Studien zum
Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

202

Kilian Krötz

Das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht am Beispiel der Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Sachverhalten

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb
Prof. Dr. Mathias Habersack
Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)
Prof. Dr. Adam Sagan, MJur (Oxon)

Begründet von
Prof. Dr. Klaus J. Hopt
Prof. Dr. Manfred Lieb
Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 202

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kilian Krötz

Das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht am Beispiel der Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Sachverhalten

Nomos

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

The book processing charge was funded by the Baden-Württemberg Ministry of Science, Research and Arts in the funding programme Open Access Publishing and the University of Konstanz.

Dissertation der Universität Konstanz
Tag der mündlichen Prüfung: 10.11.2021
Referent: Prof. Dr. Rüdiger Wilhelmi
Referent: Prof. Dr. Oliver Fehrenbacher

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Zugl.: Konstanz, Univ., Diss., 2021

1. Auflage 2022

© Kilian Krötz

Publiziert von
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden
www.nomos.de

Gesamtherstellung:
Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-8487-8555-1
ISBN (ePDF): 978-3-7489-2916-1

DOI: https://doi.org/10.5771/9783748929161

Onlineversion
Nomos eLibrary

Dieses Werk ist lizensiert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Februar 2021 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Universität Konstanz als Dissertation angenommen. Das Manuskript wurde Ende Juli 2020 abgeschlossen, ist bis Anfang Februar 2021 noch um die wesentliche Literatur und Rechtsprechung ergänzt sowie anlässlich der Veröffentlichung noch einmal überprüft.

Herzlich danken möchte ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Rüdiger Wilhelmi für die schöne Zeit, die ich von April 2018 bis einschließlich September 2020 als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl verbringen durfte sowie für die fürsorgliche Betreuung dieser Arbeit. Danken möchte ich ferner Herrn Prof. Dr. Oliver Fehrenbacher für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Ein großer Dank für die kritische Durchsicht des Manuskripts und die vielen hilfreichen Ratschläge gilt Ruth Sandhofe, Sandro Dietrich und Gina Mahler-Krötz.

Ganz besonders danken möchte ich Alan Khoja und Fabian König für die gemeinsame Zeit und die vielen erhellenden Gespräche innerhalb und außerhalb der Universität.

Konstanz, im Dezember 2021

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis 19

Einführung 21

A. Einleitung 21

B. Gang der Untersuchung 23

Kapitel 1: Die Ziele der Marktmissbrauchsverordnung und ihre Grundlagenmodelle 25

A. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts 25

I. Bedeutung der Kapitalmarkteffizienz 27

1. Kapitalmarkteffizienzhypothese 28

2. Der Preisbildungsmechanismus 29

3. Der Noise Trader-Ansatz 30

II. Bedeutung der Kapitalmarkttransparenz 32

1. Das Problem der Informationsasymmetrien 33

2. Beseitigung von Informationsasymmetrien als erste Aufgabe der Ad-hoc-Publizität 34

3. Folgen von Transparenz 35

4. Zwischenergebnis 35

B. Anlegerschutz 36

I. Bedeutung der Marktintegrität als zweite Aufgabe der Ad-hoc-Pflicht 36

II. Verhältnis der Ziele der MAR untereinander 39

III. Zwischenergebnis für die weitere Untersuchung: Die Verhinderung des ungerechtfertigten Sondervorteils als zentrales Ziel der MAR 41

1. Der Schutz der Informationshändler 42

2. Alternative Ansätze 44

C. Ergebnis: Marktmissbrauchsrecht als Systemvertrauensschutz für alle Anleger 46

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kapitel 2: Das Entstehen der Insiderinformation 48

A. Grundlagen 48

I. Gesetzgebungskompetenz und Harmonisierung im europäischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht 48
II. Gesetzlicher Rahmen der Ad-hoc-Pflicht und Terminologie 50
III. Insiderinformation und Ad-hoc-Pflicht 51
IV. Eingrenzung der Untersuchung 52

B. Mehrstufige Entscheidungsprozesse 53

I. Eingrenzung der relevanten Konstellationen 53
II. Der Konflikt bis Geltl/Daimler 54
1. Die Endgültigkeitslösung als gesellschaftsrechtliche Argumentationsgrundlage 54
2. Berücksichtigung kapitalmarktrechtlicher Interessen 56
3. Übergangsphase nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz 57
4. Theorie der Sperrwirkung als Aufhänger der gesellschaftsrechtlichen Argumentation 59
III. Der Fall Geltl/Daimler als Höhepunkt des Zielkonflikts 60
1. Ausgangsproblematik 60
2. Vorlagefrage für die Beurteilung gestreckter Sachverhalte 61
3. Das Urteil des EuGH in Geltl/Daimler und seine Auswirkung 61
a) Bedeutungsverlust für die „hinreichende Wahrscheinlichkeit“ 62
b) Stellungnahme 64
c) Probability-Magnitude 64
d) Zwischenergebnis: Lokalisierung und verbleibende Bedeutung von Zwischenschritten unter der MAR 66
e) Auswirkungen auf die allokative Effizienz durch frühzeitige Ad-hoc-Publizitätspflicht 67
f) Die Flucht in die Aufschubmöglichkeit als Folge von Geltl/Daimler und der Umsetzung in der MAR 69
4. Schlussfolgerungen für das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen nach Geltl/Daimler 70
a) Zusammenfassung 70
b) Ausblick auf die related-party-transactions 72

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

C. Compliance und Ad-hoc-Publizität 73
I. Begriff der Compliance 73
1. Compliance als Legalitäts- und Legalitätskontrollpflicht 74
2. Umfang der Legalitätskontrollpflicht 75
3. Schnittstellen von Compliance und Ad-hoc-Publizität 76
a) Die Bezugspunkte von Compliance und Ad-hoc-Publizität 76
b) Rechtsfolgen als Perspektive der Betrachtung 77
c) Kursbeeinflussungspotential bzw. Kursrelevanz 78
aa) Der verständige Anleger 78
bb) Die Theorie des Handlungsanreizes 81
cc) Zwischenergebnis 83
d) Kursspezifität 83
4. Auswirkung von Compliance-Verstößen auf den Aktienkurs 84
a) Rechtskosten 85
b) Reputationsschäden 86
aa) Reputationswert und Aktienkurs 87
bb) Einzelne reputationsbedingte Faktoren für die Kursbeeinflussung bei Compliance-Sachverhalten 88
c) Die Überschneidung von Compliance mit Integrität 89
d) Ergebnis für die hier verstandene Definition von Compliance 92
II. Compliance-Sachverhalte als mehrstufige Entscheidungsprozesse 92
1. Vergleichbarkeit von Compliance-Verstößen mit Geltl/Daimler 92
2. Zwischenergebnis 95
3. Der Compliance-Sachverhalt als Auslöser eines zeitlich gestreckten Vorgangs 95
a) Nicht öffentlich bekannt 95
aa) Bereichsöffentlichkeit gegen Anlegeröffentlichkeit 96
bb) Der Öffentlichkeitsbegriff unter der MAR 97
cc) Stellungnahme 98
(1) Lösung durch autonome Auslegung 99
(2) Auswirkung auf Preiseffizienz und Fairness 100
(3) Zwischenergebnis 100
dd) Bekanntgabe durch Medien und Behörden 101

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ee) Zwischenergebnis 102
b) Präzise Information 103
aa) Vernünftigerweise erwartbar 103
bb) Übertragung auf Compliance-Verstöße 104
cc) Differenzierende Betrachtung 105
dd) Schlussfolgerung 108
c) Zwischenergebnis und Lösungsversuche 108
aa) Truth on the market 109
(1) Praktischer Befund bezogen auf Bußgelder 110
(2) Mitteilungen über Bußgelder in der Praxis 111
(3) Mitteilungen über Schadensersatzklagen in der Praxis 112
(4) Zwischenergebnis 113
bb) Gefährdung der informationellen Effizienz 113
cc) Ergebnis 114
4. Die Bestimmung des Desinformationszeitraums 115
a) Corporate-Governance-Mangel 115
aa) Prinzipal-Agent-Konflikt 116
bb) Die disziplinierende Wirkung des Aktienkurses 117
cc) Die Corporate-Governance-Funktion der Ad-hoc-Publizität 118
dd) Ad-hoc-Pflicht für Corporate-Governance bezogenen Informationen 120
b) Ergebnis 121
c) Überleitung: Die problematische Anknüpfung an Verdachtslagen und interne Untersuchungen 122

Kapitel 3: Die Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung der Insiderinformation 124

A. Art. 17 Abs. 1 MAR als (Nicht-)Wissensnorm 125
I. Ad-hoc-Publizität und Handlungsverantwortung 125
II. Ad-hoc-Publizität und Wissen 126
1. Zurechnung von Wissen in Art. 17 Abs. 1 MAR 128
a) Wissensnormen nach deutschem Recht 129
b) Grundlagen der deutschen Wissenszurechnung 130
c) Wissenszurechnung im Kontext der jeweiligen Wissensnorm 132
d) Unionsrechtliche Wissenszurechnung 133
e) Zwischenergebnis 134
2. Objektiver Eintritt der Ad-hoc-Pflicht 134

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Gemeinsamkeiten der Ansichten und Rechtsfolge 135
III. Auslegung des Wortlauts zur Ermittlung eines Wissenserfordernisses 135
1. Das „Bekanntgeben" der Information 135
2. Die „unverzügliche" Bekanntgabe 137
a) Bisherige Auslegung der h.M. unter § 15 Abs. 1 WpHG 137
b) Bedeutung von schuldhaftem Zögern im Kontext der Ad-hoc-Pflicht nach Ansicht der Vertreter eines Wissenserfordernisses 138
c) Ungültigkeit der Prämisse des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB 139
aa) Unionsrechtskonforme Wortlautauslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR 140
bb) Erklärung der Herleitung der Unverzüglichkeit 141
3. Herleitung eines Wissenselements aus dem Kriterium der Möglichkeit 142
a) Der ultra-posse-Einwand 142
b) Der Begriff der Möglichkeit in Anlehnung an § 275 Abs. 1 BGB 143
4. Zwischenergebnis zur Wortlautauslegung 145
IV. Historische Auslegung 145
1. Vergleich mit der MAD 146
2. Das Gesetzgebungsverfahren zur Insiderrichtlinie 1989 147
3. Zwischenergebnis nach der historischen Auslegung 148
V. Systematischer Vergleich 148
1. Herleitung aus dem Verhältnis zu den nationalen Haftungsnormen 149
a) Meinungsstand 149
b) Stellungnahme 150
2. Vergleich mit Art. 17 Abs. 4 MAR 152
a) Art. 17 Abs. 4 MAR als Legalausnahme 152
b) Art. 17 Abs. 4 MAR als aktive Aufschubentscheidung 153
c) Zwischenergebnis 154
3. Vergleich mit Art. 8 und 9 MAR 155
4. Managers' transactions 156
a) Meinungsstand 156
b) Stellungnahme 156
5. Vergleich mit den Vorschriften zur Beteiligungspublizität 157
a) Mitteilungspflichten nach AktG 157

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Mitteilungspflichten nach WpHG 158
c) Zwischenergebnis nach der systematischen Auslegung 160
VI. Teleologische Auslegung 160
1. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht 161
a) Der Anreiz der Wissensorganisation durch umfassende Zurechnung 162
b) Keine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Pflicht 163
c) Keine Ausdehnung der Wissenszurechnung 164
2. Richtige Deutung von Art. 17 Abs. 4 MAR 166
VII. Gesamtergebnis nach der Auslegung 167

B. Reichweite des rein objektiven Art. 17 Abs. 1 MAR nach autonomer Auslegung 168
I. Pflichten im Kriterium „möglich“ 168
1. Die These von der Irrelevanz der Wissenszurechnung 169
2. Die Informationssuchpflicht 170
a) Meinungsstand 170
b) Stellungnahme 171
c) Zwischenergebnis 172
3. Kritik an der Informationssuchpflicht in der Literatur 172
4. Nähere Untersuchung der Informationssuchpflicht 173
a) Compliance-Dimension 174
aa) Vergleich mit speziellen Compliance-Anforderungen 174
bb) Herleitung aus der „Kapitalmarkt-Compliance“ 176
cc) Zwischenergebnis 176
dd) Informationssuchgrenze im Gesellschaftsrecht 176
(1) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätspflicht 177
(2) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätskontrollpflicht 179
ee) Ergebnis zur Compliance-Dimension 181
b) Einordnung der Informationssuchpflichten als Frage des Verschuldens 181
aa) Wissenszurechnung in Abgrenzung zum Wissenmüssen als Organisationspflichten 183
bb) Übertragung der Wissensorganisation auf Art. 17 Abs. 1 MAR 184
cc) Ausnahmen vom Wissenmüssen als Verschuldensfrage 186

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dd) Die individuelle Vorwerfbarkeit als verobjektivierte Pflicht 187
ee) Zwischenergebnis 188
c) Legalitätspflicht 188
d) Keine Informationssuchpflicht aufgrund von aufsichtsrechtlichen Befugnissen 188
e) Ergebnis 190
5. Herleitung einer Informationsweiterleitungs- und Prüffrist 190
a) So bald wie möglich als reine Pflichtkonkretisierung 190
b) Bestätigung für eine Weiterleitungs- und Prüffrist durch Vergleich mit dem Wettbewerbsrecht 192
II. Unmittelbar betreffen als Pflichtbegründung 193
1. Der ultra-posse-Einwand als Frage des unmittelbaren Betreffens 193
a) Eingrenzung des ad-hoc-pflichtigen Informationskreises als Ziel des unmittelbaren Betreffens 193
b) Historischer Kontext des unmittelbaren Betreffens 195
c) Vornahme der Abgrenzung in mittelbar und unmittelbar den Emittenten betreffende Informationen 196
aa) Ökonomischer Ansatz der Eingrenzung 196
(1) Der Emittent als least cost information provider 196
(2) Der Bezug zum Fundamentalwert 197
bb) Nach Sphären wertender Ansatz 197
cc) Eigener Ansatz: Die Informationsverantwortung entsprechend des sachenrechtlich geprägten Informationsherrschaftsbereichs 198
dd) Fallbeispiele für „von außen" kommende Insiderinformationen 200
(1) Ratings als Folgeauswirkungen von Informationen 200
(2) Übernahmeangebot als Beispiel für den Informationszugriff 201
ee) Bestätigung der Eingrenzung durch die Beispiele der BaFin 202

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Bestätigung für den Gedanken des Informationsherrschaftsbereichs 203
a) Vergleich mit dem Kartellrecht 203
b) Ergebnis: Der „Wissende" beim Emittenten 205

Kapitel 4: Auswirkung der europarechtskonformen Auslegung auf die Ad-hoc-Pflicht in der Einzelgesellschaft und bei Unternehmensverbindungen 207

A. Ad-hoc-Publizität in der Einzelgesellschaft 207
I. Verschwiegenheitspflichten des Vorstands und Ad-hoc-Pflicht 208
II. Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats und Ad-hoc-Pflicht 209
1. Auswirkung der Organisationsverfassung auf die Ad-hoc-Pflicht 210
a) Meinungsstand 210
b) Konsequenzen 210
2. Ausnahmen vom Grundsatz der begrenzten Ad-hoc-Pflicht 211
a) Eigene Veröffentlichungskompetenz des Aufsichtsrats 211
b) Eigene Aufschubkompetenz des Aufsichtsrats 212
3. Der eingeschränkte Informationsfluss aufgrund der aktienrechtlichen Organisationsverfassung unter Berücksichtigung der Informationsverantwortung des Emittenten 213
a) Stellungnahme 213
b) Lösungsmöglichkeit 215
c) Ergebnis 216

B. Ad-hoc-Publizität bei Unternehmensverbindungen 216
I. Informationsverantwortung für Informationen aus verbundenen Gesellschaften 217
II. Wissenszurechnung im Konzern nach dem BGH 219
1. Informationsansprüche innerhalb verbundener Gesellschaften 220
a) Informationsansprüche der Muttergesellschaft ggü. der Tochtergesellschaft 220
b) Informationsansprüche im Vertrags-, Eingliederungs- und GmbH-Konzern 221

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

c) Informationsansprüche im faktischen Konzern 221
d) Zwischenergebnis 222
2. Informationsgrenzen im faktischen Konzern 223
a) Meinungsstand in der Literatur 223
b) Die Rechtsprechung des BGH zur Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats 224
c) Informationsbelieferung der Tochter ggü. der Mutter im faktischen Konzern durch den Vorstand 224
d) Ergebnis 226
3. Der konkrete Informationsanlass 226
a) Insiderinformation als Anlass 227
b) Doppelorganschaft als Anlass 228
aa) Meinungsstand 228
bb) Ansicht des LG Stuttgart 229
4. Stellungnahme 230
5. Ergebnis 232
III. Der kapitalmarktrechtliche Informationsanspruch im Konzern 232
1. Ansicht des LG Stuttgart 233
2. Die Ansicht der Befürworter eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs 234
a) Ansichten in der Literatur 234
b) Vergleich mit der italienischen Rechtsordnung 236
3. Die Ansicht der Gegner eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs 237
4. Notwendigkeit einer Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus verbundenen Unternehmen 238
a) Kapitalmarktrechtliche Möglichkeit der Informationsweitergabe 238
b) Nutzen der doppelten Veröffentlichung 239
aa) Informationsüberflutung durch Mehrfachveröffentlichung 240
bb) Bereichsöffentlichkeit durch Veröffentlichung 241
c) Zwischenergebnis 241
5. Mögliche Herleitung eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs über eine erweiterte Auslegung des Emittentenbegriffs 242
a) Keine relevante konzernrechtliche Publizität innerhalb der MAR 242

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Entsprechende Anwendung des kartellrechtlichen Unternehmensbegriffs 244
c) Entsprechende Anwendung des Unternehmensbegriffs aus den Vorschriften zur Rechnungslegung 245
d) Zwischenergebnis 247
6. Vereinbarkeit des Ergebnisses mit dem Kriterium „unmittelbar betreffen“ 247
a) Keine Informationsorganisationspflichten 247
b) Informationszugang als Beginn der Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus verbundenen Unternehmen 249
c) Keine Begründung eines Anspruchs aufgrund der Umgehungsgefahr 250
d) Keine Herleitung aus IKB und Kühne und Nagel 250
aa) Die Entscheidung in Sachen IKB 251
bb) Kühne und Nagel 252
e) Zwischenergebnis 253
7. Auswirkungen auf die Konstellation der Doppelmandate 253
a) Berücksichtigung der gesellschaftsrechtlichen Informationsgrenze durch Art. 10 Abs. 1 MAR und Art. 49 SE-VO 253
b) Auswirkung auf die Konstellation der Doppelmandate 255
c) Weitere Ungenauigkeiten des LG Stuttgarts 255
8. Ergebnis zur Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Unternehmensverbindungen 256

Kapitel 5: Das berechtigte Interesse des Emittenten am Aufschub der Mitteilungspflicht 259

A. Das Interesse des Emittenten 259
I. Das Emittenteninteresse zwischen Eigen-, Shareholder-, und Stakeholderinteressen 260
1. Keine Abwägung zwischen Emittenten- und Kapitalmarktinteresse 260
2. Aktienrechtliche Sichtweise 261
3. Kapitalmarktrechtliche Sichtweise 263
a) Allgemein der MAR zu entnehmende Interessen 263
b) Erwägungsgrund 50 und Leitlinien der ESMA 264
aa) Zeitlich gestreckte Sachverhalte 264
bb) Indikative Liste der ESMA 265

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

cc) Aufschub bei laufenden Verhandlungen, insbesondere Sanierungsfällen 266
(1) Gemeinsames Interesse der vorhandenen und potenziellen Aktionäre 267
(a) Keine klare Interessenlage der Aktionäre 268
(b) Das Problem der Beurteilungsperspektive Käufer/ Verkäufer 269
(2) Interesse des Marktes 270
(3) Stellungnahme und eigene Auslegung 272
(a) Ungeeignetheit des „Schleiers des Nichtwissens" für die Bestimmung des Marktinteresses 272
(b) Systematische Trennung zwischen Aktionären und Markt 273
(c) Zwischenergebnis: Einordnung der potenziellen Aktionäre und Folgerung aus dem bisherigen Ergebnis 274
(d) Die Konformität der Trennung zwischen Aktionärs- und Marktinteresse mit dem primären Auslegungstelos der MAR 275
II. Ergebnis zum Interesse des Emittenten 277
1. Zusammenfassung 277
2. Vergleich mit dem Unternehmensinteresse 277
B. Das berechtigte Interesse 278
I. Keine Schnittstelle zum Gesellschaftsrecht 279
1. Auskunftsrechte des Aktionärs 279
2. § 92 Abs. 1 AktG und Sanierungsfälle 281
3. Zwischenergebnis 282
II. Kapitalmarktrechtliche Auslegung 282
1. Meinungsstand 282
2. Stellungnahme, Ergebnis 283
C. Das Interesse der Aktionäre bei Compliance-Sachverhalten 284
I. Das Interesse an der disziplinierenden Wirkung der Ad-hoc-Publizität 284
II. Die Auswirkungen des Aufschubs des Compliance-Verstoßes auf die Integrität des Kapitalmarktes 285

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

III. Die Ad-hoc-Pflicht als Selbstbelastung 286
1. Der Nemo-Tenetur Grundsatz 287
a) Problematik und Meinungsstand 287
b) Stellungnahme 288
c) Zwischenergebnis 290
2. Der ewige Aufschub 290
a) Geheimhaltung nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR 291
b) Bilanzierungspflicht von Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten 294
c) Keine Irreführung nach Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR 296
d) Abwägung für die Länge des Aufschubs unter Berücksichtigung der bisherigen Ergebnisse 297
3. Anwendbarkeit der Business Judgement Rule 299
4. Ergebnis 300

Kapitel 6: Abschließende Zusammenfassung in Thesen 302

Literaturverzeichnis 311

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Abkürzungsverzeichnis

Es wird verwiesen auf:
Kirchner, Hildebert, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 9. Auflage 2018

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Einführung

A. Einleitung

Wie steht das Kapitalmarktrecht zum Gesellschaftsrecht? Während das deutsche Aktiengesetz von 1965[1] auf mittlerweile über 55 Jahre zurückblicken kann, handelt es sich beim Kapitalmarktrecht um ein vergleichsweise junges Rechtsgebiet. Die Geburtsstunde eines einheitlichen Kapitalmarktrechts in Deutschland kann man erst im Erlass des WpHG durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 sehen.[2] Die voranschreitende Harmonisierung des durch europäische Richtlinien und Verordnungen geprägten Kapitalmarktrechts führt dabei zu einer immer weitergehenden Differenzierung zwischen der börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaft. Kapitalmarktrecht ist ein „Sonderrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften außerhalb des AktG".[3] Andere sprechen vom „Parallel-Gesellschaftsrecht"[4], „Börsengesellschaftsrecht"[5] oder der „Börsen-AG"[6]. Während man beim Aktienrecht auf ein relativ gefestigtes Werk zurückgreift, befindet sich das Kapitalmarktrecht in einem „Dauerreformzustand"[7]. So wurde nunmehr auch das Marktmissbrauchsrecht als Teilbereich dieses Kapitalmarktrechts von der Marktmissbrauchsrichtli-

1 Aktiengesetz vom 6.9.1965, (BGBl. I S. 1089), wiederum zurückgehend auf das Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30.1.1937, (RGBl. I S. 107).
2 BGBl. I S. 1794; so etwa *Merkt*, in: FS Hopt 2010, S. 2207, 2220.
3 *Assmann*, AG 2015, 597, 600.
4 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1148.
5 *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 2017, Rn. 14.58.
6 *Lutter*, in: FS Zöllner 1998, S. 363, 377.
7 *Merkt*, in: FS Hopt 2010, S. 2207, 2221.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nie[8] und deren Umsetzung im WpHG mit Wirkung vom 03.07.2016 in die Marktmissbrauchsverordnung[9] (MAR)[10] übertragen.

Die hier zu untersuchende Ad-hoc-Publizitätspflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR trifft dabei den Emittenten, also eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert (Art. 3 Abs. 1 Nr. 2). Bei der Reformhäufigkeit des Kapitalmarktrechts einerseits und dem Verweis auf die juristische Person, welche in den jeweiligen Mitgliedstaaten unterschiedlich ausgestaltet ist, andererseits, verwundert es nicht, dass man bei der Auslegung dieser europäischen Verordnung geneigt ist, das vertrautere nationale Verständnis auf das europäische Recht zu übertragen, soweit das europäische Recht keine konkreten Vorgaben bietet. Umgekehrt ist man hingegen geneigt, europäische Vorgaben nur zögerlich anzuwenden, wenn sie dem traditionellen gesellschaftsrechtlich geprägten Verständnis widersprechen. Die Arbeit hat es sich daher zur Aufgabe gemacht, die zentrale Frage zu klären, wie sich das Kapitalmarktrecht in Form der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR zum nationalen Gesellschaftsrecht verhält.

Den bisherigen Höhepunkt dieses Verhältnisses bildete 2012 die Rechtsprechung des EuGH in Sachen Geltl/Daimler[11] um die Frage der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen aus dem Bereich der Personalentscheidungen bei Führungskräften. Die ungestörte Entscheidungsfindung in der dualistisch verfassten Aktiengesellschaft sollte endgültig durch eine frühzeitig einsetzende kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht überlagert werden. Der europäische Gesetzgeber griff diese Rechtsprechung auf und setzte sie in der neuen Marktmissbrauchsverordnung um.

Noch vor Inkrafttreten der MAR, entwickelte sich im Herbst 2015 der „Abgasskandal" im Volkswagen-Konzern um manipulierte Dieselmotoren zu einem der größten Compliance-Skandale der deutschen Industrie. Die

---

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

9 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) 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.

10 Wegen der geläufigeren englischen Bezeichnung als Market Abuse Regulation soll hier von der MAR gesprochen werden.

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

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

vorsätzlich sittenwidrige Schädigung von Millionen Autokäufern,[12] löste nicht nur eine Klagewelle aus und führte die überfällige Umsetzung eines wirksamen kollektiven Rechtschutzes vor Augen.[13] Massive Kursverluste der Volkswagen-Aktie und die zögerliche Reaktion des Managements rückten hingegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten prominent in den Fokus.

Die Frage des Zeitpunkts des Einsetzens der Ad-hoc-Publizitätspflicht für verschiedene konzernangehörige Emittenten bei Compliance-Verstößen stellen erneut das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht in Frage. Einerseits drängt sich nun die Übertragung der Grundsätze aus Geltl/Daimler auf eine weitere Kategorie gestreckter Sachverhalte auf. Zum anderen stellt sich die Frage, ob das Aktienrecht über die Grundsätze der Wissenszurechnung bei juristischen Personen den Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten bedingen und möglicherweise nach hinten verschieben kann. Die nunmehr in allen Mitgliedstaaten unmittelbar geltende Verordnung (Art. 288 Abs. 2 AEUV) stellt das alte, durch die Marktmissbrauchsrichtlinie geprägte Recht, unter neue Vorzeichen. Zuletzt führte der Fall Wirecard eindrucksvoll vor Augen, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Compliance-Sachverhalten keineswegs an Aktualität verloren hat. Prominente Fälle bieten daher weiterhin Anregung und Anlass, das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht am Beispiel der Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Sachverhalten näher zu untersuchen.

B. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung ist in 6 Kapitel unterteilt. In Kapitel 1 werden zunächst die Ziele der Marktmissbrauchsverordnung untersucht. Dabei werden die ihr zu entnehmenden Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts einerseits und des Vertrauensschutzes der Anleger andererseits gegenübergestellt und aufgezeigt, warum letztem bei der weiteren Untersuchung der Ad-hoc-Publizität der Vorzug zu gewähren ist. Das zweite Kapitel widmet sich dem Entstehen der Insiderinformation nach Art. 7 MAR. Anhand der Fallgruppe der mehrstufigen Entscheidungsprozesse wird das traditionelle Verständnis vom Verhältnis von Kapitalmarktrecht in Form des Marktmissbrauchsrechts und dem nationalen Gesellschaftsrecht in Form

12 BGH, NJW 2020, 1962 Rn. 12 ff.
13 *Stadler*, VuR 2018, 83 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

des Aktiengesetzes aufgezeigt und dessen Entwicklung hin zur MAR nachvollzogen. Anschließend wird untersucht, ob und inwiefern sich diese Entwicklung auf die Kategorie der Compliance-Sachverhalte übertragen lässt. Hierfür wird zuvor das Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zur Compliance dargestellt und eine geeignete Definition für Compliance-Sachverhalte im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizitätspflicht hergeleitet.

Kapitel 3 und 4 bilden den Schwerpunkt der Arbeit. Kapitel 3 widmet sich der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Dabei werden die zur Frage des Zeitpunkts des Eintritts der Ad-hoc-Pflicht in Literatur und Praxis höchst umstrittenen Ansichten umfassend untersucht. Mittels methodischer Untersuchung des Art. 17 Abs. 1 MAR werden bestehende Ansichten kritisch hinterfragt und einer alternativen Lösung zugeführt. Die Auswirkungen dieses Ergebnisses werden sodann in Kapitel 4 auf die Einzelgesellschaft, insbesondere die Organisationsverfassung und auf Unternehmensverbindungen andererseits übertragen. Dabei soll die Arbeit keine systematische Untersuchung von Unternehmensverbindungen liefern, sondern vielmehr das Verhältnis zwischen MAR und AktG bzw. die Auswirkungen der MAR auf das AktG aufzeigen. Kapitel 5 widmet sich schließlich dem Aufschub der Ad-hoc-Mitteilungspflicht nach Art. 17 Abs. 4 MAR, insbesondere den berechtigten Interessen des Emittenten nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR. Dabei werden die divergierenden Interessen aus dem Blickwinkel von kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Interessen, insbesondere unter besonderer Berücksichtigung von Compliance-Sachverhalten näher untersucht. Die Arbeit schließt sodann in Kapitel 6 mit einer Zusammenfassung in Thesen.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kapitel 1: Die Ziele der Marktmissbrauchsverordnung und ihre Grundlagenmodelle

Zunächst soll der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität erläutert werden, um eine Argumentationsgrundlage für die Auslegung der MAR herauszuarbeiten. Dabei muss zunächst auf die Ziele des Kapitalmarktrechts und speziell der MAR sowie die der MAR zu entnehmenden Modelle eingegangen werden, mit welcher ihre Ziele erreicht werden sollen. Dies setzt eine kurze Darstellung der Aufgaben und Funktionsweisen des Kapitalmarkts voraus.

Aufgabe des Kapitalmarkts ist es, Kapital zu lenken und damit die Förderung realer Investitionen, konkret die Umwandlung von Finanz- in Sachkapital durch Investition in Unternehmungen.[14] Die Ziele des Kapitalmarktrechts sind die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sowie der Anlegerschutz.[15]

A. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Der europäische Gesetzgeber geht davon aus, dass funktionierende Kapitalmärkte das wirtschaftliche Wachstum, die Schaffung von Arbeitsplätzen und Wohlstand in der EU entscheidend fördern und hebt dies als oberstes Ziel der MAR hervor.[16] Ökonomisch betrachtet wird dieses Ziel über den Kapitalmarkt dadurch erreicht, dass zunächst auf dem Primärmarkt das verfügbare Kapital denjenigen Unternehmen als Eigenkapital zufließt, die damit am produktivsten wirtschaften und hierdurch die höchste Rendite

14 *Häuser/Rosenstock*, Börse und Kapitalmarkt, 1997, S. 74 ff.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.12 f.

15 *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.67 ff.; *Merkt*, in: FS Hopt 2010, S. 2207, 2209, der zudem auf die Schwierigkeit der Definition des Begriffes Kapitalmarktrecht hinweist.

16 Erwägungsgründe 1 und 2 MAR sowie schon Erwägungsgründe 1 und 2 der Marktmissbrauchs-RL; neben den volkswirtschaftlichen Zielen besteht das Interesse des Staates zur Kapitalbeschaffung sowie die private Altersvorsorge, hierzu *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.68; zu den Zusammenhängen zwischen starken Kapitalmärkten und volkswirtschaftlichem Wachstum siehe *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 318 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bei geringstem Risiko für den Anleger bieten (sog. Allokationsfunktion des Kapitalmarkts).[17] Anleger werden aber auf dem Primärmarkt nur Finanzinstrumente erwerben, solange für sie die Gewissheit besteht, dass diese auf dem Sekundärmarkt zu jeder Zeit, kostengünstig, in jeder Höhe und ohne wesentliche Auswirkungen auf den Preis veräußerbar sind (= Marktliquidität).[18] Der auf dem Sekundärmarkt gebildete Preis von Finanzinstrumenten liefert für den Anleger die Grundlage einer risikoeffizienten Entscheidung und ist wiederum ausschlaggebend für die Bedingungen der Neuemissionen des Emittenten auf dem Primärmarkt, weswegen auch auf dem Sekundärmarkt der effizienten Allokation wesentliche Bedeutung zukommt.[19] Idealerweise ist der Markt derart effizient, dass sich in den Preisen alle öffentlichen und privaten, für die vernünftige Allokation des Kapitals der Investoren nötigen Informationen wiederspiegeln (sog. strenge Kapitalmarkteffizienz).[20] Dabei wird unterstellt, dass Anleger aus den verfügbaren Informationen stets rationale Entscheidungen treffen.[21]

Welchen Beitrag die MAR leisten soll, um zu Wachstum und Wohlstand beizutragen, zeigt Erwägungsgrund 2:

> *Ein integrierter, effizienter und transparenter Finanzmarkt setzt Marktintegrität voraus. Das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte sind Voraussetzungen für Wirtschaftswachstum und Wohlstand. Marktmissbrauch verletzt die Integrität der Finanzmärkte und untergräbt das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und Derivate.*

Gefordert ist also Effizienz und Transparenz am Markt. Voraussetzung hierfür wiederum sind Marktintegrität und Vertrauen der Anleger in die Märkte bzw. in Wertpapiere und Derivate. Dieses Vertrauen der Anleger wird durch Marktmissbrauch verletzt.

---

17 *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 2009, S. 369 f.; *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383 ff.

18 *Harris*, Trading and Exchanges, 2002, S. 70; *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 9; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 332.

19 *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1996, S. 120; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 172.

20 Grundlegend *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383 ff.; zu den Wurzeln dieses Ansatzes *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549, 550 mit Fn. 7.

21 Sog. Rational Choice Theory, dazu *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 89; *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 22 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

I. Bedeutung der Kapitalmarkteffizienz

Die geforderte Effizienz von Kapitalmärkten ist ein nicht nur der MAR entstammendes Ziel.[22] Es handelt sich dabei um einen aus der wirtschaftswissenschaftlichen Finanzierungstheorie stammenden Begriff. Indem der europäische Gesetzgeber dieses Kriterium in den Erwägungsgründen der MAR als Ziel bestimmt, bildet er teleologisch den Anknüpfungspunkt für die Methodik der ökonomischen Analyse des Rechts.[23] Dabei wird das Recht einer ausschließlich auf die Folgen gerichteten Kosten-Nutzen-Analyse unterzogen, welche die Maximierung des Wohlstands der Gesamtheit im Sinne der allokativen Effizienz zum Ziel hat.[24] Da die Regulierung des Marktes auf dessen Funktionsweise aufbaut, ist das Kapitalmarktrecht „in besonderer Weise offen für ökonomische Überlegungen"[25]. Gleichwohl sollen im Rahmen der Arbeit ökonomische Betrachtungen nicht uneingeschränkt übernommen werden, da die Kapitalmarkttheorie die Kapitalmarktrealität nur begrenzt erklären kann.[26]

Jedenfalls in der Kapitalmarkttheorie ist der Markt effizient, wenn der Marktpreis eines Finanzinstruments sämtliche Informationen enthält und seinem wahren Wert entspricht und umgekehrt ineffizient, je weiter er davon abweicht.[27] Der Wert eines Finanzinstrumentes ist ein Erwartungswert, der sich aus dem Verhältnis von Ertrag und Risiko zusammensetzt.[28] Als wahrer Wert wird in der Lehre der Kapitalmarkteffizienz derjenige bezeichnet, auf den sich alle Marktteilnehmer vernünftigerweise (d.h. rationales Verhalten unterstellt) einigen würden, wenn sie über alle relevanten Informationen verfügen würden, sogenannter innerer Wert oder auch Fundamentalwert von Finanzinstrumenten.[29]

---

22 Siehe nur Erwägungsgrund 11 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFiD II), Erwägungsgrund 8 Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFiR), Erwägungsgrund 1 der Verordnung (EU) 2017/1129 (Prospekt-VO).

23 *Fleischer/Zimmer*, in: dies. (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 9, 27; *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 5 ff.; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 331; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 64, Fn. 5.

24 *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 2015, S. 5 ff.; *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 5 Rn. 122 ff.

25 *Kalss*, in: Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 37.

26 *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 5 Rn. 128 ff.

27 *Beaver*, The Accounting Review 56 (1981), 23, 25.

28 *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 352 f.

29 *Beaver*, The Accounting Review 56 (1981), 23, 26. f; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 353; zu den Preisberechnungsmethoden siehe *Brealey/Myers/Allen*, Principles of

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Kapitalmarkteffizienzhypothese

Bei der Theorie der Kapitalmarkteffizienz in ihrer strengen Form (= Preise spiegeln sämtliche Informationen wieder) handelt es sich allerdings nur um ein Idealmodell, dass in der Realität nicht existiert.[30] Wäre der Markt vollständig effizient im Sinne der strengen Kapitalmarkteffizienzhypothese, so würde dies bedeuten, dass nicht einmal Insider in der Lage wären, Vorteile zu erzielen, da es keinen Wissensvorsprung und damit Gewinnmöglichkeit geben kann.[31] Dass dies auch praktisch anders ist, zeigen die jährlichen Übersichten der BaFin zu untersuchtem und zwar selten sanktioniertem Insiderhandel, aber auch empirische Ergebnisse.[32] Regulatorisch gesehen wäre also auch Ad-hoc-Mitteilungspflicht überflüssig, denn die Veröffentlichung der bislang nur privat bekannten Information könnte dann Preise nicht verändern. Es hat sich daher vielmehr das Modell der halbstrengen Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese[33] durchgesetzt, das zwar ebenso nur als Ideal bezeichnet werden kann,[34] welches aber die Grundlage europäischer kapitalmarktrechtlicher Regelungen, insbesondere auch der MAR bildet.[35] Sie geht davon aus, dass im Preis

---

corporate finance, 2014, 197 ff.; *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 1997, S. 343 ff.

30 *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383, 388; *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549, 558; *Fama*, The Journal of Finance 46 (1991), 1575 ff.

31 *Perridon/Rathgeber/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 2017, S. 232 f.

32 Zuletzt BaFin, Jahresbericht 2019, S. 95 ff.; empirisch *Jaffe*, The Journal of Business 47 (1974), 410 ff.; siehe auch die Zusammenfassung über den Forschungsstand bei *Hinterleitner/Hornung*, Marktqualität und Insiderhandel auf Kapitalmärkten, 2016, S. 112 ff.; siehe etwa auch der Fall freenet AG, BGH, NJW 2010, 882 ff.

33 Grundlegend *Fama*, The Journal of Finance 25 (1970), 383 ff.; *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393 ff.; *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549 ff.; *Fama*, The Journal of Finance 46 (1991), 1575 ff.

34 Zum einen aufgrund der Erkenntnisse der Behavioral-Finacnce Lehre. Zum anderen erkennt die MAR in Erwägungsgrund 28 selbst, dass öffentlich bekannte Informationen eben nicht immer im Marktpreis eingepreist sind, sondern durchaus damit noch eine Arbitragemöglichkeit realisiert werden kann, so *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 335.

35 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 38 ff.; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 21; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 72, 84; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 65; grundlegend bereits *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 378 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

eines Wertpapieres nicht sämtliche, aber sämtliche *öffentlich* verfügbaren Informationen abgebildet sind.

2. Der Preisbildungsmechanismus

Wesentlich für die Interpretation der MAR unter der Prämisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halbstrengen Form, ist deren Mechanismus der Preisbildung. Es gilt das sogenannte Informationsarbitragemodell.[36] Die Bildung „richtiger Preise" (wahrer, innerer oder Fundamentalwert) soll durch sog. „Informationshändler", teilweise auch „Arbitrageure", "smart money" oder "rational speculators" genannt geschehen. Sie suchen und analysieren relevante öffentlich verfügbare Informationen. Stellen sie aufgrund ihrer Analyseergebnisse fest, dass der Wert eines Wertpapiers vom Fundamentalwert abweicht, Wertpapiere also über- oder unterbewertet sind, werden sie diese kaufen, bzw. verkaufen um einen Arbitragegewinn zu erzielen, bis sich die Information im Börsenpreis eingependelt und die Arbitragemöglichkeit eliminiert ist.[37] Wenn allerdings sämtliche, öffentlich bekannten Informationen bereits im Aktienkurs enthalten sein sollen, (so die Prämisse der halbstrengen Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese) könnten Informationshändler durch Informationssuche öffentlich verfügbarer Informationengar keinen Gewinn erzielen (sog. Informationsparadoxon).[38] Damit die Theorie überhaupt funktioniert, wird angenommen, dass die Möglichkeit von Informationsvorsprüngen bestehen muss.[39] Unterstellt, dass alle zunächst völlig uninformiert wären, besteht ein Informationsgleichgewicht, dann wiederum lohnt es sich aber für einzelne, sich zu informieren.[40] Auch wenn sich die Relevanz von gefundenen Informationen nur einer kleinen Gruppe erschließen mag, so wird bei hinreichender Anzahl im Wettbewerb stehender Arbitrageure davon aus-

36 Grundlegend *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393 ff.; *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549 ff.; dazu *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 80.

37 *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 85 ff., 129; *Perridon/Rathgeber/Steiner*, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 2017, S. 232; beispielhaft *Samuelson/Nordhaus*, Volkswirtschaftslehre, 2016, S. 327.

38 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 404; *Langenbucher*, AG 2016, 417, 418.

39 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 404; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 20.

40 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 395.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gegangen, dass sich diese Informationen früher oder später im Marktpreis niederschlagen werden; je schneller dies geschieht, desto effizienter ist der Markt, (sog. relative Effizienz).[41] Wenn aber alle öffentlichen Informationen im Preis verfügbar sind und man Informationsvorsprünge gestattet, können nur urplötzlich und neu auftretende Ereignisse den Marktpreis verändern.[42] Einem rational handelnden Anleger würde allerdings durch die plötzliche Handelsbereitschaft des anderen bewusst, dass dieser neue oder bessere Informationen haben muss (sog. „no trade theorem").[43] Diese plötzliche Handelsbereitschaft und die Preisvorstellung des einen, offenbart dem anderen den wahren Wert der Informationen und nimmt wiederum den Handelsanreiz.[44] Man könnte zwar dieses Risiko durch Investitionen in breit gestreute (Index-)Fonds reduzieren, wenn aber kein Handel mit einzelnen Finanzinstrumenten stattfindet, ist es nur schwer möglich deren Wert und damit den Wert des Fonds zu bestimmen.[45] Gleichwohl findet aber Handel statt.[46]

3. Der Noise Trader-Ansatz

Die Kapitalmarkteffizienzhypothese in der halbstrengen Form versucht ihre Grundannahme (=alle öffentlich verfügbaren Informationen sind im Preis enthalten) dadurch zu retten, dass am Markt erstens Informationsungleichgewichte bzw. Vorsprünge bestehen und zweitens uninformierte Händler bereit sind, mit den informierten Händlern Handel zu treiben. Diese uninformierten Händler sollen die sog. „Noise Trader"[47] sein, die sich deswegen auf den Handel einlassen, weil sie irrational handeln oder irrtümlich denken, dass sie einen Informationsvorteil haben.

---

41 *Gilson/Kraakman*, Virginia Law Review 70 (1984), 549, 560, 569 ff.; *Hinterleitner/Hornung*, Marktqualität und Insiderhandel auf Kapitalmärkten, 2016, S. 107.
42 *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 21.
43 Etwa *Milgrom/Stokey*, Journal of Economic Theory 26 (1982), 17 ff.; *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 531.
44 *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 90; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 21.
45 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 531.
46 *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 90; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 21.
47 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529 ff.; *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 724.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

> *„Noise trading is trading on noise as if it were information. People who trade on noise are willing to trade even though from an objective point of view they would be better off not trading. Perhaps they think the noise they are trading on is information. Or perhaps they just like to trade. […]. Most of the time, the noise traders as a group will lose money by trading, while the information traders as a group will make money.*[48]

Man kann diese damit auch als „nützliche Idioten"[49] des Kapitalmarkts bezeichnen. Idioten, weil sie langfristig gesehen nur verlieren können und besser nicht handeln sollten. Nützlich aber, weil ohne sie kein Arbitragehandel und damit keine Preisbildung stattfinden könnte. Aber auch diese strikte Eingrenzung in „Noise Trader" und „Arbitrageure" existiert letztlich nur in der Modellwelt der Kapitalmarkteffizienzhypothese und blendet aus, dass niemand stets rational richtig handelt oder immer irrational handelt, sondern die Grenzen vielmehr fließend sind. Symptomatisch heißt es etwa bei *Shleifer/Summers*[50]

> *„In practice, the line between arbitrageurs and other investors may be blurred, but for our argument it helps to draw a sharp distinction between them, since the arbitrageurs do the work of bringing prices toward fundamentals."*

Ein erheblicher Kritikpunkt jedoch ist, dass die Theorie eigentlich keine krasse Volatilität oder die Bildung von Spekulationsblasen erklären kann, da Kursänderungen ja nur auf fundamentalwertrelevanten neuen Informationen basieren können.[51] Spekulationsblasen oder Kurssprünge wie zuletzt zu Beginn der Corona-Pandemie im März 2020[52] verdeutlichen immer wieder, dass es praktisch auch keine „richtigen" Preise gibt.[53] Die Vertreter der Kapitalmarkteffizienzhypothese rechtfertigen sich damit, dass ein sog. „Noise Trader-Risiko" besteht. Je mehr Noise Trader am Markt, desto ungenauer (d.h. von Fundamentalwert entfernt) sind zunächst auch

48 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 531.
49 *Harris*, Trading and Exchanges, 2002, S. 197 verwendet etwa die Bezeichung "futile traders".
50 *Shleifer/Summers*, Journal of Economic Perspectiv 4 (1990), 19, 20.
51 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 105; Lösungsversuche etwa bei *Shiller*, The American Economic Review 71 (1981), 421 ff.; *Camerer*, Journal of Economic Sourveys 3 (1989), 3 ff.
52 Dazu etwa *Poelzig/Strobel*, Jura 2020, 1082 ff.
53 Vgl. *Gbekor*, Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht, 2019, S. 340 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

die Preise. Je weiter die Preise sich vom Fundamentalwert entfernen, desto mehr (rationale) Informationshändler werden die Arbitragemöglichkeit nutzen, weswegen sich der Preis umso schneller wieder dem Fundamentalwert anpassen wird.[54] Irrationales Verhalten und Abnormalitäten bestehen zwar, letztlich würden aber die rationalen Anleger überwiegen und Abnormalitäten sollen sich langfristig gesehen gegenseitig aufheben oder ausgleichen.[55] Diese Verhaltensanomalien hat die Kritik durch die Behavioral-Finance-Lehre[56] hervorgerufen, die diese zum Anlass für einen Systemwechsel nimmt. Sie konnte allerdings die Kapitalmarkteffizienzhypothese als Grundlage kapitalmarktrechtlicher Regulierung bisher nicht ablösen.[57]

Im Ergebnis liegt der MAR weiterhin die Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halbstrengen Form zugrunde.

II. Bedeutung der Kapitalmarkttransparenz

Neben der Effizienz von Kapitalmärkten nennen die Erwägungsgründe der MAR Markttransparenz als Kriterium für einen funktionierenden Kapitalmarkt. Warum ist Markttransparenz wichtig? Intransparenz schadet der Effizienz des Kapitalmarktes, denn wenn nötige Informationen nicht, unvollkommen, oder falsch vorliegen, so wirkt sich dies negativ auf die Preisbildung und damit die effiziente Allokation des Kapitals aus. Dies zeigt sich am besten bei ungleich verteilten Informationen.

---

54 *Grossman/Stiglitz*, The American Economic Review Vol. 70 (1980), 393, 394, 399; *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 532 f.

55 *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529, 532; *Fama*, Journal of Financial Economics 49 (1998), 283, 284 ff.; *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 50.

56 Umfassend hierzu *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 80 ff. Sie weist auf zahlreiche empirisch feststellbare irrationalen Verhaltensweise und die Grenzen der Arbitragemöglichkeit hin. Zu ersterem *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 94 ff.; kompakt *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 170; *Lewis*, The Cambridge handbook of psychology and economic behaviour, 2018, S. 110 ff. Zu zweitem *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 126 ff.; *Lewis*, The Cambridge handbook of psychology and economic behaviour, 2018, S. 115 f.

57 *Fama*, Journal of Financial Economics 49 (1998), 283, 284; *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 16 Rn. 26; *Eidenmüller*, Effizienz als Rechtsprinzip, 2015, S. VII; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002, S. 29 ff.; *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 17; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 363; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 326.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Das Problem der Informationsasymmetrien

Informationsasymmetrien geben der besser informierten Partei die Möglichkeit die Austauschkonditionen zum eigenen Vorteil und damit zum Nachteil der weniger informierten Partei zu beeinflussen (sog. „moral hazard").[58] Gegenüber dem besser informierten Verkäufer kann der regelmäßig weniger informierte Käufer die Qualität einer Ware oder Dienstleistung schlechter einschätzen. Er schützt sich vor seinen Informationsnachteilen, indem er dieses Risiko von vornherein einpreist und ein niedrigeres Angebot abgibt, oder sich gleich vom Markt zurückzieht. Es droht die sog. „adverse selection" (Negativauslese), die im bekannten, am US-Gebrauchtwagenmarkt entwickelten „Market-for-Lemons" Beispiel von *Akerlof*[59] zum Ausdruck kommt. Übertragen auf den Kapitalmarkt bedeutet dies, dass sich „hochwertige" Finanzinstrumente mangels ausreichender Information und damit Überprüfbarkeit der Qualität nicht mehr verkaufen lassen. Es verbleiben zunehmend günstigere, aber qualitativ minderwertigere Finanzinstrumente. Diese Spirale dreht sich weiter abwärts und dem Markt wird Liquidität entzogen bis er möglicherweise vollständig zum Erliegen kommt.[60] Ausreichend Liquidität ist für einen funktionierenden Kapitalmarkt aber unerlässlich, denn Anleger werden auf dem Primärmarkt nur Titel erwerben, solange für sie die Gewissheit besteht, dass ihre Titel auf dem Sekundärmarkt zu jeder Zeit, kostengünstig, in jeder Höhe und ohne wesentliche Auswirkungen auf den Preis veräußerbar sind.[61] Nicht umsonst wird Liquidität daher als „Lebenselixier der organisierten Märkte"[62] bezeichnet.

---

58 *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 1997, S. 392.

59 *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488 ff.

60 *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488, 490; *Schmidt/Terberger*, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 1997, S. 68 f., 392 f.; *Fleischer*, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, 2001, S. 121 f.; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 1996, S. 120 f.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2021, Rn. 37; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 337.

61 *Harris*, Trading and Exchanges, 2002, S. 70; *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 9; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 332.

62 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 117.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Beseitigung von Informationsasymmetrien als erste Aufgabe der Ad-hoc-Publizität

Trotz zunehmend erkennbar paternalistischer Regulierungsansätze, welche auf die Mängel des Informationsmodells zurückzuführen sind,[63] beruht das zentrale Regulierungsinstrument des Kapitalmarktrechts noch auf den Informationsparadigma.[64] Es geht bereits auf den Sergé-Bericht der Kommission aus dem Jahre 1966 zurück, welcher Defizite bei der Information des Publikums als Hauptproblem des europäischen Kapitalmarkts feststellte.[65] Das „Market-for-Lemons" Problem lässt sich auf dem Gebrauchtwagenmarkt etwa durch Garantien, Mängelgewährleistungsrechte, oder mittels vorheriger Untersuchung durch Sachverständige lösen. Bei Dienstleistungen können etwa Bewertungsportale Transparenz schaffen.

