zweck einer „Corporate-Governance-Funktion“ der

---

419 Vgl. *Reuter*, NZG 2019, 321, 324.

420 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145 ff.; zustimmend *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 69.

421 Vgl. *Koch*, AG 2019, 273, 282.

Ad-hoc-Publizität begründet.<sup>422</sup> Diese Funktion wird dem Informationsparadigma des Kapitalmarktrechts zugeschrieben, und stammt letztlich aus der „Market for Corporate Control“-Diskussion zur Lösung des „Prinzipal-Agent-Konflikts“.<sup>423</sup> Um zu klären, ob tatsächlich eine Ad-hoc-Pflicht für Corporate-Governance-Mängel besteht, soll untersucht werden, ob die Ad-hoc-Publizität, wie behauptet, eine Corporate-Governance-Funktion hat. Hierfür muss wiederum zunächst auf den Ursprung dieser Funktion in der „Market for Corporate Control“-Diskussion und den „Prinzipal-Agent-Konflikt“ eingegangen werden.

aa) Prinzipal-Agent-Konflikt

Ökonomisch ist es sinnvoll, die Leitung eines Unternehmens kompetenten Dritten (agent) gegen Entgelt anzuvertrauen, wenn diese den Nutzen der Anteilseigner (principal) besser mehren können als die Anteilseigner selbst.<sup>424</sup> Um erfolgreich wirtschaften zu können, wird in der Aktiengesellschaft dem Vorstand die eigenverantwortliche Leitung übertragen, vgl. § 76 Abs. 1 AktG. Dabei gibt das Aktiengesetz in § 93 Abs. 1 lediglich vor, die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Wettbewerb erfordert zwingend das Eingehen von Risiken zur Realisierung von Chancen, weswegen dem Vorstand bei unternehmerischen Entscheidungen ein gerichtlich nur eingeschränkt kontrollierbarer Ermessensspielraum zustehen muss, was § 93 Abs. 1 S. 2 AktG klarstellt.<sup>425</sup>

Durch die Verwaltung fremden Vermögens, besteht die Gefahr von eigennützigem oder sorglosem Handeln zum Nachteil der Prinzipale. Folglich besteht ein Bedürfnis an Kontrolle der Agenten durch die Prinzipale (sog. „Prinzipal-Agent-Konflikt“<sup>426</sup>). Der Aufwand der Prinzipale für Kontrolle der Agenten und Schaffung von Anreizsystemen wird als Agenturkosten (sog. „agency-costs“) bezeichnet.<sup>427</sup> Das Aktienrecht bietet etwa mit

---

422 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1149 mwN.

423 Die Auswirkung von Kapitalmarktinformation auf die Corporate Governance beschreibt ausführlich *Henne*, Information und Corporate Governance, 2011, S. 219 ff.

424 *Empt*, Corporate Social Responsibility, 2004, S. 164; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 8; *Posner*, Economic analysis of law, 1998, S. 126.

425 *Reichert*, in: FS Hoffmann-Becking 2013, S. 943, 955 f.; *Harbarth*, in: FS Hommelhoff 2012, S. 323 ff.

426 Grundlegend *Jensen/Meckling*, Journal of Financial Economics 3 (1976), 305 ff.

427 *Dies.*, Journal of Financial Economics 3 (1976), 305, 308.

der Möglichkeit der Schadensersatzpflicht in § 93 Abs. 2 AktG oder der Möglichkeit einer Abberufung aus wichtigem Grund in § 84 Abs. 3 AktG Mittel, die den Vorstand disziplinieren sollen. Die Problematik liegt aber in der mangelnden Kontrollmöglichkeit aufgrund von Informationsasymmetrien, einerseits aufgrund erhöhter Kompetenz und Wissensvorsprung der Agenten sowie andererseits in der Schwierigkeit, Fehlverhalten nachträglich zu entdecken.<sup>428</sup>

#### bb) Die disziplinierende Wirkung des Aktienkurses

Eine einfache Möglichkeit der „Qualitätskontrolle“ des Managements ist deren Überprüfung am Aktienkurs des Emittenten.<sup>429</sup> Sofern der Markt bekannt gewordene Entscheidungen des Managements positiv bewertet, hat dies auch positive Effekte auf den Aktienkurs und umgekehrt.<sup>430</sup> Ein wesentlicher Anreiz des Managements selbst für Kurssteigerungen zu sorgen, ist die erhöhte Übernahmegefahr und der damit verbundene Austausch des Managements bei niedrigen Kursen. Zudem besteht die Möglichkeit, dass Aktionäre ihre Mitgliedschaftsrechte disziplinierend ausüben. So wurde 2019 dem Vorstand der Bayer AG die Entlastung durch die Hauptversammlung verweigert (§ 119 Abs. 1 Nr. 4, § 120 AktG), weil der Aktienkurs infolge der Übernahme des umstrittenen Saatgutherstellers Monsanto um nahezu 40 % zurückging.<sup>431</sup>

Die Unternehmenskontrolle über den Aktienkurs birgt dabei die Gefahr von zu opportunistischem Verhalten des Managements, den Kurs kurzfristig in die Höhe zu treiben, was dem Unternehmen langfristig gesehen aber schaden kann.<sup>432</sup> Zudem teilt diese Methode die Schwächen der Kapitalmarkteffizienzhypothese, wenn sie den Aktienkurs als Referenzwert nimmt, der schon nicht dem Fundamentalwert entspricht.<sup>433</sup> Wenn die

---

428 *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 8 f.; *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 5 Rn. 150 f.

429 Grundlegend zum "Markt für Unternehmenskontrolle" *Manne*, *The Journal of Political Economy* 73 (1965), 110, 112 ff.

430 Ausführlich *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 159.

431 *Dostert/Müller*, Beispielloses Misstrauensvotum für Bayer-Chef Baumann, 27.04.2019 (<https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/bayer-monsanto-vorstand-entlastet-1.4422892>) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

432 *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 9.

433 *Ebke*, ZVglRWiss 2012, 1, 13; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 155; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 18 Rn. 1.

Ad-hoc-Pflicht aber für die Bildung „richtiger“ Preise sorgt, kann sie einen wichtigen Beitrag zur Disziplinierung des Vorstands leisten.<sup>434</sup> Der Vorstand gerät damit unter die „Marktdisziplin“.<sup>435</sup> Wenn sich die Ad-hoc-Publizität auch auf Compliance-Sachverhalte erstreckt, führt dies dazu, dass ihr erst recht – neben zivil, straf- und öffentlich-rechtlichen Sanktionen – bereits ex-ante disziplinierende Wirkung zukommt und damit eine Anreizwirkung für die Unternehmensleitung zu regelkonformen Verhalten bietet.<sup>436</sup>

cc) Die Corporate-Governance-Funktion der Ad-hoc-Publizität

Eine Publizitätspflicht für Corporate-Governance-Mängel aber mit der beschriebenen „Corporate-Governance-Funktion“ der Ad-hoc-Publizität zu begründen, wäre zu weitgehend. Diese „Funktion“ ist kein Ziel der Ad-hoc-Publizitätspflicht, sondern nur deren Reflex. Richtige Kapitalmarktpublizität fördert die effiziente Kursbildung. Der „Market for Corporate Control“ nimmt wiederum den Aktienkurs als Maßstab für die Kontrolle der Geschäftsleiter. Die Auswirkung ist also nur mittelbar.

Die MAR gibt die Kontrolle der Corporate-Governance der Emittenten auch nicht als ihr Ziel vor. Zwar heißt es in Erwägungsgrund 55 bezogen auf KMU, dass eine unverzügliche Offenlegung wesentlich sei, um „Vertrauen der Anleger in diese [also KMU] Emittenten zu gewährleisten“. Darin ein allgemeines Regelungsziel der Verbesserung der Corporate Governance zu sehen, dem neben Anlegerschutz und Marktfunktionschutz durch Verhinderung von Insiderhandel und Bildung richtiger Preise gleichwertige Bedeutung zukommt,<sup>437</sup> ist zu weitgehend. Mit dem „Vertrauen in diese Emittenten“ in Erwägungsgrund 55 ist vielmehr gemeint, dass die Anleger darauf vertrauen, dass alle Emittenten am Markt der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen und es keine (intransparenten) Bereichsausnahmen gibt. Andernfalls wäre diese Erwähnung nur für KMU nicht zu erklären. Dafür sprechen auch die Neuerungen und Erleichterun-

---

434 Hellgardt, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, 160 f., 223 f.; Henne, Information und Corporate Governance, 2011, S. 125; Klöhn/Schmolke, NZG 2015, 689, 691.