Auf dem Primärmarkt soll Transparenz insbesondere durch die Prospektpflichten erreicht werden, etwa § 3 Prospekt-VO, § 6 VermAnlG, §§ 164, 268 KAGB.[66] Auf dem Sekundärmarkt ist der Emittent zwar nicht mehr als „Verkäufer" seiner Finanzinstrumente tätig. Der Emittent ist in der Regel aber derjenige, der den Markt am besten mit Informationen über seine emittierten Finanzinstrumente versorgen kann. Hier trifft ihn daher die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR. Daneben bestehen weitere anlassbezogene Sekundärmarktpublizitätspflichten wie etwa §§ 33 ff. WpHG oder Art. 19 MAR.

Die frühzeitige Veröffentlichung von Insiderinformationen sorgt nicht nur für Transparenz, sondern wirkt auch auf dem Sekundärmarkt unterstützend für die effiziente Bildung „richtiger" Preise, was wiederum die effiziente Allokation des Kapitals fördert.[67]

---

63 Dazu etwa *Wilhelmi*, in: Rengier/Kuzuhara (Hrsg.), Globalisierung und kulturelle Gegensätze im gegenwärtigen Rechtsstaat, 2017, S. 51, 63; *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 429 ff.; aus dem Investmentrecht siehe etwa *Wilhelmi*, WM 2019, 2093, 2096 ff.

64 Umfassend *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 395 ff.

65 Europäische Wirtschaftsgemeinschaft / Kommission, Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts (Segré-Bericht), 1966, S. 237 ff., 251 ff.; ausführlich zur Entwicklung des europäischen Kapitalmarkts siehe *Wilhelmi*, JZ 69 (2014), 693 ff.

66 Speziell zum Investmentrecht etwa *Wilhelmi*, WM 2019, 2093, 2094 ff.

67 *Hopt*, ZHR 1995, 135, 147; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 196; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 24.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Folgen von Transparenz

Information sorgt also für Markttransparenz, welche wiederum die effiziente Preisbildung fördert. Daneben fördert sie die für das ökonomische Verständnis eines funktionierenden Marktes notwendige institutionelle und die operationelle Effizienz. Institutionelle Funktionsfähigkeit meint das Vorliegen von Grundfunktionen des Marktes, nämlich den ungehinderten Zugang zu einem liquiden Markt mit verkehrsfähigen Anlagetitel und einer effizienten Preisbildung.[68] Der informationsbedingte Risikozuschlag im Rahmen der „adverse selection" reduziert sich, was durch bessere Emissionsbedingungen auf dem Primärmarkt den Emittenten zugutekommt. Transparenz steigert Vertrauen und zieht Händler an, steigert damit Handelsaktivität und damit Liquidität und letztlich wird damit umso eher das Ziel der allokativen Effizienz erreicht.[69] Die operationelle Funktionsfähigkeit bedeutet, dass Transaktionskosten am Kapitalmarkt gering gehalten werden. Durch emittentenbezogene Informationsveröffentlichung sinken die Informationssuchkosten der Anleger.[70] Zudem werden Agenturkosten reduziert.[71] Durch die Reduktion von Transaktionskosten geht eine Steigerung der Renditen und folglich die Akzeptanz des Marktes einher.[72] Letztlich sind die Übergänge bzw. Zusammenhänge der einzelnen Funktionen fließend.

4. Zwischenergebnis

Festzuhalten ist, dass Wirtschaftswachstum am Kapitalmarkt nur durch einen funktionsfähigen, d.h. effizienten Markt erreicht wird. Markteffizienz gelingt nur durch Markttransparenz. Markttransparenz setzt jedoch Marktintegrität voraus. Neben der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist daher der Anlegerschutz weiteres Ziel kapitalmarktrechtlicher Regulierung, so auch der MAR. Hierauf soll im Folgenden eingegangen werden.

---

68 *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 104 Rn. 76; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 335 ff.
69 *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 334 f.
70 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2020, Rn. 9; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 S. 125; *Sester*, ZGR 38 (2009), 310, 337 ff.
71 *Klöhn*, in: KK-WpHG, Vor §§ 12-14 Rn. 125 ff.; *Rothermund*, Schadensberechnung bei fehlerhafter Sekundärmarktinformation, 2020, S. 62 f.
72 *Oulds*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 11 Rn. 74 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

B. Anlegerschutz

I. Bedeutung der Marktintegrität als zweite Aufgabe der Ad-hoc-Pflicht

Betrachtet man die Auswirkungen von Intransparenz am Markt (siehe das „Market-for-Lemons" Beispiel), wird klar, dass es sich erst recht negativ auf die Markttransparenz auswirken muss, wenn ein Wissensvorsprung als ungerecht empfunden und gezielt zur Erlangung eigener Vorteile ausgenutzt wird.[73] So heist es schon bei *Akerlof*: „It is this possibility that represents the major costs of dishonesty – for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market."[74] Erwägungsgrund 2 der MAR setzt das Vertrauen der Öffentlichkeit in Wertpapiere und die Märkte und deren Integrität für das Funktionieren des Kapitalmarkts voraus. Marktintegrität meint also die „vertrauensbildende Maßnahme für das Anlegerpublikum, welches sich – mit unerwünschten Konsequenzen für die Marktliquidität – von den Märkten zurückzöge, wenn es damit rechnen müsste, dass es dort nicht mit rechten Dingen zugeht".[75]

Marktmissbrauch verletzt dieses Vertrauen, worunter die MAR gem. Art. 1 unrechtmäßige Handlungen wie Insidergeschäfte (Art. 8 MAR), die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 10 MAR) und Marktmanipulation (Art. 12 MAR) fasst. Erwägungsgrund 23 der MAR stellt klar: Es sind die Insidergeschäfte, die als ungerechtfertigter Vorteil empfunden werden und die Marktintegrität und das Vertrauen der Investoren untergraben. Insoweit wird auch vom „(ungerechtfertigten) Sondervorteil"[76] einzelner Marktteilnehmer gesprochen.

Hier setzt neben der Bildung richtiger Preise die zweite Aufgabe der Ad-hoc-Publizität an. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht hat wesentliche Bedeutung bei der Vermeidung von Insidergeschäften und der Irreführung von Anlegern.[77] Da Insider praktisch nicht überwacht werden können,

---

73 Vgl. *Möllers*, AcP 208 (2008), 1, 8.

74 *Akerlof*, The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), 488, 495; auf den Insiderhandel am Kapitalmarkt bezogen *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 110; empirisch dazu *Bhattacharya/Daouk*, The Journal of Finance 57 (2002), 75 ff.

75 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 110.

76 BGH, NJW 2010, 882, Rn. 18; *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19.

77 Erwägungsgrund 49 MAR; grundlegend schon zum WpHG v. 1994, *Hopt*, ZHR 1995, 135, 147.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

kann ex-ante keine wirksame Verpflichtung bestehen, deren Wissensvorsprung zu offenbaren, es kann einzig sinnvoll die Nutzung ihres Wissensvorsprungs ex-post sanktioniert werden.[78] Die Ad-hoc-Publizität hingegen entzieht dem Insiderhandel vollständig den Boden.[79] Sie ist das wirksamste Mittel um Insiderhandel zu unterbinden. Je frühzeitiger eine Veröffentlichung von Insiderinformationen stattfindet, desto geringer die Zahl derer, die davon Kenntnis erlangen bei gleichzeitiger Verkürzung des Zeitraums, in dem Insider potenziell Informationen zu ihrem Vorteil nutzen können.[80]

Dem europäischen Insiderrecht ist dabei der „equal access"[81] oder auch ein „Fairness"[82] -Gedanke immanent. Er kommt in der MAR in Erwägungsgrund 24 S. 3 zum Ausdruck.

> *Ob eine Person gegen das Verbot von Insidergeschäften verstoßen hat oder versucht hat, Insidergeschäfte durchzuführen, sollte im Hinblick auf den Zweck dieser Verordnung untersucht werden, der darin besteht, die Integrität des Finanzmarkts zu schützen und das Vertrauen der Investoren zu stärken, das wiederum auf der Gewissheit beruht, dass die Investoren gleichbehandelt und vor der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen geschützt werden.*

Der Gedanke lag bereits der Insiderrichtlinie von 1989 zugrunde, die erstmals ein einheitliches europäisches Verbot von Insiderhandel vorsah.[83] Diesen Gedanken betont auch der EuGH in ständiger Rechtsprechung.[84]

---

78 *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 674 ff.

79 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 8; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (6. Aufl. 2012), § 15 WpHG Rn. 32.

80 *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 675 f.

81 Ausdrücklich in Erwägungsgrund 1 der englischen Fassung der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055; die englische Fassung der MAR verwendet den Begriff „equal footing"; *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 86.

82 *Bachmann*, ZHR 170 (2006), 144, 169 f.; *Caspari*, ZGR 1994, 530, 533; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002, S. 27 f.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 27 ff.; *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, 217, 220.

83 Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. EG Nr. L 334 S. 30, dazu *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 671.

84 "[…] und das Vertrauen der Anleger zu erhalten, das insbesondere darauf beruht, dass sie gleichgestellt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insider-Information geschützt sind", EuGH, Urt. v. 22.11.2005, Az. C-384/02, Rn. 33 (Grøngaard und Bang); EuGH, Urt. v. 10.05.2007, Az. C-391/04, Rn. 37 (Georga-

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Dass Insiderhandel marktschädlich und kein „victimless crime“[85] ist, ist ökonomische Prämisse des europäischen Gesetzgebers.[86] Auch wenn dieser der MAR zugrundeliegende Fairness-Gedanke, insbesondere wegen seiner Unschärfe und gerade wegen seiner Loslösung von ökonomischen Argumenten, aus ökonomischer Sicht nicht in letzter Konsequenz unangreifbar sein mag,[87] muss anerkannt werden, dass gesetzliche Regularien gerade im Bereich von Gerechtigkeits- oder Sozialschutzerwägungen über das hinausgehen dürfen, was ökonomisch bewiesen oder jedenfalls sinnvoll sein mag.[88] Daher soll diese Prämisse hier nicht näher hinterfragt werden. Zuletzt kann man die ökonomische Kritik an der Unschärfe des Fairness-Kriteriums[89] wiederum umgehen, indem man wie etwa *Bachmann* feststellt:

> *„Dabei kommt es nicht so sehr darauf an, welche Geschäfte genau schädlich oder unfair sind, sondern welche Geschäfte von potenziellen Marktteilnehmern (einschließlich nicht-professioneller Investoren) als unfair empfunden werden. Das ist eine psychologische Frage.“*[90]

Damit hat die MAR im Ergebnis mit der Effizienz des Kapitalmarktes einerseits ökonomische Ziele, andererseits mit der Sicherstellung von Marktintegrität und Vertrauen in den Markt, soziologische, moralisch wertende

---

kis); EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 47 (Spector Photo); EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 33 (Geltl/Daimler); EuGH, Urt. v. 11.3.2015, Az. C-628/13, Rn. 21 (Lafonta).

85 *Manne*, Insider trading and the stock market, 1966, S. 61; *Manne*, The Cato Journal 4 (1985), 933, 937; *McGee*, Journal of Business Ethics 91 (2010), 65, 68 ff.; differenzierend: *Grechenig*, ZBB 2010, 232 ff. der Insiderhandel jedenfalls bei negativen Informationen eine positive Wirkung zuspricht; *Hinterleitner/Hornung*, Marktqualität und Insiderhandel auf Kapitalmärkten, 2016, 104 ff.

86 Erwägungsgründe 2, 23 MAR; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 23; *Fleischer*, ZGR 2001, 1, 30 f.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 112 ff., 127.; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 15 Rn. 5; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 173, jeweils m.w.N.; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 30.

87 Ausführlich zu der Kritik: *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 27 ff.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 2020, S. 798 f.; *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 111 ff.

88 *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 174; ähnlich *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 114.

89 In diese Richtung *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 27.

90 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 20.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Vorgaben, die allesamt zum Funktionieren des Kapitalmarktes beitragen sollen. Es gilt daher zu klären, wie diese zueinander stehen.

II. Verhältnis der Ziele der MAR untereinander

Ungeeignet sind bei der Auslegung der MAR ökonomische Ansätze, die ausschließlich Effizienz als maßgebliches Ziel verfolgen.[91] Auch wenn die ökonomische Analyse im Kapitalmarktrecht vom Gesetzgeber intendiert sein mag, so ist insbesondere ihre Modellartigkeit und die ihr fehlende rechtliche Wertung Hauptkritikpunkt.[92] Nach Erwägungsgrund 28 MAR sollen Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, nicht als Insiderinformationen angesehen werden. Die MAR erkennt also selbst, dass die halbstrenge Form der Kapitalmarkteffizienzhypothese nicht der Realität entspricht.[93] Ferner ist die Grundprämisse des rational und ausschließlich am Eigennutz orientierten handelnden homo oeconomicus widerlegt.[94]

Aufgrund der ausdrücklichen gesetzgeberischen Wertung sind die der MAR immanenten Fairnesskriterien zu berücksichtigen, denn sie sind nach den Wertungen des Gesetzgebers ebenfalls geeignet, zur Erreichung von Wirtschaftswachstum und Wohlstand beizutragen und würden bei reiner Berücksichtigung der Effizienz ausgeblendet werden.[95] Es lässt sich dabei schwer mit dem Noise Trader-Ansatz vereinbaren, dass einerseits Transparenz am Kapitalmarkt und Vertrauen der Anleger geschützt werden sollen, andererseits „nützliche Idioten" vorhanden sein müssen, ohne die der Preisbildungsmechanismus am Kapitalmarkt nicht funktionieren kann. Gerechtigkeit erweist sich vielmehr als Grundbedingung der Effizienz; eine Trennung zwischen Effizienz und Gerechtigkeit sollte nicht

91 Etwa *Kaplow/Shavell*, Fairness versus welfare, 2002, S. 52 ff.; *Kaplow/Shavell*, Journal of Legal Studies 32 (2003), 331 ff.; dazu *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 383; bzgl. der teleologischen Auslegung der MAR *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19 f.

92 Grundlegend zur Kritik *Fezer*, JZ 41 (1986), 817 ff.; *Fezer*, JZ 43 (1988), 223, 224 ff.; dazu *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 5 Rn. 130 f.

93 *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 335.

94 *Veil*, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 6 Rn. 6 mwN.; *Wilhelmi*, Risikoschutz durch Privatrecht, 2009, S. 24 ff.; ausführlich zu den feststellbaren Verhaltensanomalien *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 71 ff.

95 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

stattfinden, da es vielfältige Interdependenzen gibt.[96] So führt zwar die Pareto-Effizienz insgesamt zur Wohlstandssteigerung, sie kann aber zu einer unterschiedlich starken Verteilung von Ressourcen führen, was letztlich dazu führt, dass die Form der Effizienz als unfair empfunden wird.[97] Nichts anderes kann bei der Kaldor-Hicks-Effizienz gelten, da hier sogar Effizienz vorliegt, wenn nur die Gewinne der Gewinner, die Verluste der Verlierer übersteigen, bei nur potenzieller Kompensation.[98]

Vergleicht man Markteffizienz und Vertrauen in den Markt, zeigt sich folgender Befund. Wenn der Markt nur wenig effizient ist, ist das negativ für die allokative Ressourcenverteilung und damit für das Wirtschaftswachstum nachteilig und senkt die Akzeptanz des Marktes. Fehlt jedoch das Vertrauen in den Markt, kommt er wie geschildert zum Erliegen. Im Gegensatz zum regelmäßig erwähnten schützenswerten Vertrauen der Anleger, hat sich auch die Rechtsprechung des EuGH bislang nicht an kapitalmarkttheoretischen (also der Kapitalmarkteffizienzhypothese) oder empirischen Erkenntnissen (z.B. Behavioral Finance) orientiert.[99]

Die kapitalmarktrechtliche Literatur vertritt jedoch zum Teil, Anlegerschutz sei nur ein Reflex des Funktionenschutz.[100] Das Ergebnis kommt regelmäßig vor dem Hintergrund auf, die Schutzgesetzeigenschaft von Art. 17 Abs. 1 MAR und damit einen individuellen Schadensersatzanspruch nach § 823 Abs. 2 BGB zu verneinen.[101] Richtigerweise wird man sagen können: Beim Funktionenschutz und Anlegerschutz handelt es sich um „zwei Seiten derselben Medaille“[102]. Wie bereits Hopt 1975 sagte, bedingen sie sich gegenseitig derart, dass „wer das eine schützt, zugleich

96 *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 243; *Lieth*, Ökonomische Analyse des Rechts, 2007, S. 49 ff.

97 *Armour/Awrey/Davies u.a.*, Principles of financial regulation, 2016, S. 54; ähnlich *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 58 f.; *Kersting*, Theorien der sozialen Gerechtigkeit, 2000, S. 108.

98 *Hacker*, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, S. 316 f.; *Mathis*, Effizienz statt Gerechtigkeit?, 2019, S. 69 ff.

99 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 463; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 36; GA Mengozzi, ZIP 2012, 615, Rn. 93 spricht in seinen Schlussanträgen in Geltl/Daimler den Information Overload an, der jedoch vom EuGH nicht explizit aufgegriffen wurde.

100 *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 383; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 5; *Oulds*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 11 Rn. 86; ähnlich *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2010, Rn. 1.70 f.

101 Näher *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 19 ff.

102 *Assmann*, ZGR 1994, 494, 499; *Ekkenga*, ZIP 2004, 781, 784 ff.; *Hopt*, ZHR 1995, 135, 159; *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160, 177; ähnlich auch *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 156.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

das andere schützt, und gibt er das andere preis, geht das auch zu Lasten des einen".[103]

Die aufgezeigten Ziele der MAR (Effizienz, Transparenz, Marktintegrität, kein ungerechtfertigter Sondervorteil) sind jedoch derart miteinander verknüpft, dass sie sich dahingehend kausal bedingen, dass eine „Zweckstaffelung" vorliegt.[104] Zwar ist Effizienz das oberste Mittel zur Erreichung von Wirtschaftswachstum und Wohlstand, die Vermeidung von ungerechtfertigten Sondervorteilen das unterste in der Kausalkette. Reine Kapitalmarkteffizienz muss aber als ein Meta- oder Idealziel gesehen werden, denn letztlich lässt sich reine Kapitalmarkteffizienz nie ganz erreichen.[105] Fairness und Vertrauen in den Kapitalmarkt sind im Gegensatz zum Effizienzbegriff und den modellartigen Lösungen der Kapitalmarkteffizienzhypothese die konkretesten Zwecke der MAR und deren Grundbedingung um für einen funktionierenden Markt zu sorgen, weswegen sich der Zweck Vertrauensschutz für die Auslegung der MAR besser eignet.[106] Dass der Vertrauensschutz und nicht Effizienzüberlegungen Grundbedingung für die Ziele der MAR ist, bestätigt nun neuerdings und an vorderster Stelle, Art. 1 MAR, wonach Gegenstand der MAR ist, einen gemeinsamen Rechtsrahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch zu schaffen, um die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken.

III. Zwischenergebnis für die weitere Untersuchung: Die Verhinderung des ungerechtfertigten Sondervorteils als zentrales Ziel der MAR

Vertrauensschutz der Anleger soll daher, soweit es darauf ankommt, gegenüber Effizienzüberlegungen Vorrang erhalten und in der folgenden Untersuchung primär zugrunde gelegt werden. Klarstellend muss jedoch gesagt werden, dass sich das durch die MAR geschützte Anlegervertrauen primär auf die von Marktmissbrauch freie Marktpreisbildung bezieht, nicht auf ein Vertrauen in einen „richtigen" oder „effizienten" Markt-

103 *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, 1975, S. 337.
104 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 19 unter Verweis auf; *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 671 "Bündel unterschiedlicher Ziele"; ähnlich auch *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 489.
105 *Sester*, ZGR 38 (2009), 310 ff.
106 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 18 ff.; *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 671.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

preis.[107] Wenn die Kapitalmarkteffizienzhypothese schon auf der Ausnutzung einer Arbitragemöglichkeit aufbaut, welche das Bestehen von Über- oder Unterbewertungen und damit Abweichungen vom „richtigen Preis" voraussetzt, kann in Realität bei bestehenden Verhaltensanomalien, Spekulationsblasen und Kurssprüngen am Markt erst recht kein Anleger darauf vertrauen, dass der Marktpreis der richtige ist.[108] Insofern soll bei der Auslegung der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten dem zweiten Ziel, der Vermeidung von Insiderhandel, Vorrang gegenüber dem ersten Ziel, der Bildung richtiger bzw. effizienter Preise, zukommen.

1. Der Schutz der Informationshändler

Damit noch nicht geklärt ist, welcher Typ von Anlegern genau im Rahmen der MAR geschützt ist bzw. welcher nun geschützt werden muss, damit die Anleger in ihrer Gesamtheit dem Markt Vertrauen schenken. Erwägungsgrund 23 nach ist „das wesentliche Merkmal von Insidergeschäften […] ein ungerechtfertigter Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil *Dritter* erzielt wird, die diese Informationen nicht kennen, und infolgedessen in der Untergrabung der Integrität der Finanzmärkte und des Vertrauens der Investoren."[109]

Wer diese Dritten sind, verrät die MAR nicht. Vom Wortlaut her sind es auf den ersten Blick betrachtet all diejenigen, welche die Informationen nicht kennen. Das wären alle „Outsider" und so meint es wohl auch der EuGH unter Verweis auf den equal access Grundsatz etwa in der Entscheidung Georgakis:

> *„Demnach verfolgt das […] Verbot das Ziel, die Gleichheit der Vertragspartner bei einem Börsengeschäft zu gewährleisten, indem es verhindert, dass einer von ihnen, der über eine Insider-Information verfügt und deshalb einen Vorteil gegenüber den anderen Anlegern hat, daraus zum Nachteil des anderen, der dies nicht weiß, einen Nutzen zieht."*[110]

---

107 *Gbekor*, Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht, 2019, S. 278 ff.

108 Ausführlich *dies.*, Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht, 2019, S. 278 ff.

109 So bereits EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 52 (Spector Photo).

110 EuGH, Urt. v. 10.05.2007, Az. C-391/04, Rn. 38 (Georgakis).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

In der Rechtsache Geltl/Daimler heißt es, dass Insider Nutzen aus bestimmten Informationen ziehen können und zwar

„zulasten Dritter, die von diesen Informationen keine Kenntnis haben".[111]

Genau genommen dürfen diese Dritten aber nicht nur die Informationen nicht kennen, sondern müssen auch einen Nachteil haben. Folgt man der Kapitalmarkteffizienzhypothese, so sollen das nur die Informationshändler sein, denn sie seien diejenigen, die durch den Insiderhandel einen messbaren Nachteil erleiden.[112] Dem hat sich ein wesentlicher Teil der jüngeren insiderrechtlichen Literatur angeschlossen.[113] Bei der Erzielung eines Arbitragegewinns konkurrieren Informationshändler erstens mit den Insidern, gegen deren Wissensvorsprung sie nicht ankommen und damit ihre Suchkosten nicht amortisieren können.[114] Zweitens verlieren Informationshändler zusätzlich Geld indem sie die durch den Insiderhandel ausgelösten Bewegungen am Markt in Richtung Fundamentalwert irrtümlicherweise als Rauschen („noise")[115] wahrnehmen. Ohne Kenntnis der Insiderinformation wird der Informationshändler nämlich einen Kursrückgang als Unterbewertung interpretieren und die Aktie kaufen bzw. bei Kurssteigerung als überbewertet betrachten und verkaufen. Nach Bekanntwerden der Insiderinformation wird er seinen Irrtum und damit Verlust erkennen. Diese langfristig negativen Aussichten am Markt führen letztlich dazu, dass sich die Informationshändler vom Markt zurückziehen.[116]

Das Ergebnis soll deutlicher werden, wenn man die Auswirkungen des Insiderhandels aus ökonomischer Sicht auf andere Gruppen am Markt betrachtet. Die weitere relevante Gruppe am Markt, die Liquiditäts- oder auch Utilitätshändler sind vom Insiderhandel nicht beeinträchtigt. Sie

111 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 47 (Geltl/Daimler).

112 Im Folgenden *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711 ff.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 110 ff.; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 372 ff.; *Klöhn*, AG 2016, 423, 424.

113 *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 59 ff.; *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 34 ff.; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 60; *Rothermund*, Schadensberechnung bei fehlerhafter Sekundärmarktinformation, 2020, S. 69 ff.; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 13; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 56 ff.; *Spatz*, Die Insiderinformation bei Unvorhersehbarkeit der Richtung der Kursauswirkung, 2019, S. 88; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 64 ff.

114 *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 716, 726.

115 Grundlegend *Black*, The Journal of Finance 41 (1986), 529 ff.

116 *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 733 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bleiben rational uninformiert, denn sie sind nicht an der Arbitragemöglichkeit interessiert, sondern an langfristigen Portfolioinvestitionen und können sich durch hinreichende Diversifizierung, i.d.R. durch Investition in Aktienindizes, vor Insiderhandel schützen.[117] Die letzte hier relevante Gruppe sind die „Noise Trader". So wird vertreten, dass die Noise Trader nicht Opfer des Insiders werden, denn sie hätten das Geschäft wohl auch mit einem Outsider zum selben oder, geht man davon aus, dass Insiderhandel Informationen in den Markt trägt, sogar zu einem schlechteren Preis abgeschlossen und werden somit Opfer ihrer Unkenntnis.[118]

2. Alternative Ansätze

Es stellt sich die Frage, ob es auch andere Modelle gibt, die insbesondere nicht nur auf den Schutz des Informationshändlers abstellen, sondern den Schutz des „einfachen- bzw. Kleinanlegers" oder aller Anleger im Blick haben. Zumindest hat sich die EU-Kommission in ihrem Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion auch zum Ziel gesetzt, Anlegervertrauen zu fördern, damit umfassende Bankspargutheben von Kleinanlegern wieder einem besseren Nutzen am Kapitalmarkt zugeführt werden.[119]

Der „kleine Anleger" sei jedenfalls nicht geschützt, da dieser immer zu spät komme, in erster Linie seien es daher die „ ‚Börsenprofis', die dann als erste – und nicht erst als zweite, eine wichtige Nachricht ausnutzen können; insbesondere Banken, Makler und Börsenhändler".[120] Andererseits wird vertreten, dass die Geschädigten des Insiderhandels alle Aktionäre seien, wenn sich Insider vor Bekanntwerden von positiven Informationen deren erwartete Profite aneignen.[121] Es handle sich um einen „Diebstahl" im *funktionalen* Sinne.[122] Dass der Anleger mit einem anderen als dem Insider

117 *Goshen/Parchomovsky*, Duke Law Journal 55 (2006), 711, 726 f.; *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 87 ff.; auf die dort näher beschriebene Auswirkung auf die Geld/Brief-Spanne der Liquiditätshändler soll hier nicht näher eingegangen werden.

118 *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992, S. 665, 672; *Klöhn*, ZHR 2013, 349, 358; *Klöhn*, in: KK-WpHG, Vor §§ 12-14 Rn. 30; *Mennicke*, in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 445; *Pfister*, ZGR 1981, 318, 341.

119 Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 30.9.2015, COM(2015) 468 final, S. 20; in Erwägungsgrund 1 der EU-Prospektverordnung heißt es darauf bezogen „Anlegern sowie Sparern zusätzliche Ertragsmöglichkeiten zu bieten".

120 *Pfister*, ZGR 1981, 318, 338 f.

121 *Grechenig*, ZBB 2010, 232, Vgl.

122 *Ders.*, ZBB 2010, 232, 239 , Hervorhebung im Original.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

das Geschäft zum gleichen Preis geschlossen hätte, müsse als unbeachtliche Reserveursache betrachtet werden.[123] In dieselbe Richtung des Informationsdiebstahls geht der vor allem aus den USA stammende Ansatz, den Emittenten als Schutzadressaten zu betrachten.[124] Dagegen spricht, dass das europäische Insiderrecht marktbezogen und nicht emittentenbezogen ausgestaltet ist, insbesondere ist die Insiderstellung und das Insiderhandelsverbot nicht von einer Beziehung zum Emittenten abhängig.[125]

Ein eher schadensrechtlich intendierter Ansatz kommt von *Beneke/Thelen*[126]. Unter der Prämisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese sei das Insiderhandelsverbot eine Schutznorm zugunsten der Arbitragemöglichkeit der Informationshändler. Es sei zwar unmittelbar der Informationshändler geschädigt, sofern er selbst mit dem Insider handelt, sofern der Insider aber mit anderen Marktteilnehmern handelt, seien die Informationshändler nur mittelbar – nämlich im Verlust der Arbitrage*möglichkeiten* – geschädigt. Da jeder Informationshändler eben nur diese Möglichkeit auf einen Arbitragegewinn habe, könne der Schaden dogmatisch nur kompensiert werden, indem man den Handelspartnern des Insiders im Wege der Naturalrestitution nach § 249 BGB einen Anspruch auf Rückabwicklung des Geschäfts gebe, so dass letztlich die Arbitragemöglichkeit wieder den Informationshändlern zu Verfügung stünde. Als Arbitragemöglichkeit der Informationshändler seien die anderen Marktteilnehmer folglich im Schutzbereich des Insiderhandelsverbots.[127]

Das Problem dieses Ansatzes besteht daran, dass der im besagten Erwägungsgrund 23 verwendeten Begriffe des „Nachteils" bzw. der englischen Fassung „detriment" mit dem Begriff „Schaden" gleichgesetzt werden und letztlich eine schadensrechtliche Differenzhypothese vorgenommen wird.[128] Zudem gibt das europäische Insiderrecht den Mitgliedstaaten keine Pflicht zur zivilrechtliche Sanktionierung von Verstößen hiergegen

123 So *ders.*, ZBB 2010, 232, 324.
124 Näher *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 40 ff.
125 *Assmann*, ZGR 1994, 494, 499; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 4.
126 *Beneke/Thelen*, BKR 2017, 12 ff.
127 *Dies.*, BKR 2017, 12, 18 ff.
128 Insoweit bestehen Unterschiede in den einzelnen Sprachfassungen. Während der Begriff Schaden in Erwägungsgrund 73 der englischen Fassung „damage" bzw. der spanischen Fassung „daño" lautet, lautet er in Erwägungsgrund 47 einmal „harm" bzw. „perjuicio" und dann wieder „detriment" bzw. „detrimento".

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

vor.[129] Auch wenn man wie *Beneke/Thelen* Art. 14 MAR als Schutzgesetz i.S.v. § 823 Abs. 2 BGB sieht, kann dies nicht dazu führen, dass diese nationalen schadensrechtlichen Überlegungen auf die Auslegung der MAR übertragen werden können. Letztlich führt diese mittelbare Form der Einbeziehung uninformierter Anleger dazu, dass sie wieder zu den „nützlichen Idioten" des Informationshändlers degradiert werden. Zudem sind die Ausführungen im Ergebnis wieder zu modellartig und realitätsfern.

C. Ergebnis: Marktmissbrauchsrecht als Systemvertrauensschutz für alle Anleger

Unter dem Modell der Kapitalmarkteffizienzhypothese trägt der Schutz des Informationshändlers sicher zur Kapitalmarkteffizienz bei. Daher ist klar, dass er zum Retter effizienter Kapitalmärkte erkoren wird. Fairness und Vertrauen wird daher im Sinne der ökonomischen Analyse gar nicht abgelehnt und sei sogar ein „Gütesiegel jeden Kapitalmarktes", weil gleichberechtigter Informationszugang die Informationshändler schütze,[130] aber eben auch nur diese schützen soll.

Eigentlich ließe sich der Schutz des Informationshändlers gut vertreten. Der Schutz des Informationshändlers verletzt nicht den dem Insiderrecht innewohnenden Fairnessgedanken. Da der Informationshändler nur die Informationen verwendet, die jedem anderen Anleger auch zu Verfügung stünden, dürften keine Gerechtigkeitsprobleme entstehen, wenn und solange sich der informierte Informationshändler seinen Wissensvorsprung verdientermaßen erarbeitet hat.[131] Dass sich Profis am Kapitalmarkt schon von Berufs wegen besser auskennen und erfolgreicher sind, ist in der marktwirtschaftlichen Grundordnung wohl nichts, was zu missbilligen wäre.[132] Dafür spricht auch Erwägungsgrund 28, wonach Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wur-

---

129 Insoweit bestehen lediglich verwaltungs- und strafrechtliche Vorgaben, vgl. Art. 30 MAR und die Richtlinie 2014/57/EU, siehe auch *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 18 ff.

130 *Klöhn*, in: MAR, Vor Art. 7 Rn. 38.

131 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 112 f.; ähnlich *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 30 f.

132 *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, 30 f.; *Hartmann*, Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels, 1999, S. 207; *Klöhn*, in: FS U.H. Schneider 2011, S. 633, 647.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den, nicht als Insiderinformationen angesehen werden sollen, weil sie ja öffentlich verfügbar sind.[133]

Allerdings leidet der Informationshändleransatz darunter, dass nach der Kapitalmarkteffizienzhypothese die uninformierten Händler weiterhin die notwendigen und „nützlichen Idioten" zum Funktionieren des Arbitragehandels sind, was dem der MAR immanenten Fairness-Gedanken widerspricht. Außerdem ist der Informationshändler der Kapitalmarkteffizienzhypothese eben nur Fiktion. Marktteilnehmer lassen sich unter einer Vielzahl von Merkmalen wie Rationalität, Professionalität, Institutionalität, Risikobereitschaft, Informationsstand und Liquidität einordnen, aber eben nur modellartig und letztlich nicht trennscharf.[134]

Letztlich kommt es auf die Frage, wer genau den Schaden durch Insiderhandel trägt, nicht an erster Stelle an. Denn auch wenn vom Insiderhandel nur die Informationshändler geschädigt werden, werden letztlich alle Teilnehmer dem Markt Vertrauen entziehen und ihn verlassen.[135] Es verwundert daher nicht, dass der EuGH die Frage bislang nicht genauer erörtert hat. Es geht nämlich dem Insiderrecht darum, ein „Systemvertrauen" in den Kapitalmarkt herzustellen.[136] Es ist daher, wie *Bachmann* treffend vergleicht, beim Kapitalmarkt letztlich wie im Casino: „Auch dort wird unlauteres Spiel ungeachtet der Frage verboten, wer hier wie konkret geschädigt wird, weil unlauteres Spiel den Ruf des Casinos als Institution trübt."[137]

Damit bestätigt sich, dass primäres Auslegungsziel die Vermeidung des als ungerecht empfundenen Sondervorteils ist. Die primäre Frage lautet daher nicht, wer vom Insiderhandel geschädigt ist, und wie die Effizienz des Kapitalmarkts gesteigert werden kann. Primäres Ziel ist die Verhinderung des Sondervorteils, den Insider erhalten, damit letztlich alle Anleger dem „System Kapitalmarkt" Vertrauen schenken.

---

133 Ebenso schon zur alten Rechtslage unter Verweis auf den ähnlich formulierten § 13 Abs. 2 WpHG a.F. *Hartmann*, Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels, 1999.

134 *Scheufele/Haas*, Medien und Aktien, 2008, S. 23 f.

135 Vgl. *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 21; ähnlich *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 110.

136 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 115; *Mehringer*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007, S. 37 f.

137 *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 21 m. Fn. 51.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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,[138] an der sich dieses Verhältnis in einem Zielkonflikt aufzeigt, ist die Konstellation der sog. mehrstufigen Entscheidungsprozesse.[139] 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 einzugrenzen.

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[140] Ferner wird auch der Begriff des Dritten weit verstanden, umfasst nicht nur Gläubiger, sondern auch potenzielle Aktionäre und erfährt so bereits erste kapitalmarktrechtliche Bezüge.[141] Die erlassenen Richtlinien sind allerdings in der Summe überschaubar,[142] wobei gerade die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft und das Konzernrecht kaum harmonisiert sind.[143] Eine vollständige Angleichung wird von Seiten der Kommission nicht mehr verfolgt, stattdessen lediglich die Harmonisierung von Kernbereichen.[144]

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.[145] 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.[146]

---

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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,[147] 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.[148]

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

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht ist mit Wirkung vom 3.7.2016 in der Marktmissbrauchsvorordnung[149] geregelt. Durch die Umsetzung der MAR als unmittelbar in jedem Mitgliedstaat anwendbares Recht,[150] 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[151] aufgehoben bzw. geändert.[152] § 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 (Marktmissbrauchsverordnung) 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Marktmissbrauchsrichtlinie 2003[153] (folgend MAD) sowie deren Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG[154] (folgend MAD-DRl) 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".[155] Der Begriff „Ad-hoc-Publizität" bzw. synonym die „Ad-hoc-Publizitätspflicht" soll jedoch verwendet werden, da er vom deutschen Gesetzgeber bislang genutzt wurde,[156] dabei die anlassbezogene, also ad-hoc entstehende Publizitätspflicht, terminologisch von der Regelpublizität abgrenzt und sich im juristischen Sprachgebrauch durchgesetzt hat.[157]

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.[158] 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 (Geltl/Daimler).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[159] 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

159 *Kocher*, WM 2013, 1305, 1309.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[160] In Betracht kommen ferner Personalwechsel, die der Zustimmung des Aufsichtsrats nach § 108 AktG bedürfen. Besonders

160 *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 111 Rn. 123 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

hervorzuheben sind neuerdings auch Transaktionen mit nahestehenden Personen, sog. „related-party-transactions", die der deutsche Gesetzgeber in Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie[161] 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,[162] weswegen kein Konflikt zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht besteht.[163]

II. Der Konflikt bis Geltl/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[164] durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz 1994 (2. FFG)[165]. 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[166] 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.[167] Ebenso bestünde die Gefahr der Irreführung des Kapitalmarkts bei unvollkommenen Informationen.[168] Die von vorzeitiger Kapitalmarktpublizität gestörte interne Zusammenarbeit der Organe entspreche nicht der guten Corporate-Governance,[169] oder vermittle den schlechten Eindruck in der Öffentlichkeit, die Verwaltung könne sich über die Geschäftspolitik nicht einigen.[170] Ohnehin sei der in § 120 Abs. 2 AktG implizit normierten gemeinsamen Verwaltung der AG zu entnehmen, dass einzelne Entscheidungen nur unselbstständige Schritte seien.[171] 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).[172]

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 Insider*tatsachen*. 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

und Vorhaben des Vorstands insiderrechtlich nicht umfasst wären, da dies keine Tatsachen seien.[173] Die überwiegende Ansicht fasste dies zwar unter den Begriff der Insidertatsache 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.[174] Vor allem verwies man auf die Gesetzesbegründung zum 2. FFG,[175] 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]".[176]

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.[177] 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.[178] 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.[179] 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/Kotthoff*, DB 1995, 1999, 2001.
178 *Pananis*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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

3. Übergangsphase nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz

Mit der Umsetzung der MAD und der MAD-DRl durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnsVG)[181] 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.[182] Art. 3 Abs. 1 lit. b) der MAD-DRl 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-DRl 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[183] Im Ergebnis sollen Gründe der Organisationsverfassung keinen Einfluss auf die Beurteilung dessen haben, was Insiderinformation ist, bzw. welche Informationen adhoc 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,[184] 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.[185]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[186]

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.[187] Konkret fragte man also wie wahrscheinlich die Zustimmung des Aufsichtsrats zu einer Entscheidung des Vorstands zum jeweiligen Zeitpunkt war.[188] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den Emittenten sowie dieses Argument ergänzend, die Vermeidung der Informationsüberflutung des Marktes.[189]

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[190], 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.[191] Nachdem er zunächst nur seine – ebenfalls bei Daimler als Vorstandssekretärin arbeitende – Ehefrau über die Absichten einweihte, 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. *Klöhn*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[192] Mehrere Anleger, darunter der Namensgebende Herr Geltl, 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 Gesamtaufsichtsrats nach § 108 AktG.[193] 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.[194]

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 Geltl/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 Geltl/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. (Geltl/Daimler).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

> *„‚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.“*[195]

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.“*[196]

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“.*[197]

Damit war zunächst festzustellen, dass der EuGH der Theorie der Sperrwirkung eine klare Absage erteilte,[198] 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."*[199]

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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

werden kann.[200] 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.[201] 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.[202] 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 Geltl/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 abhänge, sie also wie jeder andere Umstand bzw. Ereignis zu behandeln sind.[203] Andere sahen darin gerade wegen dieser Auslegung hin zur Bedeutungslosigkeit eine unzulässige Umgehung des Kriteriums „hinreichend wahrscheinlich".[204] 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.[205]

---

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

201 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 35 ff. (Geltl/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; *Langenbucher*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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,[206] der Strategiewechsel mit einer beabsichtigten Transaktion kann hingegen ein dem endgültigen Unternehmenserwerb vorgelagerter Umstand sein.[207] Und von der Absicht, aus dem Amt auszuscheiden, 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.[208] Die Beispiele können beliebig fortgesetzt werden. Zu Recht wird auf eine nahezu endlos mögliche „Atomisierung und Vermengung von Umständen oder Ereignissen"[209] sowie die mit der pauschalen Einordnung als gesteckter Sachverhalt nur schwer greifbare „Komplexität der Wirklichkeit"[210] 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 mögli-

206 *Mock*, ZBB 2012, 286, 288.
207 *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 808; *Ihrig*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chen künftigen Folgen aber um einen sog. „Knaller" handeln würde.[211] 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.[212] 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.[213]

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.[214] 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-DRl (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".[215] 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; *Brellochs*, 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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tenten spürbar zu beeinflussen".[216] 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.[217]

Diese Prüfung anhand der probability/magnitude-Formel im Rahmen der Kursrelevanz kann wohl inzwischen als überwiegende Ansicht bezeichnet werden.[218] 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.[219] 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.[220]

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: *Brellochs*, ZIP 2013, 1170, 1171; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 112; kritisch aber im Ergebnis unklar *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 706.

219 Beispielhaft *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, 1886.

220 *Ders.*, ZIP 2012, 1885, 1887.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tigerweise erwarten kann, ist hier obsolet.[221] 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.[222]

Die Frage der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit" bzw. nunmehr „vernünftigerweise erwarten kann" stellt sich nur noch im Punkt „zukünftige Zwischenschritte",[223] 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.[224] 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 ungerechtfertigten Sondervorteils zu verhindern.

e) Auswirkungen auf die allokative 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 allokative Effizienz des Marktes durch nunmehr zu früh einsetzende und dadurch halbfertige, unklare oder irreführende Ad-hoc-Mitteilungen.[225] Dass der Mensch kognitiven Kapazitätsbeschränkungen unterliegt, ist unbestritten.[226] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ihr Grenznutzen ins Gegenteil verkehrt und zu Verlangsamung oder gar fehlerhaften Entscheidungen führt.[227]

Ein zu befürchtender Nachteil durch die neue Rechtslage ist im Ergebnis aber zu verneinen. Auch im Verfahren Geltl/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.[228] 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.[229]

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.[230] 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.[231] 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/Teoh*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

f) Die Flucht in die Aufschubmöglichkeit als Folge von Geltl/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.[232] Nachweisbar ist jedoch- bis auf eine Ausnahme – eine kontinuierliche jährliche Steigerung der Zahl der Selbstbefreiungen von 242 im Jahr 2012 auf 557 in 2019,[233] mithin eine Zunahme von 130 %. Das wurde vielfach prognostiziert.[234] Beim Musterfall aus Geltl/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.[235] Die Veröffentlichungsquote der Bestellung der Anfang 2019 amtierenden Vorstandsvorsitzenden von Emittenten im DAX betrug dabei 76 %, im MDAX 72 %.[236] Einerseits handelt es sich dabei um die prominenteste Kategorie der Insiderinformationen der letzten Jahre. Die BaFin[237] sowie die herrschende Meinung[238] 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.[239] Dies meint aber nichts

232 BaFin, Jahresbericht 2019, S. 97.
233 BaFin, Jahresbericht 2019, S. 97.
234 Implizit BGH, NZG 2013, 708, Rn. 26 (Geltl/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; *Langenbucher*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[240] Entsprechend verunsichert fordert die Praxis Orientierungshilfe durch die BaFin.[241]

4. Schlussfolgerungen für das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen nach Geltl/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 Geltl/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_usercontent/dokumente/studien/181212%20Studie%202%20Jahre%20Marktmisbrauchsverordnung%20Web.pdf), S. 8 (zuletzt geprüft am 28.11.2021) dazu:; *Groß/Royé*, BKR 2019, 272, 273; *Seibt*, in: Mülbert (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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

rung 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[242] 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.[243] 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."*[244]

Sofern aber eine related-party-transaction unter der aufschiebenden Bedingung der Zustimmung des Aufsichtsrats geschlossen wurde[245] und

242 Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 87, siehe auch *Grigoleit*, 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 vorgesehenen, vgl. Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 83.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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 Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR beschritten 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.[246] Auch die Einhaltung unter-

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

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

nehmensinterner Regeln und Standards wird darunter gefasst.[247] 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.[248] Die gesellschaftsrechtliche Compliance-Pflicht wird aus der Leitungspflicht des § 76 Abs. 1 AktG und der allgemeinen Sorgfaltspflicht des § 93 Abs. 1 AktG hergeleitet.[249] Die aufsichtsrechtlichen Sonderpflichten, die Compliance branchenspezifisch regeln, können wegen ihrer Spezialität nicht auf die allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätze übertragen werden.[250] Verpflichtete der Compliance sind grundsätzlich sämtliche Vorstandsmitglieder der AG.[251] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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

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.[255]

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.[256] 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.[257] 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

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

rechtskonformes Handeln nicht bei Nachteilen oder Verlust kurzfristiger Geschäftschancen für die Gesellschaft endet.[258]

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.[259] Die überwiegende Ansicht folgt trotz Herleitung der Legalitätskontrollpflicht aus der Legalitätspflicht, dass der Vorstand aufgrund des Verhältnismäßigkeitsprinzips keine Legalitätskontrolle um jeden Preis schuldet.[260] Notwendig ist nur, was erforderlich und zumutbar ist.[261] 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.[262]

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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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

b) Rechtsfolgen als Perspektive der Betrachtung

Gesellschaftsrechtlich liegt der Fokus der Diskussion von Compliance sicherlich auf dem Umfang, Ausgestaltung und Wirksamkeit des Compliance-Systems.[265] 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.[266] Dies geht mit der Diskussion einher, dass das Reputationsmanagement als eine die Compliance ergänzende Aufgabe immer mehr in den Fokus von Unternehmen gerät.[267] In der Folge führt

---

263 Vgl. *Lebherz*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Klöhn[268] 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.[269] Einem genauen Anlegertyp wird der verständige Anleger jedoch nicht zugeordnet. In Erwägungsgrund 14 MAR heißt es, dass verständige Investoren[270] 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.[271] Der BGH formulierte in seiner IKB-Entscheidung[272], dass der verständige Anleger mit den Marktgegebenheiten vertraut und börsenkundig ist. Die BaFin[273] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[274] Er handle nach dem Kriterium der Vernünftigkeit, also nicht spekulativ.[275] 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.[276]

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 feinfühliger" der verständige Anleger gedacht wird, desto früher erkennt er die Wichtigkeit einer Information und kann zum Marktfunktionieren beitragen.[277] 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.[278] 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.[279] 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.[280] Das Abstellen auf einen objektiven und außenstehenden Dritten ist allerdings ein im Zivilrecht in allen Formen vorkommender Referenzmaßstab,[281] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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 Einzelfallentscheidung, die sich zwischen effizienter Marktpublizität, Anlegergleichstellung, Verhinderung eines ungerechtfertigten Sondervorteils und generalpräventiven Erwägungen einpendeln wird.[282]

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.[283]

Der BGH interpretiert dies in der IKB-Entscheidung soweit, dass der verständige Anleger auch irrationale Verhaltensweisen anderer Marktteilnehmer berücksichtigt.[284] Dem ist zuzustimmen, wenn man die Norm vom Telos der MAR her, informationelle Chancengleichheit aller Anleger herzustellen und ungerechtfertigte Sondervorteile zu verhindern, auslegt.[285] 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; *Klöhn*, in: MAR, Art. 7 Rn. 211 ff.; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 121 ff.; *Kocher*, WM 2013, 1305, 1306; *Kumpan/Misterek*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schadendem „noise“[286] und könne gar den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen.[287]

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.[288]

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.[289] 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 regiert, 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; *Langenbucher*, AG 2016, 417, 420.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Gewinn nicht besonders hoch, er aber einen Handlungsanreiz setzt, weil der Gewinn hinreichend sicher ist.[290]

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“[291] zu, offensichtlich irrelevante Informationen bereits im Vorfeld auszuklammern, ohne diese dann noch auf ihre Kursrelevanz hin prüfen zu müssen.[292] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[293]

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 Schrempp 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".[294] Im Gegensatz zu dem später stattfindenden ersten Gespräch zwischen Schrempp 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.[295]

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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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,[296] Verdacht auf Bilanzmanipulation und Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschlusstestats durch den Wirtschaftsprüfer, maßgebliche Umweltschadensfälle und erhebliche außerordentliche Aufwendungen nach Aufdeckung krimineller Machenschaften.[297] 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.[298] Entscheidend ist letztlich, welche rechtlichen und finanziellen Konsequenzen sich aus dem Rechtsverstoß ergeben.[299] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gerklagen) Rückstellungen von 7 Mrd. Euro gebildet.[300] 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.[301]

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.[302] Anders als Rechtskosten ist sie immaterieller Vermögenswert und daher schwerer messbar.[303] 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.[304] 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.[305] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aa) Reputationswert und Aktienkurs

Die Auswirkung von Reputation auf den Aktienkurs zeigt eine Studie von *Karpoff/Lee/Martin.*[306] Dabei untersuchten diese 585 von der US-amerikanischen Börsenaufsicht SEC verfolgten Verfahren gegen Emittenten wegen Verstößen gegen Rechnungslegungsvorschriften zwischen 1978 und 2002. Dabei stellten sie einen durchschnittlichen Kursverlust von 38 % fest, nachdem öffentlichen 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*[307] scheint diese früheren Ergebnisse zu bestätigen. In ihrem Ergebnis stellten sie fest, dass der Reputationsschaden die Höhe der Bußgelder um fast das Neunfache überstieg.

Die Messungen des Reputationsverlust basieren überwiegend auf dem „residual approach".[308] 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", berücksichtig. 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.[309]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[310] So konnten bei Verstößen gegen andere als Vorschriften der Finanzberichterstattung nicht immer eindeutig messbare Auswirkungen auf den Aktienkurs festgestellt werden.[311] Jedenfalls bei kartellrechtlich relevanten Preisabsprachen soll der Reputationsschaden – auch aufgrund steigender Bedeutung und öffentlicher Wahrnehmbarkeit des Wettbewerbsrechts – empirisch mittlerweile belegbar sein.[312] Allerdings wirkt sich der „readjustment effect" bei Kartellverstößen höher aus als der Reputationsverlust.[313]

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.[314] Die deutlichsten Auswirkungen bei „related parties" zeigen dabei Ausnutzung von Informationsasymmetrien, Betrug oder Bestechung ggü. Vertragspartnern bzw. Kunden.[315] 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/Shrieves/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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

zung gegen Exportbestimmungen oder Umweltschäden gesehen.[316] 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.[317]

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.[318] Ferner ist darauf hinzuweisen, dass nicht zwangsläufig jede Beeinträchtigung der Reputation ihre Ursache in einem Rechtsverstoß haben muss.[319] Immer mehr spielen aber ethische oder moralische Fragen im Gesellschaftsrecht eine Rolle.[320] Dies führt dazu, dass die Abstände zwischen Legalitätskontrolle und Integritätskontrolle immer geringer werden.[321] Die schwierige Grenzziehung zwischen Legalität und Legitimität zeigt sich am – auch für das Aktien- und Kapitalmarktrecht – immer bedeutsamer werden Begriff der Corporate Social Responsibility.[322] 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.[323] 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 Reputationsschaden 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

übernehmen.[324] Bedeutung erklang dabei die sog. CSR-Richtlinie und deren Umsetzung in Deutschland.[325] 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)"[326]. Und zuletzt geben sich Emittenten mit sog. „Codes of Conduct" oder „Codes of Ethics" selbst interne Vorgaben zu ehrlichem, moralischem und fairem Verhalten.[327]

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 %,[328] 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.[329] Am Tag der Explosion sei „die später entstehende Ölpest sowie die Schwierigkeiten des Unternehmens, Herr der Lage zu werden, […] da noch nicht absehbar gewesen"[330]. 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/onemarketing/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-untergang-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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

deren geplante Lieferung von Signaltechnik für Schienen zu einem Braunkohlewerk in Australien für Aufmerksamkeit gesorgt.[331] 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.[332]

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.[333] 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.[334]

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-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-wLYiamK1BdgGZIakD1gw-ap6) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

334 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter https://www.finanzen.net/historische-kurse/volkswagen_vz zwischen 26.01 und 29.01.2018.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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 reputationsschädigendes, 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 Schrempp 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.[335] Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinfor-

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

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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

Der Compliance-Verstoß steht – jedenfalls für Außenstehende – in vielen Fällen erst als das zentrale Ereignis, quasi als „Urknall" am Anfang des insiderrechtlichen Geschehensablaufs.[336] 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.[337] Die VW-Vorzugsaktie fiel am darauffolgenden Handelstag, dem 21.9.2015, zeitweise mehr als 22 %.[338] 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.[339] 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 €.[340] 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-)Endereignis. 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-caa-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 um den 18.09.2015.

339 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter 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 zwischen dem 18.9.2015 und dem 5.10.2015.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tes Verhalten entgegen eines ersten Verdachts nach umfassender Prüfung doch nicht kartellrechtswidrig war.[341]

Grundlegende Vergleichbarkeit zwischen Geltl/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 Geltl/Daimler, weil der Geschehensablauf kaum im Machtbereich des Emittenten steht.[342] 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,[343] was letztlich die konkrete Umsetzung der Geltl/Daimler Rechtsprechung darstellt.

Insgesamt stellt sich die Kernproblematik um den Vorbehalt von Gremienentscheidungen wie bei Geltl/Daimler eigentlich nicht.[344] 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.[345] 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.[346] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

satz) hinzuarbeiten, sondern darum, dass dieses Ereignis gerade vermieden wird.[347] 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.[348]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[349] Dadurch sind einerseits zwar allgemein, aber in der Summe beschränkt zugängliche Kreise wie die Gerichtsöffentlichkeit, Analystenkonferenzen, Pressekonferenzen, Fachmessen, Hauptversammlungen etc. ausgeschossen.[350] Damit ist andererseits aber nicht gemeint, dass das breite Anlegerpublikum ebenfalls Gelegenheit hatte, die Information zur Kenntnis zu nehmen.[351] 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.[352] 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. ausgeschossen.

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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

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,[356] 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.[357] 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 *Klöhn*, 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; *Klöhn*, ZHR 180 (2016), 707, 716 f.; *Krause*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 78 ff.; *Langenbucher*, 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-

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[358]

Historisch verweisen die Befürworter zudem auf die Börsenzulassungsrichtlinie von 1979[359], 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.[360]

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.[361] 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*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 38; *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 348.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

das breite Anlegerpublikum – die hypothetische Chance auf Informationszugriff haben.[362]

Vom Ausgangspunkt der Kapitalmarkteffizienzhypothese in ihrer halbstrengen 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.[363] Dies gelte jedenfalls bis zur Einpreisung der Information in den Aktienkurs.[364] 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.[365] 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*, Aufschub 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*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 37.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[366]

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,[367] 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 verkaufen Dieselfahrzeuge betroffen waren,[368] sondern alle ca. 11 Mio. weltweit verkaufen Fahrzeuge mit Dieselmotoren des Typs EA 189 des VW Konzerns.[369] 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 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Unsicherheit behaftet)[370] und sicheres Zutreffen der Anschuldigung durch Bestätigung des Emittenten (= harte Information, da kein Unsicherheitsparameter)[371] verschiedene präzise Informationen über Umstände mit insiderrechtlich unterschiedlicher Qualität, d.h. unterschiedlichem Kursbeeinflussungspotential.[372] 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,[373] und dürfte beispielsweise bei öffentlichen Anschuldigungen durch Behörden geringer sein. Daneben sind auch Insiderhandel oder das scheibchenweise 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.[374] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[375] 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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

fassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden."[376] 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]".[377] Die ganz überwiegende Ansicht in der Literatur interpretiert die Vorgaben des EuGH als 50 % plus x.[378] 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,[379] 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*[380] 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 *Klöhn*, 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Täter schaffe, die Wahrscheinlichkeit einer Aufdeckung zu reduzieren. Ähnlich heißt es auch in einem der Urteile des LG Stuttgart im VW-Abgasskandal, 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.[381] Zuletzt führ *Bunz*[382] 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?[383]

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 Entdeckungsgefahr 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 *Klöhn*, in: FS Hopt 2020, S. 513, 513 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[384] 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.[385] Damit wird die Ad-hoc-Publizitätspflicht aber nicht zur „selbsterfüllenden Prophezeiung",[386] denn der Emittent ist nicht per se zur Veröffentlichung verpflichtet, sondern kann den Weg des Aufschubs nach Art. 17 Abs. 4 MAR wählen.

Die Prüfung der Kursrelevanz ist dabei wiederum vor dem Hintergrund der Ergebnisse der Reputationsforschung zu betrachten.[387] 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.[388] Vielmehr ist nachgewiesen, dass der Markt die Folgen eines Fehlverhaltens bereits mit dessen Bekanntgabe antizipiert.[389]

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 *Klöhn/Rothermund*, ZBB 2015, 73, 77.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

fälschung in Singapur[390] brach der Kurs der Aktie noch am selben Tag um zeitweise fast 25 % ein.[391] Die Vorwürfe stellten sich zunächst als scheinbar weitgehend unberechtigt heraus, die Staatsanwaltschaft München leitete Ermittlungen wegen des Verdachts auf Marktmanipulation ein.[392] 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.[393] Der Bericht konnte tatsächlich aber Vorwürfe nicht ausräumen, sondern offenbarte vielmehr mangelndes Compliance-Bewusstsein.[394] Es folgte wiederum ein Kurssturz von zeitweise bis zu 28,5 %.[395] 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.[396] Als am 18.6.2020 eine Ad-hoc-Mitteilung[397] „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-sonderuntersuchung-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 Tagestiefstkurs vom 28.04.2020 bei XETRA unter https://www.finanzen.net/historische-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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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

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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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[400] 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.[401] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

(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 Dieselthematik per Ad-hoc-Mitteilung, dass ein Bußgeldbescheid i.H.v. 1 Mrd. € erlassen wurde, gegen den keine Rechtsmittel eingelegt werden.[402] 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.[403] 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 %).[404] 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-dieselkrise-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-bekennt-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 bzw. https://www.finanzen.net/index/dax/historisch um dem 13.06.2018.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Bekanntgabe etwa 1,92 % (vgl. entsprechend beim DAX 1,19 %).[405] 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 Rechtsverstoßes 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,[406] Mitteilungen über eingeleitete oder laufende Ermittlungen mit dem Schwerpunkt auf der Bildung von Rückstellungen,[407] Mitteilungen den Stand eines Bußgeldverfahrens betreffend,[408] und zuletzt

405 Vgl. die Kurse bei XETRA, ISIN: DE0007664039, unter 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

noch Mitteilungen von Gewinnwarnungen und Vorabmitteilungen von negativen Jahresergebnissen, in denen Bußgelder eine Rolle spielen.[409]

(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.[410] Die Konstellationen betreffen aber teilweise durch den Insolvenzverwalter geltend gemachte Ansprüche gegen ehemalige Organe.[411] 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.[412] 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 Kursspezifität 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

(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.[413] 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,[414] jedoch vom EuGH zu Recht abgelehnt.[415] 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 *Salaschek/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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[416] 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.[417] 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.[418] Dies entspricht der hier bevorzugten Auslegung nicht primär auf Markteffizienz abzustellen, sondern die Auslegung des Insiderrechts am primären Zweck, nämlich der Vermeidung des als ungerecht 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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".[419] 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*[420] 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,[421] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ad-hoc-Publizität begründet.[422] Diese Funktion wird dem Informationsparadigma des Kapitalmarktrechts zugeschrieben, und stammt letztlich aus der „Market for Corporate Control"-Diskussion zur Lösung des „Prinzipal-Agent-Konflikts".[423] 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.[424] 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.[425]

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"[426]). Der Aufwand der Prinzipale für Kontrolle der Agenten und Schaffung von Anreizsystemen wird als Agenturkosten (sog. „agency-costs") bezeichnet.[427] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[428]

bb) Die disziplinierende Wirkung des Aktienkurses

Eine einfache Möglichkeit der „Qualitätskontrolle" des Managements ist deren Überprüfung am Aktienkurs des Emittenten.[429] Sofern der Markt bekannt gewordene Entscheidungen des Managements positiv bewertet, hat dies auch positive Effekte auf den Aktienkurs und umgekehrt.[430] 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.[431]

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.[432] Zudem teilt diese Methode die Schwächen der Kapitalmarkteffizienzhypothese, wenn sie den Aktienkurs als Referenzwert nimmt, der schon nicht dem Fundamentalwert entspricht.[433] 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; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 18 Rn. 1.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ad-hoc-Pflicht aber für die Bildung „richtiger" Preise sorgt, kann sie einen wichtigen Beitrag zur Disziplinierung des Vorstands leisten.[434] Der Vorstand gerät damit unter die „Marktdisziplin".[435] 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.[436]

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 Marktfunktionenschutz durch Verhinderung von Insiderhandel und Bildung richtiger Preise gleichwertige Bedeutung zukommt,[437] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gen durch die Verordnung 2019/2115[438] 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.[439] Wenn ferner die gesellschaftsrechtliche Organisationsverfassung bei der Frage, wann eine Insiderinformation vorliegt, keine Auswirkung haben soll,[440] 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.[441] Die MAR bezweckt also nicht direkt die Kontrolle der Unternehmensleiter, jedoch hat Kapitalmarktinformation unterstützende Wirkung für die Unternehmenskontrolle und die Corporate-Governance.[442]

Entscheidend ist letztlich auch wieder das Kursbeeinflussungspotential. Dies hängt in der Regel an der Qualität des Rechtsverstoßes 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.[443] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[444] 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.[445] 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.[446] Gleichwohl wurde bereits vermutet, dass eher der signifikante Verstoß gegen eine Regel, als eine bloße Erklärung dazu kursrelevant sein könne.[447]

Überprüft man Ad-hoc-Mitteilungen deutscher Emittenten, bestätigt sich die Vermutung, dass Mitteilungen bezüglich der Corporate-Governance erst veröffentlicht werden, nachdem Vorwürfe bekannt wurden.[448] 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.[449]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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.[450] 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.[451]

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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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".[452] 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[453] 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.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

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."*[454]

Eine solche Thematik kann man insiderrechtlich auch aus dem Blickwinkel der ad-hoc-Pflicht für einen (vermeintlichen) Produktfehler betrachten.[455] 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-unbegruendet-1839/download), S. 3 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

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

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kapitel 3: Die Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung der Insiderinformation

Das Vorliegen einer Insiderinformation nach Art. 7 MAR im Rahmen eines Compliance-Sachverhalts löst die Pflicht zur Veröffentlichung dieser Information nach Art. 17 Abs. 1 MAR aus, die da lautet:

> *(1) Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt.*

In der arbeitsteiligen Organisation der juristischen Personen verteilen sich nicht nur die Aufgaben auf viele Köpfe. Symptomatisch ist dabei auch die unterschiedliche Verteilung von Wissen und damit das Auseinanderfallen von Handlungsverantwortung und Wissen. Aufgrund der festgestellten Vorverlagerung der Ad-hoc-Pflicht scheint dabei der Einwand des Nichtwissens (insbesondere des Vorstands) die entscheidende Verteidigung gegen den Vorwurf der pflichtwidrig unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung:

> „*Volkswagen hält die anhängigen Aktionärs-Klagen für unbegründet, da jede Ad-hoc-Pflicht voraussetzt, dass die für die Erfüllung dieser Pflicht verantwortlichen Personen Kenntnis eines kursrelevanten Sachverhalts erlangen und die wirtschaftlichen Auswirkungen dieser Information abschätzen können*“[456],

teilte die Volkswagen AG 2016 per Pressemitteilung im Rahmen der Abgasaffäre mit. Das folgende Kapitel soll daher der Frage nachgehen, ob es für die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR darauf ankommt, wer beim Emittenten etwas weiß, wissen muss bzw. ob dem Emittenten Wissen zugerechnet werden kann bzw. muss.

---

456 Volkswagen AG, Volkswagen hält kapitalmarktrechtliche Vorwürfe für unbegründet, 16.03.2016 (https://www.volkswagen-newsroom.com/de/pressemitteilungen/volkswagen-haelt-kapitalmarktrechtliche-vorwuerfe-fuer-unbegruendet-1839/download), S. 1 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

A. Art. 17 Abs. 1 MAR als (Nicht-)Wissensnorm

I. Ad-hoc-Publizität und Handlungsverantwortung

Die erste Frage ist, wer überhaupt die verantwortliche Person zur Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht ist und damit der Wissende sein müsste. Es ist dies nach Art. 17 Abs. 1 MAR der Emittent. Emittent ist nach der Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert. Art. 17 Abs. 1 MAR stellt damit auf die Gesellschaftsformen nach nationalem Recht ab. Im deutschen Recht ist damit wesentlich die Aktiengesellschaft als juristische Person nach § 1 Abs. 1 S. 1 AktG verpflichtet.

Die MAR enthält neben der Verpflichtung des Emittenten keine Vorgaben, wer genau innerhalb der juristischen Person für die Ad-hoc-Pflicht zuständig ist. Mangels europarechtlicher Vorgaben bestimmt sich die zuständige Person damit nach der Organisationsverfassung des Emittenten, also nach nationalem Gesellschaftsrecht.[457] Die AG wiederum handelt durch ihre Organe.[458] Die Organe trifft die Ad-hoc-Pflicht daher mittelbar. Dabei ist es zunächst der Vorstand, der aufgrund seiner Legalitätspflicht dafür zu sorgen hat, dass die an die Gesellschaft gerichteten gesetzlichen Pflichten eingehalten werden.[459] Die Gegenansicht leitet dessen Zuständigkeit aus § 9 Abs. 1 OWiG her.[460] Die Ad-hoc-Pflicht stellt jedoch keine Leitungsaufgabe dar, da es sich nicht um eine strategisch und personell unverzichtbare Führungsaufgabe handelt, sondern ist als Geschäftsführungsmaßnahme gem. §§ 76 Abs. 1, 77 Abs. 1 AktG einzuordnen, sodass in gewissen Grenzen die Möglichkeit der Delegation an ein einzelnes Vorstandsmit-

457 *Kocher/Schneider*, ZIP 2013, 1607; abzulehnen ist die Ansicht von *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 385 ff. der diese Zuständigkeit aus Art. 30 Abs. 2 lit. e Alt. 1 MAR herleiten will.

458 Nach der Vertretertheorie ist die juristische Person selbst nicht fähig zum Wollen und Handeln, dies wird durch Vertreter vorgenommen, nach der Organtheorie ist der Verband selbst Willens- und Handlungsträger mittels seiner Organe, näher *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 10 I 2. a).

459 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 189; *Reinhart*, Die Legalitätspflicht des Vorstands einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, 2019, S. 304 f. spricht von einer derivaten Pflicht; kritisch *Kuschnereit*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 84 f.

460 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 304; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 347; *Kuschnereit*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 84.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

glied oder ein Ad-hoc-Gremium in Betracht kommt.[461] Die Mitwirkung eines Vorstandsmitglieds wird in der Praxis aber auch bei Delegation an ein Ad-hoc-Gremium wegen der Veröffentlichung oftmals wesentlicher Informationen aus Gründen der Corporate-Governance empfohlen.[462] Für die Einhaltung der an den Emittenten gerichteten Pflicht bleibt der Vorstand jedoch aufgrund seiner Legalitätspflicht verantwortlich und haftet bußgeldrechtlich nach § 9 bzw. § 130 OWiG, zivilrechtlich ggü. der Gesellschaft nach § 93 Abs. 2 AktG und ggü. den Aktionären ggf. nach § 826 BGB.[463]

II. Ad-hoc-Publizität und Wissen

Entgegen der eingangs genannten Auffassung der Volkswagen AG enthält Art. 17 Abs. 1 MAR ein ausdrücklich formuliertes Merkmal, dass der Emittent die Insiderinformationen kennt, nicht. Dies sieht rechtsvergleichend betrachtet etwa Art. 53 Abs. 2 des Schweizer Kotierungsreglements[464] oder Part XIVA 307b der Hong Kong Securities and Futures Ordinance vor.[465] Tatsächlich ist die Volkswagen AG mit dieser Ansicht aber nicht allein.

Die Interpretation von Art. 17 Abs. 1 MAR und zuvor schon § 15 Abs. 1 WpHG a.F. geht in der Literatur dabei allerdings weit auseinander. Die dort aufzufindenden Ansichten lassen sich in unterschiedlich ausgeprägte (ungeschriebene) Voraussetzungen an den Eintritt der Ad-hoc-Publizitäts-

461 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 48; *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 59 ff.; *Groß*, in: FS U.H. Schneider 2011, S. 385, 390 ff.; *Ihrig/Kranz*, BB 2013, 451, 455; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709c; *Mülbert*, in: FS Stilz 2014, S. 411, 416; *Kocher/Schneider*, ZIP 2013, 1607 ff.; *Mennicke*, NZG 2009, 1059, 1062; *Peters*, in: FS Vetter 2019, S. 563, 581 ff.; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Walla/Knierbein*, WM 2018, 2349, 2351; a.A. nunmehr BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33 welche von einer Leitungsaufgabe ausgeht.

462 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 36; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205 f.

463 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 26; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 32.

464 Art. 53 Abs. 2 KR: „Der Emittent informiert, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat", dazu näher *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 101.

465 Part XIVA 307b: (1): „A listed corporation must, as soon as reasonably practicable after any inside information has come to its knowledge, disclose the information to the public", Abs. 2 regelt Fragen der Wissenszurechnung; dazu näher *ders.*, Der gespaltene Emittent, 2018, 99 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

pflicht unterteilen. Die prominenteste dabei zu findende These, ist die, dass Art. 17 Abs. 1 MAR „Wissensnorm" sei.[466] Wissensnormen sind solche, die tatbestandlich an Wissen oder Wissenmüssen konkrete Rechtsfolgen knüpfen.[467] Von Seiten der BaFin[468] und Teilen der Literatur[469] wird vorausgesetzt, dass der Vorstand die Information kennt, da der Vorstand die Handlungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR nur erfüllen könne, wenn er von dieser wisse. Sofern dies nicht der Fall sei – gerade wenn die Information wie bei Compliance-Sachverhalten häufig- unterhalb der Vorstandsebene oder in einem sonst nicht zur Veröffentlichung berechtigten Bereich entstehe, müsse durch unternehmensinterne Organisation dafür gesorgt werden, dass dem Vorstand oder der entscheidungsberechtigten Stelle die Information zur Kenntnis gebracht und auf ihre Ad-hoc-Pflicht geprüft wird. Zu Art. 17 Abs. 1 MAR bzw. § 15 Abs. 1 WpHG a.F. finden sich innerhalb des Spektrums der Ansicht als „Wissensnorm" allerdings die unterschiedlichsten Anforderungen an den Eintritt der Ad-hoc-Pflicht,

466 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 385; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709b; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 34; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 56; *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 45 f.

467 *Waltermann*, AcP 192 (1992), 181, 185; *Baum*, Die Wissenszurechnung, 1999, S. 32; implizit *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 15.

468 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 48; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33.

469 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 52; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 806; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085; *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 49; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 390 f.; *Koch*, AG 2019, 273, 276 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 766; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1414; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 88.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wie Kenntnis bzw. Wissen,[470] fahrlässige[471] oder grob fahrlässige[472] Unkenntnis bzw. Wissen- oder Kennenmüssen[473] der Insiderinformation. Dabei wird mit Wissen nicht zwingend nur positive Kenntnis des Vorstands gemeint, sondern auch die Grundsätze der Wissenszurechnung.

1. Zurechnung von Wissen in Art. 17 Abs. 1 MAR

Unter der Prämisse, dass der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR erst bei Kenntnis der Insiderinformation zur Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet sei und eine juristische Person nicht wie ein Mensch wissen könne, stellt sich die Frage, wie der juristischen Person Wissen zugerechnet wird. In Ermangelung einer europäischen Wissenszurechnung in der juristischen Person, müsse, so ein Teil in der Literatur, die Frage trotz Vollharmonisierung der Ad-hoc-Pflicht nach nationalem Gesellschaftsrecht, also den Grundsätzen der Wissenszurechnung bei juristischen Personen geklärt werden.[474] Auch

---

470 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50; *Büche*, Ad-hoc-Publizität, 2005, S. 184, 208; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 103; *Frowein*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 10 Rn. 24; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 533; *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 48; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 33; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 385 ff.; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709b; *Koch*, AG 2019, 273, 276 ff.; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 85; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 76; *Liebscher*, ZIP 2019, 1837, 1848; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 146 f.; *Schnorbus/Klormann*, WM 2018, 1069, 1075; wohl auch: *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2019, 621, 632.

471 *Poelzig*, Kapitalmarktrecht (1. Auflage), 2018, S. 486; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 766; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

472 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 328.

473 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160; *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 238; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 51; *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 13 ff.; *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 34; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085; *Kalss/Hasenauer*, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 12; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2002; *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, S. 943, 947; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 105; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 72; *Versteegen*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Rn. 110.

474 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50 ff.; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17; implizit *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 533; wohl auch *Grundmann*, in: Staub

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

auf die Gefahr einer unterschiedlichen Handhabung der Ad-hoc-Pflicht in den einzelnen Mitgliedstaaten kenne das Unionsrecht Grenzen der Einheitlichkeit und auch das Unionsrecht könne nationales Aktienrecht nicht aushebeln.[475] Andere formulieren etwas vorsichtiger, dass in Ermangelung europarechtlicher Ansätze der Wissenszurechnung, ein Rückgriff auf die deutschen Voraussetzungen der Wissenszurechnung und soweit diese mit Europarecht unvereinbar sind, im Lichte des Normzwecks von Art. 17 Abs. 1 MAR vorzunehmen sei.[476] Nach dieser Ansicht bedingt das nationale Gesellschaftsrecht die europarechtliche Ad-hoc-Publizität, da Wissen und dessen Zurechnung in der Aktiengesellschaft nach nationalem Recht als Vorfragen der Ad-hoc-Pflicht betrachtet werden.

Um diese Vorfrage und ihre Übertragung auf Art. 17 Abs. 1 MAR zu überprüfen, soll zunächst kurz auf die Grundsätze der Wissenszurechnung nach deutschem Recht eingegangen werden.

a) Wissensnormen nach deutschem Recht

Viele Normen des deutschen Zivilrechts unterscheiden bei Wissen zwischen positiver Kenntnis und (grob) fahrlässiger Unkenntnis (vgl. nur § 199 Abs. 2 BGB, § 932 Abs. 2 BGB), auch Wissen- bzw. Kennenmüssen (vgl. nur § 122 Abs. 2 BGB, § 123 Abs. 2 BGB, § 15 Abs. 2 HGB) und setzen daran unterschiedliche Rechtsfolgen. Wissen ist aber auch im Rahmen der Arglist oder des Verschuldens von Bedeutung, mitunter ist auch ein ungeschriebenes Wissenserfordernis denkbar, etwa bei von der Rechtsprechung entwickelten Rechtsfiguren wie der Duldungsvollmacht oder der Lehre vom faktischen Organ.[477]

HGB, Rn. 520; zur alten Rechtslage *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 329; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085.

475 Vgl. die Diskussion bei *Weber*, ZHR 2017, 416, 421; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 228 f.

476 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 390; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 156 f.; dahingehend wohl auch für Österreich *Kalss/Hasenauer*, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 12.

477 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 18 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Grundlagen der deutschen Wissenszurechnung

In der deutschen Zivilrechtsdogmatik haben sich unzählige und noch immer nicht beantwortete Fragen an das Wissen und seiner Zurechnung in der juristischen Person gestellt.[478] Das Problem ist dabei, dass Wissensnormen ausschließlich auf natürliche Personen zugeschnitten sind und daher fraglich ist, wann Wissen bei einer juristischen Person vorliegen soll. Das liegt zum einen daran, dass neben den allgemeinen Zurechnungsnormen des BGB in §§ 31, 164 Abs. 1, Abs. 3, § 166 Abs. 2, 278 oder 831 BGB, die Frage der Zurechnung von Wissen ausdrücklich nur in § 166 Abs. 1 BGB für den rechtsgeschäftlich bestellten Vertreter sowie spezialgesetzlich in §§ 2 Abs. 3 und 70 VVG geregelt ist. Diese sind zum anderen für die juristische Person allesamt unpassend und ihre dogmatische Anwendbarkeit damit heftig umstritten, was dadurch verstärkt wird, dass der BGH Wissensorganisationspflichten in freier Rechtsfortbildung herleitet.[479]

Während das Reichsgericht[480] bereits urteilte, Wissen eines Organvertreters sei das Wissen der juristischen Person, es liege „in der Natur der Sache begründet", hielt der BGH[481] schon Ende der 80er Jahre fest, dass sich die Frage der Wissenszurechnung von Organvertretern „nicht mit logisch-begrifflicher Stringenz, sondern nur in wertender Beurteilung" entscheiden lasse. Während zunächst also nach der verbandsrechtlichen (absoluten) Organtheorie[482] davon ausgegangen wurde, dass Wissen eines jeden Organmitglieds Wissen der juristischen Person sei,[483] wurde der Personenkreis entsprechend § 31 BGB auf verfassungsmäßig berufene Vertreter und in entsprechender Anwendung des § 166 Abs. 1 BGB auf den sog. „Wissensvertreter" erstreckt.[484]

478 Siehe nur die in einem Doppelheft erschienenen Beiträge des ZHR-Symposion zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in ZHR 181, (2017) Heft 2–3,159 ff.

479 Siehe etwa *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 803; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 54; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 625 ff.

480 RG, JW 1935, 2044.

481 BGH, NJW 1990, 975, 976.

482 Zurückgehend auf Otto von Gierke, dazu näher *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 10 I 2. a, S. 250 ff.

483 RG, JW 1935, 2044; BGH Urt. v. 30.04.1955, Az.: II ZR 5/54 Rn. 24 (zitiert nach jurion); BGH, NJW 1964, 1367; BGH, NJW 1996, 1205, 1206; BGH, NJW-RR 2002, 978, 982; BGH NJW-RR 2006, 771 Rn. 13.

484 BGH, NJW 1992, 1099, 1100, BGH NJW 2014, 1294; 1295, BGH NJW 2019, 661, 667 f.; BGH, NJW-RR 2021, 1068 Rn. 19; kritisch dazu *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4, 14.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Später ging die Rechtsprechung zusätzlich[485] dazu über, für die Wissenszurechnung nicht ausschließlich an der Stellung einer bestimmten Person bzw. an konkreten Normen anzuknüpfen, sondern eine Wissenszurechnung in freier Rechtsfortbildung wertend vorzunehmen. Aus Gründen des Verkehrsschutzes, insbesondere der Gleichstellung von juristischer und natürlicher Person, bestehe eine Pflicht zu ordnungsgemäßer Organisation der gesellschaftsinternen Kommunikation, weswegen für die Frage der Zurechnung statt auf eine Person oder konkrete Norm auf die Information selbst abgestellt wurde.[486] Zuzurechnen sei das „typischerweise aktenmäßig festgehaltene Wissen".[487] Ähnlich einer Verkehrspflicht, welche berechtigte Erwartungen des Rechtsverkehrs berücksichtigt, seien Organisationen verpflichtet sicherzustellen, dass relevantes Wissen von ihren Entscheidungsträgern und Repräsentanten, die dazu berufen sind, im Rechtsverkehr bestimmte Aufgaben in eigener Verantwortung wahrzunehmen, zur Kenntnis genommen werden können.[488] Um dies zu ermöglichen, haben sie diese Informationen zu speichern (= Informationsspeicherungspflicht) und weiterzugeben (= Informationsweiterleitungspflicht) bzw. abzufragen (= Informationsabfrage-, oder Suchpflicht), soweit deren Relevanz erkennbar und die Wissensorganisation zumutbar sei.[489] Je wichtiger ein Umstand ist, desto länger müsse er gespeichert bleiben und sofern Wissen nur auf Speichern zu Verfügung stehe, müsse ein konkreter Anlass bestehen, sich seiner in der konkreten Situation (noch) zu vergewissern.[490]

Wissen wird also nach den deutschen Grundsätzen des BGH entweder durch personale Anknüpfung über das Vorhandensein von Wissen bei bestimmten Personen oder über die Verletzung von Organisationspflichten der juristischen Person zugerechnet. In Anknüpfung an die vom BGH dargelegten Pflichten zur ordnungsgemäßen Organisation der gesellschaftsinternen Kommunikation, die auch auf den berechtigten Erwartungen des

485 Entgegen mancher Äußerungen in der Literatur ist die personale Anknüpfung insbesondere an Organe durch den BGH nicht aufgegeben, dazu etwa *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 208 f.; zuletzt im Dieselskandal BGH, NJW 2020, 1962, Rn. 32 ff.

486 BGH, NJW 1996, 1339, 1341.

487 BGH NJW 1990, 975, 976; BGH NJW 1996, 1339, 1340; BGH, NJW 2001, 359; BGH, BeckRS 2011, 1685 Rn. 16.

488 BGH, NJW 1996, 1339, 1340 f.; BGH, NJW NJW 1999, 284, 286; BGH, NJW 2011, 2791 Rn. 17.

489 BGH, NJW 1996, 1339, 1340 f., insbesondere in Anlehnung an *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4, 10 f.; *Taupitz*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 16, 16 ff., 28 ff.; BGH, NJW 2010, 1806 Rn. 11; BGH, BeckRS 2015, 2840 Rn. 27 ff.

490 BGH, NJW 1996, 1339, 1341.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Rechtsverkehrs beruhen, kann dieser wiederum (nur) erwarten, dass sich die Aktiengesellschaft entsprechend ihrer Organisationsverfassung nach dem AktG verhält. Die Einhaltung von Wissensorganisationspflichten ist damit in der AG Aufgabe des Vorstands, etwa durch Einrichtung geeigneter Informationssysteme, da sie als allgemeine Organisationspflichten Teil seiner Leitungsaufgabe sind.[491]

c) Wissenszurechnung im Kontext der jeweiligen Wissensnorm

Einigkeit besteht jedenfalls darin – und darin liegt wiederum die Schwierigkeit einer einheitlichen Dogmatik –, dass die Wissenszurechnung immer im Kontext der konkret in Frage stehenden Norm zu behandeln ist, da Wissensnormen aus unterschiedlichen rechtlichen Bereichen entstammen und mitunter unterschiedliche Ziele verfolgen.[492] Entscheidende Norm der Betrachtung ist also Art. 17 Abs. 1 MAR, denn sie normiert die Pflicht, Insiderinformationen ad-hoc zu veröffentlichen, an deren Verletzung nationale Regeln (etwa § 97 WpHG, § 120 Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG) Rechtsfolgen anknüpfen. Dabei müssen bereits die Befürworter eines Wissenserfordernisses in Art. 17 Abs. 1 MAR eingestehen, dass das Gleichstellungsargument zwischen juristischer und natürlicher Person[493] bei einer Norm, die ausschließlich juristische Personen betrifft, keine Gültigkeit beanspruchen kann.[494] Jedenfalls aber lassen sich Erwägungen des Verkehrsschutzes für Art. 17 Abs. 1 MAR anführen, geht es dabei doch um den Schutz von Anlegern und der Funktionsfähigkeit des Marktes.

491 Näher *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 62; *Naumann/Siegel*, ZHR 181 (2017), 273 ff.; *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641 f.; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 87.

492 BGH, NJW 2017, 250, Rn. 23; *Bork*, ZGR 1994, 237, 241; *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 19; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 166, 195 f.; *Seidel*, AG 2019, 492, 493.

493 Siehe etwa die Kritik bei *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 190 ff.

494 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 53; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 390 m. Fn. 42; *Koch*, AG 2019, 273, 278 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

d) Unionsrechtliche Wissenszurechnung

Im Gegensatz zu einer umfassenden Dogmatik der Wissenszurechnung im deutschen Recht bestehen Grundsätze einer unionsrechtlichen Wissenszurechnung nicht.[495] Die Wissenszurechnung in der juristischen Person in anderen europäischen Ländern soll auch nur ein Schattendasein führen.[496] Dies liege daran, dass dort zunächst eine umfassende Zurechnung deliktischen Verhaltens von sämtlichen Mitarbeitern und Organen zur juristischen Personen nach dem Prinzip des „respondeat superior" stattfinde.[497] Während das deutsche Deliktsrecht das Prinzip der generellen deliktischen Einstandspflicht des Unternehmens nach dem Prinzip „respondeat superior" in § 31 BGB für „verfassungsmäßig berufene Vertreter" kennt, ist es ihm für sämtliche Mitarbeiter fremd, was sich in der Verschuldenshaftung mit Entlastungsbeweis des § 831 BGB zeigt.[498] Dabei haben sich in der Rechtsprechung zur Vermeidung der Figur des dezentralen Entlastungsbeweises umfassende Organisations- und Überwachungspflichten herausgebildet, die die Anwendung des § 831 Abs. 1 S. 2 einschränken.[499] Wenn Wissenszurechnung nach deutschem Recht die Frage der Verantwortlichkeit für „fremdes Wissen, für fremdes Verhalten, ggf. fremde Informationsweitergabe"[500] ist, stellt sich bei einer umfassenden deliktischen Zurechnung zum Unternehmen nach „respondeat superior" die Frage an das Ausmaß von Sorgfalts- und Organisationspflichten nicht besonders.[501] Dabei soll das Konzept des „respondeat superior" auch außerhalb des deliktischen Bereichs gelten, denn eine umfassende Zurechnung von Wissen schaffe von sich heraus den entsprechenden ökonomischen Anreiz, eine effiziente Wissensorganisation sicherzustellen.[502]

---

495 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 121; *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, S. 71.
496 *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 205; anders wohl für Einzelpersonen im englischen Recht *Taupitz*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 16, 19 ff.
497 *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 248; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 108.
498 *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 689 ff.; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 249.
499 *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, 691 ff.
500 So *Taupitz*, in: Karlsruher Forum 1994, 16.
501 *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 248.
502 *Ders.*, ZHR 181 (2017), 203, 260 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

e) Zwischenergebnis

Es lässt sich festhalten, dass umfassende aber noch immer nicht geklärte Grundlagen der deutschen Wissenszurechnung auf eine Norm des europäischen Rechts übertragen werden sollen, welcher die Problematik um die Wissenszurechnung fremd ist.

2. Objektiver Eintritt der Ad-hoc-Pflicht

Gegenüber der Ansicht, Art. 17 Abs. 1 MAR sei eine Wissensnorm, stehen die zahlreichen Vertreter eines objektiven Eintritts der Ad-hoc-Pflicht bei Vorliegen der Insiderinformation ohne Wissenserfordernis.[503] Darunter ist die These von der „Irrelevanz der Wissenszurechnung"[504] in der Literatur wohl prominenteste Ausdehnung entgegen der These von Art. 17 Abs. 1 MAR als Wissensnorm. Mit der Irrelevanz der Wissenszurechnung ist allerdings gemeint, dass sie nicht insgesamt, sondern nur die deutschen Grundsätze der Wissenszurechnung irrelevant seien, und dass eigene europäische Grundsätze der Wissenszurechnung an Art. 17 Abs. 1 MAR entwickelt werden müssten. Die objektive Ansicht unterteilt sich wiederum in unterschiedlich stark ausgeprägte (Wissens-)Organisationsanforderungen an den Emittenten. Vor diesem Hintergrund stellt sich dann die Frage, ob und inwiefern diese autonom europarechtlich hergeleiteten Anforderungen Auswirkung auf die Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft haben können.

503 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 305; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, 119, 239 f.; *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 120; *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 258; *Klöhn*, NZG 2017, 1285 ff.; *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, S. 115 ff., 151; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427; *Redenius-Hövermann/Walter*, ZIP 2020, 1331, 1333; *Speier*, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität, 2009, 376 f.; *Schäfer*, in: Hdb börsennotierte AG, § 15 Rn. 20; *Schlitt/Mildner*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 363, 369 f.; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2032; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 41 ff.; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 93; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70.

504 *Klöhn*, NZG 2017, 1285 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Gemeinsamkeiten der Ansichten und Rechtsfolge

Gemeinsam ist den Ansichten von Art. 17 Abs. 1 MAR als „Wissensnorm" und der „Irrelevanz der Wissenszurechnung", dass es letztlich darum geht, die Grenze des Art. 17 Abs. 1 MAR festzulegen, und die Frage zu klären, welches Recht sie näher bestimmt. In einem ersten Schritt gilt es daher zunächst zu klären, ob und welche Vorgaben das europäische Kapitalmarktrecht in Art. 17 Abs. 1 MAR bezüglich des Erfordernisses von Wissen macht. In einem zweiten Schritt soll dann die Strömung der objektiven Auslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR untersucht werden. Das Gesamtergebnis bildet die Grundlage für das vierte Kapitel, welches das gefundene Ergebnis auf das Verhältnis von Art. 17 Abs. 1 MAR zum nationalen Recht und umgekehrt überträgt.

III. Auslegung des Wortlauts zur Ermittlung eines Wissenserfordernisses

1. Das „Bekanntgeben" der Information

Emittenten müssen Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 MAR „bekanntgeben" („gibt […] bekannt"). Das Wort bekanntgeben liefert keine klaren Ergebnisse für oder gegen ein Wissenselement. Der deutschen Sprachfassung nach steckt im Bekanntgeben bereits das Wort „kennen". Der Schluss auf Wissen als denknotwendige Voraussetzung einer Bekanntgabe liegt zunächst nahe. Dabei wird das Merkmal entweder explizit als das Wissens- und damit die Ad-hoc-Pflicht begründende Merkmal gesehen,[505] oder in Richtung einer allgemeinen Feststellung, nur wer wisse könne auch bekanntgeben.[506] Allerdings ist die Argumentation zirkelschlüssig, denn sie leitet das Tatbestandsmerkmal Wissen aus der Rechtsfolge „bekanntgeben" her.

Weniger deutlich für ein Wissenselement sind die anderen Sprachfassungen. Die englische Sprachfassung spricht von „shall inform […] of inside information", die spanische von „hará pública […] la información privi-

505 So: *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 103.

506 Dahingehend etwa: *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 14; *Liebscher*, ZIP 2019, 1837, 1848; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 88; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

legiada", die französische von „rend publiques […] les informations privilégiées". Übersetzt man dies mit „informieren" oder „veröffentlichen", ist ein Wissenserfordernis, welches aus dem Wort „bekannt" bzw. „kennen" abgeleitet wird, nicht mehr ganz so eindeutig.

Betrachtet man die Begriffe „Information" (also von „informieren") und „Kennen" (also von „bekanntgeben") genauer, stellt man fest, dass diese nicht deckungsgleich sind.[507] Zunächst muss der Begriff „Kennen" als etwas weniger starker Teilbereich des Überbegriffs „Wissen" betrachtet werden,[508] welcher aber im juristischen Sprachgebrauch synonym verwendet wird.[509] Es scheint im deutschen Recht, wie etwa §§ 1472 Abs. 2, 2366, 2370 BGB zeigen, eine eher sprachliche Frage zu sein. Wissen meint menschliches Bewusstsein bezüglich der Information und geht damit über die bloße Verfügbarkeit dokumentierter bzw. gespeicherter Informationen (sog. „Aktenwissen"[510]) hinaus.[511] Informationen sind dabei nur Daten, die in einem konkreten Kontext stehen.[512] Erst ihre Aufnahme und Verarbeitung durch einen Menschen (subjektiv-individuelles Element[513]) macht aus einer bloßen Information Wissen.[514] Geht man also mit den anderen Sprachfassungen vom Verb informieren oder veröffentlichen aus, setzt das folglich kein Wissen vermittelt durch ein subjektiv-individuelles Element voraus, vielmehr müsste ausreichen, dass eine Information beim Emittenten vorliegt und er im Besitz der Information ist oder darauf Zugriff hat. Schließlich sprechen Art. 7 und 17 MAR von Insiderinformation, nicht Insiderwissen. Dabei bildet Information die Grundlage für eine spätere, individuelle Umsetzung in Wissen und sich daraus ergebende Handlungs-

507 *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 6 f.; *Stehr*, Wissen und Wirtschaften, 2001, S. 111 ff.

508 *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 173; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 2 ff.; vgl. im Übrigen zur Differenzierungsversuchen *Stehr*, Wissen und Wirtschaften, 2001, S. 112 ff.

509 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 47; *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2640.

510 *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4, 14; *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 55 ff.

511 *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 173 f.; *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 48 ff.

512 *Trute*, in: Röhl (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 11, 14; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 6.

513 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 57; *Röhl*, in: ders. (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, 65.

514 *Trute*, in: Röhl (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 11, 15 f.; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 6 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

möglichkeiten.[515] Die Individualität von Wissen rechtfertigt es daher, an den objektiven Begriff der Information anzuknüpfen.[516] Vieles spricht daher für eine mehr sachenrechtlich geprägten Herrschaftsbegriff entsprechend § 854 Abs. 1 BGB über Insiderinformationen in der Form, dass kein Wissen notwendig ist, sondern lediglich ein Informationszugriff bestehen muss.[517] So schreibt auch die ESMA in ihrem Consultation Paper zur MAR nichts von einem Wissenserfordernis, sondern vielmehr nur: „[I]ssuers *in possession* of an [inside] information, are obliged to disclose it ‚as soon as possible'."[518] Sie geht also davon aus, dass der Informationsbesitz des Emittenten und nicht sein Wissen zur Veröffentlichungspflicht führt. Aus dem Wortlaut des Tatbestandsmerkmals „gibt […] bekannt" lassen sich daher im Ergebnis keine Wissensvoraussetzungen herleiten.

2. Die „unverzügliche" Bekanntgabe

a) Bisherige Auslegung der h.M. unter § 15 Abs. 1 WpHG

Art. 17 Abs. 1 MAR fordert weiter eine „unverzügliche" Bekanntgabe, wie dies bereits unter § 15 Abs. 1 WpHG a.F. der Fall war. Der dem § 15 Abs. 1 a.F. WpHG zugrundeliegende Art. 6 Abs. 1 MAD sprach hingegen von „so bald als möglich". Die ganz herrschende Meinung interpretierte die deutsche Vorgabe „unverzüglich" in § 15 Abs. 1 WpHG a.F. als eine Bekanntgabe „ohne schuldhaftes Zögern" im Sinne des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB.[519] So wird es weit verbreitet auch unter Art. 17 Abs. 1 MAR noch mit

---

515 *Röbl*, in: ders. (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 65, 69.

516 Vgl. *ders.*, in: ders. (Hrsg.), Wissen - Zur kognitiven Dimension des Rechts, 2010, S. 65, 86.

517 Vgl. zu diesem Ansatz *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2641.

518 ESMA, Consultation Paper, MAR review report, ESMA70-156-1459, 03.10.2019, Rn. 108, Hervorhebung nur hier.

519 *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (6. Aufl. 2012), § 15 WpHG Rn. 248; *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, S. 80; *Ellenberger*, in: Grüneberg, § 121 Rn. 3; *Klöhn*, in: KK-WpHG, § 15 Rn. 103; *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 14 Rn. 39; *Paltin*, Insiderinformationen und Ad-hoc-Publizität, 2016, S. 32; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 327; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 765 f.; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 77; *Versteegen*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Rn. 115; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 49.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

explizitem Verweis auf § 121 Abs. 1 S. 1 BGB ausgelegt,[520] oder jedenfalls dahingehend, dass sich zur alten Rechtslage nichts verändert habe und weiterhin ohne schuldhaftes Zögern gemeint sei.[521]

b) Bedeutung von schuldhaftem Zögern im Kontext der Ad-hoc-Pflicht nach Ansicht der Vertreter eines Wissenserfordernisses

Im deutschen Zivilrecht wird „ohne schuldhaftes Zögern" am Maßstab des § 276 Abs. 1, Abs. 2 BGB konkretisiert, setzt also Vorsatz oder Fahrlässigkeit voraus.[522] Ein Teil der Vertreter des Wissenserfordernisses stellt dabei klar, dass das die Ad-hoc-Pflicht begründende Wissensmerkmal nicht „unverzüglich" sein kann, denn das beziehe sich nur konkretisierend auf die rechtzeitige Erfüllung der Veröffentlichungshandlung bezüglich der bereits bekannten Information.[523]

Immerhin entspricht diese Auslegung noch der Systematik des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB, denn zögern kann man dort erst ab dem Zeitpunkt, in dem man vom Anfechtungsgrund Kenntnis erlangt hat. Ein Teil innerhalb der Vertreter des Wissenselements geht hingegen davon aus, dass „unverzüglich" die Ad-hoc-Pflicht begründet.[524] Man geht davon aus, dass die

520 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 2020, 476 f. "ähnlich" § 121 BGB; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 710; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 347; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht (1. Auflage), 2018, Rn. 486.

521 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 61; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 42; *Franke/Schulenburg*, in: Umnuß (Hrsg.), Corporate Compliance Checklisten, Kapitel 3 Rn. 90; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 150; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 105; *Kraack*, ZIP 2020, 1389, 1398; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2042; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 17 Rn. 30; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2002; Racky/Fehn-Claus, in: Szesny/Kuthe (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2. Kap. Rn. 60; wohl auch *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 237 ff.; für Österreich auch *Kalss/Hasenauer*, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 77.

522 Rehberg, in: BeckOGK| BGB, Stand 01.09.2021, § 121 Rn. 12.1; *Wendtland*, in: BeckOK BGB, Stand 01.08.2021, § 121 Rn. 6.

523 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50; *Koch*, AG 2019, 273, 276.

524 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2002; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 327 f.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 766; wohl auch *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 72; vlg. die für § 33 WpHG entsprechenden Ansichten: *Bayer*, in: MüKo-AktG, § 33 WpHG Rn. 44; *Petersen*, in: Spindler/Stilz

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ad-hoc-Pflicht durch das Verschuldenskriterium im Tatbestand begrenzt ist und damit entsprechend des § 122 Abs. 2 BGB erst besteht, wenn man die Umstände, die Gegenstand der ad-hoc-pflichtigen Insiderinformation sind, kennt oder infolge von Fahrlässigkeit nicht kannte (kennen musste). Im Ergebnis dasselbe ist es, wenn man wie ein anderer Teil der Literatur, in zwei Schritten argumentiert. Die Ad-hoc-Pflicht bestehe demnach bereits objektiv mit Vorliegen der Information, die Prüfung und Veröffentlichung der Information sei aber nicht schuldhaft verzögert, wenn man die Information schon nicht kennt oder kennen musste, weswegen letztlich Wissen, vermittelt durch das Verschuldensmerkmal, Bedingung der Ad-hoc-Pflicht ist.[525]

c) Ungültigkeit der Prämisse des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB

Die europarechtskonforme Auslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR spricht jedoch gegen die Auslegung von „unverzüglich" als „ohne schuldhaftes Zögern" und damit gegen alle Ansichten, die auf § 121 Abs. 1 S. 1 BGB und ein dortiges Wissenserfordernis über das Verschuldensmerkmal rekurrieren.

Vergleicht man schon die anderen Sprachfassungen des Art. 6 Abs. 1 MAD, so lauten diese „as soon as possible", „dès que possible" oder „cuanto antes", was alles mit „so bald wie möglich" übersetzt werden muss. Bis auf die spanische Fassung, welche nunmehr „tan pronto como sea posible" lautet, gelten diese Formulierungen auch weiterhin in den jeweiligen Sprachfassungen des Art. 17 Abs. 1 MAR. Dabei lautete auch der Wortlaut der deutschen Fassung des Art. 17 Abs. 1 MAR zunächst „sobald wie möglich" und wurde später in „unverzüglich" berichtigt.[526]

AktG, § 33 WpHG Rn. 31; *Schürnbrand/Habersack*, in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 33 WpHG Rn. 24 f.

525 *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, 83 f.; *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 20; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2018, § 17 Rn. 30; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 76 f.; *Versteegen*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Rn. 110; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 50.

526 Berichtigung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) 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, Amtsblatt der Europäischen Union vom 21.12.2016 L 348/83 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Auch die Veröffentlichungspflicht bei Aufschub der Veröffentlichung, deren Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet werden kann (Art. 17 Abs. 7 MAR), muss „so schnell wie möglich" (wiederum entsprechend der anderen Fassungen „as soon as possible", „dès que possible", „lo antes posible") erfolgen.

aa) Unionsrechtskonforme Wortlautauslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR

Diese Unterschiede im Wortlaut der einzelnen Sprachfassungen von Art. 17 Abs. 1 MAR sind aufzulösen. Zwar ist Art. 55 Abs. 1 EUV und Art. 358 AEUV zu entnehmen, dass alle europäischen Sprachfassungen der Verträge gleichermaßen verbindlich sind, was damit auch für das Sekundärrecht gelten muss. Einer einzigen nationalen Sprachfassung kann aber nicht alleinige Deutungshoheit zukommen.[527] Die Notwendigkeit der einheitlichen Anwendung des Unionsrechts bedingt bei sprachlich abweichenden Fassungen, eine Auslegung der Vorschrift im Lichte ihrer Fassung in allen Sprachen.[528] Sofern dies nicht eindeutig möglich ist, ist nach den europäischen Auslegungsgrundsätzen auf die allgemeine Systematik und den Zweck der Regelung, zu der sie gehört, abzustellen.[529]

Offenkundig divergiert nur die deutsche Sprachfassung. Bereits unter der alten Rechtslage musste sich die h.M., welche „unverzüglich" im Sinne von § 121 Abs. 1 S. 1 BGB auslegt, der Kritik aussetzen, dass das deutsche Verständnis nicht auf das autonom auszulegende Europarecht übertragbar sei.[530] Zudem könne man die Norm, welche die Anfechtung einer Willenserklärung betrifft, nicht auf die Informationspflicht gegenüber dem Kapitalmarkt übertragen.[531] Die Novellierung des Marktmissbrauchsrechts als Verordnung mit den entsprechend den Erwägungsgründen formulierten Zielen „einheitliche Regeln"[532] sowie die „Klarheit zentraler Begriffe"[533]

527 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 43 (Geltl/Daimler); *Riesenhuber*, in: Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 14.
528 EuGH, Urt. v. 30.5.2013, Az. C-488/11, Rn. 26 mwN.
529 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 43 (Geltl/Daimler); *Riesenhuber*, in: Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 15.
530 *Möllers*, in: FS Horn 2006, S. 473 ff.; *Möllers*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 19, 27 f.
531 *Möllers*, in: FS Horn 2006, S. 473, 477; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 94.
532 Vgl. Erwägungsgründe 3–5 MAR.
533 Erwägungsgrund 3 MAR.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

zu schaffen, welche Abweichungen nur punktuell und explizit zulässt,[534] lässt keine Zweifel mehr, dass die Regelungen zur Ad-hoc-Publizität vollharmonierend sind und daher bei der Auslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR kein Abweichungsspielraum mehr besteht.[535] Aufgrund der Eindeutigkeit der anderen Sprachfassungen ist daher sowohl schon bei § 15 Abs. 1 WpHG als auch bei Art. 17 Abs. 1 MAR von einer Auslegung des Wortes „unverzüglich" im Sinne von „so bald wie möglich" auszugehen. Der systematische Vergleich zwischen Art. 17 Abs. 1 MAR und Art. 17 Abs. 7 MAR in den anderen Sprachfassungen bestätigt, dass in beiden Normen entgegen der deutschen Fassung derselbe Maßstab gemeint ist, welcher einheitlich mit „so bald wie möglich" übersetzt werden muss. Das deutsche Verständnis von unverzüglich im Sinne von § 121 Abs. 1 S. 1 BGB darf nicht herangezogen werden.

bb) Erklärung der Herleitung der Unverzüglichkeit

Wie aber lässt sich diese ausschließlich deutsche Abweichung im Gesetzeswortlaut erklären? Die Formulierung „unverzüglich" ist eine Besonderheit des deutschen Rechts und diesem geläufiger, denn offenbar „beansprucht der Begriff Geltung im gesamten deutschen Privat- und Öffentlichen Recht"[536]. So verwendet die deutsche Fassung in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR auch das Wort unverzüglich, wenn andere Fassungen „immediate", „immédiate", oder „inmediata" verwenden und damit „sofort" meinen. Daher verwundert es nicht, dass manche Autoren geneigt sind, dieses deutsche Vorverständnis auf das autonom auszulegende europäische Recht zu übertragen.[537] Die Ansicht *Thomales*[538], diesen schon in Erwägungsgrund 24 der MAD auftretenden Befund so zu interpretieren, dass die Formulierung „so bald wie möglich" immer als „sofortige und objektive Publikationspflicht" zu verstehen ist, kann nicht gelten, da diese Stellen mit entspre-

534 Etwa Art. 30 Abs. 2 MAR.

535 Im Ergebnis auch *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1286 ff.; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1425; *Poelzig*, NZG 2016, 528, 529; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 595 ff., 600; *Veil*, ZBB 2014, 85, 92.