435 Köndgen, in: Ott/Schäfer (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, 1993, S. 128, 138.

436 Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 34; Klöhn/Schmolke, ZGR 2016, 866, 876.

437 So Hellgardt, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 34.

gen durch die Verordnung 2019/2115<sup>438</sup> zur Änderung der MAR. Darin wird festgestellt, dass „die meisten der in der [MAR] festgelegten Pflichten für alle Emittenten gleichermaßen – unabhängig von deren Größe und davon, an welchem Handelsplatz ihre Finanzinstrumente zum Handel zugelassen sind“ gelten. Der Gesetzgeber hat nunmehr entschieden, dass es opportun erscheint, die Hürden zur Kapitalaufnahme zu senken und Ausnahmen für KMU festzulegen.<sup>439</sup> Wenn ferner die gesellschaftsrechtliche Organisationsverfassung bei der Frage, wann eine Insiderinformation vorliegt, keine Auswirkung haben soll,<sup>440</sup> kann umgekehrt das Insiderrecht keine direkte Regulierung gesellschaftsrechtlicher Fragen zum Gegenstand haben, die sich gerade aus der Organisationsverfassung ergeben. Aus Sicht der MAR ist die Organisationsverfassung des Emittenten so weit irrelevant, solange im Ergebnis effiziente Kapitalmarktpublizität gewährleistet ist. Die MAR macht keine Vorgaben bzgl. der Leitungs- und Kontrollstrukturen von Emittenten, sondern knüpft vielmehr variabel an die unterschiedlichen Ausgestaltungen an.<sup>441</sup> Die MAR bezweckt also nicht direkt die Kontrolle der Unternehmensleiter, jedoch hat Kapitalmarktinformation unterstützende Wirkung für die Unternehmenskontrolle und die Corporate-Governance.<sup>442</sup>

Entscheidend ist letztlich auch wieder das Kursbeeinflussungspotential. Dies hängt in der Regel an der Qualität des Rechtsverstößes selbst und nicht bereits an einem Corporate-Governance-Mangel. Hätte die Ad-hoc-Pflicht eine Corporate-Governance Funktion, so ließe sich nicht erklären, warum dann nicht alle Corporate-Governance und Compliance-Probleme veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen sind, sondern nur die kursrelevanten.<sup>443</sup> Die Ad-hoc-Publizitätspflicht will nicht primär Corporate-Governance und Compliance-Fragen regulieren. Es geht unabhängig

---

438 Verordnung (EU) 2019/2115 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten.

439 Erwägungsgrund 3 VO 2019/2115.

440 Siehe S. 58.

441 Vgl. bereits *Ebke*, ZVglRWiss 2012, 1, 8 ff.

442 *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 226 f.; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1149; *Schön*, in: ders. (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 2009, S. 563, 579 f.; *Seibt*, ZHR 177 (2013), 388, 393.

443 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 12.



von der Herkunft von Informationen darum, Vertrauen der Anleger durch Verhinderung von Insiderhandel und Markttransparenz herzustellen.

dd) Ad-hoc-Pflicht für Corporate-Governance bezogenen Informationen

Dass auch die Ad-hoc-Publizität eine lenkende Wirkung auf die Corporate-Governance der börsennotierten Aktiengesellschaft und umgekehrt haben kann, zeigte sich bereits nach Einführung des DCGK und der Diskussion, ob Änderungen oder der Widerruf der Entsprechungserklärung des § 161 AktG kursrelevant sind und damit die Ad-hoc-Pflicht auslösen können.<sup>444</sup> Die Nichtanwendung des Kodex und schlechte Corporate Governance können die Disziplin der Kapitalmärkte hervorrufen, indem Investoren sich aufgrund der fehlenden Attraktivität des Unternehmens von den Unternehmensanteilen trennen.<sup>445</sup> Dies ist verständlich, wenn man davon ausgeht, dass Investoren bereit sind, für eine gute Corporate Governance mehr zu zahlen bzw. umgekehrt Abschläge vornehmen, was mit den Ergebnissen der Reputationsforschung anzunehmen ist.<sup>446</sup> Gleichwohl wurde bereits vermutet, dass eher der signifikante Verstoß gegen eine Regel, als eine bloße Erklärung dazu kursrelevant sein könne.<sup>447</sup>