536 Vgl. *Ellenberger*, in: Grüneberg, § 121 Rn. 3; *Singer*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 121 Rn. 8; *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 41 Rn. 26; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 239.

537 Vgl. die Kritik bei *Möllers*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 19, 27 f.

538 *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 42.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chender Formulierung nur auf Art. 17 Abs. 1 (bzw. Art. 6 Abs. 1 MAD) sprachlich schöner, aber eben nur deklaratorisch Bezug nehmen. Man stelle sich nur die Formulierung „*disclosure as soon as possible […]*" gegenüber „*immediate disclosure" […] is likely to prejudice the legitimate interests of the issuer* oder „*die sobald wie mögliche Offenlegung […]*" gegenüber „*die unverzügliche Offenlegung wäre geeignet, die berechtigten Interessen des Emittenten* […]". Wäre eine „sofortige Veröffentlichung" oder „immediate disclosure" erforderlich, so hätte der Gesetzgeber diese Formulierung in Art. 17 Abs. 1 MAR wählen können.

Für den Befund sprechen auch die Gesetzgebungsmaterialien zur Insiderrichtlinie. Den Vorschlag der Kommission, in Art. 7 der Insiderrichtlinie den Wortlaut „shall immediately inform the public" zu verwenden,[539] kritisierte der Wirtschafts- und Sozialausschuss als zeitlich zu streng. Man solle sich vielmehr an den Vorgaben der Börsenzulassungsrichtlinie 1979 orientieren und „as quickly as possible" (instead of ‚immediately')" verwenden.[540] Dass sowohl die deutsche Fassung der Börsenzulassungsrichtlinie die tatsächlich verwendete englische Formulierung „as soon as possible"[541], als auch den Vorschlag der Kommission zur Insiderrichtlinie (immediately)[542] jeweils mit „unverzüglich" übersetzt, bestätigt, dass „unverzüglich" eine deutsche Universallösung ist.

Im Ergebnis ist „unverzüglich" in Art. 17 Abs. 1 MAR aufgrund unionsrechtskonformer Auslegung als „so bald wie möglich" auszulegen und enthält damit kein Verschuldenserfordernis, an dem Wissen als Tatbestandsmerkmal angeknüpft werden kann.

3. Herleitung eines Wissenselements aus dem Kriterium der Möglichkeit

a) Der ultra-posse-Einwand

Für ein Wissenselement und gegen eine rein objektive Auslegung der Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR wird der Einwand geführt, es verstoße gegen den auch im Europarecht geltenden Grundsatz, dass niemand zu einer unmöglichen Handlung verpflichtet werden dür-

539 ABl. C 153 v. 11.6.1987.S. 8 ff.
540 ABl. C 35 v. 8.2.1988, S. 24 (englische Fassung).
541 Richtlinie 79/279/EWG Schema C 5. a) bzw. Schema D 4. a).
542 ABl. Nr. C 153 vom 11 6. 1987, S. 9 (englische Fassung).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

fe (*ultra posse nemo obligatur*).[543] Daher müsse Wissen ungeschriebenes, pflichtbegründendes Tatbestandsmerkmal und Art. 17 Abs. 1 MAR mithin Wissensnorm sein.[544]

Einerseits ist bereits fraglich, inwiefern dieser Grundsatz, der lediglich in einer Entscheidung des EuGH in einem zollrechtlichen Verfahren genannt wird, Gültigkeit für die Auslegung der Ad-hoc-Pflicht beanspruchen kann. Tatsächlich aber – und darauf wird immer hingewiesen – verlange die Norm dem (europarechtskonform richtig ausgelegten) Wortlaut nach auch nur eine Veröffentlichung so bald wie *möglich*, also nichts Unmögliches.[545] Dabei wird „möglich" aber wiederum im Sinne der Grenze der Zumutbarkeit verstanden und die Grundsätze der deutschen Wissenszurechnung herangezogen.[546] Andere leiten daraus her, dass deswegen das Kriterium des „Wissenmüssens"[547] oder der „fahrlässigen Unkenntnis"[548] in Art. 17 Abs. 1 MAR hineingelesen werden müsse.

b) Der Begriff der Möglichkeit in Anlehnung an § 275 Abs. 1 BGB

Der Schluss aus dem ultra-posse-Einwand führt aber nicht zwingend zu einem Wissenselement. Ebenso wie bei „unverzüglich" ließe sich auch vom Ausgangspunkt „möglich" eine Auslegung im deutschen Zivilrecht finden. Bekannt ist der ultra-posse-Grundsatz im deutschen Recht insbesondere in Form der Unmöglichkeit im allgemeinen Leistungsstörungsrecht in § 275 Abs. 1 BGB.[549] Die zivilrechtliche Unmöglichkeit nach § 275

543 Insb. *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 385 mit Verweis auf EuGH, Urt. v. 15.7.2010, Az. C-234/09 Rn. 34; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50 Fn. 1; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 153; zu § 15 WpHG a.F. LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160.

544 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 385; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709b; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 50; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 56.

545 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160, 284; *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 13; *Klöhn*, NZG 2017, 1285 ff. dies jedoch am Wortlaut unverzüglich anknüpfend; *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 146.

546 So LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 160, zu § 15 Abs. 1 WpHG a.F.

547 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, 12 ff.; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 52 ff.; *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 37.

548 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

549 Im allgemeinen Verwaltungsrecht ist er etwa in § 44 Abs. 2 Nr. 4 VwVfG zu finden.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Abs. 1 BGB setzt dabei kein Verschulden bzw. Wissen voraus, § 283 BGB sowie § 311a II S. 2 BGB et contrario. Dies spricht gegen ein Wissenserfordernis und damit für einen rein objektiven Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht.

Auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht ließen sich aus dem Leistungsstörungsrecht die Konstellationen der tatsächlichen und der rechtlichen Unmöglichkeit übertragen. Tatsächlich unmöglich ist eine Leistung, die nach den Naturgesetzen oder nach dem Stand der Erkenntnis von Wissenschaft und Technik tatsächlich nicht erbracht werden kann.[550] Rechtlich unmöglich ist sie, wenn sie aus rechtlichen Gründen nicht erbracht werden kann.[551] Dann muss man sagen, dass eine Veröffentlichung immer möglich ist, wenn die Information irgendwo im Unternehmen vorliegt und irgendein Angehöriger des Emittenten über die Information verfügt oder der Emittent sie sich jedenfalls tatsächlich irgendwo (rechtlich zulässig) beschaffen kann.[552] Andererseits ist nach § 275 Abs. 1 1. Var BGB bereits die subjektive Unmöglichkeit ausreichend, d.h. auch wenn die Leistung für einen Dritten möglich ist, genügt es, wenn sie für den Schuldner unmöglich ist. Auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen würde das bedeuten, dass trotz der Möglichkeit der Veröffentlichung für einen „Durchschnittsemittenten" die ad-hoc-Pflicht nicht eintreten würde, wenn nur der konkret unmittelbar betroffene Emittent die Information nicht veröffentlichen konnte.[553]

Die Unterschiede zwischen § 275 Abs. 1 BGB und der Möglichkeit der Ad-hoc-Publizität bestehen aber darin, dass § 275 Abs. 1 BGB auf die Zukunft gerichtet ist, während die Frage nach der Möglichkeit der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR immer aus einer ex-ante Sicht betrachtet wird. Zudem geht es bei der Ad-hoc-Pflicht nicht um die Möglichkeit einen Leistungserfolg herbeizuführen, sondern um die Möglichkeit auf eine Information zuzugreifen und sie zu veröffentlichen. Jedenfalls kann aufgrund der autonom vorzunehmenden europarechtlichen Auslegung auch das Verständnis im Sinne von § 275 Abs. 1 BGB ebenso wenig wie das Verständnis nach § 121 Abs. 1 S. 1 BGB übertragen werden.

---

550 *Caspers*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2019, § 275 Rn. 12.

551 Vertiefend *ders.*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2019, § 275 Rn. 38 ff.

552 So im Ergebnis *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89.

553 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 14 f. spricht etwa vom Vergleichsemittent.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

4. Zwischenergebnis zur Wortlautauslegung

Aus dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR lässt sich ein Wissenselement nicht herleiten. Der Wortlaut „gibt […] bekannt" ist verglichen mit den anderen Sprachfassungen mehr in Richtung einer objektiven Informationspflicht zu verstehen. Der Rückschluss von der Rechtsfolge der Bekanntgabe auf ein Kennen als denknotwendige Voraussetzung ist daher nicht zwingend. Nach unionsrechtskonformer Wortlautauslegung ist „unverzüglich" im Sinne von „so bald wie möglich" zu verstehen. Art. 17 Abs. 1 MAR enthält damit auch kein Verschuldenselement. Aus einer „möglichen" Veröffentlichung und dem „ultra-posse"-Einwand ließe sich zwar ein (ungeschriebenes) Wissenselement herleiten. Wie der Vergleich mit § 275 Abs. 1 BGB zeigt, ist das aber ebenso wenig zwingend.

IV. Historische Auslegung

Der historischen Auslegung kommt im vergleichsweise jungen Kapitalmarktrecht gerade wegen seiner häufigen Weiterentwicklung Bedeutung zu. Rückschluss auf Regelungsvorstellung der am Rechtssetzungsprozess beteiligten Organe geben insbesondere die den Rechtssetzungsakten vorangestellten Erwägungsgründe.[554] Zudem stellen sie den Bezug zu den Vorgängerregelungen her und erläutern die verwirklichten Fortschritte, aber auch die Notwendigkeit der Erneuerung.[555] Soweit europäische Gesetze auf alten Regelungen aufbauen, können deren historische Hintergründe einerseits, bzw. die Tatsache, dass diese (un-)verändert übernommen wurden, einbezogen werden.[556] Es gilt der Grundsatz der Kontinuität der Rechtsstrukturen.[557] Bedeutung haben auch die Gesetzgebungsmaterialien und dort insbesondere die Kommissionsvorschläge, die das Gesetzgebungsverfahren einerseits einleiten und an denen sich trotz Zusammen-

554 Näher *Veil*, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 47 ff.; *Kalss*, in: Europäische Methodenlehre, § 20 Rn. 29.

555 Siehe nur Erwägungsgrund 3 MAR, allgemein *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 173.

556 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 389.

557 *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 173 f.; *Riesenhuber*, in: Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 46.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

spiel mit Rat und Parlament, die Endfassungen häufig orientieren und vom EuGH zur Auslegung herangezogen werden.[558]

1. Vergleich mit der MAD

Ein Vergleich mit den Regelungen der MAD und ihrer Durchführungsrichtlinie sprechen gegen ein Wissenserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR. Die MAD regelte in Art. 6 Abs. 1:

> „*(1) Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben.*"

Darauf nahm die MAD-DRl konkretisierend Bezug. In deren Art. 2 Abs. 2 hieß es:

> „*(2) Die Mitgliedstaaten gewährleisten, dass Emittenten als den ersten Unterabsatz von Artikel 6 Absatz 1 der Richtlinie 2003/6/EG erfüllt habend angesehen werden, wenn sie beim Eintreten einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses — obgleich noch nicht förmlich festgestellt — das Publikum unverzüglich darüber unterrichtet haben.*"

Die englische Version des Art. 2 Abs. 2 der DRl sprach von „upon the coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event", die französische von „lorsqu'un ensemble de circonstances s'est créé ou qu'un événement s'est produit," bzw. die spanische von „habiendo informado al público cuando se produzca una serie de circunstancias o un hecho". Auch die Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG sprach im Anhang Schema C 5. A. bzw. D. 4. A. lediglich von „eingetretenen Informationen", wenngleich wieder zusammen mit dem Kriterium der Unverzüglichkeit. Auch Art. 4 Abs. 1 lit. a) Ziff. i) Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission zur Festlegung technischer Durchführungsstandards hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen, spricht von der Aufzeichnung von Datum und Uhrzeit des erstmaligen Vorliegens der Insiderinformationen beim Emittenten. Da sich die Anforderungen unter Art. 6 MAD und Art. 17 Abs. 1 MAR tatsächlich nicht geändert haben und in der genannten Durchführungsverordnung eine entsprechende Formulierung verwendet

558 *Höpfner/Rüthers*, AcP 209 (2009), 1, 13 ff.; *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 396 f.; *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 179.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wird, spricht die historische Auslegung für einen rein objektiven Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht und gegen ein Wissenserfordernis.

2. Das Gesetzgebungsverfahren zur Insiderrichtlinie 1989

Die MAR selbst enthält in ihren Gesetzgebungsmaterialien soweit ersichtlich keine näheren Hinweise auf die Frage der Wissenszurechnung. Hinweise finden sich aber im Gesetzgebungsverfahren betreffend der Insiderrichtlinie 1989. Im Gesetzgebungsvorschlag der Kommission[559] war die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen in Art. 7 Abs. 1 des Entwurfs wie folgt formuliert:

> *„Die Emittenten, […] müssen das Publikum dieses Mitgliedstaats oder dieser Mitgliedstaaten unverzüglich über jede Sachlage oder Entscheidung in Kenntnis setzen, die zu einer beträchtlichen Änderung des Kurses dieser Wertpapiere führen können."*

Der Wirtschafts- und Sozialausschuss erkannte das Problem um das Wissen des Emittenten und nahm dazu wie folgt Stellung:

> *„Im 1. Absatz sollte nach ‚Sachlage oder Entscheidung' eingefügt werden: ‚die das Unternehmen betrifft und ihrer Geschäftsleitung bekannt ist', weil diese vielleicht selbst, z.B. über ein „management buy out", nicht unterrichtet ist."*[560]

Dem Gesetzgeber muss das Problem damit jedenfalls im Gesetzgebungsverfahren zur Insiderrichtlinie 1989 bekannt gewesen sein. „Unverzüglich" muss dabei nach Einschätzung des Wirtschafts- und Sozialausschusses gerade kein Wissenselement beinhaltet haben, sonst wäre die Forderung um die Ergänzung um ein solches überflüssig gewesen. Eine Umsetzung des Vorschlags erfolgte aber nicht, der Änderungsvorschlag der Kommission sah die ursprüngliche Regelung des ersten Vorschlags unverändert vor.[561] Letztlich nahm die Endfassung der Richtlinie sogar nur Bezug auf die alten Vorgaben der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG Anhang, Schema C Ziffer 5 Buchstabe a).

---

559 ABl. Nr. C 153 v. 11. 6.1987, S. 8.
560 ABl. Nr. C 35 v 8.2.1988 S. 24, Hervorhebung nur hier.
561 Siehe Änderung des Vorschlags für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. Nr. C 277 v. 27.10.1988, S. 16.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Allgemein muss der Umstand der Nichtübernahme eines Änderungsvorschlags als bewusste Ablehnung des Gesetzgebers verstanden werden.[562] Allerdings hatte – obwohl der Wirtschafts- und Sozialausschuss auf das Problem der Kenntnis hingewiesen und eine entsprechende Ergänzung vorgeschlagen hat – er letztendlich einen Vorschlag ohne das Kenntniserfordernis unterbreitet, und zwar,

> *„den Wortlaut dieses Artikels zu ändern und den zweckmäßigeren Text der Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG vom 5. März 1979 Schema C) Ziffer 5 a) angepaßt zu übernehmen:*
> *‚Die Gesellschaft muß das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkungen auf ihre Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung des Kurses dieser Wertpapiere führen können.'"*[563]

Einerseits orientierte man sich also am Vorschlag des Ausschusses. Andererseits entsprach dessen finaler Vorschlag nicht dem Vorschlag, in welchem man zuvor die Ergänzung um das Merkmal nach der Kenntnis der Geschäftsleitung forderte. Die Umsetzung kann daher nicht zwingend als bewusste Ablehnung aufgefasst werden, keinesfalls aber dahingehend, dass Kenntnis bereits Tatbestandsmerkmal ist.

3. Zwischenergebnis nach der historischen Auslegung

Der Vergleich mit der MAD und ihrer Durchführungsrichtlinie und ihre Kontinuität sowie die Materialien des Gesetzgebungsverfahrens zur Insiderrichtlinie sprechen stark gegen ein Wissenselement und für ein objektives Eintreten der Ad-hoc-Pflicht.

V. Systematischer Vergleich

Die systematische Auslegung untersucht die Stellung der Rechtsnorm innerhalb des Regelungssystems sowie ihr Verhältnis zur Gesamtrechtsordnung und orientiert sich an der Idee der Folgerichtigkeit und Einheitlich-

562 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 399.
563 ABl. Nr. C 35 v 8.2.1988 S. 24.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

keit der Rechtsordnung.[564] Sie gestaltet sich im europäischen Sekundärrecht aufgrund vieler fragmentarischer Einzelrechtsakte, die oftmals mehr das Ergebnis politischer Kompromisse konkreter Sachfragen sind, grundsätzlich schwierig.[565] Dies betrifft zwar allgemein auch das Kapitalmarktrecht.[566] Insbesondere wo sprachliche Unklarheiten die Wortlautauslegung erschweren, greift der EuGH gleichwohl darauf zurück.[567] Die in der MAR zahlreich zu findenden Verweisungen auf andere Regularien wie etwa die MiFiD-II sowie gerade bei der Kapitalmarktpublizität immer mehr erkennbare Zusammenhänge, etwa zwischen Übernahme- und Ad-hoc-Publizität (vgl. § 10 Abs. 6 WpÜG), verdeutlichen den wachsenden Bedeutungszusammenhang,[568] weswegen ein systematischer Vergleich angebracht ist.

1. Herleitung aus dem Verhältnis zu den nationalen Haftungsnormen

a) Meinungsstand

In der Literatur finden sich zahlreiche Ausführungen bzgl. eines Wissenselements in Art. 17 Abs. 1 MAR, die auf das Verhältnis zu den nationalen Haftungsnormen abstellen.

So soll Art. 17 Abs. 1 MAR deswegen Wissensnorm sein, weil die Darlegungs- und Beweislast für fehlendes Verschulden, bei Schadensersatzansprüchen wegen unterlassener Ad-hoc-Meldung gem. § 97 Abs. 2 WpHG beim Emittenten liegt.[569] Auch die Haftungsgefahr aus § 97 Abs. 2 WpHG, insbesondere seit der Vorverlagerung der Ad-hoc-Pflicht nach Geltl/Daimler, wird als Argument für ein die Ad-hoc-Pflicht beschränkendes Wissenselement in Art. 17 Abs. 1 MAR hervorgebracht.[570]

---

564 Näher *Höpfner/Rüthers*, AcP 209 (2009), 1, 11 ff.
565 *Höpfner/Rüthers*, AcP 209 (2009), 1, 12; *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 412; *Möllers*, Juristische Methodenlehre, 2021, § 4 Rn. 137; *Veil*, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 Rn. 43.
566 Siehe etwa zur PRIIP-VO *Wilhelmi/Kuschnereit*, ZBB 2018, 288, 291; speziell zur MAR siehe *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 30 ff.
567 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 42 ff. (Geltl/Daimler); *Mattig*, Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht, 2019, S. 348.
568 Näher *Veil*, in: ders. (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 5 § 5 Rn 43 ff.; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 30 ff.
569 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 385.
570 *Koch*, AG 2019, 273, 281 ff.; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 30 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Wiederum gegen die Anforderung an Wissen im Sinne positiver Kenntnis wird vertreten, dass es unstimmig sei, wenn §§ 37b Abs. 2, 37 c Abs. 2 WpHG a.F. (§ 97 Abs. 2, 98 Abs. 2 WpHG n.F.) die Haftung bereits bei grober Fahrlässigkeit, also auch bei grob fahrlässiger Unkenntnis statuiere, § 15 Abs. 1 WpHG a.F., auf den sich § 37b a.F. umfassend erstrecke, aber positives Wissen erfordere.[571] Da die Haftungsnormen ein Verschulden für grobe Fahrlässigkeit normieren, sei es stimmig, die Veröffentlichungspflicht auch bereits bei grob fahrlässiger Unkenntnis anzunehmen.[572] Andere wiederum sprechen sich gegen ein Wissenselement in Art. 17 Abs. 1 MAR aus, da dies Frage des Verschuldens sei und sonst objektiver Tatbestand und Verschulden der Haftungsnormen unzulässig vermischt würden.[573] Andere sehen in dem Befund der divergierenden Wissensvoraussetzungen in Art. 17 Abs. 1 MAR und den Haftungsnormen offenbar keinen Widerspruch, da zwar nicht die zivilrechtlichen Schadensersatzpflichten, aber die Aufsichtspflicht und Anordnungsbefugnis der BaFin nach § 6 WpHG bereits bei fahrlässigen Ad-hoc-Pflichtverstößen eingreife.[574] Andere wiederum argumentieren, dass gerade die präventive Aufsichtsbefugnis der BaFin nicht von subjektiven Kriterien abhängen dürfe und die Veröffentlichungspflicht daher objektiv eintreten müsse.[575]

b) Stellungnahme

So zutreffend die genannten Probleme und Widersprüche doch insgesamt sind, wird dabei allerdings jeweils verkannt, dass das europäische Insiderrecht den Mitgliedstaaten keine Pflicht zur zivilrechtlichen Sanktionierung von Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht vorgibt, sondern lediglich verwaltungs- und strafrechtliche Vorgaben bestehen, vgl. Art. 30

571 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; ähnlich *Sajnovits*, WM 2016, 765, 773.
572 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554 f. bezogen auf § 15 WpHG a.F., für Art. 17 MAR ausdrücklich offenlassend; ähnlich *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 der davon spricht, dass die Unverzüglichkeit durch den Verschuldensmaßstab der Schadensersatz- bzw. Bußgeldtatbestände modifiziert werde; dagegen *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 50, der von einer "aufgespaltenen bzw. autonom nationalen Auslegung" ausgeht.
573 *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 257 f.
574 *Sajnovits*, WM 2016, 765, 773.
575 *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 44 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

MAR und die Richtlinie 2014/57/EU.[576] Auch wenn man eine Pflicht zur zivilrechtlichen Sanktionierung aus dem Effektivitätsgrundsatz herleiten will, fehlen einheitliche und konkrete Vorgaben. Daher sind die nationalen zivilrechtlichen Sanktionsnormen für die Auslegung von höherrangigem Sekundärrecht untauglich.[577] Vielmehr wird sogar vertreten, es handle sich bei § 97 WpHG auch deswegen um eine völlig autonome deutsche deliktsrechtliche Norm, da sie entgegen § 120 Abs. 15 WpHG nicht schlicht an Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpft, sondern die Tatbestandsvoraussetzungen zusätzlich zum Verweis auf Art. 17 Abs. 1 MAR wiederholt.[578] Manche Rechtsordnungen haben gar keine entsprechende Haftung. Das englische Recht normiert hingegen die Haftung für ein Unterlassen einer Kapitalmarktinformation nur im Falle, dass eine Person, die Führungsaufgaben innerhalb des Emittenten wahrnimmt, Kenntnis hat, dass das Unterlassen eine unredliche Verschleierung einer wesentlichen Tatsache ist.[579] So unterschiedlich und umstritten also die Notwendigkeit und Ausgestaltung der nationalen Haftungsnormen sein mag, die Unterschiede verdeutlichen, dass die Argumente jedenfalls nicht aus dem nationalen zivilrechtlichen Haftungsrecht hergeleitet werden dürfen. Hinsichtlich der Aufsichtsbefugnisse der BaFin macht jedenfalls die MAR in Art. 23 Vorgaben an die in den nationalen Aufsichtsbehörden notwendigen Mindestanforderungen an Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse. Jedenfalls dort spricht ein rein objektives Eintreten der Ad-hoc-Pflicht für die Umsetzung der effektiven Aufsicht.

---

576 Näher zu dem umstrittenen Verhältnis *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 16 ff.; *Markworth*, ZHR 183 (2019), 46, 49 f.; *Thomale*, AG 2019, 189, 190; zum alten Recht *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 18 ff.

577 *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287.

578 *Thomale*, AG 2019, 189, 191; a.A.: *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 25, 84 ff.; *Hellgardt*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 701, 713; *Schütt*, Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz, 2018, 386 ff.

579 Section 90A Financial Services and Markets Act 2000 i.V.m. Schedule 10A Nr. 3 (3): The issuer is liable in respect of the omission of any matter required to be included in published information only if a person discharging managerial responsibilities within the issuer knew the omission to be a dishonest concealment of a material fact. näher dazu auch *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 15 ff.; *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 52.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Vergleich mit Art. 17 Abs. 4 MAR

Wichtig für die systematische Auslegung ist das Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 MAR und dessen Abs. 4. Art. 17 Abs. 4 MAR normiert die Voraussetzungen für den Aufschub der Veröffentlichung. Wörtlich heißt es:

> *„(4) Ein Emittent […] kann auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen für die Öffentlichkeit aufschieben, sofern […].“*

Für ein Wissenserfordernis wird (entsprechend wie schon bei der „Bekanntgabe“)[580] angeführt, dass diese Aufschubentscheidung nur getroffen werden könne, wenn man von der fraglichen Information Kenntnis habe.[581] Noch weitergehend müsse der Vorstand sie kennen, denn wenn die Information sonst jemand im Unternehmen kenne, laufe die Norm ins Leere.[582] Dieses Wissenserfordernis wird sodann auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen. Diese Ansicht setzt zunächst als Vorfrage voraus, dass es bei Art. 17 Abs. 4 MAR tatsächlich einer aktiven Aufschubentscheidung bedarf und es sich nicht um eine kraft Gesetzes eintretende Legalausnahme handelt.[583]

a) Art. 17 Abs. 4 MAR als Legalausnahme

Dass Art. 17 Abs. 4 MAR Aufschub kraft Legalausnahme sei, wird teilweise durch einen Vergleich des Aufschubs nach Art. 17 Abs. 4 mit der kartellrechtlichen Legalausnahme des Art. 101 Abs. 3 AEUV begründet.[584] Dabei wird aber verkannt, dass das System der Legalausnahme im Kartellrecht erst sekundärrechtlich durch Art. 1 Abs. 2 VO Nr. 1/2003 ausdrücklich normiert wird, indem es heißt, dass es für die Geltung von Art. 101 Abs. 3 AEUV einer vorherigen Entscheidung nicht bedarf.[585] Eine solche ausdrückliche Voraussetzung fehlt § 15 Abs. 3 WpHG a.F. bzw. Art. 17 Abs. 4 MAR, weswegen keine Parallele gezogen werden kann.

---

580 Siehe S 135.
581 *Koch*, AG 2019, 273, 276; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1422.
582 *Koch*, AG 2019, 273, 279 f.
583 Den Meinungsstand zum alten Recht zusammenfassend *ders.*, in: FS Köndgen 2016, S. 329, 337 m. Fn. 7-9.
584 So jedenfalls *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, 151 ff.
585 Vlg. *Weiß*, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, Art. 101 AEUV Rn. 154.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Für eine Legalausnahme sprechen zunächst auch teleologische Erwägungen. Tatsächlich ist der Schutz der Ziele des Kapitalmarkts nicht davon abhängig, dass eine aktive Aufschubentscheidung getroffen wird, sondern lediglich die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. a) bis c) MAR vorliegen, insbesondere dass die Information geheim gehalten wird.[586] Kein Anleger wird das Gefühl des ungerechtfertigten Sondervorteils empfinden und den gleichen Zugang zu Informationen verletzt sehen, solange die Voraussetzungen des Aufschubs tatsächlich vorlagen.[587] Zu Recht sah der BGH in Geltl/Daimler trotz fehlender aktiver Aufschubentscheidung den Einwand des rechtmäßigen Alternativverhaltens ggü. der zivilrechtlichen Haftung nach § 37b WpHG a.F. mit dem Schutzzweck von Art. 15 Abs. 3 WpHG vereinbar.[588] Da dieser Einwand aber nicht die bußgeldrechtliche Verantwortung des Vorstands entfallen lasse, sei die Legalausnahme insbesondere bei gestreckten Sachverhalten, in denen der Emittent gutgläubig nicht vom Vorliegen einer Insiderinformation ausgeht, praktikabel.[589]

b) Art. 17 Abs. 4 MAR als aktive Aufschubentscheidung

Gegen die Annahmen einer „Legalausnahme aus Praktikabilität" spricht, dass bereits über die ggü. der Fahrlässigkeit erhöhte Mindestanforderung der Leichtfertigkeit in § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG der Umstand der Gutgläubigkeit Berücksichtigung finden kann,[590] jedenfalls aber bei der Bemessung eines Bußgeldes.[591]

Für die Annahme einer aktiven Aufschubentscheidung spricht aber noch viel mehr der Wortlaut „aufschieben kann" und „auf eigene Verantwortung", was für eine Ermessensentscheidung des Emittenten spricht. Auch Art. 17 Abs. 7 MAR verweist auf Abs. 4 und spricht von „aufgeschoben wurde". Ferner spricht dafür die nach Art. 17 Abs. 4 UAbs. 3 MAR bestehende Pflicht zur schriftlichen Erläuterung gegenüber der zuständi-

586 *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, 148 f.; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 184; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, 176 ff.; ähnlich *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 43 f.

587 *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 108.

588 BGH, NZG 2013, 708, Rn. 34 ff. (Geltl/Daimler).

589 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 91.

590 Ähnlich *Koch*, in: FS Köndgen 2016, S. 329 ff., der die Anwendung des Rechtmäßigen Alternativverhaltens auch im Strafrecht befürwortet sowie ggf. eine Lösung über den Rechtsirrtum nach § 11 Abs. 2 OWiG in Betracht zieht.

591 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 134.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gen Behörde, inwieweit die Bedingungen des Aufschubs erfüllt waren. Diese Dokumentationspflichten werden durch Art. 4 der Durchführungsverordnung 2016/1055 aufgrund der Befugnis nach Art. 17 Abs. 10 MAR durch die Kommission näher konkretisiert. Wenn dort Art. 4 Abs. 1 lit. a) i) und ii) verlangt, das Datum sowohl des erstmaligen Vorliegens der Insiderinformation beim Emittenten als auch das Datum der Entscheidung über den Aufschub der Offenlegung zu dokumentieren, kann der Wille des Gesetzgebers nicht eindeutiger für die aktive Aufschubentscheidung sprechen.[592] Auch die ESMA und BaFin gehen von einer aktiven Aufschubentscheidung aus.[593]

c) Zwischenergebnis

Die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist im Ergebnis keine Legalausnahme, sondern tritt erst nach einer aktiven Entscheidung des Emittenten ein. Dies spricht zunächst für ein Wissenselement im Rahmen von Art. 17 Abs. 4 MAR. Ob sich daraus aber auch Schlüsse hinsichtlich Art. 17 Abs. 1 MAR ziehen lassen, ist noch im Rahmen der teleologischen Auslegung aufzuzeigen.

---

592 Im Ergebnis gleich mit dem eindeutigen Wortlaut begründend *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht, 2019, S. 268 f.; *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 19; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 151; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 185; *Koch*, in: FS Köndgen 2016, S. 329, 337; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2043; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 181 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2003; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1422; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 421; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1205; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 600; *Söhner*, BB 2017, 259, 261; *Teigelack*, BB 2016, 1604, 1607; *Vaupel/Oppenauer*, AG 2019, 502, 510; *Veil*, ZBB 2014, 85, 92 f.; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 133.

593 ESMA, Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 28.09.2015, S. 52 Rn. 239; BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), 29.05.2019, S. 5; BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 59; BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 54; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 36.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Vergleich mit Art. 8 und 9 MAR

Ein weiterer Gesichtspunkt aus systematischer Sicht, der gegen ein Wissenselement innerhalb von Art. 17 Abs. 1 MAR spricht, ist ein Vergleich mit Art. 8 MAR (Insidergeschäfte) und Art. 9 MAR (Legitime Handlungen).[594] Art. 8 Abs. 1 MAR normiert, dass ein Insidergeschäft vorliegt, „wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben […] Finanzinstrumente erwirbt oder veräußert". Verfügen meint im Kontext des Insiderhandelsverbots Kenntnis der Information, da der Insider den ungerechtfertigten Sondervorteil nur bei Kenntnis der Information erzielen kann.[595] Bei den Primärinsidern der Art. 8 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a) – d), die über Insiderinformationen verfügen, wird die Kenntnis, dass es sich um Insiderinformationen handelt, unwiderleglich vermutet.[596] Nach Abs. 4 UAbs. 2 gilt das Insiderhandelsverbot für den Sekundärinsider, wenn er die Information „besitzt und weiß oder wissen müsste, dass es sich dabei um Insiderinformationen handelt". Gem. Abs. 3 begeht ein Insidergeschäft, wer eine Empfehlung nutzt und „weiß oder wissen sollte, dass diese auf Insiderinformationen beruht." Art. 9 Abs. 1 MAR legt Ausnahmen vom Insidergeschäft der Art. 8, 14 MAR fest. So wird nicht angenommen, dass eine juristische Person Insiderinformationen genutzt hat, wenn sie zwar im Besitz von Insiderinformationen ist oder war, aber angemessene Compliance-Maßnahmen angewendet hat. Art. 9 Abs. 3 MAR legt fest, dass kein Insidergeschäft vorliegt, wenn u.a. „in gutem Glauben" gehandelt wird. Solche Ausführungen fehlen bei Art. 17 Abs. 1 MAR.

Daher sprechen gute Gründe dafür, dass es bei Art. 17 Abs. 1 MAR nicht auf die Kenntnis oder das Kennenmüssen der Insiderinformation ankommen kann, wenn der Gesetzgeber bei den Insidergeschäften die Frage des Wissens ausführlich regelt, die Thematik im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR aber nicht angegangen ist.

---

594 So auch *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287 ff.

595 EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 37 (Spector Photo); *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, S. 38; *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 383; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1289 f.; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 8 MAR Rn. 51.

596 EuGH, Urt. v. 23.12.2009, Az. C-45/08, Rn. 33 ff. (Spector Photo); *Bachmann*, Das europäische Insiderhandelsverbot, 2015, 31 f.; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 121; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 8 MAR Rn. 12.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

4. Managers' transactions

Für einen systematischen Vergleich bietet sich auch die besondere Mitteilungspflicht des Art. 19 Abs. 1 MAR an. Dieser verpflichtet Personen die Führungsaufgaben wahrnehmen (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR) sowie in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen (vgl. Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR), Eigengeschäfte mit Anteilen des Emittenten, dem Emittenten und der zuständigen Behörde unverzüglich und spätestens drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts mitzuteilen (sog. Managers' transactions). Wenn also der Vorstand mit den Anteilen „seiner" Gesellschaft handelt, muss er dieses dem Emittenten mitteilen.

a) Meinungsstand

Hierzu wird vertreten, dass Wissen des einzelnen Vorstands nicht gleich Wissen des Emittenten sein könne, denn sonst wäre die Mitteilungspflicht des Vorstands ggü. dem Emittenten um das Wissen über sein Eigengeschäft nur „reiner Formalismus zwischen zwei Wissenden."[597] Mit Ausnahme eines faktischen Wissensorgans ergebe sich daher daraus, dass erst Wissen des Gesamtvorstands das Wissen des Emittenten sei.

b) Stellungnahme

Interessant ist, dass diese Ansicht dabei einerseits vom objektiven Eintritt der Ad-hoc-Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR ausgeht und dieses Wissenserfordernis des Gesamtvorstands nur auf die nationalen Haftungsvorschriften überträgt. Dabei ließe sich das Argument des „Formalismus zwischen zwei Wissenden" genauso auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen. Art. 19 Abs. 1 MAR ist eine eigene, anlassbezogene Publizitätspflicht innerhalb der MAR, die neben Art. 17 Abs. 1 MAR besteht. Ihr Zweck liegt zum einen in der Verhinderung von Insiderhandel und Marktmissbrauch, zum anderen darin, dass die Bekanntgabe von Managers' Transactions eine wertvolle Informationsquelle für Anleger ist und daher insbesondere Markttransparenz und Anlegervertrauen fördert.[598] Insoweit bestehen zwar Überschneidungen zum Zweck des Art. 17 Abs. 1 MAR. Entscheiden-

597 *Thomale*, NZG 2018, 1007, 1012; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 30.
598 Erwägungsgrund 58 MAR.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der Unterschied ist aber, dass die Norm im Gegensatz zu Art. 17 Abs. 1 MAR bewusst nicht direkt den Emittenten, sondern die Führungsperson selbst verpflichtet, da gerade und ausschließlich immer bei ihnen die Information über das Eigengeschäft entsteht und vorliegt. Der Emittent wiederum ist zwar verpflichtet, die Information anschließend gem. Art. 19 Abs. 3 MAR zu veröffentlichen. Das Ansetzen bei der Führungsperson selbst rechtfertigt sich aufgrund der Sicherstellung effizienter Informationsweiterleitung. Wenn über die Anknüpfung an die „Person in enger Beziehung" auch der Sohn und der Ehepartner des Aufsichtsratsmitglieds verpflichtet sind, lässt sich das Argument des „Formalismus zwischen zwei Wissenden" entkräften. Es zeigt, dass gerade nicht der Emittent, sondern die Führungsperson und zu dieser in enger Beziehung stehende Personen deswegen verpflichtet sind, da sie und nicht der Emittent diejenigen sind, die am einfachsten Informationsasymmetrien abbauen können. Dass die Mitteilungspflicht dieses Personenkreises über § 120 Abs. 15 Nr. 17 WpHG bußgeldbewehrt ist, bestätigt den besonderen personalen Charakter. Art. 19 Abs. 1 MAR liefert daher keine Anhaltspunkte für ein Wissenserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR.

5. Vergleich mit den Vorschriften zur Beteiligungspublizität

a) Mitteilungspflichten nach AktG

Für ein Wissenselement spricht zunächst auch der Vergleich mit den Mitteilungspflichten nach dem AktG. Die Regelungen zur Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse sind dort in § 20 Abs. 1 sowie § 21 Abs. 1 AktG ebenso wie Art. 17 Abs. 1 MAR abstrakt formuliert und die Mitteilungspflicht nur an den objektiven Eintritt der Anteilsschwelle von 25 % geknüpft. Die Mitteilung muss nach deren Erreichen unverzüglich erfolgen. Das Erfordernis von Wissen oder Wissenmüssen von der Beteiligungshöhe wird dabei wieder im Kriterium der Unverzüglichkeit und den §§ 121 Abs. 1, 276 Abs. 2 BGB gesehen, die unterbliebene Mitteilung soll nur unschädlich sein, wenn dem Mitteilungspflichtigen die Beteiligungshöhe trotz Anwendung der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt unbekannt geblieben ist.[599] Gleichwohl handelt es sich hier um einen rein nach nationalem Recht zu beurteilenden Sachverhalt des Gesellschaftsrechts. Ferner

599 *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 20 AktG Rn. 32a; *Windbichler*, in: GK-AktG, § 20 Rn. 49 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

baut er auf der Formulierung „unverzüglich" im Sinne von § 121 Abs. 1 S. 1 BGB auf, die wie dargestellt, in Art. 17 Abs. 1 MAR nicht gilt.

b) Mitteilungspflichten nach WpHG

Der Vergleich mit den spezielleren (vgl. § 20 Abs. 8 AktG), durch europäisches Richtlinienrecht geprägten Vorschriften zur Beteiligungspublizität des § 33 WpHG, spricht jedoch gegen ein Wissenserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR. § 33 WpHG enthält im Gegensatz zu Art. 17 Abs. 1 MAR ein ausdrückliches Wissenserfordernis. Nach dessen Abs. 1 hat der Meldepflichtige das Erreichen, Über- oder Unterschreiten der einschlägigen Beteiligungsschwellen dem entsprechenden Emittenten unverzüglich mitzuteilen. Die Pflicht richtet sich an jede natürliche oder juristische Person, was Art. 12 Abs. 2 RL 2004/109/EG klarstellt. § 33 WpHG übersetzt dies mit „wer".[600] Weiter wird die Mitteilungspflicht in § 33 Abs. 1 S. 3 und 4 WpHG wie folgt konkretisiert.

> *„Die Frist des Satzes 1 beginnt mit dem Zeitpunkt, zu dem der Meldepflichtige Kenntnis davon hat oder nach den Umständen haben mußte, daß sein Stimmrechtsanteil die genannten Schwellen erreicht, überschreitet oder unterschreitet. Hinsichtlich des Fristbeginns wird unwiderleglich vermutet, dass der Meldepflichtige spätestens zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der genannten Schwellen Kenntnis hat."*

§ 33 Abs. 1 S. 3 WpHG geht auf Art. 12 Abs. 2 lit. a) RL 2004/109/EG (Transparenz-RL) zurück. Satz 4 geht auf die Konkretisierung in Art. 9 der RL 2007/14/EG (WertpapiertransparenzDurchführungsRL) zurück. Die anderen Sprachfassungen von Art. 12 Abs. 2 lit. a) Transparenz-RL sprechen dabei statt „unverzüglich" von „as soon as possible", „le plus tôt possible", „lo antes posible". Die tatbestandliche Normierung eines expliziten Wissenserfordernisses in Kombination mit dem Wort „unverzüglich" bzw. „as soon as possible" etc. spricht dabei eindeutig gegen das Enthalten eines Wissenselements in „so bald wie möglich" bzw. „unverzüglich" in Art. 17 Abs. 1 MAR, denn sonst hätte es bei der Beteiligungspublizität nicht extra normiert werden müssen.[601]

---

600 *Schürnbrand/Habersack*, in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 33 WpHG Rn. 2.

601 Ebenso zu § 15 Abs. 1 WpHG a.F. LG Stuttgart, WM 2017, 1451, 1462; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 118.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Auch die Tatsache, dass die Kenntnis über Beteiligungsverhältnisse an einem Emittenten zwar nicht immer leicht, aber deutlich leichter festzustellen sein dürfte als strafrechtlich kursrelevantes Verhalten der dem Management nachgeordneten Mitarbeiter, spricht die Ausgestaltung hier erst recht dafür, dass Art. 17 Abs. 1 MAR kein (ungeschriebenes) Wissenselement enthält. Wenn die Befürworter des ungeschriebenen Wissenserfordernis damit argumentieren, dass Art. 17 Abs. 1 MAR und § 33 WpHG strukturell und funktional identisch seien und daher das Wissenserfordernis aus § 33 WpHG auch in Art. 17 Abs. 1 MAR gelten müsse,[602] stellt sich die Frage, warum der Gesetzgeber die Ad-hoc-Pflicht dann nicht entsprechend der Beteiligungspublizität ausgestaltet hat. In der Tat haben sowohl die Beteiligungspublizität der Transparenzrichtlinie als auch die Ad-hoc-Publizität zum Ziel, Kapitalmarkteffizienz herzustellen und Vertrauen der Anleger zu stärken.[603] Ihre Gemeinsamkeit liegt ferner darin, unabhängig von der Regelpublizität anlassbezogen den Kapitalmarkt mit Informationen zu versorgen.[604]

Andererseits ist die Beteiligungspublizität durch die regulatorische Nähe mit der Regelpublizität eher an diese angelehnt, was die Erwägungsgründe 2 und 5 sowie Art. 1 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie verdeutlichen. Die MAR bezweckt primär die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte durch die Verhinderung von Marktmissbrauch zu stärken (Art. 1 MAR). Das rechtfertigt die weitergehende Reichweite ohne Wissenserfordernis im Gegensatz zur Beteiligungspublizität.

Einen Unterschied der Normen sieht nunmehr auch der deutsche Gesetzgeber in Umsetzung der zweiten Aktionärsrechterichtlinie durch das ARUG II. Dort hat er in Umsetzung von Art. 9 Abs. 2 der Richtlinie in § 111c Abs. 1 AktG eine „unverzügliche" Veröffentlichungspflicht für sog. „related-party-transactions" normiert und diese in § 111c Abs. 3 AktG an Art. 17 Abs. 1 MAR angepasst. Dabei konkretisiert die Begründung des Gesetzentwurfs[605] die unverzügliche Veröffentlichung nach § 111c Abs. 1 AktG dahingehend, dass davon „in der Regel auch noch bei einer Veröffentlichung innerhalb einer Frist von spätestens vier Handelstagen auszugehen [ist], so wie es zum Teil in ähnlichen Regelungen im WpHG (et-

602 *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 53 f.; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 385.
603 Vgl. nur ErwG. 1 Transparenz-RL und ErwG. 2 MAR.
604 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1556.
605 Begr. RegE ARUG II v. 29.04.2019, BT-Drucks. 19/9739, S. 86.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wa § 33 WpHG) vorgesehen ist." Sofern allerdings eine Veröffentlichung nicht nach § 111c Abs. 1 AktG, sondern gem. § 111c Abs. 3 AktG nach Art. 17 Abs. 1 MAR stattfinde, „gelte der strengere Unverzüglichkeitsmaßstab des Artikels 17 Absatz 1 MMVO."

c) Zwischenergebnis nach der systematischen Auslegung

Neben dem Wortlaut und der historischen Auslegung spricht auch der systematische Vergleich mit Art. 8 und 9 MAR, aber insbesondere mit der durch europäisches Richtlinienrecht vorgegebenen Vorschrift zur Beteiligungspublizität nach § 33 WpHG stark gegen ein Wissenselement und für ein rein objektives Eintreten der Ad-hoc-Publizitätspflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR. Lediglich aus Art. 17 Abs. 4 MAR und der denknotwendigen Kenntnis für eine Aufschubentscheidung lässt sich ein Wissenselement herleiten, dies kann allerdings, wie sogleich im Rahmen der teleologischen Auslegung zu zeigen sein wird, nicht auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden.

VI. Teleologische Auslegung

Die teleologische Auslegung ist auf europäischer Ebene insbesondere in der Rechtsprechung des EuGH von großer Bedeutung und geleitet vom Grundsatz der größtmöglichen Wirksamkeit des Unionsrechts.[606] Die Erwägungsgründe stellen dabei wiederum zentrale Orientierungspunkte dar.[607] Dabei nahm der EuGH insbesondere in den zur Ad-hoc-Publizität relevanten Entscheidungen Geltl/Daimler sowie Lafonta verstärkt auf die Erwägungsgründe zur Auslegung des Marktmissbrauchsrechts Bezug.[608] An kapitalmarkttheoretischen (z.B. Kapitalmarkteffizienzhypothese) oder

606 *Langenbucher*, in: dies. (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 1 Rn. 14; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 36; *Wilhelmi/Kuschnereit*, ZBB 2018, 288, 291.

607 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 463; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 36; differenziert *Riesenhuber*, in: Europäische Methodenlehre, § 10 Rn. 35, 38.

608 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11, Rn. 28, 33, 34, 48, 55 (Geltl/Daimler); EuGH, Urt. v. 11.3.2015, Az. C-628/13, Rn. 21, 22, 26, 36 (Lafonta).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

empirischen Erkenntnissen (z.B. Behavioral Finance) hat sich der EuGH beim Eingehen auf die Erwägungsgründe bislang aber nicht orientiert.[609]

1. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Zuletzt spricht auch der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität, Insiderhandel zu unterbinden und für eine effiziente Marktpreisbildung zu sorgen, gegen die Anforderungen eines Wissenselements in Art. 17 Abs. 1 MAR.

Sofern keine Irreführung des Marktes zu befürchten ist, sollte die Ad-hoc-Pflicht so früh wie möglich und damit bereits bei objektivem Vorliegen der Insiderinformation beginnen und nicht von einem Wissenselement abhängen. Richtig ist zwar, dass die MAR in Art. 17 Abs. 4 eine Verzögerung der Veröffentlichung hinnimmt. Daraus zu schließen, dass eine Verzögerung durch ein Kenntniselement im Einklang mit den Zielen der MAR stünde,[610] verkennt den Regel- (Art. 17 Abs. 1 MAR) Ausnahme- (Art. 17 Abs. 4 MAR) Charakter der Ad-hoc-Pflicht.[611] Die Forderung von Wissen im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR wäre für die Erreichung der Ziele der MAR wenig hilfreich. So wäre ein Emittent mit einer schlechten Compliance-Organisation von der Ad-hoc-Pflicht befreit und wäre damit ggü. einem Emittenten, der hierfür Kosten aufwendet privilegiert.[612] Bei der Forderung von Wissen besteht dabei der (negative) Anreiz, das eigene Wissen in Grenzen zu halten.[613] Denkbar wäre sogar – vergleichbar den Konstellationen der vorsätzlichen Zugangsvereitelung- ein bewusstes Abschotten vom Informationszugang bzw. Löschen vorhandener Informationen.[614]

---

609 *Martens*, Methodenlehre des Unionsrechts, 2013, S. 463; *Veil*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 3 Rn. 36.

610 So *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 55.

611 Dieses Verhältnis sieht so zu Recht die ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130, 13.07.2016, Rn. 52; kritisch *Krämer/Kiefner*, AG 2016, 621, 624 f.

612 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 15; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

613 *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 260; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 260 ff.

614 *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 260.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

a) Der Anreiz der Wissensorganisation durch umfassende Zurechnung

Daher ist es sinnvoll, auf die Formulierung von ungeschriebenen und unklaren Wissensanforderungen zu verzichten. Vielmehr ist die umfassende Zurechnung jeglicher unternehmensinterner Informationen, eine daraus folgende objektive Publizitätspflicht und eine daran anknüpfende Haftung von sich heraus geeignet, einen Anreiz für eine effiziente Wissensorganisation zu schaffen.[615]

Unter dieser Prämisse lässt sich aus Art. 17 Abs. 1 MAR i.V.m. den nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen eine sog. „sekundäre Informationssystemeinrichtungspflicht" entnehmen.[616] Sie entsteht nicht aus einer primären Pflicht, ein bestimmtes (Wissens-)Informationssystem einzurichten, sondern mittelbar aus dem faktischen Zwang der Haftungsvermeidung.[617] Nichts anderes gilt bei Normen wie etwa § 823 Abs. 1, Abs. 2 BGB oder § 1004 BGB. Die Normen verbieten nicht einen fahrlässigen oder risikoerhöhenden Umgang mit den dort geschützten Rechtsgütern, die Verletzung einer Verkehrssicherungspflicht ist zunächst unschädlich.[618] Bei § 823 Abs. 1, 2 und § 1004 BGB führt erst der zusätzliche Eintritt des Erfolgs, also die Verletzung bzw. Beeinträchtigung eines geschützten Rechts(guts), zur Haftung.[619] Auch wenn § 1004 BGB mitunter vorbeugende Unterlassungsansprüche gewährt, besteht der Anspruch nicht sofort bei risikoerhöhendem Verhalten, sondern setzt voraus, dass der Eintritt der befürchteten Störung alsbald zu erwarten ist.[620]

---

615 *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 260 ff.; dahingehend auch *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47.

616 Vgl. dazu im Folgenden *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 212; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 59 ff.; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 55 ff.; ähnlich auch *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 153 ff.

617 Vgl. *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18; *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 153 ff.; a.A. *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 86 f.

618 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 213; *Wilhelmi*, Risikoschutz durch Privatrecht, 2009, S. 213.

619 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 213.

620 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 213; *Thole*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2019, § 1004 Rn. 464.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

So lässt sich etwa auch im Rahmen der Produkthaftung zwischen zwei „Compliance-Stufen" unterscheiden.[621] Auf der ersten Ebene steht die Einhaltung der Produktsicherheit in Form von besonderen, öffentlich-rechtlichen Produktsicherheitsvorschriften, etwa dem Produktsicherheitsgesetz. Auf der zweiten Stufe steht die Einhaltung der Produktsicherheit im Sinne der Vorsorge, d.h. in Form von sinnvollen Verhaltensweisen, das Haftungsrisiko zu minimieren.[622] Dazu gehört dann alles was den Erfolgseintritt in Form der Verletzung eines geschützten Rechts(guts) vermeiden kann, also auch die Einrichtung von Informationssystemen.

So betont auch die kapitalmarktrechtliche Praxis, dass die Neuerungen in der MAR wegen deren komplexen Anforderungen zu einem erheblichen Anstieg von Rechtsermittlungs- und Compliance-Kosten führe. Es sei daher ein Compliance-System zur Gewährung normkonformen Verhaltens zu etablieren, „schon alleine um dem Vorwurf der ‚Leichtfertigkeit' entgegnen zu können".[623]

b) Keine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Pflicht

Dass ein Wissenserfordernis zu einer erst später einsetzenden Ad-hoc-Pflicht führen kann, wird bisweilen mit dem Argument hingenommen, dass die Ad-hoc-Pflicht ansonsten zu weitgehend wäre, die Haftung ausufern und es auch andere Mittel wie § 93 Abs. 2 AktG gebe, um den pflichtvergessenden Vorstand zu sanktionieren.[624] Die Ansicht setzt somit die Ziele von Art. 17 Abs. 1 MAR und § 93 Abs. 2 AktG gleich und verkennt dabei, dass Art. 17 Abs. 1 MAR keine Corporate Governance-Funktion hat, sondern dies lediglich ein positiver Reflex von Art. 17 Abs. 1 MAR ist.[625] Die Haftung des Vorstands aus § 93 Abs. 2 AktG kann ebenso nur indirekt und reflexartig die effiziente Kapitalmarktpublizität sicherstellen. Sie verkennt auch, dass die Ad-hoc-Pflicht keine Bereichsausnahme (etwa für Compliance-Sachverhalte) kennt.

Bereits die erste europarechtliche Ad-hoc-Mitteilungspflicht in Art. 4 Abs. 2 i.V.m. Schema C Nr. 5 A Börsenzulassungsrichtlinie 79/279 ver-

621 *Lach/Ackermann*, in: Inderst/Bannenberg/Poppe (Hrsg.), Compliance, 4. Kap Rn. 988 f.
622 *Dies.*, in: Inderst/Bannenberg/Poppe (Hrsg.), Compliance, 4. Kap Rn. 989.
623 *Seibt*, in: Mülbert (Hrsg.), Bankrechtstag 2017, S. 81, 120 f.
624 *Koch*, AG 2019, 273, 284 f; siehe auch *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 111.
625 Siehe dazu S. 118.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

pflichtete Emittenten dazu, „neue erhebliche Tatsachen" […], zu veröffentlichen, die „zu einer beträchtlichen Änderung der Kurse ihrer Aktien führen können". Sie sollte sicherstellen, dass der Kapitalmarkt (auch zwischen der Regelpublizität) über wichtige Unternehmensereignisse unverzüglich informiert wird.[626] Wenn man Beispiele wie die Ad-hoc-Pflicht bei schweren Erkrankungen und drohender Dienstunfähigkeit eines Vorstandsvorsitzenden betrachtet,[627] zeigt sich, dass sich die Pflicht auf alle nicht öffentlich bekannten Informationen aus allen denkbaren Lebenssachverhalten erstrecken kann, solange sie insbesondere kursrelevant sind. Letztlich würde unter Heranziehung einer Ausnahme bei Fällen des § 93 Abs. 2 AktG wieder ein nationales Verständnis die unionsrechtlich verordnete Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR bedingen. Daher ist eine Bereichsausnahme von der Ad-hoc-Publizitätspflicht in Fällen des § 93 Abs. 2 AktG abzulehnen.

c) Keine Ausdehnung der Wissenszurechnung

Die Aushöhlung der Ad-hoc-Pflicht durch den pflichtvergessenden und nichtwissenden Vorstand erkennt auch *Ihrig*[628], der die These von Art. 17 Abs. 1 MAR als Wissensnorm[629] postuliert. Insbesondere der bei substanziellen Compliance-Sachverhalten häufig feststellbare Befund, dass der Rechtsverstoß durch nachgeordnete Mitarbeiter begangen wird, nimmt er zum Anlass, die Reichweite der Wissenszurechnung auszudehnen.

Wahrscheinlich würde man über ein ausgedehntes und weit interpretiertes Kriterium des „Wissenmüssens" zu ähnlichen Ergebnissen kommen, wie wenn man davon ausgeht, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht rein objektiv bei Vorliegen der Insiderinformation eintritt. Insbesondere könnten so auch die Fälle einer schlechten Wissensorganisation durch umfassende Zurechnung vermieden werden. Gleichwohl lässt sich so ein Erfordernis wie dargelegt nicht belastbar herleiten. Es führt zu Rechtsunsicherheit hinsichtlich der Reichweite der geschuldeten Organisation bzw. der Frage, wer die wissende Person sein kann. Vielmehr zeigt sich häufig, dass bei den geforderten Organisationspflichten aufgrund der

626 *Pellens*, AG 1991, 62, 63; *Heidmeier*, AG 1992, 110, 113.

627 Vgl. *Bayer*, in: FS Hommelhoff 2012, S. 87, 94 ff.; *Fleischer*, NZG 2010, 561, 566 ff.; *Schnorbus/Klormann*, WM 2018, 1069, 1075 ff.; oder aber entsprechend bei Profifußballern, vgl. *Fleischer/Chatard*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 101, 107 ff.

628 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 388.

629 *Ders.*, ZHR 2017, 381, 385.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ex-ante Betrachtung Wissen entweder vorhanden ist, weil die Wissensorganisation funktioniert hat, oder sie hat nicht funktioniert und Wissen wird zugerechnet.[630] Gerade bei Compliance-Verstößen hat die Informationsweiterleitung nicht funktioniert, sonst hätte der Verstoß in den meisten Fällen nicht unentdeckt bleiben und sich zu einem kursrelevanten Ereignis entwickeln können.[631] Folgt man zudem dem BGH, dass sich die Wissensorganisationspflichten auf das „typischerweise aktenmäßig festgehaltene Wissen" erstrecken, so dürften alle Informationen, die unter Art. 7 MAR fallen, solch typischerweise aktenmäßig festgehaltenes Wissen sein.[632] Schließlich führen die in der MAR normierten Pflichten und Verbote zu einer besonderen Haftungsgefahr und daher herausragenden Bedeutung gerade dieser Art von Informationen. Daher ist fraglich, welchen Mehrwert eine umfassendere Wissenszurechnung hätte.

Daher sollte sich der sekundäre Anreiz zur Wissensorganisation nicht aus immer weiter und unklar ausgedehnten Wissensorganisationspflichten entsprechend der vom BGH postulierten Art Verkehrssicherungspflicht ergeben.[633] Stattdessen sollte auf ein Wissensmerkmal verzichten und allein der Anreiz aus Art. 17 Abs. 1 i.V.m. den Bußgeld- und Haftungsnormen bei objektivem Eintritt der Ad-hoc-Pflicht als ausreichend erachtet werden. Bei umfassender Ad-hoc-Publizitätspflicht ist davon auszugehen, dass der Emittent dann die Wissensorganisation bis zu dem Punkt ausdehnt, bei dem die Grenzkosten der Wissensorganisation den Grenzkosten der dadurch vermiedenen Haftung entsprechen.[634] Das wäre jedenfalls im Sinne einer Kosten-Nutzen-Analyse auch ökonomisch effizient.

Die Ziele der MAR lassen sich also besser erreichen, wenn man ein Wissenselement in Art. 17 Abs. 1 MAR ablehnt und die unklare Frage der Wissenszurechnung und ihrer unbestimmten Reichweite gar nicht stellt. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Pflicht sprechen im Ergebnis gegen ein Wissenserfordernis und für einen rein objektiven Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR bei objektivem Vorliegen der Insiderinformation.

---

630 *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 261.

631 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70; allgemein *Jung*, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen, 2017, S. 260.

632 So etwa *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, S. 376 These 7.

633 So aber *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 253 f.; dagegen *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 262.

634 *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 262.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Richtige Deutung von Art. 17 Abs. 4 MAR

Zuletzt gilt es das auch nach teleologischer Auslegung gefundene Ergebnis, das gegen ein Wissenselement spricht, mit dem festgestellten Befund[635] zu vereinbaren, dass die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR eine aktive Entscheidung und damit denknotwendig Wissen voraussetzt.

Die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR muss man als gesetzlich normiertes Anreizsystem verstehen,[636] die den Anreiz zur Informationssuche aus Art. 17 Abs. 1 MAR i.V.m. den Bußgeld- und Haftungsnormen verstärkt. Es handelt sich dabei nicht um eine Informationspflicht, sondern um eine Obliegenheit.[637] Obliegenheiten sind Verhaltensanforderungen, deren Erfüllung nicht einklagbar ist und deren Verletzung keine Schadensersatzpflicht auslöst, sondern die lediglich im eigenen Interesse liegen, um anderweitig rechtliche Nachteile zu vermeiden.[638] Sofern eine Insiderinformation objektiv vorliegt, kennt Art. 17 MAR nur zwei Wege, die Veröffentlichung oder den Aufschub. Die Bußgeldvorschriften sowie die Schadensersatzpflicht knüpfen die Sanktion an die unterbliebene Veröffentlichung an. Die unterbliebene Aufschubentscheidung ist nicht der Anknüpfungspunkt der Haftung, sondern ist unterlassene, aber nicht verpflichtende oder einklagbare Vorstufe.

Der Emittent verliert beim unterlassenen Aufschub zunächst als negative Folge nur die Sicherheit der Selbstbefreiung. Ebenso ist es gut möglich, dass eine Insiderinformation nie ans Licht der Öffentlichkeit gerät und diese ihre Qualität als Insiderinformation mit der Zeit von selbst verliert. Art. 17 Abs. 4 MAR ist jedenfalls auch deswegen keine Wissensnorm, denn Wissensnormen sind nur solche, die an das Vorliegen von Wissen oder Wissenmüssen tatbestandlich Rechtsfolgen knüpfen. Die Rechtsfolge des Art. 17 Abs. 4 wird nicht durch Wissen, sondern erst durch die aktive Aufschubentscheidung herbeigeführt. Das Übertragen des dem Art. 17 Abs. 4 MAR zugrundeliegenden notwendigen Wissenserfordernis auf Art. 17

635 Vgl. S. 153.

636 Vgl. *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 16 ff.; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 43; allgemein zur Anreizfunktion *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 212 ff.

637 Vgl. zur Bezeichnung von Anreizsystemen als Obliegenheiten *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 212.

638 *Teichmann*, in: Stürner (Hrsg.), Jauernig - Bürgerliches Gesetzbuch, § 254 Rn. 1; *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 19 Rn. 29.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Abs. 1 MAR, wäre ein mit Sinn und Zweck des Art. 17 Abs. 1 MAR nicht zu vereinbarender Zirkelschluss.[639] Art. 17 Abs. 4 MAR setzt zwar Wissen denknotwendig voraus, er vermittelt aber keine Pflicht zur Aufschubentscheidung und vorgelagerte Wissensorganisationspflichten kraft eines Wissenskriteriums.

Art. 17 Abs. 4 MAR als solches Anreizsystem zu sehen ist auch kein lediglich „lapidarer Hinweis“[640] der unvereinbar mit der Bedeutung der Aufschubentscheidung seit Geltl/Daimler ist. Die Auslegung fördert gerade die effiziente Kapitalmarktinformationsversorgung und würde die Rechtsprechung Geltl/Daimler völlig konterkarieren, wenn man nun über Art. 17 Abs. 4 MAR ein konstruiertes Wissenserfordernis des Vorstands als Bedingung für den Eintritt der Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen würde. Durch die Informationssuche mittels Anreizes hat der Emittent weiterhin die Chance, den insiderrechtlichen Geschehensablauf unter Kontrolle zu halten und kann insbesondere bei reputationsgefährdenden Compliance-Sachverhalten (sofern insbesondere die Geheimhaltung möglich ist) deren Auswirkungen durch richtigen Aufschub und aktive Maßnahmen gegensteuern oder durch frühzeitige Veröffentlichung die Haftungsgefahr reduzieren.

VII. Gesamtergebnis nach der Auslegung

Art. 17 Abs. 1 MAR ist keine Wissensnorm. Es ergib sich weder aus dem Wortlaut, einem systematischen Vergleich, noch nach dem Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht ein Wissenselement. Auch die historische Auslegung spricht gegen ein solches Erfordernis. Kenntnis, Kennenmüssen, bzw. Wissen- oder Wissenmüssen, oder (grob-) fahrlässige Unkenntnis, ist weder geschriebene noch ungeschriebene Voraussetzung des Art. 17 Abs. 1 MAR. Folglich fehlt der Anknüpfungspunkt für die Grundsätze der deutschen Wissenszurechnung bei juristischen Personen. Für das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht ist damit zunächst auch geklärt, dass die Organisationsverfassung des AktG nicht die europarechtliche, vollharmonisierend durch Verordnung geregelte Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR, durch eine vorgeschaltete nationale Wissenszurechnung bedingt.

639 *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR, 2019, S. 19.
640 So aber *Koch*, AG 2019, 273, 280.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

B. Reichweite des rein objektiven Art. 17 Abs. 1 MAR nach autonomer Auslegung

Art. 17 Abs. 1 MAR enthält wie festgestellt kein Wissenselement und damit ist Wissen, in welcher Form auch immer, nicht Bedingung für den Eintritt der Ad-hoc-Pflicht. Die Grundsätze der deutschen Wissenszurechnung bei juristischen Personen können nicht herangezogen werden und bedingen die Ad-hoc-Pflicht daher nicht. Dennoch muss geklärt werden, wann genau nach einer autonom unionsrechtlich zu bestimmenden Auslegung, die rein objektiv zu bestimmende Veröffentlichungspflicht eintritt. Insbesondere stellt sich die Frage, inwiefern sich aus Art. 17 Abs. 1 MAR eigene europarechtliche Organisationspflichten ergeben, deren Verletzung dann die Ad-hoc-Pflicht begründen. Sofern sich hier Grundsätze ableiten lassen, stellt sich die Folgefrage, welche Auswirkungen Art. 17 Abs. 1 MAR auf das nationale Gesellschaftsrecht hat.

I. Pflichten im Kriterium „möglich"

Zunächst soll hier auf das Kriterium „unverzüglich" bzw. nach richtiger Auslegung „so bald wie möglich" eingegangen werden und die dazu vertretene These von der „Irrelevanz der Wissenszurechnung"[641] sowie die daraus gefolgerten unionsrechtlichen Organisationspflichten erörtert werden. Insbesondere soll die in zeitlicher Reihenfolge für das Eintreten der Ad-hoc-Pflicht erste und damit relevanteste Pflicht, nämlich die Informationssuchpflicht, genauer untersucht werden. Im Anschluss ist das zweite Tatbestandsmerkmal, die Voraussetzung, dass die Information den Emittenten „unmittelbar betrifft", zu untersuchen.

641 *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1288; *Klöhn*, in: KK-WpHG, § 15 Rn. 99 ff.; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 13, 106 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Die These von der Irrelevanz der Wissenszurechnung

Aus dem Lager der Gegner eines Wissenserfordernisses vertritt insbesondere *Klöhn*[642] und dem zustimmend auch andere[643], dass das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich" in Art. 17 Abs. 1 MAR ein Pflichtenprogramm normiere. Danach habe der Emittent „potenziell ad-hoc-pflichtige Informationen zu ermitteln, innerhalb des Unternehmens weiterzuleiten und gegebenenfalls aufzubewahren (zu speichern), auf ihre Veröffentlichungspflicht zu untersuchen und schließlich zu veröffentlichen". Da der Emittent die Information nicht kennen müsse, ergäben sich aus der Norm nicht nur eine Veröffentlichungspflicht, sondern „Informationssuch-, -aufklärungs-, -weiterleitungs- und -analysepflichten".[644] Unverzüglich sei dabei das einschränkende Kriterium, damit keine übertriebenen Anforderungen an den Emittenten gestellt würden. Dies sei aber – so *Klöhn* – kein Verschuldenselement, sondern eine Konkretisierung des Pflichteninhalts und bedeute nach altem wie nach neuen Recht eine Veröffentlichung „ohne schuldhaftes Zögern". Art. 17 Abs. 1 MAR normiere daher Organisationspflichten, deren Reichweite aus der Compliance-Diskussion bekannt seien, weswegen Art. 17 Abs. 1 eine „Compliance-Dimension" habe.[645]

Die Ad-hoc-Pflicht entsteht nach dieser Ansicht also bereits im Moment des objektiven Vorliegens, eine Veröffentlichungspflicht besteht aber erst im Moment des Verstoßes gegen die europarechtlich hergeleiteten Organisationspflichten. Die Ad-hoc-Pflicht ist also nach dieser Ansicht erst in dem Zeitpunkt verletzt, in dem der Emittent bei ordnungsgemäßer Organisation der Unternehmenskommunikation die Insiderinformation hätte finden und sodann veröffentlichen können.

Zunächst verstößt die Ansicht Klöhns gegen die unionsrechtskonforme Auslegung des Tatbestandsmerkmals "unverzüglich".[646] Weiter ist der Verweis auf das (gerade nur pflichtkonkretisierende) Kriterium der Unverzüg-

642 *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1288; *Klöhn*, in: KK-WpHG, § 15 Rn. 99 ff.; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 13, 106 ff.

643 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 42; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 74 f.; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 347; *Schlitt/Mildner*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 363, 369 f.; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 93; in diese Richtung wohl auch: *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 258 f.

644 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 106.

645 *Ders.*, NZG 2017, 1285, 1288.

646 Siehe S. 137 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

lichkeit widersprüchlich. Die in § 121 Abs. 1 S. 1 BGB geregelte Pflicht tritt nach dem insoweit eindeutigen Wortlaut erst bei positiver Kenntnis ein, ein Kennenmüssen und damit Organisationspflichten bestehen dort gerade nicht.[647] Aus der Tatsache, dass es in § 121 Abs. 1 S. 1 BGB nur auf die Kenntnis ankommt, ergibt sich im Umkehrschluss, dass gerade keine Organisationspflichten geschuldet sind, denn dann hätte der Gesetzgeber das Merkmal „kennenmüssen" gewählt.[648]

2. Die Informationssuchpflicht

a) Meinungsstand

Den widersprüchlichen Verweis, dass in § 121 Abs. 1 S. 1 BGB keine Organisationspflichten geschuldet sind, erkennt etwa auch *Behn*.[649] Er vertritt grundsätzlich ein Eintreten der Ad-hoc-Pflicht bei objektivem Vorliegen der Information, folgert aber – unter Ablehnung eines Wissenserfordernisses – aus der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung, Organisationspflichten dahingehend, dass sich der Emittent die Insiderinformation ggf. auch zu beschaffen habe, und die Veröffentlichungspflicht nur eintrete, soweit ihm dies möglich und zumutbar sei. Das reiche jedoch nicht ins Unermessliche. Aufgrund des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit sei lediglich eine „Bemühenspflicht" geschuldet.[650] Andere Vertreter einer objektiven Auslegung meinen, die Suchpflicht ende dort, wo man unter „geschäftsüblichen Voraussetzungen Kenntnis hätte haben müssen", wobei zwischen strengeren Anforderungen bei der Informationsgewinnung im Innenverhältnis und im Außenverhältnis differenziert wird.[651] Andere sehen ebenso die Gefahr der uferlosen Ausdehnung, meinen aber, dass eine Informationssuchpflicht bei effizienter Informationsweiterleitungspflicht

---

647 *Armbrüster*, in: MüKo-BGB, § 121 Rn. 6; *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 41 Rn. 25; Rehberg, in: BeckOGK| BGB, Stand 01.09.2021, § 121 Rn. 9 ff.; *Singer*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 121 Rn. 4.

648 *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170.

649 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 239 f.

650 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 240; ähnlich vorsichtig auch *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 77 f.; ähnlich auch *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 383; so auch *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR, 2020, 158 ff.

651 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 61 f.; ebenso *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 103 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schon nicht notwendig sei.[652] Wiederum andere vertreten, die Suchpflichten endeten dort, wo die Grundlage angemessener Information entsprechend der nationalen Informationssuchpflichten nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG erreicht sei.[653] Das LG Stuttgart wiederum meint, den Emittenten treffe eine „genuine kapitalmarktrechtliche Verpflichtung, sich […] Informationen – soweit möglich – zu besorgen.[654] Wiederum andere meinen aus dem IKB-Urteil[655] eine Informationsbeschaffungspflicht herleiten zu können.[656]

b) Stellungnahme

Auffällig ist dabei, dass die Gegner eines Wissenserfordernisses vermeintlich autonom europarechtlich hergeleitete Wissensorganisationspflichten aufstellen, die letztlich doch wieder den Grundsätzen der deutschen Wissenszurechnung des BGH entsprechen.[657] So sieht auch *Klöhn*[658], dass nach seiner Auslegung Art. 17 Abs. 1 MAR „klassische Wissensorganisationspflichten" statuiere. Wenn die Ad-hoc-Pflicht also in dem Moment beginnen soll, indem man die Information hätte finden können und damit die Suchpflicht verletzt hat, ist das letztlich alles wieder eine Frage von der Verletzung von Wissensorganisationspflichten und damit des Kriteriums „Wissenmüssen". Dies zeigt sich praktisch auch dadurch, dass einige Stimmen, die entgegen Klöhn von einem Wissenserfordernis ausgehen, der Idee der „Compliance-Dimension" von Klöhn explizit zustimmen.[659] Noch deutlicher wird der Widerspruch, wenn etwa das LG Stuttgart[660]

652 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 20 m. Fn. 44.
653 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 309 f.
654 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 174, siehe dazu noch vertieft S. 232 ff.
655 BGH, NZG 2012, 263 ff. (IKB).
656 *Hellgardt*, DB 2012, 673, 675; LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 239; LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 233; woh auch *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, S. 943, 944.
657 So zu Recht der kritische Hinweis von *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 51 m. Fn. 2; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 229, "nur [von] geringer praktischer Relevanz […], ob diese Grundsätze [über die Wissensorganisation] dem nationalen Recht entstammen oder aus Art. 17 Abs. 1 MAR herzuleiten sind."; ähnlich *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1412; dahingehend auch *Poelzig/Strobel*, Jura 2020, 1082, 1089.
658 *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1288; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 113.
659 So etwa *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 769; *Sajnovits*, Financial-Benchmarks, 2018, S. 240.
660 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 158, 177 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

vertritt, die Ad-hoc-Pflicht setze keine Kenntnis von der Insiderinformation voraus, sondern trete rein objektiv mit Vorliegen der Information im Tätigkeitsbereich des Emittenten ein, dann aber untersucht, inwiefern dem Emittenten Wissen zugerechnet werden kann.

c) Zwischenergebnis

Es hat sich der erste Eindruck bestätigt, dass es sich bei den geforderten Organisationspflichten, insbesondere der Informationssuchpflicht, um nichts anderes handelt als die Grundsätze der Wissenszurechnung nach dem BGH, nur eben losgelöst von einem konkreten Wissensmerkmal als vermeintlich verobjektivierte, autonom europarechtlich hergeleitete Pflichten, entsprechend einem Wissenmüssen.

3. Kritik an der Informationssuchpflicht in der Literatur

Die Informationssuch- und Beschaffungspflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR in dem Sinne, wie sie insbesondere *Klöhn*[661] im Merkmal „unverzüglich" festmacht, stößt daher in der Literatur zu Recht auf Kritik. Sie ergebe keinen Sinn und es würden zu weitreichende Pflichten in den Wortlaut hineininterpretiert.[662] Ein „Zögern" könne sich nur auf die Veröffentlichung der als solchen erkannten Insiderinformation und nicht auf ein anlasslos zu betreibendes Wissensmanagement beziehen.[663] Dabei geht die Gemeinsamkeit schon wieder auseinander, denn einerseits sei – so eine Ansicht – eine Veröffentlichung immer „möglich", wenn sie irgendeinem Unternehmensangehörigen bekannt sei.[664] Die andere Seite vertritt hingegen, es gebe keine einheitliche Verkehrserwartung des Kapitalmarkts, frenetisch und möglicherweise in weit verzweigten Unternehmensnetzen nach Insiderinformationen Ausschau zu halten.[665] Zudem entstehe dadurch zusätz-

661 *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1288.
662 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 121; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1426 f.; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR 50 ff.; *Koch*, AG 2019, 273, 277.
663 Ebenso nur auf die Veröffentlichungspflicht beziehend *Möllers/Leisch*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 14 Rn. 39.
664 *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89.
665 *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

lich seit der Rechtsprechung Geltl/Daimler eine nicht zu rechtfertigende Vorverlagerung der Ad-hoc-Pflicht.[666]

Die Kritik deckt sich mit dem Befund, dass die meisten Kapitalmarktinformationspflichten keine Vorgaben zur Informationssuche enthalten. Sofern wie in § 33 ff. WpHG ausnahmsweise ein „Wissenmüssen" normiert ist und damit Organisationspflichten bestehen, ist dann jedenfalls nicht vorgegeben, wie die Informationsgewinnung stattzufinden hat.[667] Nach den Kritikern der Informationssuchpflicht ist „unverzüglich" bzw. „so bald wie möglich" in Art. 17 Abs. 1 MAR jedenfalls nur pflichtkonkretisierend, nicht pflichtbegründend und meint den Zeitpunkt ab dem Kennen der Information.

4. Nähere Untersuchung der Informationssuchpflicht

Die Kritik ist berechtigt, allerdings ist der Befund nicht neu, denn auch die Vertreter eines Wissenserfordernisses geben dem Merkmal „unverzüglich" eine Doppeldeutigkeit in ein Verschulden bei Kennenmüssen und (kumulativ!) der unterlassenen rechtzeitigen Veröffentlichung nach Kenntniserlangung. Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass jede Publizitätspflicht die Einrichtung eines Systems zur Selbstinformation mit sich bringt, damit die Publizitätspflicht überhaupt erfüllt werden kann.[668] Die unterschiedlichen Auffassungen an die Reichweite der Organisationspflichten in Art. 17 Abs. 1 MAR zeigen aber bereits, dass das Merkmal „unverzüglich" oder „möglich" ohne nähere Vorgabe nicht geeignet ist, konkrete Organisationspflichten im Sinne eines umfassenden Wissensmanagements festzulegen, deren Verletzung dann die Mitteilungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR auslösen sollen.

---

666 So *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1427; implizit auch *Koch*, AG 2019, 273, 282.

667 Vgl. S. 158 f., 184 f., im Übrigen auch *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 46 ff.; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 43 ff.

668 Bezogen auf Art. 17 Abs. 1 MAR *Nietsch*, ZIP 2018, 1421 ff.; unter § 15 WpHG a.F.: *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 91 ff.; *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18 ff.; allgemein: *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 88.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

a) Compliance-Dimension

Zunächst soll der Vergleich von Art. 17 Abs. 1 MAR mit der „Compliance-Dimension" genauer untersucht werden, um die Frage zu klären, ob sich aus Art. 17 Abs. 1 MAR tatsächlich konkrete Organisationspflichten herleiten lassen. Insbesondere besteht hier der Eindruck, dass Pflichten aus anderen Normen auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden, die dazu nicht passen. Die in der Literatur vorgeschlagenen Informationsorganisationspflichten suggerieren dabei eine Parallele zu spezialgesetzlichen Compliance-Vorschriften. Mit dem Kriterium „möglich" und einer Informationssuchgrenze im Rahmen dieser Organisationspflichten, bestehen wiederum auch Ähnlichkeiten zur Legalitätskontrollpflicht. Dies wird dadurch verdeutlicht, dass eine Parallele von Art. 17 Abs. 1 MAR zur „allgemeinen Compliance-Diskussion"[669] gezogen wird und der Versuch unternommen wird, Verhältnismäßigkeitsgrenzen im Rahmen des Merkmals „möglich" zu finden. Deshalb sollen die Grenzen der Compliance-Pflicht näher dargestellt werden, um zu zeigen, dass sich ein Vergleich nicht für eine Grenzziehung einer vermeintlichen Suchpflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR anbietet.

aa) Vergleich mit speziellen Compliance-Anforderungen

In erster Linie ist Compliance verpflichtend dort geschuldet, wo sie spezialgesetzlich ausdrücklich angeordnet ist. Dem Vorstand steht kein Ermessen zu, soweit das Gesetz zwingend erforderliche Organisationspflichten statuiert.[670] Dies gilt etwa für die im Kapitalmarkt- bzw. anderen wirtschaftsrechtlichen Bereichen relevanten Compliance-Pflichten wie § 80 ff. WpHG, insbesondere § 80 Abs. 13, § 25a ff. KWG, insbesondere § 25 Abs. 1 Nr. 3 lit. c) KWG oder §§ 26 ff. VAG, insbesondere § 29 Abs. 1 VAG bzw. den ihnen zugrundeliegenden europäischen Rechtsakten.[671]

Man könnte also sagen, die Ad-hoc-Pflicht entsteht in dem Moment, indem eine gesetzlich konkret festgelegte Organisationspflicht verletzt wird. Ein systematischer Vergleich solcher Normen mit Art. 17 Abs. 1 MAR spricht jedoch gegen eigene Compliance-Anforderungen für Emittenten, deren Verletzung die Ad-hoc-Pflicht begründen könnte.

669 *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1288.
670 *Paefgen*, WM 2016, 433, 437.
671 *Ders.*, WM 2016, 433, 437.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Systematisch betrachtet enthält auch die MAR an anderen Stellen sehr wohl explizite Organisationspflichten.[672] So verpflichtet Art. 16 Abs. 1 MAR Marktbetreiber und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, Systeme und Verfahren zur Vorbeugung und Aufdeckung von Insidergeschäften, Marktmanipulation, versuchten Insidergeschäften und versuchter Marktmanipulation zu schaffen und aufrechtzuerhalten. Art. 16 Abs. 2 MAR verpflichtet Personen, die beruflich Geschäfte vermitteln, wirksame Regelungen, Systeme und Verfahren zur Aufdeckung und Meldung von verdächtigen Aufträgen und Geschäften zu schaffen und aufrechtzuerhalten. Bei begründetem Verdacht auf verdächtigte Aufträge und Geschäfte ist dies der zuständigen Behörde unverzüglich mitzuteilen. Solche Organisationspflichten fehlen jedoch allgemein für Emittenten.[673] Organisationspflichten für Emittenten finden sich hingegen etwa in Art. 18 Abs. 1 MAR mit der Pflicht zur Aufstellung von Insiderlisten sowie in Abs. 2 Organisationspflichten bzgl. der Aktualisierung dieser Listen und einer insiderrechtlichen Belehrung von auf der Insiderliste erfassten Personen. Art. 9 Abs. 1 lit. a) MAR enthält zudem die Obliegenheit für juristische Personen zur Einrichtung von Compliance-Strukturen wie Informationsbarrieren, die die Vermutung eines unbefugten Nutzens in Art. 14, 8 MAR entfallen lässt.[674] Letztere sind ausdrücklich normierte Formen der sog. „negativen Wissensorganisation“[675].

Die lediglich noch in Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR zu findenden Vorgaben für Emittenten regeln nur allgemein die Art und Weise der Veröffentlichung und Zugänglichmachung von Insiderinformation. Daraus lassen sich keine weitergehenden Schlüsse auf die der Veröffentlichung vorgelagerten Informationsorganisationspflichten, insbesondere der Informationssuchpflicht ziehen. Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet den Emittenten daher nicht ausdrücklich zu einer vorbeugenden Informationssuche.

672 Ebenso auch mit Bezügen zur MAD *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 309.

673 Dies müssen auch *Walla/Knierbein*, WM 2018, 2349, 2351 m. Fn. 23 eingestehen.

674 Näher *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 401 ff.; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 56.

675 *Buck-Heeb*, CCZ 2009, 18, 24.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bb) Herleitung aus der „Kapitalmarkt-Compliance"

Eine eigene „Compliance-Dimension" kann auch Art. 17 Abs. 1 MAR nicht enthalten, weil sie dem Kapitalmarktrecht entstammt und Teil einer spezielleren „Kapitalmarkt-Compliance" ist. Zwar bestehen im Kapitalmarktrecht gesteigerte Vertraulichkeitsanforderungen oder es bedarf einer schnelleren Entscheidungsfindung aufgrund „unverzüglicher" (bzw. hier, „so bald wie möglich") Mitteilungspflichten.[676] Dies soll zu einer weiteren Vertiefung des Grabens zwischen börsennotierter- und nicht börsennotierter Gesellschaft führen.[677] Gleichwohl gibt es auch für nicht börsennotierte Gesellschaften nicht die „eine" Compliance-Pflicht, sondern die Ausgestaltung des Compliance-Systems richtet sich abseits spezifischer Vorgaben immer nach den Umständen des Einzelfalls und der jeweiligen Risikoexposition des Unternehmens und steht im Ermessen des Vorstands. Es besteht außerhalb speziell angeordneter Bereiche kein Unterschied zwischen der Allgemeinen- und der „Insider oder Emittenten-Compliance".

cc) Zwischenergebnis

Im Ergebnis reiht sich Art. 17 Abs. 1 MAR vielmehr in die Vielzahl einzelner Regelungen ein, deren Beachtung der Vorstand bereits im Rahmen seiner bestehenden gesellschaftsrechtlichen Compliance-Pflicht zu organisieren hat. Es sprechen daher die besseren Gründe dafür, für die Einhaltung von Art. 17 Abs. 1 MAR keine autonomen, europarechtlichen Compliance-Anforderungen herzuleiten, sondern auf die allgemeine Compliance-Pflicht nach nationalem Gesellschaftsrecht zurückzugreifen.

dd) Informationssuchgrenze im Gesellschaftsrecht

Ebenso ist aber fraglich, ob aus der allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Compliance Parallelen bzw. Erkenntnisse für Art. 17 Abs. 1 MAR gezogen werden können. Gesellschaftsrechtlich entstammt die Informationssuchpflicht des Vorstands seiner allgemeinen Sorgfaltspflicht. Nur wenn der Vorstand die Informationsgewinnung irgendwie organisiert, etwa indem

676 *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 91 ff.; Racky/Fehn-Claus, in: Szesny/Kuthe (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2. Kap. Rn. 24.
677 *Krämer/Heinrich*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, S. 23, 36.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

er ein Informationssystem für die Gesellschaft einrichtet, kann die Informationsweitergabe im Rahmen von gesetzlichen Publizitätspflichten nach außen rechtzeitig erfolgen.[678] Auf diese Suchpflicht geht die Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG näher ein. Eine Pflichtverletzung des Vorstands liegt im Innenverhältnis ggü. der Gesellschaft nicht vor, wenn eine unternehmerische Entscheidung u.a. auf Grundlage angemessener Information getroffen wurde. Angemessen bedeutet, dass sich der Vorstand eine Tatsachenbasis verschafft, indem er alle zu Verfügung stehenden Erkenntnisquellen, unter Berücksichtigung des Faktors Zeit und unter Abwägung der Kosten und Nutzen, im Rahmen des Zumutbaren ausschöpft.[679] Die Suchpflicht entspringt also der Sorgfaltspflicht, welche wiederum bei unternehmerischen Entscheidungen tatbestandlich durch die Business Judgement Rule begrenzt ist.

Konkret führt die Gesetzesbegründung zum UMAG auf: „Welche Intensität der Informationsbeschaffung im Sinne der Norm ‚angemessen' ist, ist anhand des Zeitvorlaufs, des Gewichts und der Art der zu treffenden Entscheidung und unter Berücksichtigung anerkannter betriebswirtschaftlicher Verhaltensmaßstäbe von ihm ohne groben Pflichtenverstoß zu entscheiden. Keinesfalls zielt der Entwurf darauf, dass durch routinemäßiges Einholen von Sachverständigengutachten, Beratervoten oder externe Marktanalysen eine rein formale Absicherung stattfindet."[680] Kann diese Suchgrenze des Vorstands also auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen werden?

(1) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätspflicht

Gegen eine Übertragung dieser Suchpflicht bzw. tatbestandlichen Grenze der Informationssuche von § 93 Abs. 1 S. 2 AktG auf Art. 17 Abs. 1 MAR spricht, dass die Ad-hoc-Pflicht keine unternehmerische Entscheidung des Vorstands, sondern eine an die Gesellschaft gerichtete, gesetzliche Pflicht ist. Unternehmerische Entscheidungen sind infolge ihrer Zukunftsbezogenheit durch Prognosen und nicht justiziable Einschätzungen geprägt. Dies unterscheidet sie von der Beachtung gesetzlicher, satzungs-

678 Vgl. *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 302; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 74; *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641 f.; dahingehend auch *Walla/Knierbein*, WM 2018, 2349, 2351 m. Fn. 23.

679 BGH, NZG 2017, 116, Rn. 34; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 55.

680 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 12.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

mäßiger oder anstellungsvertraglicher Pflichten ohne tatbestandlichen Beurteilungsspielraum.[681]

Im Gegensatz zur Informationsbeschaffung für unternehmerische Entscheidungen im Innenverhältnis, handelt es sich bei Art. 17 Abs. 1 MAR um eine rechtlich gebundene Entscheidung im Außenverhältnis. Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten sind Pflichten im Außenverhältnis, für deren Einhaltung der Vorstand aufgrund seiner Legalitätspflicht zu sorgen hat, etwa indem er ein Informationssystem einrichtet, damit die Gesellschaft die sie treffenden Publizitätspflichten erfüllen kann.[682] Zwar kann auch die Ad-hoc-Pflicht mit deutlichen Unsicherheiten behaftet sein (insbesondere die Merkmale präzise Information und Kursbeeinflussungspotential des Art. 7 MAR) welche eine rechtliche Prognose des Vorstands erfordert (dazu noch aus dem Blickwinkel eines verständigen Anlegers[683]), wie sie auch bei unternehmerischen Entscheidungen der Fall ist.[684] Der deutsche Gesetzgeber hat allerdings ausdrücklich festgelegt, dass die Business Judgement Rule nicht für rechtlich gebundene, sondern nur für unternehmerische Entscheidungen gilt.[685] Die Verletzung sonstiger Pflichten wie Treuepflichten, Informationspflichten, sonstige allgemeine Gesetzes- und Satzungsverstöße fallen nicht unter die haftungstatbestandliche Freistellung, sondern können nur zu einem möglicherweise fehlenden Verschulden führen.[686]

Die Frage also, ab welchem Zeitpunkt der Vorstand die Informationspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR verletzt, weil er die Information hätte finden können und welche Grenze seine Informationsbeschaffungspflicht hat, wäre nach gesellschaftsrechtlicher Beurteilung keine tatbestandliche Frage pflichtgemäßen Vorstandsverhaltens, konkret der Einhaltung der aus der Sorgfaltspflicht abgeleiteten Informationsorganisationspflicht des § 93 Abs. 1 AktG, sondern wäre im Bereich des Verschuldens zu erörtern. Die gesellschaftsrechtliche Parallele eignet sich daher nicht für die Herlei-

681 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 11.
682 *Krämer/Gillessen*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung, § 32 Rn. 32.101; *Reinhart*, Die Legalitätspflicht des Vorstands einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, 2019, S. 304 f.; *Rodewald*, GmbHR 2014, 639, 641; kritisch *Kuschnereit*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 84 f.
683 Zu Recht daher kritisch *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1084 f.; *Veil*, AG 2006, 690, 691 ff.
684 *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 414 f.
685 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 11; kritisch *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 415 ff.; *Bachmann*, WM 2015, 105, 108 f.
686 BegR. RegE UMAG, BT-Drucks. 15/5092 v. 14.3.2005, S. 11.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tung einer tatbestandlichen Suchpflicht bzw. deren Grenze im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern spricht eher dafür, diese Frage im Verschulden der an Art. 17 Abs. 1 MAR anknüpfenden Bußgeld- und Haftungsnormen zu klären.

(2) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätskontrollpflicht

Die Einhaltung von Art. 17 Abs. 1 MAR durch den Vorstand als reine Frage einer gebundenen Entscheidung im Rahmen der Legalitätspflicht, deren Verletzung im Verschulden zu erörtern ist, erscheint dabei nicht zwingend. Der Übergang von Legalitätspflicht zur Legalitätskontrollpflicht kann fließend sein.[687]

Einerseits lässt sich über eine extensive Auslegung oder analoge Anwendung der Business Judgement Rule auf rechtlich gebundene Entscheidungen bei unsicherer Rechtslage nachdenken.[688] Denkbar ist andererseits auch, dass die zur Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht notwendige, auszugestaltende Informationsgewinnung einer unternehmerischen Entscheidung entspricht, weil es um die Frage geht, „wie" die Compliance (im Sinne der Informationssuche zur Einhaltung des Art. 17 Abs. 1 MAR) ausgestaltet ist.[689] Viele den Kurs von Aktien negativ beeinflussende ad-hoc-pflichtige Sachverhalte aus dem Spektrum der Compliance-Verstöße werden beispielsweise auch schon unter das nach § 91 Abs. 2 AktG geschuldete Risikomanagementsystem fallen. Schließlich gehören zu den bestandsgefährdenden Risiken etwa Unrichtigkeiten der Rechnungslegung und Verstöße gegen gesetzliche Vorschriften, die sich auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft oder des Konzerns wesentlich auswirken.[690] Die Ausgestaltung des Frühwarnsystems („wie") ist Teil der Legalitätskontrolle und steht wiederum im Ermessen des Vorstands.[691]

Die notwendige Informationsgewinnung und -verarbeitung zur Erfüllung von Art. 17 Abs. 1 MAR, weist mangels ausdrücklicher Pflichtenan-

687 Statt aller *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 91.
688 *Bachmann*, WM 2015, 105, 108 f.; *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 93 Rn. 16; *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 414 ff.; *Ekkenga*, NZG 2013, 1081, 1085.
689 Allgemein etwa *Paefgen*, WM 2016, 433, 436; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 115.
690 Begr. RegE KonTraG, BT-Drs, 13/9712, S 15; *Wendel*, CCZ 2008, 41, 47.
691 Begr. RegE KonTraG, BT-Drs, 13/9712, S 15; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 90.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ordnung in Art. 17 Abs. 1 MAR also eine Parallele mit dem Organisationsermessen im Rahmen des § 91 Abs. 2 AktG, aber auch der Such- und Aufklärungspflicht auf, die der Vorstand im Rahmen seiner allgemeinen Legalitätskontrollpflicht schuldet.[692] Auf die Legalitätskontrollpflicht des Vorstands wird ebenso die Business-Judgement-Rule des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG angewendet.[693]

Gegen diese Überlegungen spricht, dass Art. 17 Abs. 1 MAR aber keine Compliance-Pflicht enthält oder eine spezifische Compliance-Norm ist, sondern eine allgemeine Gebotsnorm, die im Rahmen der allgemeinen Compliance zu beachten ist.[694] Noch entscheidender dürfe aber sein, dass die Ad-hoc-Pflicht, § 91 Abs. 2 AktG und die allgemeine Legalitätskontrolle zwar Parallelen aufweisen, die Ad-hoc-Pflicht aber nicht zum Zweck hat, bestandsgefährdende Risiken zu erkennen oder Rechtsverstöße zu entdecken, abzustellen und zu vermeiden, sondern für Anlegerschutz und Marktfunktionieren zu sorgen.[695] Selbst wenn man aber eine Informationssuche im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR als Frage der Legalitätskontrolle oder auch nur allgemein als entsprechende unternehmerische Entscheidung erörtert, besteht dann wieder der in § 93 Abs. 1 S. 2 AktG angelegte ausdrückliche Maßstab des ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters. Ein entsprechender Maßstab, etwa der einer ordnungsgemäßen Geschäftsorganisation in § 25a Abs. 1 KWG, enthält Art. 17 Abs. 1 MAR nicht.

Zuletzt würde, und das dürfte entscheidend sein, die Argumentation aus der nationalen Compliance-Diskussion dazu führen, dass das deutsche Verständnis von Informationssuchpflichten und Legalitätskontrolle des Vorstands, unzulässig zur Auslegung des europäischen Kapitalmarktrechts herangezogen wird, was bereits bei der Heranziehung „autonomer, europäischer" Wissensorganisationspflichten der Fall ist.

---

692 Vgl. *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 275.

693 Vgl. *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 115; *Paefgen*, WM 2016, 433, 436.

694 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 275.

695 Vgl. *ders.*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 275.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ee) Ergebnis zur Compliance-Dimension

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass Art. 17 Abs. 1 MAR kein klarer Pflichtenmaßstab im Kriterium des „Möglichen" zu entnehmen ist, der auf den tatbestandlichen Beginn der Ad-hoc-Pflicht bei Verletzung einer Informationssuchpflicht hinausläuft. Der Vergleich von Art. 17 Abs. 1 MAR sowohl mit speziellen Compliance-Normen, als auch mit der Compliance-Pflicht des Vorstands ergibt, dass Art. 17 Abs. 1 MAR keine spezielle „Compliance-Dimension" zukommt. Die Frage von Informationssuchpflichten, welche im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR aufgeworfen werden und deren Verletzung die Ad-hoc-Pflicht beginnen lassen soll, wäre jedenfalls aus gesellschaftsrechtlicher Sicht keine tatbestandliche Frage pflichtgemäßen Verhaltens des Vorstands, sondern entsprechend der gesetzgeberischen Wertung, eine Frage des Verschuldens der Verletzung gesetzlicher Informationspflichten. Abseits der nicht möglichen Übertragung nationalrechtlicher Wertungen eignet sich die Übertragungen des Gedankens einer „Compliance-Dimension" daher schon nicht, Grenzen zu konkretisieren, deren Überschreitung kapitalmarktrechtlich den Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR auslösen soll.

Die weiteren Erörterungen sollen aufzeigen, warum auch unabhängig von der Betrachtung aus der Compliance-Perspektive, die Verortung der geforderten Organisationspflichten im Verschulden vorzugswürdig ist.

b) Einordnung der Informationssuchpflichten als Frage des Verschuldens

Die bisherigen Feststellungen haben gezeigt, dass der Pflichtenmaßstab keine ausdrückliche gesetzliche Normierung erfahren hat. Auch eine Parallele zu Organisationspflichten aus dem Bereich Compliance bietet sich hier nicht an. In der Folge ist Art. 17 Abs. 1 MAR nicht zu entnehmen, wann die Ad-hoc-Pflicht beginnt. Gesellschaftsrechtlich handelt es sich um eine gebundene Entscheidung des Vorstands, die im Innenverhältnis als Frage des Verschuldens erörtert werden muss.

Auch *Koch*[696] stellt fest, dass die geforderten Organisationspflichten der Informationssuche, wenn nicht explizit angeordnet, üblicherweise im Tatbestandsmerkmal „Kennenmüssen" dogmatisch verordnet werden. Seine Folgerung daraus ist aber, dass Wissen dann eben ungeschriebenes Tatbe-

696 *Koch*, AG 2019, 273, 276; zustimmend *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 81, 85.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

standsmerkmal sein müsse. Dies begründet Koch zum einen mit dem Rückschluss aus der aktiven, Wissen voraussetzenden Aufschubentscheidung des Art. 17 Abs. 4 MAR.[697] Zum anderen baut die Argumentation auf der Vermeidung unerwünschter und ausufernder Rechtsfolgen durch Ausdehnung der Ad-hoc-Publizitätspflicht aus, welche Koch als „juristisches Monster" bezeichnet.[698]

Für den Ansatz Kochs spricht die Tatsache, dass er das Wissenserfordernis aus der Systematik zwischen Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR herleitet. Die besseren Gründe sprechen aber dafür die Argumentation als zirkelschlüssig abzulehnen.[699] Wie gezeigt kann aus Art. 17 Abs. 1 MAR kein Wissenselement hergeleitet werden.[700] Außerdem ist diese rein folgenorientierte Auslegung davon geprägt, dass sie versucht, die Probleme, die eine nationale Haftungsnorm hervorruft, dadurch zu lösen, dass diese nationale Norm die Auslegung von europäischem Recht bedingen soll. Dass der Emittent nach Informationen sucht, lässt sich wie gezeigt aus der Anreizfunktion des Art. 17 Abs. 1 MAR i.V.m den Bußgeld- und Haftungsnormen bzw. aus dem gesetzlich normierten Anreizsystem des Art. 17 Abs. 4 MAR ableiten.

Mit Ausnahme der Vertreter, die wirklich nur positive Kenntnis des Vorstands genügen lassen wollen,[701] lassen die Vertreter der objektiven Auslegung und die Vertreter eines Wissenselements die Ad-hoc-Pflicht des Emittenten in dem Falle eintreten, in dem der Emittent die Information hätte finden und veröffentlichen können. Das entspricht alles dem, was üblicherweise unter die an das Tatbestandsmerkmal „Wissenmüssen" bzw. „Kennenmüssen" und die daran geknüpften Organisationspflichten fällt. Daher soll dieses Merkmal zunächst näher untersucht werden, um den dogmatisch richtigen Platz der in der Literatur geforderten Organisationspflichten aufzuzeigen.

---

697 Siehe S. 153.

698 *Koch*, AG 2019, 273, 276, 281 ff.; ähnlich kritisch *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 30 ff.

699 Siehe S. 166.

700 Siehe S. 135 ff.

701 Insbesondere: *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 48 f.; *Koch*, AG 2019, 273, 275 ff.; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 76; wohl auch *Liebscher*, ZIP 2019, 1837, 1848.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aa) Wissenszurechnung in Abgrenzung zum Wissenmüssen als Organisationspflichten

„Wissenmüssen" ist zunächst von der Wissenszurechnung zu unterscheiden, obwohl letztlich beides als die „Grundsätze der Wissenszurechnung" verstanden wird.[702] Bei der eigentlichen Wissenszurechnung geht es darum, tatsächlich vorhandenes Wissen einer Person einer anderen zuzurechnen, mithin um die Weiterleitung und Einspeicherung von Wissen.[703] Bezugspunkt ist also die wissende Person. Wissenszurechnung meint die Gleichstellung zweier Subjekte, etwa Wissen des Vorstands bedeutet Wissen der Gesellschaft,[704] weil der eine nach den Wertungen der Rechtsordnung, das Risiko des Wissens des anderen tragen soll. Ausdrücklich ist dies gesetzlich nur bei § 166 Abs. 1 BGB und §§ 2 Abs. 3 und 70 VVG geregelt. Die so verstandene Wissenszurechnung ist daher dogmatisch im Tatbestandsmerkmal „Wissen" oder „Kenntnis" einzuordnen.

Beim Wissenmüssen geht es nicht darum tatsächlich vorhandenes Wissen zuzurechnen, sondern darum, Wissen zu fingieren oder zu unterstellen. „Wissenmüssen" ist ein Begriff, der sich zwischen „Wissen" und „Wissenkönnen" einordnet.[705] Er setzt sich zusammen aus der Definition des Gegenstands der geforderten Kenntnis und den Anforderungen, die der Verkehr an die erforderliche Sorgfalt stellt, diese Kenntnis zu erlangen.[706] Gemeinsam mit dem Wissenkönnen besteht beim Wissenmüssen die Möglichkeit der Kenntniserlangung, es besteht beim Wissenmüssen aber die Pflicht, diesen Wissensstand zu erlangen.[707] Wissenmüssen meint also einen Verstoß gegen Organisations- oder Sorgfaltspflichten und ist eine Frage der individuellen Verantwortlichkeit für die unterbliebene Suche oder Abfrage von Informationen.[708] Bezugspunkt ist dabei die nicht wissende Person. Ihr wird der Vorwurf der Verletzung der Wissensorganisationspflicht gemacht.

---

702 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 34.
703 *Taupitz*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 16, 29.
704 *Ders.*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 16, 18.
705 *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 14.
706 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 60; *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 14.
707 *Schrader*, Wissen im Recht, 2017, S. 14.
708 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 33; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170, 178; *Taupitz*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 16, 17 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bb) Übertragung der Wissensorganisation auf Art. 17 Abs. 1 MAR

Jede Publizitätspflicht setzt auch ohne nähere Pflichtenausgestaltung voraus, dass zu deren Erfüllung ein System zur Selbstinformation organisiert wird.[709] Wenn aber davon gesprochen wird, dass Art. 17 Abs. 1 MAR eine (ungeschriebene) Informationssuchpflicht normiere, die schuldhaft verletzt werde, sobald die Veröffentlichung möglich gewesen wäre, oder davon, dass die Ad-hoc-Pflicht davon abhinge, inwiefern sich der Emittent die Information beschaffen könne oder davon wissen musste, dann wird deutlich, dass das nichts anderes als der individuelle Vorwurf der Verletzung der Informationssuche und -Abfrage und damit die Frage nach dem Wissenmüssen ist.