Überprüft man Ad-hoc-Mitteilungen deutscher Emittenten, bestätigt sich die Vermutung, dass Mitteilungen bezüglich der Corporate-Governance erst veröffentlicht werden, nachdem Vorwürfe bekannt wurden.<sup>448</sup> Andere Ad-hoc-Veröffentlichungen, welche Aspekte der Corporate-Governance bzw. des Kodex erwähnen und nicht in Zusammenhang mit Vorwürfen bestehen, beschränken sich auf die Einhaltung oder die Wichtigkeit für den Emittenten, aber nicht auf Mängel oder Abweichungen.<sup>449</sup>

---

444 *Borges*, ZGR 2003, 508, 533; *Claussen/Bröcker*, DB 2002, 1199, 1200; *Henne*, Information und Corporate Governance, 2011, S. 252; *Lutter*, in: FS Druey 2002, S. 463, 467; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 229.

445 *Henne*, Information und Corporate Governance, 2011, S. 252; *Lutter*, in: FS Druey 2002, S. 463, 467.

446 Siehe S. 87 ff; *Henne*, Information und Corporate Governance, 2011, S. 252; kritisch *Borges*, ZGR 2003, 508, 533.

447 *Borges*, ZGR 2003, 508, 533.

448 Vgl. bereits *ders.*, ZGR 2003, 508, 533, siehe etwa auf S. 106 das Beispiel Wirecard.

449 Z.B. Hypoport AG vom 15.05.2019; Vonovia SE vom 05.09.2016; Stada Arzneimittel AG vom 15.08.2016.

Letztlich folgt aus einer schlechten Compliance-Organisation auch nicht zwingend ein Rechtsverstoß. Zudem ist nicht jeder (dadurch ermöglichte) Rechtsverstoß im Unternehmen gleich kursrelevant. Auch *Klöhn* erkennt die Problematik, dass Informationen über Corporate-Governance-Mängel immer erst mit ihren Resultaten bekannt gegeben werden.<sup>450</sup> Ferner sieht er ein, dass es in der Praxis kaum vorstellbar ist, dass der Emittent formal beschließt, die Information über das negative Compliance-System ggü. dem Kapitalmarkt gem. Art. 17 Abs. 4 MAR geheim zu halten.<sup>451</sup>

Mit der Einstufung eines Corporate-Governance-Mangels als Insiderinformation unterliegt man letztlich einem Rückschaufehler, den die MAR ausdrücklich vermeiden will. Erwägungsgrund 14 stellt klar, dass die Beurteilung, wann eine Insiderinformation vorliegt, anhand der ex-ante-Informationen erfolgen sollte. Zwar können, so Erwägungsgrund 15, ex-post-Informationen zur Überprüfung der Annahme verwendet werden, dass die ex-ante-Informationen kurserheblich waren. Sie sollten aber nicht dazu verwendet werden, Maßnahmen gegen Personen zu ergreifen, die vernünftige Schlussfolgerungen aus den ihnen vorliegenden ex-ante-Informationen gezogen haben.

## b) Ergebnis

„Corporate-Governance-Mängel“ sind keine Insiderinformationen. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht für solche Informationen entspringt der Annahme einer Corporate-Governance-Funktion der Ad-hoc-Pflicht, welche kein explizites Ziel des europäischen Gesetzgebers ist, sondern lediglich positiver Reflex der Publizitätspflicht. Zwar hat die Ad-hoc-Publizitätspflicht auch für Compliance-Sachverhalte eine Vorverlagerung erfahren. Der „Corporate-Governance Mangel“ entspricht aber einem Rückschaufehler, den die MAR gerade vermeiden will. Der sog. „Desinformationszeitraum“ beginnt im Ergebnis nicht schon mit einem Corporate-Governance-Mangel, sondern frühestens in dem Zeitpunkt, in dem ein Rechtsverstoß begangen wurde und Kursbeeinflussungspotential gegeben ist.

---

450 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152.