In der deutschen Rechtsordnung ist Wissenmüssen eine Frage des schuldhaften Verhaltens in Form von Fahrlässigkeit.[710] Das wird einerseits durch die Legaldefinition von „kennen musste" als „infolge von Fahrlässigkeit nicht kannte" in § 122 Abs. 2 BGB deutlich. Zudem enthält Wissenmüssen, wie dargestellt, den individuellen Vorwurf des Nichtwissens aufgrund mangelhafter Organisation im Umgang mit Informationen.[711] Auch der europäische Gesetzgeber äußert sich in Erwägungsgrund 11 der WertpapiertransparenzDurchführungsRL 2007/14/EG in Bezug auf die Veröffentlichungspflicht im Rahmen der Beteiligungspublizität beim Erreichen bestimmter Beteiligungswerte an Emittenten zum Kriterium Kennenmüssen:

> *„Es ist vernünftigerweise davon auszugehen, dass natürliche oder juristische Personen beim Erwerb oder der Veräußerung bedeutender Beteiligungen eine hohe Sorgfaltspflicht treffen. Folglich kann angenommen werden, dass diese Personen sehr rasch von einem derartigen Erwerb oder derartigen*

709 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 88; *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 91 ff.; speziell zu Art. 17 Abs. 1 MAR etwa *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709c.

710 Explizit für die Kapitalmarktinformation *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 59; allgemein: *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 56; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 117; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 659; kritisch auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 314 ff.

711 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 58; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 117; *Grigoleit*, ZHR 181 (2017), 160, 170; Vgl. *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, 642; implizit auch *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 17.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Veräußerungen bzw. von der Möglichkeit der Ausübung der Stimmrechte Kenntnis erhalten. Deshalb sollte lediglich ein sehr kurzer Zeitraum nach dem jeweiligen Geschäft als Zeitraum festgelegt werden, nach dem Kenntnis dieser Personen angenommen wird."

Wissenmüssen korrespondiert daher nach Ansicht des europäischen Gesetzgebers im Rahmen der Beteiligungspublizität mit der Einhaltung von Sorgfaltspflichten, konkret der Sorgfalt beim Erwerb oder der Veräußerung bedeutender Beteiligungen. Wissenmüssen ist damit auch hier ein Vorwurf mangelnder Wissensorganisation. Das zeigt sich neben der geforderten Einhaltung von Sorgfaltspflichten durch die in Art. 12 Abs. 2 lit. a) Transparenz-RL zu findende Differenzierung zwischen „Kenntnis erhält" (=positive Kenntnis) und „unter den gegebenen Umständen davon hätte Kenntnis erhalten müssen" (= Verletzung von Sorgfaltspflichten). Sorgfaltspflichten im Umgang mit Wissen haben damit auch nach europäischem Kapitalmarktrecht einen Verschuldensbezug. Sofern solche Pflichten gefordert sind, deren Verletzung die Mitteilungspflicht auslösen, werden sie auch nach europäischem Recht durch das Tatbestandsmerkmal „kennenmüssen" normiert. Wenn diese Pflichten nicht durch das Kriterium „kennenmüssen" im Tatbestand angeordnet sind, verbleibt nur eine Lokalisierung im Verschulden.[712]

Interessant ist dabei, dass auch im Rahmen der Wertpapiertransparenz-Durchführungsrichtlinie keine explizite Pflicht zur Einrichtung einer Wissensorganisation, insbesondere in Form der Informationssuche vorgegeben ist. Deren Erwägungsgrund 11 stellt vielmehr klar, dass lediglich „vernünftigerweise" davon ausgegangen wird, dass zur Einhaltung der Beteiligungspublizitätspflicht Maßnahmen getroffen werden. Das bestätigt den Befund, dass die Ergreifung von Maßnahmen der Informationserkennung zur Erfüllung von Art. 17 Abs. 1 MAR ohne nähere Ausführung schlicht erwartet wird und die wie auch immer hineingelesenen Pflichten Teil der im Verkehr erforderlichen Sorgfalt und damit des Verschuldens sind und der Emittent eine solche Organisation vernünftigerweise zur Haftungsvermeidung (sekundärer Anreiz) heranziehen wird.

712 Vgl. *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, 659 f.; anderes mag für die Verortung der Verkehrspflichten im deutschen Deliktsrecht gelten, siehe *Wilhelmi*, Risikoschutz durch Privatrecht, 2009, S. 315 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

cc) Ausnahmen vom Wissenmüssen als Verschuldensfrage

Wissenmüssen ist allerdings nicht immer als ein Verschulden, also als die Fahrlässigkeit der Unkenntnis im einem technischen Sinne von § 276 BGB, zu verstehen.[713] Dies wird damit begründet, dass das Wissen bzw. Wissenmüssen in einigen Normen lediglich eine Obliegenheit darstellt, da bloßes Wissen keinen anderen Betroffenen schädigt, sondern diese Normen dazu führen, dass der Betroffene sich möglicherwiese durch mangelnde Sorgfalt selbst schädigt, indem er in Konsequenz des (fingierten) Wissens ein ungültiges Rechtsgeschäft schließt (z.B. § 932 BGB) oder seine Rechtsstellung verschlechtert (z.B. § 442 BGB).[714] Ein Schuldvorwurf könne nur gemacht werden, wenn zum Bewusstsein als weiteres Element ein Tun oder Unterlassen hinzutrete, das sich auf eine Pflicht ggü. Dritten bezieht, wie dies bei einem Delikt oder einer Vertragsverletzung der Fall sei.[715]

So ist dies aber bei Art. 17 Abs. 1 MAR, denn zum hier geforderten ungeschriebenen Wissenmüssen tritt die Handlungspflicht hinzu, den Kapitalmarkt ad-hoc zu informieren. Durch die unterlassene Veröffentlichung (anders als bei der unterlassenen Aufschubentscheidung) schneidet sich der Emittent auch keine eigenen Rechte ab oder verschlechtert seine eigene Rechtsstellung, er schädigt die informationelle Effizienz und das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt. Wissenmüssen in Verbindung mit der Mitteilungspflicht ggü. dem Kapitalmarkt fällt damit nicht unter die genannten Ausnahmen. Es handelt sich daher um eine Frage des Verschuldens im technischen Sinne. Diese dogmatische Verortung wird zudem durch das zentrale Telos der MAR bestätigt, Vertrauen in den Markt herzustellen und Marktintegrität zu sichern. Eine Schädigung des Vertrauens der Marktteilnehmer, sofern der Emittent seinen Beitrag nach Art. 17 Abs. 1 MAR nicht erfüllt hat, ließe sich nur vermeiden, wenn man zu dem Ergebnis kommt, dass der Veröffentlichung der Information ein Grund entgegenstand, der das Unterlassen entschulden kann.

---

713 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 37; *Wiegand*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 932 Rn. 42 ff.

714 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 34; *Huber*, in: FS E.R. Huber 1973, S. 253, 262 f.; weitere Beispiele bei *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4 ff.

715 *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 35; *Huber*, in: FS E.R. Huber 1973, S. 253, 262 f.; *Wiegand*, in: Staudinger, Stand Neubearbeitung 2017, § 932 Rn. 43.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Obwohl die Argumentation nicht aus dem Haftungsrecht hergeleitet werden soll, spricht hierfür zudem praktisch, dass bei dieser Auslegung der Wertungswiderspruch zwischen den national normierten Verschuldensformen und der europarechtlichen Vorgabe nicht entsteht. Wenn die Ad-hoc-Pflicht rein objektiv eintritt, werden Primärpflicht und Verschulden nicht vermischt.[716]

dd) Die individuelle Vorwerfbarkeit als verobjektivierte Pflicht

Mit individueller Vorwerfbarkeit im Rahmen des Wissenmüssens bzw. im Rahmen des Verschuldens ist allerdings kein rein subjektiver Maßstab gemeint. Vielmehr muss zunächst ein objektiver Pflichtenmaßstab gelten, der den üblichen Verkehrserwartungen an Emittenten entspricht.[717] Das Kriterium der Vermeidbarkeit im Rahmen des Fahrlässigkeitsvorwurfs wird dadurch konterkariert, dass letztlich wieder eine Objektivierung stattfindet, weil die subjektive Vermeidbarkeit nach einer gruppentypischen Idealperson beurteilt wird.[718] Das macht im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht Sinn, denn sonst bestünde wiederum die Gefahr, dass der Emittent durch eine schlechte Compliance-Organisation letztlich von der Ad-hoc-Pflicht faktisch mangels Haftung befreit wäre.

Wegen dieser typisierten Betrachtung wird ein fehlendes Verschulden eher selten anzunehmen sein, was sich parallel auch im Rahmen der Haftung des Vorstands nach § 93 Abs. 2 AktG zeigt. Auch hier sind nur schwer Situationen zu finden, in welchen der Vorstand zwar objektiv die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters vermissen lässt, dies ihm aber subjektiv nicht vorzuwerfen ist.[719] Individuelle Vermeidbarkeit als zweite Voraussetzung der Fahrlässigkeit kann aber in Fällen, wie

716 *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 2008, S. 258 f.

717 *Möllers/Leisch*, in: KK-WpHG, § 37 b, c Rn. 166; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 59.

718 Allgemein *Schaub*, in: BeckOGK| BGB, Stand 01.09.2021, § 276 Rn. 65; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 243; speziell *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 57.

719 Vgl. BegR. RegE UMAG, BT-Drs 15/5092 v. 14.3.2005, S. 34; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 198; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 243; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 93 Rn. 43.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

etwa einem Rechtsirrtum auftreten, insbesondere wenn die Kursrelevanz einer Information trotz Beratung durch Experten verkannt wurde.[720]

ee) Zwischenergebnis

Den Beginn der Ad-hoc-Pflicht auf den Zeitpunkt zu legen, in welchem der Emittent die Information hätte finden und veröffentlichen können, entspricht dem Zeitpunkt der Verletzung von Wissensorganisationspflichten, die – sofern nicht explizit angeordnet – tatbestandlich im Merkmal Wissen- oder Kennenmüssen dogmatisch zu verorten sind. Da Art. 17 Abs. 1 MAR keine Wissensorganisationspflichten normiert und kein Wissenselement enthält, sprechen die besseren Argumente gegen ein ungeschriebenes Wissensmerkmal und für die Lokalisierung dieser Pflichten im Verschulden.

c) Legalitätspflicht

Die wirklich rein objektiv entstehende Ad-hoc-Pflicht steht auch nicht in Kollision mit der Legalitätspflicht des Vorstands. Wenn tatsächlich Gründe vorlagen, die das Unterlassen der Veröffentlichung entschulden, so trifft den Emittenten letztlich keine Haftung. Dann wird auch das Verhalten des Vorstands im Innenverhältnis nicht schuldhaft sein, bzw. entsteht der Gesellschaft kein Schaden. Aus denselben Gründen wäre auch bei einer Verlagerung des Einwands der Unmöglichkeit einer Veröffentlichung in die nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen die Frage des „ultra-posse-nemo-obligatur“ gelöst, denn ohne Haftung trifft den Emittent aus der bloßen Verletzung von Art. 17 Abs. 1 MAR keine Rechtsfolge.[721]

d) Keine Informationssuchpflicht aufgrund von aufsichtsrechtlichen Befugnissen

In Betracht kommt letztlich noch, konkrete Pflichten aus Art. 17 Abs. 1 MAR abzuleiten, sofern die Finanzaufsicht Befugnisse hätte, solche Pflich-

720 Vgl. dazu etwa die Überlegungen bei LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 181 ff.; allgemein *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 93 Rn. 243.

721 *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 121.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ten durchzusetzen.[722] In der Tat gibt Art. 23 Abs. 2 MAR vor, dass die zuständigen Behörden nach nationalem Recht zumindest über die folgenden Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse verfügen müssen, und zwar konkret nach lit. m):

> *„[A]lle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, damit die Öffentlichkeit ordnungsgemäß informiert wird, unter anderem durch die Richtigstellung falscher oder irreführender offengelegter Informationen, einschließlich der Verpflichtung von Emittenten oder anderen Personen, die falsche oder irreführende Informationen verbreitet haben, eine Berichtigung zu veröffentlichen."*

Diese Vorgaben setzt § 6 Abs. 14 WpHG um:

> *„Die Bundesanstalt kann eine […] nach der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 gebotene Veröffentlichung oder Mitteilung auf Kosten des Pflichtigen vornehmen, wenn die Veröffentlichungs- oder Mitteilungspflicht nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wird."*

Die Aufzählung in Art. 23 Abs. 2 lit. m) MAR bestätigt aber das generelle Problem, dass die Aufsicht faktisch einen Emittenten nicht dazu verpflichten kann, unterlassene Mitteilungen über Insiderinformationen vorzunehmen, denn entweder kennt die Aufsicht die Insiderinformation selbst nicht[723] und kann schon deswegen nicht präventiv einschreiten, oder aber die Information ist anderweitig an die Öffentlichkeit gelangt und hat ihre Qualität als Insiderinformation bereits verloren.

Selbst wenn man unterstellt, die BaFin würde, etwa aufgrund eines unternehmensinternen Whistleblowers, Informationen erhalten, die auf die Verletzung von Art. 17 Abs. 1 MAR schließen ließen, so wird wohl jeder Unsicherheitsfaktor,[724] schon aus Gründen der Vermeidung einer Amtshaftung[725] dazu führen, eine solche eigene Mitteilung zu unterlassen oder auch unabhängig von der Anwendbarkeit von § 28 VwVfG den Emittenten vorher anzuhören.

---

722 So etwa *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 85 f.

723 Ebenso *Döhmel*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 6 WpHG Rn. 227; *Hirte*, in: KK-WpHG, § 4 Rn. 152; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 588 "in praxi nur schwer vorstellbar […], dass es jemals dazu kommt.

724 *Döhmel*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 6 WpHG Rn. 227 weist auf das Problem der fehlenden gesicherten Kenntnis der Aufsicht hin.

725 Darauf hinweisend etwa *Zetsche*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 4 WpHG Rn. 68.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Bis die Aufsicht daher einschreitet und selbst veröffentlicht, läge wohl schon keine Insiderinformation mehr vor. Daher macht die beispielhafte Aufzählung der Richtigstellung falscher Informationen Sinn. Dann geht es aber nicht darum, den Emittenten zur Durchsetzung einer Suchpflicht oder anderer organisatorischer Vorkehrungen zu verpflichten, sondern vielmehr darum, Markttransparenz herzustellen bzw. die Irreführung des Marktes abzuwenden, was die Möglichkeit der BaFin zur eigenen Veröffentlichung aufgrund § 6 Abs. 14 WpHG, außerhalb des Verwaltungsvollstreckungsgesetz[726] zeigt. Wirkungsvolleres Sanktionsinstrument scheint daher die Verhängung von Bußgeldern und die entsprechende Veröffentlichung eines Verstoßes auf der Homepage der BaFin nach § 125 Abs. 1 WpHG zu Präventionszwecken zu sein (sog. „naming and shaming").

e) Ergebnis

Im Ergebnis der Auslegung ist festzuhalten, dass Art. 17 Abs. 1 MAR, verstanden als Veröffentlichung „so bald wie möglich" keine objektiven, autonom europarechtlich hergeleiteten Informationssuchpflichten enthält, deren Verletzung die Ad-hoc-Pflicht begründen kann. Die Ad-hoc-Pflicht tritt bereits mit dem Eintreten der Insiderinformation ein. Das, was in der Literatur mit Informationssuchpflicht gemeint ist, ist nichts anderes als eine Frage des Wissenmüssens und muss mangels ausdrücklicher Normierung von Organisationspflichten oder einem Wissensmerkmal im Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR, dogmatisch richtig in Rahmen des Verschuldens der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen erörtert werden. Dass der Emittent nach Informationen sucht, ist keine Organisationspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern liegt in seinem Interesse an der Haftungsvermeidung sowie dem gesetzlichen Anreizsystem des Art. 17 Abs. 4 MAR.

5. Herleitung einer Informationsweiterleitungs- und Prüffrist

a) So bald wie möglich als reine Pflichtkonkretisierung

Damit ist festzustellen, dass „so bald wie möglich" nur eine Zielrichtung hat: Das Merkmal konkretisiert ausschließlich den Zeitpunkt des Veröf-

726 *Döhmel*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, § 6 WpHG Rn. 228; Klepsch, in: JVRB WpHG, § 4 Rn. 29.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

fentlichungsaktes und ist damit rein pflichtkonkretisierend. Bestimmt wird dabei der Zeitpunkt zwischen der entstandenen (nicht bekannten!) Information, die den Emittenten unmittelbar betrifft und dem Zeitpunkt der Veröffentlichung bzw. der Entscheidung über deren Aufschub.

Die pflichtkonkretisierende Auslegung lässt sich systematisch erklären. „So bald wie möglich" bezieht sich einerseits von seiner Stellung in Art. 17 Abs. 1 MAR auf den Akt der Veröffentlichung. Unterabsatz 2 nimmt darauf Bezug und konkretisiert die Art und Weise gerade dieses Veröffentlichungsaktes. Weiter ergibt sich aus dem systematischen Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 und Art. 17 Abs. 4 MAR, dass es denknotwendig einer Frist bedarf, die Information weiterzugeben, einzuordnen, und zu prüfen, ob und ggf. wie lange ein Aufschub der Veröffentlichung möglich ist, oder ob eine Veröffentlichung stattfinden muss.[727] So sieht es etwa auch die englische Finanzaufsicht[728] und andere europäische Autoren[729]. Dahingehend können auch die Ausführungen der ESMA interpretiert werden, wenn Sie in ihrem Final Report schreibt

> *„MAR specifies that the disclosure is delayed under the issuer's responsibility. Delays in disclosure of inside information are decided by the issuers themselves. The issuers are therefore expected to have in place a minimum level of organisation and a process to conduct a prior assessment whether an information is an inside information, whether its disclosure needs to be delayed and for how long. […] In addition, before taking a decision allowing the delay of publication of inside information, this person(s) should conduct an assessment on whether the three conditions set forth in Article 17(4) for delaying are fulfilled."*[730]

Das was die ESMA mit „expected to have in place a minimum level of organisation" bezeichnet, sind genau die organisatorischen Vorkehrungen, welche sich aus der Anreizfunktion der Haftungsvermeidung sowie des Art. 17 Abs. 4 MAR ergeben. Diese Ausführungen entsprechen auch dem,

727 Eine solche Prüffrist aus dem Merkmal unverzüglich ableitend BGH, NZG 2012, 263, Rn. 45 (IKB).

728 FCA Handbook DTR 2.2.9 „If an issuer is faced with an unexpected and significant event, a short delay may be acceptable if it is necessary to clarify the situation", https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR/2/2.html (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

729 *Pietrancosta*, in: Ventoruzzo/Mock (Hrsg.), Market abuse regulation, Art. 17 B. 17.52.

730 ESMA, Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 28.09.2015, Rn. 239.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

was im Rahmen der Sorgfaltsanforderungen im Rahmen der Beteiligungspublizität vom europäischen Gesetzgeber vernünftigerweise erwartet wird – nicht verpflichtend ist.[731]

Es kann auch nicht gesagt werden, dass nach dem Merkmal „so bald wie möglich" keine Veröffentlichung stattfinden muss, wenn das Finden der Information nicht möglich war. Eine solche Interpretation ließe sich nur rechtfertigen, wenn der Wortlaut hieße, der Emittent gibt Insiderinformationen „wenn möglich bekannt" oder „sofern möglich bekannt" bzw. im Englischen etwa, an issuer shall inform the public „if possible" oder „where possible". Gemeint ist mit dem Merkmal ausschließlich eine zeitliche Komponente, die dem Emittenten eingeräumt ist, um die Informationen intern an die zuständige Stelle weiterzuleiten und sie zu prüfen. Die Formulierung kann aber nicht so interpretiert werden, dass sich daraus ergibt, dass diese Frist nicht zu laufen beginnt, und damit eine Veröffentlichungspflicht an sich gar nicht besteht, da das Merkmal eben nur pflichtkonkretisierend, aber nicht pflichtbegründend ist. Hierfür spricht die systematische Stellung, der Wortlaut und wie dargelegt, dass die Frage, warum nicht veröffentlicht werden konnte, in die Verschuldensprüfung der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen gehört.

b) Bestätigung für eine Weiterleitungs- und Prüffrist durch Vergleich mit dem Wettbewerbsrecht

Für die Annahme der Weiterleitungs- und Prüffrist bietet sich ein einfacher Vergleich mit dem Wettbewerbsrecht an. Ein Verstoß gegen Wettbewerbsrecht kann von jedem Unternehmensangehörigen begangen werden. Insiderinformationen können ebenso bei jedem Unternehmensangehörigen entstehen bzw. überall im Unternehmen vorliegen. Anders als der Wettbewerbsverstoß kann die Ad-hoc-Mitteilung aber nur vom Vorstand bzw. dem Ad-hoc-Gremium vorgenommen werden. Es ist daher, sofern die Information bei zur Veröffentlichung nicht befugten Mitarbeitern vorliegt, immer eine Weiterleitung und Prüfung der Information notwendig. Die Frist kann dabei länger sein, je komplexer und unklarer der Fall ist. Berücksichtigt werden sollte aber, dass etwa bei der Prüfung von Compliance-Vorwürfen auch Zwischeninformationen gegeben werden können und auch für diese Zwischeninformationen Aufschubentscheidungen getroffen werden können. Sollte sich andererseits herausstellen, dass auf-

731 Siehe S. 185.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

grund der Information bereits Insiderhandel betrieben wird, wird die Frist umso kürzer sein, da eben auch eine Veröffentlichung in Betracht kommt, die sich auch auf den derzeitigen Informationsstand beschränken kann und später ggf. konkretisiert werden kann. Keinesfalls ist das Kriterium dahingehend zu verstehen, dass die Ad-hoc-Pflicht gar nicht eintritt, weil die Informationsbeschaffung unzumutbar war. Fragen der Unzumutbarkeit oder des Irrtums müssen als Frage des Verschuldens im Rahmen der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen geprüft werden.

II. Unmittelbar betreffen als Pflichtbegründung

Das bisherige Ergebnis bedeutet, dass die Frage nicht sein kann, wie weit reichen Informationssuchpflichten oder die Informationsorganisation, sondern welche Informationen umfasst Art. 17 Abs. 1 MAR. Hiernach muss sich mittelbar die Organisation richten. Da „so bald wie möglich" wie festgestellt nur pflichtkonkretisierend ist, muss die Norm ein Tatbestandsmerkmal enthalten, das die Ad-hoc-Pflicht und das oben beschriebene Prozedere begründet und damit in Gang setzt. Das Kriterium, welche Informationen von der Veröffentlichungspflicht umfasst sind, wird entgegen der ganz überwiegenden Auffassung nicht durch das Kriterium der Möglichkeit bzw. Unverzüglichkeit bestimmt, sondern ausschließlich durch das Kriterium des unmittelbaren Betreffens. Dies soll durch die folgende Untersuchung des Tatbestandsmerkmals „unmittelbar betreffen" aufgezeigt werden.

1. Der ultra-posse-Einwand als Frage des unmittelbaren Betreffens

a) Eingrenzung des ad-hoc-pflichtigen Informationskreises als Ziel des unmittelbaren Betreffens

Schon mit Inkrafttreten des WpHG unterscheidet sich der Begriff der Insiderinformation bzw. Tatsache (wie es ursprünglich hieß) des § 13 WpHG a.F. von denjenigen Informationen, die tatsächlich nach § 15 WpHG a.F. zu veröffentlichen sind. § 15 Abs. 1 WpHG a.F. normierte bis Ende 2004, dass die Tatsache im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sein muss. Das Kriterium geht noch auf die Börsenzulassungsrichtlinie 1979 zurück. Die unterschiedliche und damit engere Fassung des Tatbestands der veröffentlichungspflichtigen Insiderinformation bzw. Tatsache in § 15

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

WpHG a.F. ggü. § 13 WpHG a.F. stammt daher, dass einerseits das Verbot von Insidergeschäften früher eingreifen soll, da lukrativer Insiderhandel auch aufgrund allgemeiner Daten wie z.B. nur branchenspezifischen Marktinformationen, Forschungsergebnissen etc. möglich ist. Es bedurfte daher einer weiten Definition dessen, was Insiderinformation sein kann. Schon mit Erlass des WpHG wurde aber vertreten, dass diese Differenzierung zwischen dem, was Insiderinformation ist, und dem was der Emittent zu veröffentlichen hat, notwendig sei, da der Emittent von Informationen außerhalb seines Tätigkeitsbereichs möglicherweise keine Kenntnis haben könne.[732] Die Frage um Wissensgrenzen war also bereits mit Erlass des WpHG ein Thema, nur eben nicht an der Stelle von „unverzüglich", sondern im Rahmen des Kriteriums „unmittelbar betreffen".

Mit den Änderungen durch das AnsVG sollte in Umsetzung von Art. 6 MAD klargestellt werden, dass nicht nur Tatsachen im Tätigkeitsbereich des Emittenten, sondern auch „von außen" kommende Ereignisse ad-hoc-pflichtig sein sollen, indem das Tatbestandsmerkmal des Eintretens „im Tätigkeitsbereich des Emittenten" von § 15 Abs. 1 S. 1 in § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG a.F. als Regelbeispiel („insbesondere") herabgestuft wurde.[733] Art. 17 Abs. 1 MAR enthält das Regelbeispiel nicht mehr, weswegen die Einbeziehung von außen kommender Ereignisse nunmehr erst recht gilt. Art. 7 und Art. 17 MAR gehen zwar vom gleichen Begriff der Insiderinformation aus. Allerdings reicht es nach Art. 7 Abs. 1 MAR aus, wenn diese Informationen direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen, während es nach Art. 17 Abs. 1 MAR für die Auslösung der Veröffentlichungspflicht des Emittenten einer Information bedarf, die diesen Emittenten unmittelbar betrifft.[734]

Nach der Erweiterung seit dem AnsVG wird erst recht in der Literatur die Wissensgrenze und dementsprechend ein Wissenserfordernis des Emittenten entweder als Argument gegen die zu extensive Auslegung des Merkmals „unmittelbar betreffen" herangeführt,[735] oder dahingehend,

732 Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2044.

733 RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35; zur historischen Entwicklung nach dem AnsVG vgl. *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 35 ff.

734 Die sprachliche Differenzierung zwischen direkt und unmittelbar ist mit Blick auf die anderen Sprachfassungen ein Redaktionsversehen, macht in der Sache aber keinen Unterschied.

735 Bereits zuvor Deutsche Börse AG, WM 1994, 2038, 2044; darauf verweisend *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 497; ebenso *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dass unmittelbares Betreffen nun auch von außen kommende Informationen umfassen soll, aber keine Gefahr der Ausuferung bestehe, da die Pflicht auch bei von außen kommenden Informationen nur auf Kenntnis des Emittenten aufbauen könne.[736]

b) Historischer Kontext des unmittelbaren Betreffens

Die ursprüngliche Entwurfsfassung der MAD der Kommission sah das Kriterium „unmittelbar betreffen" zunächst gar nicht vor.[737] Emittenten sollten nach Art. 6 Abs. 1 des Entwurfs „Insider-Informationen sobald als möglich der Öffentlichkeit mitteilen." Der Wirtschafts- und Sozialausschuss kritisierte, dass sich die Regelung so auf Sachverhalte erstrecke, „wo kein Emittent die Hand mit im Spiel habe".[738] Auch der Ausschuss für Wirtschaft und Währung schlug eine entsprechende Änderung vor.[739] Die Einwände fanden Gehör, wurden aufgenommen und die Ergänzung um das Kriterium „unmittelbar betreffen" ist so bis heute in Art. 17 Abs. 1 MAR zu finden. Zwar bezog sich der Wirtschafts- und Sozialausschuss auf Beispiele wie Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffderivate, was zunächst nur für einen Ausschluss bzgl. allgemeiner Marktdaten spricht. Auch nach Ansicht der Kommission[740] und des Regierungsentwurfs zum AnsVG[741] ist das Ziel des Kriteriums aber die Eingrenzung des informationspflichtigen Informationskreises ggü. dem weiter gefassten Insiderinformationsbegriff.

Rn. 161, 328; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 249; siehe auch *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 78; *Büche*, Ad-hoc-Publizität, 2005, S. 182; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 103.

736 *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 103; *Koch*, AG 2019, 273, 277; dahingehend auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 45.

737 Siehe ABl. C 240 E vom 28.8.2001, S. 267.

738 ABl. C 80 v. 3.4.2002, S. 64.

739 Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) v. 27.02.2002, A5–0069/2002, S. 29.

740 Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, SEK(2002) 889 endgültig v. 14.8.2002, S. 5.

741 Vgl. RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35 „In Umsetzung von Artikel 6 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie sind nach Satz 1 alle Insiderinformationen im Sinne des § 13 Abs. 1 zu veröffentlichen, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Die Unmittelbarkeit grenzt damit die vom Emittenten zu veröffentlichenden Insiderinformationen ein."

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Das bedeutet im Ergebnis, dass das, was mit dem „ultra-posse-Argument" gemeint ist, nämlich, dass die Ad-hoc-Pflicht Grenzen unterliegen muss, von seinem gesetzgeberischen Zweck nicht im Kriterium „so bald wie möglich", sondern ausschließlich im Kriterium „unmittelbar betreffen" angelegt ist. Es gilt daher näher zu untersuchen, wie diese Eingrenzung genau vorzunehmen ist.

c) Vornahme der Abgrenzung in mittelbar und unmittelbar den Emittenten betreffende Informationen

Eine nähere gesetzliche Konkretisierung des Tatbestandsmerkmals gibt es nicht. Die BaFin und auch schon die CESR als Vorgängerin der ESMA haben eine Liste mit mittelbar und unmittelbar den Emittenten betreffenden Informationen herausgegeben, an der sich Emittenten orientieren sollen.[742] Da es sich aber nur um nicht abschließende Leitlinien der Verwaltung handelt, muss die Abgrenzung durch Auslegung rechtlich hergeleitet werden. Dabei werden zwei unterschiedliche Argumentationslinien verwendet, nämlich ein ökonomischer und ein nach Sphären wertender Ansatz.

aa) Ökonomischer Ansatz der Eingrenzung

Die ökonomische Auslegung ist davon geprägt Informationssuchkosten zu senken, um das Ziel eines effizienten Kapitalmarkts zu erreichen. Sie umfasst daher die folgenden zwei Punkte, die kumulativ vorliegen müssen.

(1) Der Emittent als least cost information provider

Der ökonomische Ansatz fragt erstens im Sinne der Kosten-Nutzen-Analyse, wer den Markt günstiger mit Informationen versorgen kann, konkret ob dies der Emittent ist, oder der Markt selbst. Man spricht davon, wer

742 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 49 f.; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33 f.; CESR, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, S. 8 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der „least cost information provider“[743] ist, also wörtlich derjenige, der Informationen zu den niedrigsten Kosten anbieten kann.

(2) Der Bezug zum Fundamentalwert

Zweitens muss die Information einen Bezug zum Fundamentalwert[744] gerade des potenziell veröffentlichenden Emittenten haben. Das wird durch die Konkretisierung „die unmittelbar *diesen Emittenten* betreffen“, deutlich. Wenn Emittent A Informationen über einen kursrelevanten Compliance-Verstoß von Emittent B hat, dann ist das eine Insiderinformation nach Art. 7 MAR. Möglicherweise mag B auch derjenige sein, der den Kapitalmarkt nun am kostengünstigsten mit der Information versorgen kann, da er alle Details umfassend kennt. Wenn sich diese Information aber nur auf den Fundamentalwert des A auswirkt, etwa weil der B mit dem A in keiner wirtschaftlichen Verbindung steht, dann ist klar, dass B zwar über die Information verfügt, aber nicht derjenige ist, der sie veröffentlichen muss, weil sie nicht seinen Fundamentalwert, sondern den des A beeinflusst.[745] Dabei ist bei der Auswirkung auf den Fundamentalwert darauf zu achten, ob die Information tatsächlich den Fundamentalwert des Emittenten ändert oder ob es sich nur um eine Einschätzung eines anderen Teilnehmers über den Fundamentalwert handelt.[746]

bb) Nach Sphären wertender Ansatz

Der nach Sphären wertende Ansatz soll ein Korrektiv zum weit verstanden Begriff der Insiderinformation sein. Der Emittent soll nur für diejenigen Informationen veröffentlichungspflichtig sein, für die er die Verantwortung habe, weil sie seiner Sphäre zurechenbar sind.[747] Dabei geht man wiederum davon aus, dass nur solche Informationen dieser Sphäre zurechenbar sind, die der Emittent kennt oder kennen kann. Der Emittent müsse

743 Näher *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 69 ff.; *Klöhn*, NZG 2017, 1285, 1287; *Köndgen*, in: FS Druey 2002, S. 791, 796; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 18 ff.
744 Siehe hierzu S. 27.
745 Beispiel angelehnt an *Koch*, AG 2019, 273, 277.
746 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 77.
747 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 395; *Koch*, AG 2019, 273, 277; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 161; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 37.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

von der Information wissen, denn sonst wäre er beispielsweise verpflichtet, eine kursrelevante, von außen kommende Behördenentscheidung (etwa die beantragte EU-weite Zulassung eines bedeutenden Medikaments) zu veröffentlichen, von der er nichts wisse.[748]

cc) Eigener Ansatz: Die Informationsverantwortung entsprechend des sachenrechtlich geprägten Informationsherrschaftsbereichs

Es geht bei der Ad-hoc-Pflicht nicht darum, dass der Emittent generell Informationsasymmetrien zwischen Marktteilnehmern abbaut. Die Pflicht soll ihn nur dort treffen, wo er derjenige ist, der das am besten leisten kann. Das ist nur der Fall, wenn er tatsächlich einen Vorteil hat, dem Markt selbst ggü Informationsasymmetrien abzubauen.[749] Insofern bietet die ökonomische Herangehensweise einen ersten Filter. Das Ergebnis sollte aber nicht allein von einer mathematischen und praktisch nur schwer durchführbaren Kosten-Nutzen-Rechnung, sondern letztlich im Einzelfall rechtlich wertend vorgenommen werden, was für den Gedanken der Informationssphäre spricht. Die Informationssphäre setzt voraus, dass der Emittent die Information tatsächlich erhalten kann. Der Emittent kann den Markt nicht informieren, wenn er die Information nicht erhalten kann, weil ihm der Zugriff verwehrt ist und wie es der Wirtschafts- und Sozialausschuss bereits sagte, er „die Hand nicht mit im Spiel hat". Mit Informationssphäre darf aber nicht ein Wissenselement gemeint sein, denn es lässt sich der Norm nicht entnehmen und schränkt die Wirksamkeit der Ad-hoc-Pflicht ein.[750] Es ist daher ein eigener, alternativer Ansatz zu wählen.

Vorzugswürdig ist es daher, die Grenze dort zu ziehen, wo der Emittent keinen Zugriff mehr, verstanden als sachenrechtlich geprägten Informationsherrschaftsbereich vergleichbar § 854 Abs. 1 BGB, auf die Information hat.[751] Innerhalb dieses Bereichs hat der Emittent gegenüber dem Kapitalmarkt eine „Informationsverantwortung"[752]. Keinesfalls soll es bedeuten,

748 *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 384 ff.; *Bertus*, Emittentenhaftung und Entlastung, 2020, S. 53.
749 *Büche*, Ad-hoc-Publizität, 2005, S. 182.
750 Siehe S. 135 ff.
751 Siehe S. 136 sowie *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2641.
752 Der Begriff enstammt der Frage nach den Leitungsaufgaben des Vorstands, vgl. *Fleischer*, ZIP 2003, 1, 5; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 82.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dass mit einer nationalen Norm europäisches Recht ausgelegt wird. Der Vergleich soll nur die autonom aus Art. 17 Abs. 1 MAR abzuleitende Reichweite verdeutlichen. Dieses besitzähnliche Verständnis passt unter das bisherige Ergebnis der Untersuchung. Es hat den Vorteil, dass einerseits die Ad-hoc-Pflicht rein objektiv bei Vorliegen der Insiderinformation eintritt. Art. 17 Abs. 1 MAR wir somit nicht im Sinne von Organisationspflichten dahingehend interpretiert „die Hand ins Spiel zu bringen". Zudem wird unter diesem Verständnis keine Anknüpfung des Beginns der Ad-hoc-Pflicht an die Wissenszurechnung oder die Verletzung einer Wissensorganisationspflicht gestellt.

Die Reichweite im Sinne dieses Informationsherrschaftsbereichs lässt sich ferner mit dem zentralen Telos der MAR stützen. Der Emittent soll dazu beitragen, Insiderhandel durch frühzeitige Ad-hoc-Publizität den Boden zu entziehen. Die Ad-hoc-Mitteilungspflicht ist aber nicht das einzige Mittel gegen Insiderhandel. Die Verantwortung des Emittenten unterliegt Grenzen. Dies zeigt schon die unterschiedliche Reichweite von Insiderinformationen in Art. 7 Abs. 1 MAR und die an den Insiderinformationsbegriff anknüpfenden Verbote in Art. 14 MAR einerseits und die an den Insiderinformationsbegriff anknüpfende Ad-hoc-Pflicht für die den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformationen in Art. 17 Abs. 1 MAR andererseits. Der Emittent muss einen Beitrag leisten, um das Vertrauen in den Markt und dessen Integrität zu bewahren, was die umfassend normierten Emittentenpflichten der MAR verdeutlichen. Da jeder Emittent auch nur für die Veröffentlichung von Informationen verantwortlich ist, die „diesen" Emittenten unmittelbar betreffen, muss das Kriterium der Fundamentalwertrelevanz beibehalten werden, damit der Emittent nicht für die allgemeine Informationsversorgung des Marktes zuständig ist. Eine wie hier verstandene, umfassende und objektiv eintretende Veröffentlichungspflicht für Informationen aus dem Informationsherrschaftsbereich, soll auch nicht dazu führen, den Anleger so zu stellen, als hätte er einen Informationsvorsprung ggü. dem Vorstand, den er nicht beanspruchen könne.[753] Der Markt erwartet, dass der Emittent seiner Informationsverantwortung nach Art. 17 Abs. 1 MAR nachkommt, Insiderhandel durch frühzeitige Publizität zu unterbinden, dadurch Vertrauen herstellt und zum Erhalt der Marktintegrität beiträgt. Außerhalb des Bereichs der eben definierten Informationsverantwortung wird diese Integrität aber gerade nicht durch unterlassene Publizität verletzt, wenn die Information nicht aus dem Informationsherrschaftsbereich des Emit-

753 So ein Einwand, vgl. die Diskussion bei *Weber*, ZHR 2017, 416, 424.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tenten stammt. Dann wird der Emittent aus seiner Verantwortung nach Art. 17 Abs. 1 MAR entlassen, da er die Integrität des Marktes weder durch Publizität schützen bzw. durch unterlassene Publizität beeinträchtigen kann.

dd) Fallbeispiele für „von außen" kommende Insiderinformationen

Folgende, „von außen" kommende Fallbeispiele sollen helfen, die Grenze des informationspflichtigen Kreises zu konkretisieren. Dabei zeigt sich, dass sich mit dem hier verstandenen Informationsherrschaftsbereich des Emittenten vertretbare Ergebnisse finden lassen.

(1) Ratings als Folgeauswirkungen von Informationen

Ein häufig aufgegriffenes und umstrittenes Beispiel ist die in der Begründung zum Gesetzesentwurf des AnsVG zu findende Problematik der Herabstufung des Emittenten durch eine Ratingagentur. Diese ist ein von außen kommendes Ereignis. Sie betrifft den Emittenten nach vorzugswürdiger Ansicht nur mittelbar.[754] Als reine Werteinschätzung eines anderen über den Emittenten verändert sie zunächst nicht den Fundamentalwert des Emittenten.[755] Allerdings kann sich durch das Rating die finanzielle Lage des Emittenten in Form höherer Finanzierungskosten ändern. Die Information „höhere Finanzierungskosten" hat dann Auswirkungen auf den Fundamentalwert. Nicht jedoch das Rating selbst, sondern vielmehr seine Auswirkungen betreffen den Emittenten unmittelbar. Es ist hier also zwischen der von außen kommenden Information Rating einerseits (in der Regel mittelbares Betreffen) und den Auswirkungen des Ratings auf

754 Str. siehe CESR, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, S. 8; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 343; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 37; a.A. RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 45 mwN.; *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215, 2216.

755 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 442.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den Fundamentalwert des Emittenten andererseits (dann unmittelbares Betreffen) als eigenständige Insiderinformation zu differenzieren.[756]

Dass der Emittent die Ergebnisse des Ratings zunächst gar nicht kennt, ist also nicht schlimm. Solange die Information seinem Informationsherrschaftsbereich entzogen ist, wird er durch ein Unterlassen einer Veröffentlichung kein Vertrauen in den Markt beeinträchtigen können. Wenn sich aber aufgrund des Ratings die Kreditbedingungen des Emittenten ändern sollten, hat der Emittent die Informationsverantwortung, da diese Information seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegt.

(2) Übernahmeangebot als Beispiel für den Informationszugriff

Eine von außen kommende, hier aber den Emittenten unmittelbar betreffende Information, soll das Übernahmeangebot nach § 29 WpÜG ff. sein. Auch dieses Beispiel wird häufig diskutiert, da es der Begründung des Gesetzesentwurfs zum AnsVG entstammt. Zu Recht fragt man sich, wie der Emittent von ihn betreffenden Übernahmeabsichten wissen und diese veröffentlichen soll, denn die Information „Übernahmeabsicht" ist seinem Informationsherrschaftsbereich entzogen. Gleichwohl stellt auch die Gesetzesbegründung zum AnsVG[757] nicht auf die Übernahme*absicht*, sondern auf die *Übermittlung* des Übernahmeangebots durch die andere Gesellschaft als die konkret veröffentlichungspflichtige Information ab. Wenn das Angebot, wie der deutsche Gesetzgeber voraussetzt, aber an den Emittenten übermittelt wurde, ist sie in seinen Informationsherrschaftsbereich gelangt. Die Überlegung ist vergleichbar mit dem Zugang der Willenserklärung nach § 130 Abs. 1 BGB.[758] Hier zeigt sich, dass es eben gar nicht darauf ankommt, dass tatsächlich eine Kenntnisnahme stattgefunden hat oder ob der Emittent ökonomisch betrachtet den Markt am günstigsten informieren kann oder inwiefern nach der Information gesucht wird. Der Eintritt in den Informationsherrschaftsbereich des Emittenten und damit die abstrakte Möglichkeit auf die Information zuzugreifen fingiert die Kenntnis.

---

756 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 51; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 442 ff.; *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1411; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 37.

757 Vgl. RegE AnsVG v. 25.05.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35.

758 *Fatemi*, NJOZ 2010, 2637, 2641.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ee) Bestätigung der Eingrenzung durch die Beispiele der BaFin

Auch die in den Leitfäden der BaFin genannten Beispiele lassen sich unter das gefundene Ergebnis subsumieren.

So betrifft den Emittenten unmittelbar etwa der Erhalt eines Großauftrags oder der Erhalt der Mitteilung eines Großaktionärs über einen beabsichtigten Squeeze-Out.[759] Auch Entscheidungen von Gerichten oder Verwaltungsbehörden sollen den Emittenten unmittelbar betreffen.[760] Diese Informationen kommen zwar „von außen" und sind damit nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten entstanden. Sie betreffen den Emittenten aber deswegen unmittelbar, weil sie erstens für ihn fundamentalwertrelevant sein können. Zwar kann der Emittent auch hier nicht immer jede Entscheidung wissen oder erahnen. Er ist aber zweitens in einem solchen Verfahren immer als Beteiligter involviert. Sie kommen also nicht unvorhergesehen und in der Regel hat der Emittent auf die Informationen daher Zugriff. Aus dieser Stellung kann sich daher eine Informationsverantwortung ergeben. Sofern in einem gerichtlichen bzw. behördlichen Verfahren etwa eine Entscheidung getroffen wurde, auf die der Emittent (noch) keinen Zugriff hat, muss man aber kein Wissenselement herleiten, denn der Emittent ist schlicht nicht veröffentlichungspflichtig, da sich die Information dann außerhalb seines Informationsherrschaftsbereichs befindet. Solange diese ihm erst noch zugestellt werden muss, befindet sich die Information außerhalb seines Informationsherrschaftsbereichs. Eine unterlassene Veröffentlichung kann die Marktintegrität daher nicht verletzten. Beispielsweise auf einen Bußgeldbescheid bzw. dessen Inhalt hat der Emittent erst mit dessen Bekanntgabe oder der Zustellung Zugriff. Ab diesem Moment betrifft die Information den Emittenten unmittelbar. Dann schließt sich das an, was mit „so bald wie möglich" als Prüffrist bezeichnet wurde.

Dass hier ein Zeitraum besteht, indem potenziell Insiderhandel betrieben werden kann, ist hinzunehmen. Einerseits ist eine solche Information (etwa der Erlass eines Bußgeldbescheids, oder etwa die kartellrechtlichen Fusionsgenehmigungen) Insiderinformation nach Art. 7 MAR und fällt unter das Insiderhandelsverbot nach Art. 8 Abs. 1, 14 lit. a) MAR. Zudem ist aus dem Gedanken des Art. 17 Abs. 8 MAR zu entnehmen, dass es legitim ist, wenn Insiderinformationen bei Personen vorliegen, die gesetzlich zur Verschwiegenheit verpflichtet sind, etwa § 37 Abs. 1 BeamtStG,

759 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 33.
760 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 49.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

§ 18 Abs. 1 BNotO, § 43a Abs. 2 BRAO, Art. 34 Abs. 1 EU-Abschlussprüfungsverordnung. Dabei darf nicht verkannt werden, dass bereits im Vorfeld einer Behördenentscheidung Insiderinformationen vorliegen können, welche der endgültigen Entscheidung vorgelagert sind, etwa die Durchsuchung durch die Staatsanwaltschaft vor dem Bußgeldbescheid, die Kaufvertragsverhandlungen oder der -abschluss vor Fusionsgenehmigung, oder die Stellung des Antrags auf Zulassung eines Medikaments vor dessen positiver Bescheidung. All das sind bereits Informationen, die potenziell zu veröffentlichen bzw. aufzuschieben sind, ggf. mit dem Hinweis auf die möglichen Folgen, weil sie den Emittenten unmittelbar betreffen, da sie seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegen.

2. Bestätigung für den Gedanken des Informationsherrschaftsbereichs

a) Vergleich mit dem Kartellrecht

Für diesen umfassenden Informationsherrschaftsbereich im Punkt „unmittelbar betreffen" spricht auch ein Vergleich mit dem europäischen Kartellrecht und der dortigen Rechtsprechung des EuGH. Die Zurechnung kartellrechtswidrigen Verhaltens zur juristischen Person entspricht dort der Zurechnung nach den Grundsätzen des respondeat superior.[761] Der EuGH hatte in einem Vorlageverfahren sinngemäß die Frage zu klären, ob ein Verstoß gegen das Kartellverbot des Art. 101 Abs. 1 AEUV voraussetzt, dass der Mitarbeiter des Unternehmens, der die kartellwidrige Absprache getroffen hat, hierzu auch vom satzungsmäßigen Vertreter bevollmächtigt war.[762] Der EuGH antwortete, dass „Art. 101 AEUV keine Handlung und nicht einmal Kenntnisse der Inhaber oder Geschäftsführer des betreffenden Unternehmens voraussetzt, sondern die Handlung einer Person genügt, die berechtigt ist, für das Unternehmen tätig zu werden".[763] Der EuGH[764] begründete dies damit, dass verbotene Kartellabsprachen meist verborgen abgehalten werden und keinen Formvorschriften unterliegen. Im Endeffekt geht es dabei um eine effektive Umsetzung des

761 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12; dazu *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 224 ff.
762 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12, Rn. 12.
763 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12, Rn. 25 mit Verweis auf Urt. v. 7.6.1983, Musique Diffusion française u. a./Kommission, 100/80 bis 103/80, Slg. 1983, 1825, Rn. 97.
764 EuGH, Urt. v. 7.2.2013, Az. C-68/12, Rn. 26 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

EU-Kartellrechts.[765] Mit der Berechtigung für das Unternehmen tätig zu werden, soll ein ausreichender Bezug zum Unternehmen hergestellt sein. Unternehmen und seine Mitarbeiter werden im europäischen Kartellrecht als wirtschaftliche Einheit betrachtet.[766] Eine Grenze des Zurechnungsbereichs zieht der EuGH erst, wenn es sich um ein anderes Unternehmen handelt, was etwa bei selbstständigen Dienstleistern der Fall sein soll.[767] Ihr Handeln wird dem Unternehmen nur zugerechnet, wenn der Dienstleister in Wirklichkeit unter der Leitung oder der Kontrolle des beschuldigten Unternehmens tätig ist, oder das Unternehmen das wettbewerbswidrige Verhalten kannte oder es vernünftigerweise vorherzusehen war.[768] Ausreichend für die Zurechnung ist also bereits allein das objektiv zu bestimmende Kriterium der Leitung oder Kontrolle über die pflichtwidrig handelnde Person.

Diese Gedanken lassen sich auf Art. 17 Abs. 1 MAR übertragen. Das wertende Kriterium der Zugehörigkeit des pflichtwidrig handelnden Mitarbeiters zum Unternehmen liefert bei der Frage der Zugehörigkeit der Information zum Emittenten in Art. 17 Abs. 1 MAR die Voraussetzung des unmittelbaren Betreffens. Zuzugeben ist dabei, dass der kartellrechtliche Unternehmensbegriff in Art. 101 AEUV denkbar weit ist und den Begriff des Emittenten übersteigt.[769] Sofern es sich aber nur um die Beziehung zwischen dem Emittenten als juristischer Person und einem Mitarbeiter oder den Organen dieser juristischen Person handelt, sprechen die Gründe einer ebenso effektiven Umsetzung des Art. 17 Abs. 1 MAR dafür, auch den Emittenten und seine Mitarbeiter analog zur kartellrechtlichen Haftungseinheit als eine Art „Informationseinheit" zu betrachten. Schließlich ist unmittelbar aus Art. 17 Abs. 1 MAR nicht der Vorstand oder bestimmte Mitarbeiter, sondern der Emittent verpflichtet.[770] Im Ergebnis entscheidend ist, wie dargelegt, der objektiv zu bestimmende Informationsherrschaftsbereich des Emittenten, der sich danach richtet, auf welche Informationen der Emittent Zugriff hat.

765 *Weck*, NZG 2016, 1374, 1375.
766 EuGH Urt. v. 21.7.2016; Az. C-542/14 Rn. 23; *Wagner*, ZHR 181 (2017), 203, 225.
767 EuGH Urt. v. 21.7.2016, Az. C-542/14, dazu *ders.*, ZHR 181 (2017), 203, 225.
768 EuGH Urt. v. 21.7.2016, Az. C-542/14, Rn. 33.
769 Siehe dazu näher noch S. 244.
770 Vgl. zum alten Recht bereits *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Ergebnis: Der „Wissende" beim Emittenten

Legt man einerseits die umfassende Informationsverantwortung für Informationen aus dem Informationsherrschaftsbereich des Emittenten zugrunde und zieht die Informationsgrenze im Merkmal „unmittelbar betreffen" bedeutet das, dass diese Informationszugriffsgrenze erst bei „von außen" kommenden Informationen beginnt. Wenn man den Emittenten, seine Organe und Mitarbeiter als eine Informationseinheit versteht, handelt es sich bei Informationen, auf die diese Personen Zugriff haben, um Informationen „von innen". Dann ist es unerheblich, wer und auf welcher Hierarchiestufe innerhalb des Emittenten Kenntnis von der Insiderinformation hat oder hätte haben müssen.[771] Das ist ein weiterer entscheidender Unterschied zur Wissenszurechnung, denn auch wenn einerseits nach dem BGH eine Informationsorganisationspflicht besteht, die sich nach der Relevanz der Information bestimmt, ist die Anknüpfung an einen personalen Kreis für die Zurechnung nicht aufgegeben.[772] Der Emittent hat innerhalb seines Informationsherrschaftsbereichs, vermittelt durch alle Mitarbeiter und Organe, eine umfassende Informationsverantwortung für die seinen fundamentalwert beeinträchtigenden kursrelevanten Informationen. Auch auf Vorgänge wie Compliance-Verstöße innerhalb der „unteren Mitarbeiterebene" hat der Emittent Informationszugriff, weil sich sein Informationsherrschaftsbereich nach der hier vertretenen Ansicht auf alle Insiderinformationen, vermittelt durch sämtliche Mitarbeiter und Organe, erstreckt. Er ist daher derjenige, der nach der Wertung des Art. 17 Abs. 1 MAR für die Veröffentlichung der Information zuständig ist. Es entspricht dem maximal möglichen Schutz des Systemvertrauens, auch eine Insiderinformation aus der „unteren Managementebene" und tiefer der Informationspflicht bzw. dem Verantwortungsbereich aus Art. 17 Abs. 1 MAR zu unterwerfen.