451 *Ders.*, ZIP 2015, 1145, 1152.

c) Überleitung: Die problematische Anknüpfung an Verdachtslagen und interne Untersuchungen

Die Literatur untersucht zuletzt vermehrt die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Emittenten bei der Durchführung von internen Untersuchungen und der Entdeckung von Auffälligkeiten im Unternehmen, sogenannten „findings“ eines „Compliance-Audits“.<sup>452</sup> In der Regel beginnen Compliance-Sachverhalte dabei für den Emittenten intern entweder mit einem (routinemäßigen) Compliance-Audit oder es bestehen Gerüchte oder erste (vage) Verdachtslagen, herbeigeführt durch interne Hinweisgeber. Auf der anderen Seite können externe Untersuchungen durch Ermittlungsbehörden eingeleitet werden. Insiderinformationen können dabei jeweils die Durchführung eines Compliance-Audits oder Ermittlungsmaßnahmen selbst sein. Ferner kommen die diesen zugrundeliegenden Umstände (Gerüchte, Verdacht, Anzeigen) bzw. die durch diese Maßnahmen entdeckten Umstände in Betracht. Diese Informationen können im Einzelfall kursrelevant sein, auch wenn sich am Ende herausstellen sollte, dass zu keinem Zeitpunkt ein Compliance-Verstoß vorlag. Die bloße Aufnahme von strafrechtlichen Ermittlungen oder verwaltungsrechtlichen Untersuchungen an sich soll aber, so die BaFin<sup>453</sup> nur in besonderen Fällen eine Insiderinformation begründen.

Die insiderrechtliche Betrachtung von internen wie externen Untersuchungen ist aber nicht immer der richtige Anknüpfungspunkt. Es darf nicht verkannt werden, dass Rechtsverstöße im Unternehmen lange unentdeckt bestehen können. Insiderinformation kann dann nicht erst eine interne Ermittlung, veranlasst durch die „Entdeckung von Unregelmäßigkeiten“, oder die Durchsuchung der Geschäftsräume durch die Staatsanwaltschaft, sondern bereits der Rechtsverstoß an sich sein. Dieser kann nach und nach immer mehr Kursrelevanz annehmen, etwa, wenn wie im VW-Abgasskandal die Zulassung zum Markt für Dieselfahrzeuge in strafrechtlich relevanter Weise erschlichen wird, welche dann immer kursrelevanter wird, je mehr Autos aufgrund dieses Rechtsverstoßes hergestellt und zugelassen werden, weil sich danach die Höhe von Bußgeldern, Scha-

---

452 *Bunz*, NZG 2016, 1249 ff.; *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, 2840 f.; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041 ff.; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1; *Redenius-Hövermann/Walter*, ZIP 2020, 1331, 1334 ff.; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411 ff.; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 417; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 287 ff.; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62 ff.; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 69; *Wilsing*, ZGR 2020, 276 ff.

453 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20.

densersatzzahlungen oder das Ausmaß an Fällen der Mängelgewährleistung ergibt.

Symptomatisch ist die Einlassung der Volkswagen AG auf die gegen sie erhobenen kapitalmarktrechtlichen Klagen im Jahr 2016.

*„Nach aktuellem Kenntnisstand erfuhr die Angelegenheit, da sie vielmehr als ein Produktthema unter vielen behandelt wurde, zunächst auf den Führungsebenen bei Volkswagen keine besondere Aufmerksamkeit. Entsprechend lag auch die Zuständigkeit innerhalb von Volkswagen beim ‚Ausschuss für Produkt-Sicherheit‘ (APS). Emissionsabweichungen zwischen Prüfstands- und Straßenbetrieb kommen bei allen Automobilherstellern vor und sind keineswegs automatisch auf Regelverstöße zurückzuführen. Bei weltweit agierenden Automobilherstellern sind Servicemaßnahmen und Rückrufaktionen nichts Außergewöhnliches. Dass sich dies nun rückblickend anders darstellt, bedauert Volkswagen ausdrücklich.“<sup>454</sup>*

Eine solche Thematik kann man insiderrechtlich auch aus dem Blickwinkel der ad-hoc-Pflicht für einen (vermeintlichen) Produktfehler betrachten.<sup>455</sup> Entscheidend ist aber, die ex-ante-Sichtweise eines verständigen Anlegers, würde *die Information* (= der wahre Compliance-Sachverhalt) öffentlich bekannt werden. Die Frage wendet sich daher mehr und mehr dahin was der Emittent weiß, wissen muss oder was ihm zugerechnet werden kann und ob es für seine Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR überhaupt darauf ankommt. Dies soll im folgenden Kapital untersucht werden.

---

454 Volkswagen AG, Volkswagen hält kapitalmarktrechtliche Vorwürfe für unbegründet, 16.03.2016 (<https://www.volkswagen-newsroom.com/de/pressemitteilungen/volkswagen-haelt-kapitalmarktrechtliche-vorwuerfe-fuer-unbegrundet-1839/download>), S. 3 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

455 Vgl. LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 148.