Die Anreizfunktion aus der Haftungsvermeidung in Verbindung mit dem gesetzlich normierten Anreizsystem des Art. 17 Abs. 4 MAR soll den Emittenten von selbst zur effizienten Informationssuche verleiten. Dass häufig der Vorstand derjenige ist, der Informationen als erstes kennt, da viele ad-hoc-pflichtige Vorgänge auf seine Initiative zurückgehen,[773]

771 Im Ergebnis auch *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 49; *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, §§ 97, 98 WpHG Rn. 89.

772 Siehe S. 130 ff.

773 *Braun*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003, § 8 Rn. 47.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

erleichtert die Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht.[774] Da die Ad-hoc-Pflicht aber keine Bereichsausnahme kennt, besteht sie trotzdem auch in den übrigen Fällen, wo dies nicht der Fall ist, wie gerade bei Compliance-Sachverhalten.

Im Ergebnis begründen damit alle Insiderinformationen die Veröffentlichungspflicht des Emittenten, die ihn unmittelbar betreffen. Das sind solche, die seiner Informationsverantwortung unterliegen, weil sie erstens seinen Fundamentalwert beeinträchtigen und zweitens seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegen, der dem Emittenten durch seine Organe und Mitarbeiter vermittelt wird.

774 Dagegen etwa *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 50, der dies sogar als Grenze des informationspflichtigen Kreises erachtet.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kapitel 4: Auswirkung der europarechtskonformen Auslegung auf die Ad-hoc-Pflicht in der Einzelgesellschaft und bei Unternehmensverbindungen

Der Emittent hat eine umfassende Informationsverantwortung gem. Art. 17 Abs. 1 MAR ggü. dem Kapitalmarkt. Die Grenze dieser Informationsverantwortung liegt tatbestandlich ausschließlich im Kriterium „unmittelbar betreffen". Diese Grenze beginnt bei Informationen aus dem „Außenverhältnis". Jeder kursrelevante Compliance-Sachverhalt „innerhalb" des Emittenten unterliegt hingegen seiner Informationsverantwortung und damit der Ad-hoc-Pflicht. Die Reichweite von Art. 17 Abs. 1 MAR ist damit sowohl weiter als die Auslegung nach der deutschen Wissenszurechnung bei juristischen Personen, als auch der objektiven Auslegung bei Verletzung der autonom herzuleitenden Wissensorganisationspflichten, da dort die Informationsverantwortung jeweils einer Verhältnismäßigkeitsgrenze unterliegt, wo die Zumutbarkeit und Erkennbarkeit der ordnungsgemäßen Wissensorganisation überschritten ist.

Zunächst soll nun die hier gefundene Auslegungsart der Ad-hoc-Pflicht übernommen werden und ihre Auswirkungen auf den Emittenten als Einzelgesellschaft aufgezeigt werden. Wie sich diese Wertung ggü. Informationen aus verbundenen, regelmäßig Konzernunternehmen auswirkt, gilt es im Anschluss zu zeigen. Konfliktpotential zwischen europäischen Kapitalmarktrecht in Form von Art. 17 Abs. 1 MAR und dem nationalen Gesellschaftsrecht besteht dabei insbesondere dort, wo der Informationsverantwortung nach Art. 17 Abs. 1 MAR rechtliche Grenzen aus dem nationalen Gesellschaftsrecht entgegenstehen.

A. Ad-hoc-Publizität in der Einzelgesellschaft

Zunächst sollen die durch die Organisationsverfassung und die Verschwiegenheitspflichten gesetzten rechtlichen Informationsgrenzen des Aktiengesetzes und deren Verhältnis zu Art. 17 Abs. 1 MAR aufgezeigt werden. Dabei soll zunächst wegen der dualistischen Struktur zwischen der Verschwiegenheitspflicht des Vorstands einerseits und der des Aufsichtsrats

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

andererseits differenziert werden. Diese Differenzierung ist wie sich später zeigen wird auch für Konzernsachverhalte von Bedeutung.

I. Verschwiegenheitspflichten des Vorstands und Ad-hoc-Pflicht

Nach § 93 Abs. 1 S. 3 AktG haben Vorstandsmitglieder über vertrauliche Angaben und Geheimnisse der Gesellschaft, namentlich Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse, die den Vorstandsmitgliedern durch ihre Tätigkeit im Vorstand bekanntgeworden sind, Stillschweigen zu bewahren. Diese Regelung kann nicht grenzenlos gelten. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG schützt das Unternehmensinteresse, weswegen die Verschwiegenheitspflicht dann endet, wenn das Unternehmensinteresse es gebietet, zu reden.[775]

Die Verschwiegenheitspflicht gilt zunächst nicht im Innenverhältnis ggü. den anderen Mitgliedern des Vorstands, weil diese denknotwendig auf den Informationsaustausch für ihre Zusammenarbeit angewiesen sind und selbst wiederum der Verschwiegenheitspflicht unterliegen. Dies betrifft auch die Fälle, in denen der Vorstand gesellschaftsrechtlich direkt verpflichtet ist, etwa im Fall der Berichtspflicht an den Aufsichtsrat nach § 90 AktG. Auch im Außenverhältnis gilt sie nicht unbegrenzt. Spezialgesetzliche Pflichten wie auch die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR stellen eine solche, die gesellschaftsrechtliche Verschwiegenheitspflicht des Vorstands durchbrechende Norm dar.[776] Die Einhaltung gesetzlicher Publizitätspflichten ist Teil der Legalitätspflicht des Vorstands. Die Durchbrechung ergibt auch Sinn, stellt doch jede den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation ein Geheimnis im Sinne von § 93 Abs. 1 S. 3 AktG dar.[777] Ein pauschales Berufen auf die Verschwiegenheitspflicht würde die Erfüllung jeder Kapitalmarktpublizität von Anfang an unmöglich machen.

---

775 *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 36; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 93 Rn. 120; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 181.

776 Allg. Meinung, vgl. *Bank*, NZG 2013, 801, 802; *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 93 Rn. 26; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 159; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1287.

777 Vgl. *Hefendehl*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 404 Rn. 71; *Wittig*, in: MüKo-AktG, § 404 Rn. 28.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

II. Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats und Ad-hoc-Pflicht

Die Grundsätze zur Verschwiegenheit des Vorstands gelten über § 116 S. 1 AktG sinngemäß auch für den Aufsichtsrat in der Einzelgesellschaft. Zudem enthält S. 2 eine eigene Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats. Defizite in diesem Bereich aufgrund der in der Regel nur nebenamtlich ausgeübten Tätigkeit veranlassten den Gesetzgeber zu einer Verschärfung durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz.[778] Nur wenn der Aufsichtsrat umfassend zur Verschwiegenheit verpflichtet sei, werde er mit Informationen versorgt und könne seiner Kontrollfunktion nachkommen.

Dass im Aufsichtsrat ad-hoc-publizitätspflichtige Sachverhalte entstehen können, ist spätestens seit Geltl/Daimler offensichtlich geworden. Insiderinformationen entstehen aber im Aufsichtsrat nicht ausschließlich bei Personalfragen. Neben seiner Personalhoheit nach §§ 84, 112 AktG hat der Aufsichtsrat mit der in § 111 Abs. 1 AktG normierten Überwachungspflicht auch eine eigene Compliance-Verantwortung.[779] Bei Verstrickung des Vorstands in Compliance-Vorwürfe liegt es nahe, dass der Aufsichtsrat in diesem Rahmen eigene Untersuchungen veranlasst und dabei Insiderinformationen erhält oder, etwa durch die Untersuchung oder die Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gegen den Vorstand, auch selbst generiert.[780] Klar ist aber auch, dass der Aufsichtsrat in solchen Situationen nicht immer ein Interesse hat, die Information sofort an den Vorstand weiterzuleiten.

Die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 MAR und Entscheidung über den Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 AktG richten sich mangels anderweitiger europarechtlicher Regelung nach nationalem Gesellschaftsrecht und sind Aufgabe des Vorstands.[781] Sofern eine Insiderinformation ausschließlich im Aufsichtsrat vorhanden ist, besteht ein Spannungsverhältnis, da Wissender (Aufsichtsrat) und Handlungsverantwortlicher (Vorstand) auseinanderfallen und zusätzlich ein Bedürfnis bestehen kann, die Information nicht umgehend an den Vorstand weiterzuleiten.

778 Begr. RegE TransPuG, BT-Drucks. 14/8769, S. 18.
779 Umfassend *Arnold*, ZGR 2014, 76, 85 ff.
780 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 57; zur Reichweite der Aufklärungskompetenz des Aufsichtsrats *Arnold*, ZGR 2014, 76, 100; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 123.
781 Siehe S. 125.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Auswirkung der Organisationsverfassung auf die Ad-hoc-Pflicht

a) Meinungsstand

Unter der Prämisse der Wissenszurechnung sind Insiderinformationen aus dem Aufsichtsrat der Gesellschaft grundsätzlich nicht zurechenbar.[782] Selbst die strenge Organtheorie sei nicht im Sinne einer absoluten Zurechnung jeglichen Organwissens gemeint, sondern gelte nur dort, wo ein Organ auch zuständig sei.[783] Die Wissenszurechnung – so die überwiegende Ansicht – fände dort ihre Grenze, wo auch die Organisationsmacht des Vorstands ende.[784] Der Aufsichtsrat ist zwar zur Informationsweitergabe an den Vorstand befugt.[785] Er ist ihm ggü. aber nicht weisungsgebunden und berichtspflichtig, somit dem Wissensorganisationssystem des Vorstands entzogen. Daher könne dem Vorstand auch kein Wissen aus dem Aufsichtsrat zugerechnet werden. Für die MAR bedeute dies, dass der Emittent für Insiderinformationen, die nur innerhalb des Aufsichtsrats vorhanden sind, daher grundsätzlich auch nicht ad-hoc-pflichtig sei.[786]

b) Konsequenzen

Wissenszurechnung im Lichte von Art. 17 Abs. 1 MAR wird also wieder als eine Organisationspflicht verstanden, die davon beeinflusst ist, wie die Organisation, hier die AG, verfasst ist. In Anknüpfung an die vom BGH dargelegten Pflichten zur ordnungsgemäßen Organisation der gesell-

---

782 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 57; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 805 ff.; *Breuer/Fraume*, in: Heidel Aktienrecht, § 112 AktG Rn. 10; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 126 ff.; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 123; *Koch*, ZIP 2015, 1757, 1762; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 74.

783 *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 805 mwN.

784 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 57; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 805 ff.; *Breuer/Fraume*, in: Heidel Aktienrecht, § 112 AktG Rn. 10; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 126 ff.; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 123; *Koch*, ZIP 2015, 1757, 1762; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 74.

785 Dazu näher und statt aller *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 59.

786 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 57; *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 384; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 805 ff.; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 73 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 333, 426 f.; *Verse*, AG 2015, 413, 417.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schaftsinternen Kommunikation, die auch auf den berechtigten Erwartungen des Rechtsverkehrs beruhen,[787] kann dieser also nur erwarten, dass sich die AG entsprechend den Vorgaben des AktG verhält. Nationales Gesellschaftsrecht bedingt nach dieser Ansicht die europarechtliche Kapitalmarktpublizität.

2. Ausnahmen vom Grundsatz der begrenzten Ad-hoc-Pflicht

Die Ansicht unterliegt wiederum punktuellen Einschränkungen. Überwiegend wird die Wissenszurechnung und daraus folgend eine Ad-hoc-Pflicht des Emittenten jedenfalls dann angenommen, wenn die im Aufsichtstrat vorhandene Information seinem originären Aufgabenbereich (insbesondere § 84 AktG) entspringt.[788] Einschränkend soll aufgrund des Gesamtbeschlusserfordernisses in § 108 AktG das Wissen des Einzelaufsichtsrat aber zunächst in das Kollegialorgan eingebracht werden, damit der Emittent verpflichtet sei.[789]

a) Eigene Veröffentlichungskompetenz des Aufsichtsrats

Zur Sicherstellung der Ad-hoc-Pflicht bei Insiderinformationen aus dem Aufsichtsrat ließe sich aufgrund der aktienrechtlich nicht bestehenden Berichtspflicht des Aufsichtsrats an den Vorstand, an eine eigene Mitteilungspflicht des Aufsichtsrats an den Kapitalmarkt aus Art. 17 Abs. 1 MAR denken. Aus dem Blickwinkel der Wissenszurechnung spricht gegen eine solche eigene Veröffentlichungspflicht bzw. Kompetenz des Aufsichtsrats, dass der Aufsichtsrat die Gesellschaft nach § 112 AktG nur ggü. den Vorstandsmitgliedern und damit nicht ggü. der Kapitalmarktöffentlichkeit

787 BGH, NJW 1996, 1339, 1341.

788 *Bekritsky*, BKR 2020, 382, 387 ff.; *Breuer/Fraume*, in: Heidel Aktienrecht, § 112 AktG Rn. 10; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 129; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 112 Rn. 26 f.; *Ihrig/Kranz*, BB 2013, 451, 456; *Koch*, ZIP 2015, 1757, 1758 ff.; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 2020, Rn. 534; *Mülbert*, in: FS Stilz 2014, S. 411, 422; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1206; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 377; a.A.:*Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 57, 95; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 333.

789 *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 804; *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 112 Rn. 27; *Spindler*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 112 Rn. 47 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

vertritt.[790] Ebenso ist seine Tätigkeit als bloßes Nebenamt ausgestaltet (§ 100 Abs. 2 Nr. 1 AktG).[791] Auch daraus, dass jedenfalls der Aufsichtsratsvorsitzende in bestimmtem Umfang eine Kompetenz zur Kommunikation mit Inverstoren hat, ergibt sich keine Kompetenz zur Kapitalmarktinformation, denn die Mitteilungspflicht bleibt als Maßnahme der Unternehmensführung Aufgabe des Vorstands und Teil seiner Legalitätspflicht.[792] Problematisch ist zudem, dass alle Bereiche der Ad-hoc-Pflicht Geschäftsführungsmaßnahmen sind, welche dem Aufsichtsrat nach § 111 Abs. 4 S. 1 AktG grundsätzlich nicht übertragen werden dürfen.[793] Auch die Gesetzesmaterialien zum Transparenz- und Publizitätsgesetz sprechen für eine restriktive Handhabung. Die Einführung der Verschwiegenheitsklausel in § 116 S. 2 AktG beabsichtigte die Stärkung der Kontrollfunktion des Aufsichtsrats, was unter der Klarstellung hervorgehoben wurde, dass die Aufgabe des Aufsichtsrats nicht die frühzeitige Veröffentlichung interner Entscheidungsprozesse sei.[794] Zuletzt verdeutlichte der BGH unter Bezugnahme auf diese Gesetzesbegründung, dass der Vorstand der „Herr der Geschäftsgeheimnisse" sei und es auch in Fällen, in denen die Gesellschaft zur Offenbarung gesetzlich verpflichtet ist, allein in seiner Entscheidungsgewalt liege, wann und wie er welche Informationen zur Erfüllung der Verpflichtung der Gesellschaft offenbare.[795]

b) Eigene Aufschubkompetenz des Aufsichtsrats

Bei Informationen, die im Zusammenhang mit der Personalkompetenz nach §§ 84, 112 AktG stehen, wie etwa die mögliche Abberufung und Suche eines neuen Vorstandsmitglieds wird erwogen, dass der Aufsichtsrat zwar nicht für die Veröffentlichung, aber jedenfalls ausnahmsweise für die Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR kraft Annexkompetenz zuständig sei[796] und daher dieses Wissen dem Emittenten zugerechnet werden kön-

790 *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 804; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 128; *Koch*, ZIP 2015, 1757, 1762; *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 75.
791 *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 804.
792 *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 75.
793 *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709c.
794 BT-Drucks. 14/8769, 18.
795 BGH, NJW 2016, 2569, Rn. 35.
796 *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709c; *Lutter/Krieger/Verse*, Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 2020, Rn. 534; *Schnorbus/Klormann*, WM 2018, 1069, 1078.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ne.[797] Dogmatisch wird § 111 Abs. 4 S. 1 dabei teleologisch reduziert.[798] Teilweise wird aber auch eine Ad-hoc-Pflicht des Emittenten mit Verweis auf die aktienrechtliche Kompetenzordnung ganz abgelehnt.[799] Auch die BaFin forderte zunächst in ihren FAQs zu Art. 17 MAR[800] – ohne nähere Begründung-, dass bei der Aufschubentscheidung mindestens ein Vorstandsmitglied beteiligt sein müsse, rückt jedoch mittlerweile[801] bei Fällen originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit davon ab.

Praktische Überlegungen verdeutlichen das Bedürfnis der Klärung dieser Kompetenzfrage. Es ist bei Compliance-Sachverhalten schwer vorstellbar, dass der Aufsichtsrat Überlegungen der Abberufung eines Vorstandsmitglieds oder die Prüfung bzw. Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen dem Vorstand zuleitet, damit dieser in eigener Sache über den Aufschub oder die Veröffentlichung entscheidet.[802]

3. Der eingeschränkte Informationsfluss aufgrund der aktienrechtlichen Organisationsverfassung unter Berücksichtigung der Informationsverantwortung des Emittenten

a) Stellungnahme

Die Ansätze der eingeschränkten Ad-hoc-Pflicht aufgrund der aktienrechtlichen Organisationsverfassung sind mit der hier verstandenen umfassenden Informationsverantwortung des Emittenten aus Art. 17 Abs. 1 MAR nicht vereinbar. Entgegen der hier vertretenen Auffassung führt die Anwendung der Grundsätze der Wissenszurechnung im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR dazu, dass die aktienrechtliche Kompetenzordnung innerhalb

797 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 54; dafür: *Habersack*, in: MüKo-AktG, § 116 Rn. 54; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 116 Rn. 47; *Mülbert*, in: FS Stilz 2014, S. 411 ff.; *Peters*, in: FS Vetter 2019, S. 563, 585; *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1206; unklar, da gegen Wissenszurechnung aber für Annexkompetenz *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 333, 426 f.

798 *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 709c.

799 *Leyendecker-Langner/Kleinhenz*, AG 2015, 72, 75.

800 BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), 29.05.2019, S. 5.

801 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 54; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 36 f.

802 *Mülbert*, in: FS Stilz 2014, S. 411, 416.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der Gesellschaft Berücksichtigung findet und damit die Ad-hoc-Pflicht bedingt.

Da es nach Art. 17 Abs. 1 MAR aber, wie dargelegt, keine Wissensorganisationspflichten gibt und es nicht darauf ankommt, wer im Unternehmen wann von der Information Kenntnis erlangt, ist die Einschränkung der Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus dem Aufsichtsrat in der Einzelgesellschaft nach der hier vertretenen Auffassung nicht haltbar. Insiderinformationen eines jeden Aufsichtsratsmitglieds müssen daher als potenziell ad-hoc-pflichtige Insiderinformation betrachtet werden. Diese Informationen müssen als solche Informationen betrachtet werden, die den Emittenten unmittelbar betreffen, weil das Aufsichtsratsmitglied als Organ Teil des Emittenten und seines Informationsherrschaftsbereichs ist und er damit auf die Information Zugriff hat, was automatisch die Ad-hoc-Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR auslöst.

Dafür, dass die Informationsverantwortung nicht bei Informationen aus dem Aufsichtsrat endet, spricht auch, dass Kompetenzfragen aufgrund der dualistischen Struktur des Emittenten bei der Frage, wann die Ad-hoc-Pflicht vorliegt, ausdrücklich keine Relevanz mehr haben sollen (Stichwort mehrstufige Entscheidungsprozesse[803]). Die Anforderungen an die gesellschaftsinterne Kommunikation darf nicht nach den nationalen Wissensorganisationspflichten, sondern muss autonom im Lichte der MAR betrachtet werden. Die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR richtet sich zwar ohne nähere europarechtliche Ausgestaltung an den Emittenten selbst. Dass mangels europarechtlicher Regelung hierfür nach nationalem Recht der Vorstand zuständig ist, kann nicht dazu führen, dass aus kompetenzrechtlichen Gründen, Wissen von Aufsichtsratsmitgliedern dem Zugriffsbereich des Emittenten und damit der Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR entzogen ist.[804]Fehl geht dabei insbesondere die Ansicht, dass die MAR trotz des Gebots einer autonom europarechtlichen Auslegung die Gegebenheiten des dualistischen Ordnungssystems gar nicht berühre und daher respektiere.[805] Hiergegen sprechen die dem Erwägungsgrund 50 lit. b) zu entnehmen Wertungen, ebenso wie die aufgrund Art. 17 Abs. 11

803 Siehe bereits S. 57 ff.

804 So auch *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 406 ff. der allerdings davon ausgeht, dass die Wissenszurechnung weiterhin gilt, nur beeinflusst durch den Normzweck von Art. 17; dahingehend auch *Retsch*, NZG 2016, 1201, 1206; dagegen *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 57.

805 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 57.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

MAR erlassenen Leitlinien der ESMA[806]. Gründe der dualistischen Struktur sollen demnach weder die Frage, ob eine Insiderinformation vorliegt, noch die Ad-hoc-Mitteilungspflicht des Emittenten unterbinden können. Vielmehr sollen Gründe der Organisationsverfassung nur ausnahmsweise einen Informationsaufschub rechtfertigen, wenn die Bekanntgabe der Information vor der Zustimmung (des Aufsichtsrats), zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde. Dies betrifft zwar nach Erwägungsgrund 50 lit. b) sowie den Leitlinien ausdrücklich nur mehrstufige Entscheidungsprozesse. Die gesetzgeberische Wertung dahinter lässt sich aber auf Fragen der dualistischen Struktur insgesamt übertragen. Wenn die Organisationsverfassung bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen bei vom Geschäftsführungsorgan getroffenen Entscheidungen auf die Publizitätspflicht von künftigen Umständen oder Ereignissen keine Auswirkung haben soll, muss dies erst recht gelten, wenn es um einen bereits existierenden Umstand geht, der lediglich dem Aufsichtsrat vorliegt. Die zentrale Aussage dahinter ist, dass Kapitalmarktinformation unbeeinflusst von Fragen der nationalen Organisationsverfassung zu erfolgen hat.

b) Lösungsmöglichkeit

Eine eigene Veröffentlichungskompetenz des Aufsichtsrats nach Art. 17 Abs. 1 MAR würde die aktienrechtlichen Grenzen der Aufsichtsratstätigkeit nach § 111 Abs. 4 S. 1 AktG allerdings übersteigen. Zur Umsetzung der Vorgaben der MAR ist sie aber nicht notwendig, weswegen sich der Konflikt auflösen lässt. Aus der Informationsverantwortung in Verbindung mit der Pflichtkonkretisierung „so bald wie möglich" folgt, dass Informationen, welche lediglich innerhalb des Aufsichtsrats vorhanden sind, der zuständigen Stelle, also dem Vorstand oder dem Ad-hoc-Gremium weiterzuleiten sind. Dort wird dann über den Aufschub oder die Mitteilung entschieden. Nur sofern es sich dabei um sensible Informationen aus dem Zuständigkeitsbereich des Aufsichtsrats handelt, die dem Vorstand aus strategischen Gründen zunächst nicht bekannt werden sollen, muss in effektiver Umsetzung der MAR der Aufsichtsrat selbst eine Aufschubentscheidung nach Art. 17 Abs. 4 MAR treffen. Die Entscheidung

806 ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen v. 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, S. 5.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

durch den Aufsichtsrat stellt in diesem Fall keinen Verstoß gegen die Grenze des § 111 Abs. 4 S. 1 AktG dar. Sie dient der effektiven Umsetzung europäischen Rechts und ist ausnahmsweise eine eigene Kompetenz kraft unmittelbaren Sachzusammenhangs. Diese Möglichkeit für den Aufsichtsrat im Vorfeld einzurichten, ist wiederum Aufgabe des Vorstands als gesamtverantwortlicher für die Ad-hoc-Pflicht und damit Teil seiner Legalitätspflicht. Sofern ein Aufschub nicht möglich ist, muss die Information an den Vorstand weitergeleitet werden. Die Veröffentlichung liegt dann in seiner Verantwortung.

c) Ergebnis

Zusammenfassend ist also festzuhalten, dass sich Art. 17 Abs. 1 MAR auf das Aktienrecht in der Einzelgesellschaft dahingehend auswirkt, dass die Bereichsausnahmen, die über die Wissenszurechnung und damit die Heranziehung des Kompetenzgefüges bestehen, zugunsten der Umsetzung der europäischen Marktmissbrauchsverordnung aufzulösen sind. Der Vorstand hat im Rahmen seiner Legalitätspflicht durch organisatorische Maßnahmen dafür zu sorgen, dass der Aufsichtsrat bei der Erfüllung von Art. 17 Abs. 4 bzw. Abs. 1 MAR mitwirkt. Die Auflösung des Konflikts bei Informationen aus dem Aufsichtsrat muss nicht durch eine eigene Veröffentlichungskompetenz des Aufsichtsrats erfolgen, sondern kann mittels eigener eigenen Aufschubkompetenz bzw. einer strikten Informationsweiterleitung sichergestellt werden.

B. Ad-hoc-Publizität bei Unternehmensverbindungen

Von der Ad-hoc-Pflicht für Insiderinformationen aus der Einzelgesellschaft zu unterscheiden ist die Ad-hoc-Pflicht für Insiderinformationen aus mit dem Emittenten verbundenen Unternehmen nach §§ 15 ff. AktG. Insiderinformationen die nicht beim Emittenten, sondern bei verbundenen Unternehmen des Emittenten vorliegen, sind zwar häufig Informationen „innerhalb" des Konzerns und seines Konsolidierungskreises.[807] Für den Emittenten als juristische Person sind dies aber Informationen aus ande-

807 Grundlegend bereits *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 30 f.; *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem AnSVG, 2007, S. 190; *Pelzer*, ZIP 1994, 746, 750; *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 16 f.; *Singhof*, ZGR 2001, 146, 164; *Thieme*, Ad-hoc-Publizität

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ren Gesellschaften und damit Informationen „von außen".[808] Hier geht es also nicht um die Informationsverantwortung für Informationen der eigenen Organe und Mitarbeiter der betroffenen juristischen Person, sondern um die Verantwortung für Informationen aus verschiedenen, in der Regel Konzerngesellschaften, insbesondere die Verantwortung für Informationen aus der Tochter- für die Muttergesellschaft oder umgekehrt. Zu klärend ist nachfolgend daher die Frage, ob ein Emittent auch solche Informationen aus verbundenen Unternehmen nach Art. 17 Abs. 1 MAR zu veröffentlichen hat.

I. Informationsverantwortung für Informationen aus verbundenen Gesellschaften

Nach dem oben gefundenen Ergebnis kann eine Informationsverantwortung des Emittenten auch bei „von außen" kommenden Informationen bestehen. Die MAR enthält keine Konzernklausel oder Bestimmungen zur Veröffentlichungspflicht bei Informationen aus verbundenen Gesellschaften. Die Frage ist daher im Punkt „unmittelbar betreffen" zu verorten. Dieses „Durchschlagen"[809] von Umständen und Ereignissen bei der einen auf die andere Gesellschaft setzt als erstes voraus, dass eine kursrelevante Information, aus einer (Konzern)gesellschaft bei der anderen, börsennotierten Gesellschaft, Auswirkung auf deren Fundamentalwert hat. Dem soll hier nicht näher nachgegangen werden,[810] da sie eine vorwiegend ökonomische Frage ist, die wiederum von der Art und Intensität der Unternehmensverbindung, der Höhe der Beteiligung und der Relevanz der Information im Einzelfall abhängt.[811]

Geklärt werden soll hier die zweite Voraussetzung, nämlich ob der Emittent für kursrelevante Informationen, die seinen Fundamentalwert beeinträchtigen, die aber aus anderen Gesellschaften stammen, nach Art. 17 Abs. 1 MAR eine Informationsverantwortung hat und ihn diese

---

und Konzerndimension, 2004, S. 37; im Übrigen etwa *Schwintowski*, ZIP 2015, 617, 622.

808 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 136; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2032; *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem AnSVG, 2007, S. 190 "Art Zwitterstellung".

809 LG Stuttgart, NZG 2018, 665, Rn. 89; *Kocher*, NZG 2018, 1410.

810 Vergleiche hierzu etwa die Ausführungen bei *Kocher*, NZG 2018, 1410; umfassend: *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 150 ff.; *Thieme*, Ad-hoc-Publizität und Konzerndimension, 2004, S. 212 ff.

811 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 99.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Informationen ad-hoc-pflichtig machen können.[812] Auch für die Ad-hoc-Publizität bei Unternehmensverbindungen geht man bislang einerseits davon aus, dass sie durch die Grundsätze der Wissenszurechnung bedingt ist. Dabei wird vorausgesetzt, dass die für die Publizität verantwortliche Person beim Emittenten Kenntnis von der Information aus verbundenen Unternehmen hat, oder die Information dem Emittenten aufgrund eines Wissensorganisationsverschuldens zugerechnet werden kann.[813] Die andere Strömung geht davon aus, dass es zwar nicht auf ein Wissen des veröffentlichungspflichtigen Emittenten ankommt, aber letztlich die Kenntnisnahme der Information aus dem verbundenen Unternehmen möglich gewesen sein muss.[814] Auch wenn sich diese Ansichten auf den ersten Blick unterscheiden, so zeigt sich derselbe Befund wie in der Einzelgesellschaft, dass die Antwort letztlich jeweils in der Verletzung einer Wissensorganisationspflicht gesucht wird.[815] Im Ergebnis entsprechen beide Ansichten wieder der Frage der Wissenszurechnung des BGH, hier nur eben für Informationen aus verbundenen Unternehmen. Wie bereits festgestellt, können die Grundsätze der Wissenszurechnung bei juristischen Personen nicht zur Auslegung des Art. 17 Abs. 1 MAR herangezogen werden.[816] Ob dies auch für die Ad-hoc-Publizität bei Informationen aus verbundenen Unternehmen der Fall ist, ist hingegen fraglich. Es geht dabei nämlich nicht um die Zurechnung von Wissen der natürlichen- zur juristischen Person, sondern vielmehr um die Zurechnungen zwischen zwei juristischen Personen. Im Gegensatz zu den Ausführungen in Erwägungsgrund 50 lit. b) MAR zur Organisationsverfassung in der Einzelgesellschaft schweigt die MAR zur Frage der Ad-hoc-Publizität bei Unternehmensverbindungen.

---

812 Siehe hierzu bereits S. 198 ff.

813 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 59; *Dreher*, WuW 2010, 731, 742; *Gehrt*, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, 1997, S. 142; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 534; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 229 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 208; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2033 f.; *Thieme*, Ad-hoc-Publizität und Konzerndimension, 2004, S. 37, 193 ff.; offenlassend *Möllers*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 19 ff.; widersprüchlich LG Stuttgart, NZG 2018, 665, Rn. 89.

814 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 302; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 240 ff.; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 105, 133; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 61 f.; widersprüchlich LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 159 ff. 229.

815 Siehe S. 171.

816 Siehe S. 125 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Zunächst sollen daher die Grundsätze der Wissenszurechnung bei verbundenen Unternehmen dargestellt werden. Dabei ist insbesondere auf die konzernrechtlichen Informationsmöglichkeiten und Informationsgrenzen einzugehen. Die sich daran anschließende Frage ist, wie sich die Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR bei „von außen" kommenden Informationen aus verbundenen Gesellschaften zum Gesellschaftsrecht verhält.

II. Wissenszurechnung im Konzern nach dem BGH

Zur Wissenszurechnung im Konzern äußerte sich der BGH im Einklang mit seiner in freier Rechtsfortbildung am Verkehrsschutz orientierten Rechtsprechung bislang kaum.[817] In Wesentlichen werden zwei Argumentationslinien herangezogen. Eine Konstellation betrifft die Ausgliederung von Befugnissen von der einen auf eine andere Gesellschaft. Das betrifft Fälle in denen eine ausgegliederte, selbständige juristische Einheit mit der Wahrnehmung von Aufgaben für die andere juristische Person betraut ist.[818]

In seiner versicherungsrechtlichen geprägten Rechtsprechung[819] heißt es, dass im Konzernverbund eine Wissenszurechnung nur dann in Betracht kommt, wenn der eine Versicherer die bei dem anderen gespeicherten Daten routinemäßig abfragen würde.[820] Später konkretisierte er, dass Informationen aus der Konzerngesellschaft eines Versicherers, diesem zuzurechnen sind, sofern Anlass besteht, die Daten abzurufen und die Möglichkeit des Zugriffs gegeben ist.[821] Eine solche Möglichkeit war im konkreten Fall aufgrund eines gemeinsamen Datenpools der Konzerngesellschaften gegeben. Der notwendige Anlass zum Informationsabruf lag im konkreten Fall in der Einwilligung zum Informationsabruf aus diesem Datenpool durch den betroffenen Versicherungsnehmer. Grundsätzlich erfolgt aber für konzern- oder datenverbundene Unternehmen eine Zurechnung von Wissen untereinander nicht.[822]

Die Literatur schließt sich ganz überwiegend dieser Rechtsprechungslinie an und verweist auf die Kriterien der Möglichkeit des Informations-

817 Vgl. etwa den Überblick bei *Harke*, Wissen und Wissensnormen, 2017, 94 ff.
818 BGH, NJW 2001, 359, 360.
819 BGH, NJW-RR 1990, 285; BGH, NJW 1993, 2807, bestätigt in BGH, NJW 2006, 289, Rn. 34.
820 BGH, NJW-RR 1990, 285, 286.
821 BGH, NJW 1993, 2807.
822 BGH, NJW 2006, 289 Rn. 34 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

zugriffs sowie den besonderen Anlass der Informationsabfrage im Einzelfall.[823] Zunächst soll daher aufgezeigt werden, auf welche Informationen innerhalb verbundener Gesellschaften aktienrechtlich überhaupt Informationszugriff besteht. Anschließend soll auf den in Rechtsprechung und Literatur geforderten konkreten Informationsanlass eingegangen werden. Das Ergebnis soll dann im Verhältnis zu Art. 17 Abs. 1 MAR untersucht werden.

1. Informationsansprüche innerhalb verbundener Gesellschaften

Da die Wissenszurechnung die Einhaltung von Wissensorganisationspflichten ist, besteht bei der Zurechnung von Wissen zwischen juristischen Personen mehr Rechtssicherheit. Die Regeln des Konzernrechts geben nämlich Anhaltspunkte dafür, wann zwischen den jeweiligen Gesellschaften gesetzliche Informationsansprüche bzw. -Pflichten aufgrund der jeweiligen Konzernierungsform bestehen, welche einen Informationszugriff ermöglichen.[824]

a) Informationsansprüche der Muttergesellschaft ggü. der Tochtergesellschaft

Zunächst gilt das konzernrechtliche Trennungsprinzip. Jede juristische Person im Konzernverbund ist grundsätzlich eigenständig.[825] Sofern zwischen Gesellschaften kein vertraglicher Informationsaustausch, etwa durch Kooperations- oder Organisationsvereinbarungen besteht,[826] hängen gesetzliche Informationsansprüche zwischen verbundenen Unternehmen von der Art der jeweiligen Unternehmensverbindung ab. Dabei kommt es

823 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 59; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 78 Rn. 60 f.; *Habersack/Foerster*, in: GK-AktG, § 78 Rn. 44; *Kort*, in: GK-AktG, § 76 Rn. 204; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 76 Rn. 89; *Schubert*, in: MüKo-BGB, § 166 Rn. 68 ff.; *Schüler*, Die Wissenszurechnung im Konzern, 2000, S. 273; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 364 ff.; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 970; *Verse*, AG 2015, 413, 419; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70 f.

824 *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 360.

825 *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 533.

826 *Singhof*, ZGR 2001, 146, 168.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

darauf an, ob es sich um einen faktischen- (§ 311 ff. AktG), einen Vertrags- (§ 291 ff. AktG) oder Eingliederungskonzern (§ 319 ff. AktG), oder aber eine reine finanzielle Beteiligung handelt.

b) Informationsansprüche im Vertrags-, Eingliederungs- und GmbH-Konzern

Im Vertragskonzern besteht ein Auskunftsanspruch des herrschenden Unternehmens ggü. dem abhängigen Unternehmen aufgrund des Weisungsrechts des herrschenden Unternehmens aus § 308 Abs. 1 S. 1 und Abs. 2 AktG.[827] Nichts anderes gilt bei der stärksten Form der Konzernierung, dem Eingliederungskonzern, aufgrund von § 323 Abs. 1 AktG.[828] Gleiches gilt, wenn das Tochterunternehmen eine GmbH ist, da deren Geschäftsführer weisungsgebunden ist (§ 37 GmbHG) und grundsätzlich ein umfassendes Auskunftsrecht der Gesellschafter besteht (§ 51a GmbHG).

c) Informationsansprüche im faktischen Konzern

Im faktischen Konzern besteht grundsätzlich nur ein gesetzlicher Informationsanspruch des Mutterunternehmens aus § 294 Abs. 3 S. 2 HGB gegenüber Tochterunternehmen aus dem Konsolidierungskreis bezüglich Informationen, die die Aufstellung des Konzernabschlusses, des Konzernlageberichts und des gesonderten nichtfinanziellen Konzernberichts erfordern. Da der Auskunftsanspruch zur Erfüllung einer Regelpublizitätspflicht dient, die nur eine jährliche Auskunftserteilung erfordert,[829] kommt er für die anlassbezogene Ad-hoc-Pflicht kaum in Betracht.[830]

827 *Bauer/Schmidt-Bedun*, in: FS Wegen 2015, S. 105, 108; *Bunz*, DB 2019, 170, 172; *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 308 Rn. 39a; *Fabritius*, in: FS Huber 2006, S. 705, 709 f.; *Langenbucher*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 308 Rn. 21; Leuering/Goertz, in: Hölters - AktG, § 308 Rn. 23; *Schüler*, Die Wissenszurechnung im Konzern, 2000, S. 147; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2033; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 181 f.; als Annexkompetenz zum Weisungsrecht: *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 95 ff.; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 308 Rn. 12a.

828 *Schüler*, Die Wissenszurechnung im Konzern, 2000, S. 173.

829 *Bunz*, DB 2019, 170, 171.

830 *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 200 m. Fn. 1197.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ob es auch im faktischen Konzern einen darüberhinausgehenden Informationsanspruch des Mutterunternehmens gibt, ist umstritten.[831] Insbesondere kommt eine Herleitung aus der Überwachungspflicht aus § 91 Abs. 2 AktG und der Berichtspflicht des Vorstands nach § 90 Abs. 1 S. 2 AktG als eine solche Anspruchsgrundlage in Betracht. Obwohl beide Normen konzernweit verstanden werden sollen, besteht ihre Reichweite gemäß der ausdrücklichen Gesetzesbegründung aber nur „im Rahmen der bestehenden gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten"[832] bzw. „im Rahmen des nach den gesetzlichen Bestimmungen Zulässigen, des [dem Vorstand] faktisch Möglichen und konkret Zumutbaren".[833] Auch die Compliance-Pflicht des Vorstands des Mutterunternehmens gegenüber Konzernunternehmen unterliegt diesen Grenzen.[834]

Im Ergebnis wird mangels ausdrücklicher Anspruchsgrundlage und aufgrund der Wertung des auf Freiwilligkeit basierenden § 311 AktG ein über § 294 Abs. 2 S. 3 HGB hinausgehender Informationsanspruch ganz überwiegend abgelehnt.[835]

d) Zwischenergebnis

Während also im Vertrags- und Eingliederungskonzern umfassende gesetzliche Auskunftsansprüche der herrschenden gegen die beherrschte Gesellschaft bestehen, ist dies im faktischen Konzern nicht der Fall. Entspre-

---

831 Mit unterschiedlichen Ansätzen dafür etwa: *Altmeppen*, in: MüKo-AktG, § 311 Rn. 425; *Löbbe*, Unternehmenskontrolle im Konzern, 2003, S. 154 ff.; *Schneider/Burgard*, in: FS Ulmer 2003, S. 579, 597 ff.; *Semler*, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft, 1996, Rn. 300 ff.; *Tschierschke*, Die Sanktionierung des Unternehmensverbundes, 2013, S. 94.

832 Bzgl. § 91 Abs. 2 AktG, vgl. Begr. RegE KonTraG, BT-Drucks, 13/9712, S 15.

833 Bzgl. § 90 Abs. 1 S. 2 AktG vgl. Begr. RegE TransPuG, BT-Drucks. 14/8769, S. 14, siehe auch *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 170 ff.

834 Ausführlich *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 353 ff.; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 78; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 417 ff.

835 *Bauer/Schmidt-Bedun*, in: FS Wegen 2015, S. 105, 108; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 311 Rn. 36d; *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 270 ff., 302; *Schüler*, Die Wissenszurechnung im Konzern, 2000, S. 266; Rübenstahl/Preuß, in: Szesny/Kuthe (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 33. Kap. Rn. 33; *Verse*, ZHR 175 (2011), 401, 423; *Vetter*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 311 AktG Rn. 72; *Werner*, WM 2016, 1474, 1479.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

chend besteht auch kein eigener Anspruch (mit Außenahme der hier zu vernachlässigenden Auskunftsrechte als Aktionär) bei einer reinen Finanzbeteiligung. Mangels eines Weisungsrechts der Tochter- gegenüber der Muttergesellschaft bestehen auch im umgekehrten Verhältnis seitens der Tochter- gegenüber der Muttergesellschaft keine gesellschaftsrechtlichen Informationsansprüche.[836]

2. Informationsgrenzen im faktischen Konzern

Die Grenze des tatsächlichen Informationskreises hängt also von den gesellschaftsrechtlichen Weisungs- bzw. Informationsmöglichkeiten ab. Deren Reichweite unterliegt wiederum der Grenze durch gesetzlich festgelegte Verschwiegenheitspflichten als mögliche Schranke der Weisungs- und Informationsmöglichkeiten. Sie sind Ausfluss der organschaftlichen Treuepflicht.[837]

a) Meinungsstand in der Literatur

Einhellig wird in der Literatur[838] angenommen, dass die Wissenszurechnung dort ihre Grenze haben muss, wo das Gesetz der Informationsweiterleitung entgegensteht. Die Wissensweiterleitung sei unrechtmäßig, wenn die nach § 404 AktG strafbewehrten Verschwiegenheitspflichten nach § 93 Abs. 1 S. 3 AktG bzw. § 116 Abs. 1 AktG verletzt werden müssten. Wenn

836 OLG Frankfurt a. M., NZG 2020, 348, Rn. 22; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 970; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 435 mwN.

837 *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 93 Rn. 29.

838 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 160; *Buck-Heeb*, Wissen und juristische Person, 2001, S. 476 f.; *Buck-Heeb*, AG 2015, 801, 810 f.; *Engelhardt*, Wissensverschulden, 2019, S. 149 ff.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 273; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 534; *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 42; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1552; *Koch*, ZIP 2015, 1757, 1763; *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994, S. 4, 13; *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2016, 2540 ff.; *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 49 Rn. 83; *Reuter*, ZIP 2017, 310, 313; *Schäfer*, in: Hdb börsennotierte AG, § 14 Rn. 14.67; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 341; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 24; *Verse*, AG 2015, 413, 417 f.; a.A. *Schwintowski*, ZIP 2015, 617, 617 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

eine Wissensweiterleitung unzulässig ist, kann dieses Wissen folglich auch nicht in Wissensorganisationspflichten einbezogen werden.

b) Die Rechtsprechung des BGH zur Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats

Zur Grenze der Wissenszurechnung entschied der BGH[839], dass einer Bank das Wissen ihres Prokuristen, das dieser als Mitglied des Aufsichtsrats einer Aktiengesellschaft erlangt hat und das dessen Verschwiegenheitspflicht gem. § 116 S. 1 in Verbindung mit § 93 Abs. 1 S. 3 AktG unterliegt, der Bank nicht zugerechnet werden kann. Dabei stützte sich der BGH wesentlich auf die Begründung des Gesetzgebers zum Transparenz- und Publizitätsgesetz, wonach die Verschwiegenheit elementar für die Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats sei.[840] Der Aufsichtsrat könne seiner Beratungs- und Kontrollfunktion nur nachkommen, wenn im Gegenzug gewährleistet ist, dass die erhaltenen Informationen vertraulich behandelt werden, da ansonsten seine Informationsversorgung durch den Vorstand nicht gewährleistet sei. Die Verschwiegenheitspflicht gelte umfassend. Für solche Informationen scheide eine Wissenszurechnung von vornherein aus.[841] Der BGH führte weiter aus, dass die Befreiung von der Verschwiegenheitspflicht, und oder eine Preisgabe der Informationen, sei es aus vertraglicher oder gesetzlicher Verpflichtung, ausschließlich eine Ermessensentscheidung des Vorstands als dem „Herrn der Geschäftsgeheimnisse" sei.[842] Ob diese im Einzelfall mögliche Befreiung des Aufsichtsratsmitglieds durch den Vorstand hier erfolgte, hatte der BGH nicht zu entscheiden.[843]

c) Informationsbelieferung der Tochter ggü. der Mutter im faktischen Konzern durch den Vorstand

Ob diese Wertungen übertragbar sind, wenn es sich nicht um Wissen des Aufsichtsrats, sondern um Wissen des Vorstands der Tochtergesellschaft

839 BGH, NJW 2016, 2569.
840 BT-Drucks. 14/8769, 18.
841 BGH, NJW 2016, 2569, Rn. 32.
842 BGH, NJW 2016, 2569, Rn. 35.
843 BGH, NJW 2016, 2569, Rn. 36.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

im faktischen Konzern handelt, ist fraglich. Die Konstellation wurde, soweit ersichtlich, vom BGH bislang noch nicht entschieden.

Solange die Wissenszurechnung im Konzern auf der aktienrechtlichen Kompetenzordnung aufbaut, ist die Wissenszurechnung nur dort möglich, wo das Gesetz einen Informationsanspruch bzw. eine Weitergabe der Information zulässt. Um auch im faktischen Konzern einen Informationsfluss zu gewähren, sind insbesondere Doppelmandatskonstellationen beliebt, welche aber in einem Spannungsverhältnis zur Treuepflicht ggü. der jeweiligen Gesellschaft stehen und einen ungehinderten Informationsfluss nicht gewährleisten können.[844] Die Treuebindung hindert dabei auch eine entsprechende Anwendung der vertragskonzernrechtlichen Regelungen, sodass es bei den Informationsgrenzen aus dem faktischen Konzern bleibt.[845]

Einigkeit besteht jedenfalls, dass der Vorstand einer abhängigen Gesellschaft auch ohne Informationserteilungspflicht, Informationen an ein herrschendes Unternehmen im Rahmen seines Leitungsermessens weiterleiten darf.[846] Die Weiterleitung von Informationen von der Tochter, die für die Muttergesellschaft ad-hoc-pflichtig sind, wird für letztere wohl immer in deren Interesse liegen.

Mitunter wird aber auch der abhängigen Gesellschaft, und darauf kommt es entscheidend an, ein Eigeninteresse zur Weiterleitung von Insiderinformationen attestiert, da die Vermeidung von Bußgeldern im Konzern ein Interesse aller Konzernunternehmen sei.[847] Sofern dies nicht so ist, überlagert die Schutzfunktion des § 311 AktG den Eigenwillen der abhängigen Gesellschaft, soweit negative Folgen einer Informationsweiter-

844 *Aschenbeck*, NZG 2000, 1015 ff.; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 154 ff.; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 29; *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 31; *Hopt/Roth*, in: GK-AktG, § 93 Rn. 233; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 376; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 143; a.A. wohl *Anders*, Vorstandsdoppelmandate, 2006, S. 72.

845 Statt aller *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 53 mwN.

846 *Bank*, NZG 2013, 801, 805; *Bauer/Schmidt-Bedun*, in: FS Wegen 2015, S. 105, 110; *Bunz*, DB 2019, 170, 173; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 362 ff.; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 311 Rn. 36e; zur Zuständigkeit des Vorstands als "Herr der Geschäftsgeheimnisse" BGH, NJW 2016, 2569 ff. Rn. 35; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 535; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 178; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 347; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 372.

847 *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 535.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gabe tatsächlich ausgeglichen werden.[848] In der Konsequenz ist die Informationsweitergabe befugt, sofern sie im eigenen Interesse der abhängigen Gesellschaft ist, oder wenn sie im Interesse der Muttergesellschaft ist und ein tatsächlicher Nachteilsausgleich nach § 311 AktG stattfindet. Dann ist die Verschwiegenheitspflicht des Vorstands nach § 93 Abs. 1 S. 2 AktG überlagert.[849] Folglich ist dann auch der Informationserhalt für die verbundene Gesellschaft möglich. Dabei bestehen allerdings Einschränkungen. Zur Weiterleitung befugt ist nur das Vorstandsmitglied, das das jeweilige Ressort begleitet, welches die Information betrifft; die Weiterleitung von Informationen von wesentlicher Bedeutung bedarf hingegen einer Zustimmung des Gesamtvorstands.[850] Es bleibt ferner dabei, dass es sich auch immer noch um eine eigene Ermessensentscheidung des die Information weitergebenden Vorstands der Tochtergesellschaft handelt, daher ein Informationsanspruch keineswegs den tatsächlichen Informationserhalt sichert und entsprechend der versicherungsrechtlichen Rechtsprechung des BGH mit dem uneingeschränkten Zugriff auf einen Datenpool zu vergleichen ist.

d) Ergebnis

Im Ergebnis ist ein Informationszugriff im faktischen Konzern deutlich schwieriger als im Vertrags- oder Eingliederungskonzern oder bei vertraglicher Kooperation, da grundsätzlich die Verschwiegenheitspflicht des AktG Geltung beansprucht. Die Begründungslast liegt auf Seiten der einzelfallabhängigen Ausnahmen von der aktienrechtlichen Verschwiegenheitspflicht.

3. Der konkrete Informationsanlass

Wissenszurechnung im Konzern setzt nach dem BGH neben dem zulässigen Zugriff auf die Information zusätzlich einen konkreten, im Einzelfall

848 *Aschenbeck*, NZG 2000, 1015, 1017; *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 364 ff.

849 *Bauer/Schmidt-Bedun*, in: FS Wegen 2015, S. 105, 109; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 183; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 347 f.

850 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 373; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 93 Rn. 158.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

zu bestimmenden Informationsanlass voraus. Entsprechend restriktiv äußert sich auch die Literatur. Eine Zurechnung komme nur in Betracht, wenn zusätzlich zu einer vorhandenen Informationsmöglichkeit, besonderer Umstände vorliegen, die aus Wertungsgesichtspunkten eine Zurechnung rechtfertigen können, da eine pauschale Zurechnung bei reiner Informationsmöglichkeit das Trennungsprinzip und die rechtliche Selbstständigkeit der einzelnen Gesellschaften (§ 15 ff. AktG) verkennt.[851]

a) Insiderinformation als Anlass

Ob auch das Vorliegen von Insiderinformationen in verbundenen Unternehmen ein besonderer Anlass für die gesellschaftsrechtliche Wissenszurechnung ist, wird eher restriktiv gesehen. Eine Ad-hoc-Pflicht der Muttergesellschaft soll nicht per se durch Vorliegen von Insiderinformationen bei der Tochtergesellschaft bestehen.[852] Nicht jeder Zugriff auf Daten in Konzernunternehmen könne mit dem Zugriff auf besonders vertrauliche Insiderinformationen gleichgesetzt werden, es bedürfe einer Wissensorganisationspflichtverletzung.[853] Letztlich würde ein solcher Anlass nur bei Vorliegen einer Insiderinformation aber wieder zu einer pauschalen Zurechnung führen. Es wird daher versucht eine Lösung in der Intensität der Beherrschung ggü. dem verbundenen Unternehmen bzw. dem Grad der Beherrschbarkeit des Informationserhalts aus verbundenen Unternehmen zu suchen.[854]

---

851 *Armbrüster/Kosich*, ZIP 2020, 1494, 1503; *Drexl*, ZHR 161, 491, 508; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 78 Rn. 58; *Gasteyer/Goldschmidt*, AG 2016, 116, 124; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 533; *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 43 f.; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1553; *Harke*, Wissen und Wissensnormen, 2017, S. 97; *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 78 Rn. 29; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 411; *Koch*, ZIP 2015, 1757, 1765; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 771; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 364 ff.; *Verse*, AG 2015, 413, 418; a.A. *Schwintowski*, ZIP 2015, 617, 622 f.

852 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 157; *Nietsch*, ZIP 2018, 1421, 1426 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 208; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70 f.; a.A. *Schwintowski*, ZIP 2015, 617, 622 f.

853 *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 534.

854 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 72; *Drexl*, ZHR 161, 491, 511 ff.; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 411; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 771; *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht, 2003, S. 132 ff.; *Thieme*, Ad-hoc-Publizität und Konzerndimension, 2004, S. 210 ff.; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 70; *Wittmann*, Informationsfluss im Konzern, 2008, S. 102.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Doppelorganschaft als Anlass

Für einen besonderen Anlass, der eine Wissenszurechnung ausnahmsweise rechtfertigt, wird neben aktivem Datenaustausch und Auslagerung funktionaler Einheiten, auch das Auftreten als Einheit gegenüber Vertragspartnern, einheitliche Unternehmensplanung und Doppelorganschaft in den verbundenen Gesellschaften diskutiert.[855] Insbesondere der Doppelorganschaft kommt seit dem Abgasskandal besondere Bedeutung zu und hat die rechtliche Diskussion wieder entfacht,[856] weswegen darauf näher eingegangen werden soll.

aa) Meinungsstand

Betrachtet man zunächst den Aufsichtsrat mit Doppelmandat so muss entsprechend der Rechtsprechung des BGH, wie dargestellt[857] eine Zurechnung von Wissen aus dem Aufsichtsrat wegen seiner umfassenden gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht zwischen verbundenen Unternehmen ausscheiden. Auch auf Vorstandsebene zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft der Konzernunternehmen soll die Personenidentität für sich allein nicht Anlass zur Informationsweiterleitung bzw. Abfrage sein.[858] Die nur partiell vorhandene Rechtsprechung äußert sich stark zurückhaltend.[859] Andere wiederum formulieren, bei Personenidentität des Vorstands in den jeweiligen Gesellschaft sei – ohne nähere Begründung – stets eine Wissenszurechnung vorzunehmen, oder, dass bei einzelnen Doppelmandats-

855 Vgl. *Armbrüster/Kosich*, ZIP 2020, 1494, 1503 ff.; *Drexl*, ZHR 161, 491, 516; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 78 Rn. 61; *Harke*, Wissen und Wissensnormen, 2017, S. 101 ff.; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 370 ff.

856 OLG Frankfurt a. M., NZG 2020, 348, Rn. 22; LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 225; LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 159 ff., 184; einen Überblick zum Meinungsstand gibt *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 370 ff.

857 Siehe S. 224.

858 *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 231; *Habersack/Foerster*, in: GK-AktG, § 78 Rn. 44; *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1412; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17; *Mertens/Cahn*, in: KK-AktG, § 76 Rn. 89; *Schüler*, Die Wissenszurechnung im Konzern, 2000, S. 200; Stephan/Tieves, in: MüKo-GmbHG, § 35 Rn. 225; wohl aber auch *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 981.

859 BGH, NJW 2001, 359, 360; OLG München, Urt. v. 21.11.2011, Az. 19 U 2039/09, Rn. 46 (zitiert nach juris); kritisch aber offenlassend OLG Frankfurt a. M., NZG 2020, 348, Rn. 22.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

trägern eine Wissenszurechnung besonders naheliege.[860] Ein „Infizieren" mit der Information bei Doppelorganschaft sei denkbar,[861] oder solches Wissen könne „nicht unberücksichtigt bleiben".[862] Die Doppelorganschaft gebe deswegen Anlass zur Zurechnung, weil das Doppelorganmitglied „nicht sein Gedächtnis quasi an der Tür zur nächsten Gesellschaft abgeben könne."[863]

bb) Ansicht des LG Stuttgart

Das LG Stuttgart[864] hat 2018 im Abgasskandal in der Konstellation um die unterlassene Weiterleitung von bestandsgefährdenden Insiderinformationen von der Volkswagen AG an die Konzernholding Porsche SE durch Martin Winterkorn – seinerzeit Vorstandsvorsitzender beider Gesellschaften -, eine Wissenszurechnung aufgrund einer „Gatekeeperstellung" Winterkorns für die Porsche SE angenommen. Der Informationsanspruch bestehe dabei aus dem konzernweit nach § 91 Abs. 2 AktG eingerichteten Überwachungssystem sowie einer Grundlagenvereinbarung bezüglich des Informationsaustauschs über bestandsgefährdende Risiken zwischen den beiden Gesellschaften:

> *„Eine am Rechtsverkehr teilnehmende Holdinggesellschaft wie die Beklagte hat sich dabei so zu organisieren, dass der Vorstandsvorsitzende der VW AG seine Informationsweiterleitungspflicht als sog. Gatekeeper der Beklagten gegenüber erfüllt und die Beklagte im Rahmen von Managementgesprächen ihrer Informationsabfragepflicht bezüglich bestandsgefährdender Risiken nachkommt. Wird dabei gegen die Organisationspflicht in Bezug auf den Informationsfluss innerhalb eines Konzerns verstoßen, so hat sich*

860 *Frowein*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 10 Rn. 24; *Grigoleit*, in: Grigoleit - AktG, § 78 Rn. 44; *Kort*, in: GK-AktG, § 76 Rn. 204; *Schneider/Schneider*, in: Scholz GmbHG, § 35 Rn. 132; *Hoffmann-Becking*, in: Münch. Hdb. AG, § 23 Rn. 34; ähnlich *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2032; vorsichtig auch Weber, in: Hölters - AktG, § 78 Rn. 16; wohl auch *Neuner*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 2020, § 49 Rn. 83.

861 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71.

862 *Armbrüster/Kosich*, ZIP 2020, 1494, 1503.

863 *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 78 Rn. 103; *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 341; dagegen *Hölters*, in: Hölters - AktG, § 93 AktG Rn. 148.

864 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 155.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

die Organisation so behandeln zu lassen, als habe entsprechendes Wissen vorgelegen."[865]

Nach den Ausführungen des LG Stuttgarts war der Anlass der Informationsabfrage, bzw. Weiterleitung „nicht eine einzelne aus der Sphäre der VW AG stammende Insiderinformation, sondern allein ein für Winterkorn erkennbares substantielles Informationsbild über bestandsgefährdende Risiken bei der VW AG, die Anlass für eine Gewinnwarnung bei der [Porsche SE] sein können."[866] Der Anlass für Winterkorn war also nach diesen Ausführungen nicht ausschließlich seine Doppelmandatsfunktion oder das Vorliegen von Insiderinformationen, sondern erst Informationen über bestandsgefährdende Risiken. Dies hätte ihn veranlassen müssen, sie als Vorstandsvorsitzender der Volkswagen AG weiterzuleiten und als Vorstandsvorsitzender der Porsche SE bei sich selbst als dem Vorstandsvorsitzenden von Volkswagen abzufragen.

4. Stellungnahme

Wenn die Wissenszurechnung wie sie der BGH vornimmt, Wissensorganisationspflichten sind, die auf dem Verkehrsschutz und den Erwartungen des Rechtsverkehrs aufbauen, so muss dieser also die Organisationsverfassung und die Informationsmöglichkeiten und -grenzen nach dem Aktiengesetz berücksichtigen. Ebenso stellt sich die Situation dar, wenn man objektiv ohne Vorliegen eines Wissenserfordernisses in Art. 17 Abs. 1 MAR im Konzern eine Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus verbundenen Gesellschaften bei Möglichkeit der Kenntnisnahme annimmt, da sich diese Möglichkeit wiederum aus vertraglichen und gesetzlichen, konkret aktienrechtlichen Informationsmöglichkeiten ergibt.

Der Feststellung des BGH, dass der Vorstand der „Herr der Geschäftsgeheimnisse" ist, ist zuzustimmen, da die Informationsweiterleitung eine allein ihm obliegende Ermessensentscheidung ist. Würde man eine Wissenszurechnung bei bloßer rechtlicher Möglichkeit der Abfrage- und Weiterleitung bejahen, würde man dieses Ermessen faktisch aushöhlen, denn dann könnte sich der Vorstand der abhängigen Gesellschaft zu einer Weiterleitung genötigt sehen, wenn die Information dem Mutterunternehmen sowieso zugerechnet wird. Mit dem Kriterium eines konkreten, einzelfallab-

865 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 198.
866 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 157.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

hängigen Anlasses, geht die Einschränkung einer pauschalen Zurechnung von Wissen aufgrund Informationsmöglichkeit einher und berücksichtigt das Trennungsprinzips, gleichzeitig verbleibt Rechtsunsicherheit.

Es spricht viel dafür, einen solchen Anlass und damit ein „infizieren" in der Konstellation der Doppelmandate zu sehen, die über Insiderinformationen verfügen, denn sie sollen gerade den Informationsfluss zwischen den Gesellschaften gewährleisten bzw. vereinfachen. Dann müssten sich die Gesellschaften auch gegenseitig zu ihrem Nachteil Wissen zurechnen lassen. Es erscheint treuwidrig, sich Kommunikationsvorteile durch Doppelmandate sichern zu wollen, auf der anderen Seite die einmal negativen Folgen der Wissenszurechnung aber abzulehnen.

Gegen eine pauschale Zurechnung spricht, dass etwa im faktischen Konzern, gesetzlich zunächst vorausgesetzt ist, dass eine Anfrage an die Tochtergesellschaft gestellt wird und deren Vorstand im Rahmen seines Ermessens zu entscheiden hätte, ob er einer Weisung oder Informationsanfrage nachkommen will, oder nicht und ob die Voraussetzungen des § 311 AktG gewahrt sind.[867] Die Möglichkeit der Kenntnisnahme der Information durch die andere Gesellschaft ist also sehr beschränkt. Dabei ist auch nicht davon auszugehen, dass sich ein personenidentischer Vorstand in der abhängigen Gesellschaft nur von den Konzerninteressen leiten lässt, sondern möglicherweise versucht, im Konzernvorstand die Interessen der Tochtergesellschaft durchzusetzen.[868] Selbst bei einem umfassenden Informationsanspruch im Vertragskonzern kann das Weisungsrecht aber auch nicht zu einer pauschalen Wissenszurechnung führen, denn der abhängige Vorstand handelt grundsätzlich eigenverantwortlich, welche nicht umfassend, sondern eben nur punktuell bei Weisung durchbrochen wird.[869] Eine pauschale Wissenszurechnung vom abhängigen Vorstand auf die Tochter verbietet sich daher.[870] Zudem besteht nur ein Recht und keine umfassende Pflicht zur Konzernleitung, die Ausgestaltung ist wiederum Ermessensentscheidung des Vorstands der Muttergesellschaft.[871] Dementsprechend resultiert gesellschaftsrechtlich aus einem Informations-

867 *Hölters*, in: Hölters - AktG, § 93 AktG Rn. 148; *Werner*, WM 2016, 1474, 1478.
868 *Schüler*, Die Wissenszurechnung im Konzern, 2000, S. 200.
869 *Bork*, ZGR 1994, 237, 253; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 363; *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1412; *Schüler*, Die Wissenszurechnung im Konzern, 2000, S. 152.
870 *Bork*, ZGR 1994, 237, 253; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 363; *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1412.
871 *Drexl*, ZHR 161, 491, 510; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 78 Rn. 58; *Spindler*, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 974; *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 361 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

recht bzw. einer Informationsmöglichkeit nicht zwingend eine Informationspflicht.

5. Ergebnis

Im Ergebnis wird erst der konkrete Informationsanlass die Geltendmachung des bestehenden Informationsanspruchs zwischen zwei verbundenen Unternehmen bedingen. Dies kann nach den Grundsätzen der Wissenszurechnung nur im Ausnahmefall als ein Vorwurf des Organisationsverschuldens geprüft werden, dass aus einem ex-ante betrachteten, konkreten Informationsanlass heraus, eine bestehende Informationsmöglichkeit nicht genutzt wurde und man dabei die Information auch mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit erhalten hätte. Dieser Vorwurf dürfte umso einfacher zu bejahen sein, je intensiver sowohl die Möglichkeit des Informationszugriffs einerseits und andererseits gewichtiger die Information und die Wahrscheinlichkeit ihres Erhalts ist. Bei Doppelmandaten dürfte dies zwar etwas einfacher der Fall sein, die gesellschaftsrechtliche Möglichkeit die Information zu erhalten ist für den Emittenten aber keineswegs gesichert. Die Grundsätze der Wissenszurechnung im Konzern bieten im Ergebnis keine hinreichende Sicherstellung für eine unbedingte, konzernweite Ad-hoc-Publizitätspflicht. Im Fokus steht weiter das Trennungsprinzip.

III. Der kapitalmarktrechtliche Informationsanspruch im Konzern

Die Zurechnung von Wissen aus verbundenen Gesellschaften erfolgt nur im Einzel- und Ausnahmefall. Es stellt sich die entscheidende Frage, ob dies mit Art. 17 Abs. 1 MAR vereinbar ist, konkret ob dieser bei Informationen aus verbundenen Unternehmen auf den Grenzen des nationalen Gesellschaftsrechts aufbaut oder eigenständige Informationsrechte bzw. Pflichten herleitet. Eine solche Erweiterung der gesellschaftsrechtlichen Informationsansprüche wird insbesondere durch das LG Stuttgart und Teile der Literatur durch einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch aus der Ad-hoc-Publizitätspflicht angenommen.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

1. Ansicht des LG Stuttgart

In der Rechtsprechung hat erstmals das LG Stuttgart[872] aufgrund der europarechtskonformen Auslegung von § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch gegen ein verbundenes Unternehmen im faktischen Konzern angenommen, dessen Verletzung die Ad-hoc-Pflicht begründen soll. Den Fällen lag die Abgasaffäre bei der Volkswagen AG zugrunde, in der eben beschriebenen Konstellation der Ad-hoc-Publizitätspflicht der Konzernholding Porsche SE für Informationen aus der Volkswagen AG. Die Porsche SE war mit rund 52 % der Stimmrechte an der Volkswagen AG beteiligt und nicht als Automobilhersteller, sondern als reine Holdinggesellschaft tätig.[873]

Nach Ansicht des LG Stuttgarts knüpft § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. zwar nur an die Eigenschaft als Inlandsemittent an und hat Sonderrechtsverhältnisse mit verbundenen Unternehmen nicht im Blick. Die Norm führe aber bei richtlinienkonformer Auslegung zu einer Berechtigung des Emittenten, ihn unmittelbar betreffende Insiderinformationen, die sich in einem verbundenen Unternehmen ereignet haben, von diesem übermittelt zu verlangen. Zudem sei das verbundene Unternehmen auch ohne konkrete Aufforderung des Emittenten verpflichtet, diesem diese Informationen weiterzuleiten.[874]

Würde man einen Informationsanspruch gegen verbundene Unternehmen ablehnen, würde die Ad-hoc-Publizität zum Teil ins Leere laufen und so zu einem Vollzugsdefizit führen. Begründet wird dies seitens des Gerichts zum einen mit den Erwägungsgründen der MAD, Insidergeschäfte zu verhindern und effiziente Kapitalmärkte zu erreichen. Zum anderen damit, dass nach der Gesetzesbegründung zum AnsVG auch „von außen kommende" Informationen der Ad-hoc-Pflicht unterfallen sollen. Die Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht bedinge aus kapitalmarktrechtlicher Sicht einen Informationsanspruch des Emittenten gegen den im Unternehmensverbund stehenden Rechtsträger. Daher gebiete sie auch eine Weiterleitungspflicht der im Tätigkeitsbereich des verbundenen Unternehmens eingetretenen Insiderinformation. Bestätigt würde diese Auffassung dadurch, dass

872 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 195 ff.; offenlassend LG Stuttgart, Urt. v. 24.10.2018, Az. 22 O 101/16, Rn. 414 (zitiert nach juris).

873 LG Stuttgart, Urt.v. 28.02.2017, 22 AR 1/17 Kap, Rn. 2 (zitiert nach juris) = LG Stuttgart WM 2017, 1451; LG Stuttgart, Urt. v. 24.10.2018, Az. 22 O 101/16, Rn. 4 (zitiert nach juris) = LG Stuttgart, ZBB 2020, 59 ff.

874 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 196.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gemäß Art. 3 lit. a MAD die Weitergabe von Insiderinformationen für Vorstandsmitglieder im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder der Erfüllung ihrer Aufgaben erlaubt sei, worunter auch die Weitergabe von Insiderinformationen, insbesondere durch Doppelmandatsträger falle. Letztendlich ergebe sich dieser Informationsanspruch auch entsprechend aus der Parallelsituation der Rechtsprechung des EuGH zur Europäischen Betriebsratsrichtlinie in der Sache Kühne & Nagel,[875] sowie der IKB-Entscheidung des BGH.[876] In Konzernrechtsverhältnissen würden auch das Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F. (Art. 14 lit. c) MAR), die Schranke des § 311 AktG und die Verschwiegenheitspflichten nach § 93 Abs. 1 S. 3 AktG nicht greifen, soweit sie zur Erfüllung kapitalmarktrechtlicher Verpflichtungen dienen.[877]

Das LG Stuttgart leitet damit aus der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten Informationsansprüche bzw. Informationspflichten für Informationen im faktischen Konzern her. Die Ausführungen dürften daher erst recht auch in den stärkeren Konzernierungsformen gelten. Dabei wird nicht entsprechend der überwiegenden gesellschaftsrechtlichen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur der Informationsanspruch und Informationsanlass separat geprüft. Aus der spezialgesetzlichen Norm des § 15 Abs. 1 WpHG a.F. ergibt sich sowohl der Informationsanspruch als auch der Informationsanlass. Wertungen aus dem nationalen Recht werden vollständig zugunsten der unionsrechtlichen Ad-hoc-Publizitätspflicht verdrängt. Das Ergebnis ist eine umfassende Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten bei Informationen aus verbundenen Unternehmen.

2. Die Ansicht der Befürworter eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs

a) Ansichten in der Literatur

Auch einige Stimmen in der Literatur sprechen sich für einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch gegen konzernangehörige Gesell-

875 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 205.
876 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 239.
877 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 209 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schaften aus Art. 17 Abs. 1 MAR[878] bzw. § 15 Abs. 1 WpHG a.F. aus.[879] Dabei besteht die Rechtfertigung seiner Herleitung hauptsächlich darin, die Wirksamkeit der Ad-hoc-Pflicht effektiv durchzusetzen.

So sei dieser Auskunftsanspruch entgegen dem gesellschaftsrechtlichen Informationsanspruch nicht von der Konzernierungsform abhängig, sondern bestehe seitens des Mutterkonzerns umfassend ggü. jeder Insiderinformationen produzierenden Tochtergesellschaft, welche entsprechend zur Auskunft verpflichtet sei,[880] aber auch umgekehrt von der ad-hoc-pflichtigen Tochter ggü. der Muttergesellschaft.[881] Andere wiederum vertreten, ein solcher Anspruch bestehe in jedem Fall ggü. nicht börsennotierten Tochtergesellschaften aufgrund der berechtigten Erwartung des Kapitalmarkts an eine zumutbare Informationsorganisation zur Sicherstellung der Ad-hoc-Pflicht; ggf. auch ggü. ad-hoc-pflichtigen Töchtern, sofern ein Interesse an einer eigenen, den Emittenten unmittelbar betreffenden Information bestehe.[882] Auch wird vorgeschlagen diesen Anspruch nicht generell anzunehmen, aber „sobald von einem den Unternehmensgegenstand (mit)konstituierenden Verhältnis die Rede" ist, was nicht schon bei Kleinstbeteiligungen, jedoch bei erheblichen Finanzbeteiligungen der Fall sei.[883] Zuletzt sei der kapitalmarktrechtliche Informationsanspruch notwendig, da andernfalls die Gefahr der Umgehung der Ad-hoc-Pflicht durch Schaffung eines gesellschaftsrechtlich schlechten Informationsflusses bestehe.[884] Dass die Tochtergesellschaft gar nicht wisse, ob es sich um

878 *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, S. 163 ff.; *Sajnovits*, Financial-Benchmarks, 2018, S. 256 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 771; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 23; wohl auch *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 535; eingeschränkt auch *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17 ff.

879 *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 168 ff.; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 771; *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 139, 166 f.; *Schneider*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013), § 3 Rn. 31; *Schneider/Burgard*, in: FS Ulmer 2003, S. 579, 599; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 106; *Singhof*, ZGR 2001, 146, 164.

880 *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 169 f.; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 105 ff.; ähnlich *Schneider/Burgard*, in: FS Ulmer 2003, S. 579, 599.

881 *Schneider*, Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern, 2006, S. 166 f.; ähnlich auch *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 31; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 106.

882 *Sajnovits*, WM 2016, 765, 771; *Sajnovits*, Financial-Benchmarks, 2018, S. 257.

883 *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 17 ff., 20.

884 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 23.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

eine bei der Muttergesellschaft kursrelevante Insiderinformation handelt, müsse im Ergebnis hingenommen werden; ein Recht zum Zurückhalten könne nur bei Informationen ohne eindeutiges Kursbeeinflussungspotential bestehen.[885] Daneben verweist man zur Begründung einer Informationsbeschaffungspflicht auch auf die IKB-Entscheidung,[886] weil der BGH eine Ad-hoc-Pflicht der IKB-Bank hinsichtlich der „Höhe eines Subprime-Anteils der mit der IKB verbundenen Zweckgesellschaften" annimmt,[887] sowie auf die Entscheidung Kühne & Nagel.[888]

b) Vergleich mit der italienischen Rechtsordnung

Auch das italienische Recht sieht eine konzernweit verstandene Publizität vor, die mit Informationsorganisationspflichten und Weiterleitungsverpflichtungen ausgestattet ist.[889] Während Art. 114 Abs. 1 des Testo Unico della Finanza (TUC) auf die Verpflichtungen nach Art. 17 Abs. 1 MAR deklaratorisch verweist, sieht Art. 114 Abs. 2 TUC[890] vor, dass Emittenten verpflichtet sind, ihren Tochtergesellschaften die notwendigen Anweisungen zu erteilen, damit diese alle Informationen zur Verfügung stellen, die zur Erfüllung der Offenlegungsanforderungen der MAR erforderlich sind und ferner, dass diese Tochtergesellschaften selbst die erforderlichen Nachrichten unverzüglich übermitteln.

885 *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 170.

886 BGH, NZG 2012, 263 ff. (IKB).

887 *Hellgardt*, DB 2012, 673, 675; LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 239; *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, S. 943, 944; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 23 m. Fn. 57.

888 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 23 m. Fn. 58.

889 *Krause/Brellochs*, AG 2013, 309, 330; Vgl. zum Recht unter der MAD *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 52 ff.

890 Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, In vigore dal 9.4.2020, http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88 (zuletzt geprüft am 28.11.2021): „*Gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge e dal regolamento (UE) n. 596/2014. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste.*"

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

3. Die Ansicht der Gegner eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs

Die Gegenansicht stützt sich darauf, dass die Ad-hoc-Pflicht letztlich davon abhängt, inwiefern gesellschaftsrechtlich Einfluss auf die jeweilige Gesellschaft besteht bzw. möglich ist. Ein Informationsanspruch oder Durchgriff in verbundenen Unternehmen allein aufgrund der Ad-hoc-Pflicht gebe es nicht.[891] Die Ad-hoc-Pflicht bestehe zwar bei einem unmittelbaren Betreffen des Emittenten, aber nicht unbegrenzt, sondern nur „unverzüglich" bzw. „so bald wie möglich". Die Information müsse für den Emittenten daher ggü. verbundenen Unternehmen aufgrund seiner rechtlichen Einflussnahmemöglichkeit zugänglich sein.[892] Das ist sie insbesondere nicht, wenn sie der strafbewehrten Verschwiegenheitspflicht unterliegt.[893] Nicht ein Informationsanspruch nach Art. 17 Abs. 1 MAR bedinge, was zugänglich ist, sondern zugänglich sei, was zu veröffentlichen „möglich" im Sinne einer Veröffentlichung „so bald wie möglich" ist.[894] Mit dieser Generalklausel könne den gesellschaftsrechtlichen Besonderheiten im jeweiligen Mitgliedstaat Rechnung getragen werden.[895] Es sei keine Ad-hoc-Pflicht im Konzern um jeden Preis geschuldet, die Norm schaffe auch mangels Konzernbezug keine neuen Informationsansprüche, sondern integriere sich in bestehende konzernrechtlich determinierten Informationsmöglichkeiten

---

891 *Hopt*, in: Hommelhoff/Hopt/Lutter (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht, 2001, S. 31, 59.

892 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 313 f.; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 158 ff.; *Fabritius*, in: FS Huber 2006, S. 705, 710; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, S. 242 ff.; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 232 ff.; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1554 f.; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 133; *Kocher*, NZG 2018, 1410, 1412; *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 328; *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, S. 943, 957; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 200; *Werner*, WM 2016, 1474, 1478; *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 47.

893 *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555; *Mülbert/Sajnovits*, NJW 2016, 2540, 2541 f.

894 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 313 f.; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, S. 243 f.; ähnlich zum alten Recht *Thieme*, Ad-hoc-Publizität und Konzerndimension, 2004, 194.

895 *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 520; *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 235; *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, S. 283, 323.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

des Emittenten.[896] Zudem sei die Norm aufgrund des die Ad-hoc-Pflicht eingrenzenden Sinn und Zweck von „unmittelbar betreffen" und der Tatsache, dass die Verletzung der Ad-hoc-Pflicht bußgeldbewehrt ist, restriktiv auszulegen.[897]

4. Notwendigkeit einer Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus verbundenen Unternehmen

Bevor die Möglichkeit der Herleitung eines eigenen, kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs aus Art. 17 Abs. 1 MAR näher untersucht wird, stellt sich zunächst die Vorfrage, ob ein solcher kapitalmarktrechtlich überhaupt zulässig, und wenn ja immer notwendig ist, um die Ziele der MAR zu erreichen.

a) Kapitalmarktrechtliche Möglichkeit der Informationsweitergabe

Für einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch spricht zunächst, dass dem die Information empfangenden Emittenten die Möglichkeit eröffnet wird, die Information ad-hoc ggü. dem Kapitalmarkt zu veröffentlichen. Durch die Publizität kann er Insiderhandel den Boden entziehen und für effiziente Marktpreisbildung sorgen, was bei fehlender gesellschaftsrechtlicher Einflussnahmemöglichkeit unterbleiben müsste. Dabei ist allerdings zu beachten, dass jede Weitergabe zunächst den Kreis potenzieller Insider erhöht. Dies zu verhindern ist gerade der Sinn und Zweck des Weitergabeverbots des Art. 14 lit. c) i.V.m. Art. 10 Abs. 1 MAR bzw. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F.[898] Damit ein kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch überhaupt in Betracht kommt, darf die Weitergabe also schon nicht von den Vorgaben der MAR her unzulässig sein.

Art. 10 Abs. 1 MAR regelt, dass das Weitergabeverbot nicht bedeutet, dass Informationsweitergabe im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben unzulässig wäre. Der EuGH entschied hierzu in der grundlegenden Sache Grøngaard und Bang, dass die Frage, ob die Informationsweitergabe

896 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 314; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 530.
897 *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 328.
898 Vgl. EuGH, Urt. v. 22.11.2005, Az. C-384/02, Rn. 36 (Grøngaard und Bang).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

zur normalen Erfüllung von Aufgaben gehöre, weitestgehend von den Vorschriften abhinge, die diese Aufgaben in der betreffenden nationalen Rechtsordnung regeln.[899] Ganz überwiegend wird daher angenommen, dass die Informationsweiterleitung befugt ist, wenn sie aktienrechtlich zulässig ist, insbesondere aus Gründen der Konzernleitung.[900] Dennoch ist zu beachten, dass die Möglichkeit der Weitergabe eine eng auszulegende Ausnahmeregelung ist. Die Weitergabe muss, so der EuGH, unerlässlich sein, dem Prinzip der Verhältnismäßigkeit entsprechen und in engem Zusammenhang mit der Ausübung des Berufs, der Beschäftigung oder der Aufgabe stehen.[901]

Die Unerlässlichkeit dürfte sich schon daraus ergeben, dass der Emittent ohne die Information, seiner potenziellen Ad-hoc-Pflicht für ihn unmittelbar betreffende Insiderinformationen nicht nachkommen könnte. Verhältnismäßig dürfte eine solche Informationsweitergabe sein, wenn der Nutzen der Weitergabe die Risiken von Insiderhandel übersteigt, insbesondere wenn die Weitergabe unter Beachtung größtmöglicher Verschwiegenheit geschieht und der Kreis der Insider so klein wie möglich gehalten wird. Auch die Weitergabe aufgrund der in „so bald wie möglich" angelegten Informationsweiterleitungs- und Prüffrist spricht dafür, dass es sich bei der Weitergabe von Insiderinformationen zum Zweck der Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht, auch im Konzern, grundsätzlich um die normale Erfüllung von Aufgaben handelt.[902]

b) Nutzen der doppelten Veröffentlichung

Es sind Sachverhalte denkbar, in denen entweder die doppelte Veröffentlichung durch zwei Emittenten nicht hilfreich ist oder schlicht nicht not-

899 EuGH, Urt. v. 22.11.2005, Az. C-384/02, Rn. 40, 46 (Grøngaard und Bang).

900 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 10 MAR Rn. 43; *Bauer/Schmidt-Bedun*, in: FS Wegen 2015, S. 105, 117; *Bunz*, DB 2019, 170, 171; *Fabritius*, in: FS Huber 2006, S. 705, 715; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 536; *Mennicke*, in: Fuchs, WpHG, § 14 Rn. 307; *Meyer*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 8 Rn. 26; *Ritz*, in: JVRB WpHG, § 14 Rn. 97; *Schäfer*, in: Hdb börsennotierte AG, § 14 Rn. 14.69; *Singhof*, ZGR 2001, 146, 161 ff.; *Wittmann*, Informationsfluss im Konzern, 2008, S. 154 f.; a.A. *Klöhn*, in: MAR, Art. 10 Rn. 175.

901 EuGH, Urt. v. 22.11.2005, Az. C-384/02, Rn. 31 ff. (Grøngaard und Bang).

902 Im Ergebnis auch *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 171 ff; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 18; *Wittmann*, Informationsfluss im Konzern, 2008, S. 153 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wendig ist. Liegt eine Insiderinformation in einer Tochtergesellschaft vor, die selbst börsennotiert ist, unterliegt sie selbst der Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Wenn sich die Information aus der Tochtergesellschaft auch auf den Fundamentalwert der Muttergesellschaft auswirkt, dann läge auch eine für die Muttergesellschaft publizitätspflichtige Information vor.

aa) Informationsüberflutung durch Mehrfachveröffentlichung

Auch in dieser Konstellation kann man zunächst in Betracht ziehen, dass die zu häufige, reflexartige Publizität durch mehrere Emittenten zu einem „information overload" oder „noise" führt, und der Kapitalmarkteffizienz eher schadet.[903] Da die Grenze, ab wann mit einem information overload zu rechnen ist, eher hoch anzusetzen ist, ist dies jedoch abzulehnen.[904] Auch ein Verweis auf „noise" ist abzulehnen, da Ad-hoc-Meldungen nicht irreführend sein dürfen (Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 1 MAR). Vielmehr ist davon auszugehen, dass die MAR bewusst keine Konzernveröffentlichungsklausel entsprechend § 37 Abs. 1 WpHG bzw. Art. 12 Abs. 3 Transparenz-RL enthält, deren Zweck darin besteht, Mehrfachveröffentlichungen zu vermeiden.[905] Sie enthält auch bewusst keine Möglichkeit einer komprimierten Mitteilung „zur Vermeidung eines unnötigen Mehraufwands"[906] vergleichbar § 111c Abs. 3 S. 2 AktG, bei Ad-hoc-Meldungen, die related-party-transactions betreffen. Sofern sich eine Information in verschiedenen Konzerngesellschaften unterschiedlich auswirkt, ist diese von jeder der MAR unterliegenden Gesellschaft emittentenspezifisch zu veröffentlichen, weil es dem Marktinteresse an ausreichender Transparenz entspricht und durch die Mitteilung unterschiedlicher Emittenten auch unterschiedliche Aktionärskreise angesprochen werden.[907]

---

903 So etwa *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2034; *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem AnSVG, 2007, S. 190 f.; *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht, 2003, 133.

904 Siehe bereits S. 67.

905 Vgl. Begr. RegE Zweites Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/6679, S. 54.

906 Begr. RegE. ARUG II v. 29.04.2019, Drucks. 19/9739, S. 87.

907 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 155; *Cahn*, ZHR 162 (1998), 1, 31; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 105; *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 166 f.; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 532 f.; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1555; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 95; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 15 f.; *Möllers/Sauer*, WuB 2019, 276, 279; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 208; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 69; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2034; *Waldhausen*,

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bb) Bereichsöffentlichkeit durch Veröffentlichung

Die andere Frage ist, ob die ursprüngliche Insiderinformation, etwa der Compliance-Verstoß bei der Tochtergesellschaft, bei Veröffentlichung durch diese, noch eine Insiderinformation ist, sofern die Beteiligungsverhältnisse der Mutter an der Tochter öffentlich bekannt sind. Schließlich könnte dann die Bereichsöffentlichkeit erreicht sein. Dagegen spricht zunächst, dass die zu veröffentlichende Insiderinformation für die Muttergesellschaft nicht der Compliance-Verstoß bei der Tochtergesellschaft ist, denn diese Information betrifft unmittelbar die Tochtergesellschaft. Die Information ist der Compliance-Verstoß bei der Tochtergesellschaft in Verbindung mit der Tatsache, inwieweit sich dieser über den Wert der Beteiligung an der Tochtergesellschaft auch auf die Muttergesellschaft auswirkt. Sofern die Beteiligungsverhältnisse öffentlich bekannt sind und es sich nur um eine reflexartige Betroffenheit handelt, wird mit Bekanntgabe bei der Tochtergesellschaft ausnahmsweise auch die entsprechende Auswirkung auf die Muttergesellschaft bereichsöffentlich, somit öffentlich bekannt und verliert damit ihre Qualität als Insiderinformation.[908]

Andererseits sind Konstellationen denkbar, in denen etwa in einer Tochter-GmbH oder einer nicht börsennotierten Tochter-AG für die Muttergesellschaft relevante Insiderinformation entstehen und somit keine eigene Ad-hoc-Pflicht der Tochtergesellschaft besteht. Da der Geschäftsführer der Tochter-GmbH weisungsgebunden ist, stellt sich die Problematik tendenziell eher bei der nicht börsennotierten Tochter-AG. Hier wäre ein kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch der Muttergesellschaft ggü. der Tochtergesellschaft für die Sicherung der eigenen Kapitalmarktpublizität notwendig.

c) Zwischenergebnis

Die Ad-hoc-Pflicht des Emittenten für Informationen aus verbundenen Gesellschaften entfällt nicht allein schon durch Veröffentlichung dieser In-

---

Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 200; für eine Konzernmitteilung analog § 24 WpHG a.F. aber *Singhof*, ZGR 2001, 146, 165.

908 *Dreher*, WuW 2010, 731, 741; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 532; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1156 f.; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 101; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2034; für eine strikte Doppelpublizität aber LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 156.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

siderinformation durch das verbundene Unternehmen. Auch kann Mehrfachpublizität desselben Sachverhalts durch verschiedene Gesellschaften notwendig oder jedenfalls für die Informationseffizienz hilfreich sein. Es bestehen insbesondere bei börsennotierten und erst recht bei nicht börsennotierten Tochtergesellschaften Konstellationen, die für die Notwendigkeit eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs, bzw. einer gesicherten Möglichkeit, Tochterunternehmen zu einer Informationsweiterleitung von Insiderinformationen zu veranlassen, sprechen, um die Ad-hoc-Pflicht des Mutterunternehmens effektiv erfüllen zu können. Das Weitergabeverbot aus Art. 14 lit. c) i.V.m. Art. 10 Abs. 1 MAR steht einem solchen Anspruch grundsätzlich nicht entgegen.

5. Mögliche Herleitung eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs über eine erweiterte Auslegung des Emittentenbegriffs

Im Folgenden soll den jeweiligen Argumenten unter Berücksichtigung der bisherigen Ergebnisse nachgegangen werden, ob und woraus sich ein kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch herleiten lässt.

a) Keine relevante konzernrechtliche Publizität innerhalb der MAR

Für einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch spricht jedenfalls das Telos der MAR, Insiderhandel durch frühzeitige Publizität zu unterbinden und für effiziente Preisbildung zu sorgen.[909] Anhaltspunkte für eine solche weitreichende Auslegung sind jedoch außerhalb teleologischer Erwägungen, anders als in der Einzelgesellschaft, bei Informationen aus verbundenen Unternehmen innerhalb der MAR nicht ersichtlich.

Verpflichteter der Ad-hoc-Publizität ist der Emittent und damit die juristische Person. Eine Veröffentlichungspflicht oder -Möglichkeit für den Konzern (entsprechend etwa § 37 Abs. 1 WpHG bzw. Art. 12 Abs. 3 Transparenz-RL bei der Beteiligungspublizität) enthält Art. 17 Abs. 1 MAR und auch sonst die MAR nicht. Auch die Wertungen des Erwägungsgrundes 50 lit. b), die für die Unerheblichkeit der Organisationsverfassung der juristischen Person beim Entstehen der Insiderinformation und der

909 Siehe S. 161 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Aufschubmöglichkeit sprechen,[910] betreffen zwar Wertungen der Organisationsverfassung des Emittenten, sprechen aber nicht dafür, dass konzernrechtliche Besonderheiten in den einzelnen Mitgliedstaaten, insbesondere Informationsgrenzen des nationalen Gesellschaftsrechts, unberücksichtigt zu bleiben haben.

Einen Bezug zum Konzernrecht findet sich in der MAR lediglich in Art. 17 Abs. 2 MAR, mit der Ad-hoc-Pflicht von Teilnehmern am Markt für Emissionszertifikate. Verpflichteter ist der am Markt für Emissionszertifikate teilnehmende Inhaber der Zertifikate. Insiderinformationen müssen sich dabei auf Emissionszertifikate beziehen, die der betreffende Marktteilnehmer, dessen Mutterunternehmen oder ein verbundenes Unternehmen besitzt oder kontrolliert. Hierbei handelt es sich aber um einen nicht verallgemeinerungsfähigen Sonderfall, denn die Erwähnung von Mutterunternehmen und verbundener Unternehmen rührt daher, dass Art. 17 Abs. 2 UAbs. 2 MAR eine Kohlendioxidäquivalent-Mindestschwelle für die Mitteilungspflicht nach Art. 17 Abs. 2 MAR normiert und daher eine konzernrechtliche Betrachtung stattfinden soll. Weiter sind Mutter- und Tochtergesellschaft im Rahmen der Vorgaben für die Höhe eines Bußgeldes in Art. 30 Abs. 2 UAbs. 3 MAR erwähnt. Hiermit soll aber lediglich die Bemessungsgrundlage für das Tatbestandsmerkmal „jährlicher Gesamtumsatz" konkretisiert werden.[911] Dem Grunde nach kann eine Ad-hoc-Pflicht auch für Informationen aus verbundenen Gesellschaften bestehen, allerdings kann die Bußgeldbemessungsrundlage des Art. 30 Abs. 2 MAR und die dortige Einbeziehung von Tochtergesellschaften nicht zu einem Informationsanspruch aus Art. 17 Abs. 1 MAR führen, da sonst der Umfang der Rechtsfolgen zur Auslegung des Grundtatbestands herangezogen wird. Es handelt sich nur um eine Umsatzzurechnung, nicht um eine Verantwortungserstreckung.[912]

Einer konzernweit verstandenen Publizitätspflicht, wie sie das italienische Recht vorsieht, steht die Vollharmonisierung des Art. 17 Abs. 1 MAR entgegen. Was bleibt ist die Frage, ob der italienische Gesetzgeber einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch bereits in Art. 17 Abs. 1 MAR sieht oder ihn deswegen normiert, um eine den Art. 17 Abs. 1 MAR

910 Siehe S. 57, S. 214.

911 *Habersack*, AG 2016, 691, 697 sieht hierin aber Tendenzen zur Durchbrechung des Trennungsgrundsatzes.

912 Vgl. die Parallele im deutschen Kartellrecht in § 81 Abs. 4 S. 2 und 3. GWB und dort weitergehend § 81 Abs. 3a GWB, näher *Biermann*, in: Immenga/Mestmäcker, § 81 GWB Rn. 486 mwN; strenger *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, S. 943, 954.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

überschießende Regelung zu haben. Für eine überschießende Regelung spricht, dass mit Art. 114 Abs. 1 TUC eine eigenständige Regelung getroffen und nicht lediglich ein deklaratorischer Verweis aufgenommen wurde.

Letztlich muss es aber bei der unionsrechtsautonomen Auslegung anhand der MAR bleiben, die einen solchen Anspruch nicht explizit regelt und auch aus deren Systematik keine Anhaltspunkte für einen solchen Anspruch liefert. Auch der ausdrückliche Emittentenbezug innerhalb der MAR spricht gegen den zunächst aus teleologischen Erwägungen sinnvollen und zur Erfüllung einer effektiven Ad-hoc-Publizität im Konzern notwendigen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch.

b) Entsprechende Anwendung des kartellrechtlichen Unternehmensbegriffs

Zu denken wäre an eine erweiterte Wortlautauslegung, etwa auch an eine Übertragung der Verantwortungsreichweite des Emittenten im Konzern entsprechend einer Ad-hoc-Publizitätspflicht „des Unternehmens" im europäischen Kartellrecht.[913] Dafür spricht die hier verstandene Übertragbarkeit der Haftungseinheit zwischen Unternehmen und seiner Mitarbeiter im Kartellrecht entsprechend einer Informationseinheit im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR.[914] Im Kartellrecht behandelt der EuGH nicht nur Unternehmen und ihre Mitarbeiter als wirtschaftliche Einheit. Der kartellrechtlich verwendete Begriff des Unternehmens bzw. der Unternehmensvereinigungen in Art. 101 Abs. 1 AEUV geht über die Verbindung von Unternehmen und seinen Mitarbeiter hinaus und meint jede eine wirtschaftliche Tätigkeit ausübende Einrichtung, unabhängig von ihrer Rechtsform und der Art ihrer Finanzierung, wobei diese Einrichtung auch aus rechtlich mehreren natürlichen oder juristischen Personen bestehen kann.[915] Zurechnungskriterium ist dabei insbesondere die Möglichkeit der

913 Dazu etwa *Dreher*, WuW 2010, 731, 741 ff.; vgl. auch die Diskussion bei *Weber*, ZHR 2017, 416, 426.

914 Siehe bereits S. 203.

915 EuGH, EuZW, 2019, 374 Rn. 36 f. mwN.; EuGH, EuZW 2009, 816, Rn. 54 ff. (Akzo Nobel); *Zimmer*, in: Immenga/Mestmäcker, Art. 101. Abs. 1 AEUV Rn. 9; Grave/Nyberg, in: LMRKM, Art. 101 AEUV Rn. 131 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Muttergesellschaft, bestimmenden Einfluss auf die Einheit auszuüben und die tatsächliche Ausübung dieses Einflusses.[916]

Art. 17 Abs. 1 MAR normiert allerdings nicht eine Verpflichtung von „Unternehmen", sondern des Emittenten, was nach der Legaldefinition des Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts [ist], die Finanzinstrumente emittiert oder deren Emission vorschlägt […]. Sie knüpft damit ausdrücklich nur an jeweilige juristische Person an und auch nicht an verbundene juristische Personen o.ä. Der kartellrechtliche Begriff des „Unternehmens" ist hingegen bewusst gewählt, weil er weiter gefasst ist als der Begriff der Gesellschaft oder der juristischen Person, das gesellschaftsrechtliche Trennungsprinzip nicht kennt und damit das Wettbewerbsrecht effektiver durchgesetzt werden kann.[917] Entsprechende Erwägungen sind dem Marktmissbrauchsrecht nicht zu entnehmen. Dies spricht gegen die Übertragung des Verständnisses des Art. 101 AEUV auf Art. 17 Abs. 1 MAR im Konzern.

c) Entsprechende Anwendung des Unternehmensbegriffs aus den Vorschriften zur Rechnungslegung

In Betracht kommt eine Konzernveröffentlichungspflicht aus den Normen bzw. der Reichweite der Rechnungslegung herzuleiten (§§ 290 ff. HGB). Es sei nicht einsichtig, warum die Rechnungslegung sich auf einen konsolidierten Kreis von Konzernunternehmen beziehen soll, um den Märkten Informationen über die wirtschaftliche Lage des Konzerns zu geben, dies aber für Ad-hoc-Mitteilungen nicht gelten solle.[918] Andere vertreten, dass neben dem Vollkonsolidierungsbereich auch Informationen aus nach

916 EuGH, EuZW, 2019, 374 Rn. 36 f. mwN.; EuGH, EuZW 2009, 816, Rn. 58 ff. (Akzo Nobel); *Zimmer*, in: Immenga/Mestmäcker, Art. 101. Abs. 1 AEUV Rn. 32; Grave/Nyberg, in: LMRKM, Art. 101 AEUV Rn. 133.

917 EuGH, Urt. v. 10.4.2014, Az.: C-231/11 P bis C-233/11 P Rn. 42; EuGH, Urt. v. 18.6.2013, Az.: C-501/11-P, Rn. 102, ausführlich *Glöckner*, NZKart 2018, 390, 394 ff.; *Weck*, NZG 2016, 1374, 1375; siehe auch *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, S. 943, 950 ff.; kritisch ggü. der Durchbrechung des Trennungsprinzips etwa *Habersack*, AG 2016, 691, 697.

918 *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2035; ähnlich *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht, 2003, S. 136; auf diesen Kreis an Unternehmen abstellend etwa auch: *Büche*, Adhoc-Publizität, 2005, S. 184; *Frowein/Berger*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 13; *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 449, 451 f.; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 145; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 65; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019,

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

§ 296 HGB nicht vollkonsolidierten Unternehmen einzubeziehen sind, wie Informationen aus verbundenen Unternehmen (§ 271 Abs. 2 HGB), Gemeinschaftsunternehmen (§ 310 HGB) und assoziierten Unternehmen (§ 311 HGB), da auf deren unternehmerische Tätigkeit maßgeblich Einfluss ausgeübt werden könne.[919] Für eine solche Einbeziehung spricht, dass Konzernrechnungslegung und Ad-hoc-Publizität in der Information der Kapitalmärkte bzw. Herstellung von Markttransparenz einen gleichen Zweck haben.[920]

Allerdings ist die Rechnungslegung Teil der Regelpublizität. Sieht man die Ad-hoc-Pflicht traditionell als Ergänzung der Regelpublizität,[921] ließe sich durchaus an eine Erstreckung der Informationsverantwortung ggü. Konzernunternehmen und jedenfalls im Verhältnis Mutter-Tochter an einen Auskunftsanspruch bzw. Pflicht entsprechend § 294 Abs. 3 S. 2 HGB denken.[922] Die MAR bezweckt jedoch primär die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte durch die Verhinderung von Marktmissbrauch zu stärken (Art. 1 MAR). Dass dabei oftmals auch vorab – also ad-hoc – Informationen aus der laufenden Jahresabschluss- und Lageberichtspublizität veröffentlicht werden,[923] ändert nichts an ihrer primären Zweckrichtung als eigenständigen Regelung zur Verhinderung von Marktmissbrauch und damit entscheidenden Unterschied zur Regelpublizität.[924] Auch besteht der Anspruch des § 294 Abs. 3 S. 2 HGB nur im Rahmen des Erforderlichen, was für die Erstellung des Konzernabschlusses nicht mehr

---

Anm. 1, C. I. 2.; *Poelzig*, in: FS Hopt 2020, S. 943, 945 f.; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 86; vgl. auch die Diskussion bei *Weber*, ZHR 2017, 416, 426.

919 *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010), § 15 WpHG Rn. 46.

920 *Spindler/Speier*, BB 2005, 2031, 2035.

921 Etwa Begr. RegE. Börsenzulassungs-Gesetz v. 22.11.85, Drucks.10/4296, S. 16; *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 154 ff. mwN.; *Frowein/Berger*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 1; *Fürhoff/Wölk*, WM 1997, 449, 450; *Habersack*, DB 2016, 1551, 1556; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 699; *Oulds*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 11 Rn. 77.

922 Etwa *Schürnbrand*, ZHR 181 (2017), 357, 367 "taugliche Analogiebasis […] soweit die sachgerechte Erfüllung anderweitiger Publizitätspflichten eine Informationsbeschaffung von der Tochtergesellschaft erfordert".

923 So etwa das Argument von *Figiel*, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen, 2005, S. 154 f.; dazu auch *Schlitt/Mildner*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 363, 365 ff.

924 *Hellgardt*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 701, 709.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

als einmal jährlich der Fall sein sollte.[925] Die Kurzfristigkeit und Agilität anlassbezogener Publizität spricht dann wiederum auch dafür, eben nicht auf einen zu weiten, konsolidierten Unternehmenskreis zurückzugreifen. Eine Übertragung der Ad-hoc-Pflicht auf den Konsolidierungskreis bzw. Anwendung der Informationsansprüche aus den Rechnungslegungsvorschriften muss daher mangels vergleichbarer Interessenlage abgelehnt werden.

d) Zwischenergebnis

Der Begriff des Emittenten in Art. 17 Abs. 1 MAR steht einer unbedingt zu erfüllenden, konzernweit verstandenen Ad-hoc-Pflicht entsprechend einer Ad-hoc-Pflicht des „Unternehmens" entgegen. Auch sonst liefert die MAR abseits teleologischer Argumente keine Hinweise für eine solche weitreichende Pflicht. Auch kann nicht an die Reichweite der Rechnungslegung angeknüpft werden

Es lässt sich daher kein Informationsanspruch bzw. keine Informationspflicht zur Erfüllung einer solchen unternehmensweiten Ad-hoc-Pflicht gegenüber verbundenen Gesellschaften durch eine Ausdehnung des Verpflichteten herleiten. Damit bleibt es bei der Verantwortlichkeit des jeweiligen Vorstands der juristischen Person, die Ad-hoc-Plicht aufgrund seiner Legalitätspflicht für diesen Emittenten zu erfüllen. Der Wortlaut gibt auch keinerlei Anhaltspunkte dafür, Tochtergesellschaften des Emittenten zu einer eigenständigen Informationsversorgung ggü. dem Emittenten bzw. umgekehrt zu verpflichten.

6. Vereinbarkeit des Ergebnisses mit dem Kriterium „unmittelbar betreffen"

a) Keine Informationsorganisationspflichten

Gegen einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch aus Art. 17 Abs. 1 MAR und daraus folgend die generelle Ad-hoc-Pflicht für Informationen aus verbundenen Unternehmen spricht letztlich entscheidend auch, dass dieser, ebenso wie die Wissenszurechnung im Konzern, eine Frage der Wissensorganisationspflichten bzw. ihrer Verletzung wäre. Die

925 *Bunz*, DB 2019, 170, 171.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Untersuchung von Art. 17 Abs. 1 MAR hat aber gezeigt, dass die Norm keine primären Wissens- bzw. Informationsorganisationspflichten oder Compliance-Pflichten enthält, insbesondere keine Informationssuchpflicht, die die Mehrheit ihrer Befürworter im Kriterium „unverzüglich" bzw. „so bald wie möglich" verorten.[926] Insbesondere zeigt sich, dass gerade die ausdrücklichen Compliance-Normen, wie etwa die bankaufsichtsrechtliche Compliance, explizit konzernweit ausgestaltet ist und ein Trennungsprinzip nicht kennt.[927] Dort wo wie in § 25a KWG, 26 VAG oder § 80 WpHG explizit Informationsorganisationspflichten normiert sind, ist im Übrigen entgegen Art. 17 Abs. 1 MAR nicht die juristische Person oder die Gesellschaft, sondern das Institut oder Unternehmen verpflichtet. Auch das europäische Datenschutzrecht der Datenschutzgrundverordnung knüpft Organisationspflichten explizit an die Unternehmensgruppe.[928]

Man könnte daran denken, dass es hier nicht um die Informationssuchpflicht des Emittenten, sondern um die Informationsweiterleitungspflicht der verbundenen Unternehmen geht,[929] immerhin ist die Informationsweiterleitung in „so bald wie möglich" angelegt.[930] Dagegen spricht wieder der ausdrückliche Emittentenbezug, der nichts für eine kapitalmarktrechtliche Verpflichtung zur Weiterleitung von Insiderinformationen verbundener Unternehmen hergibt. Aus dem Kriterium „unverzüglich" bzw. „möglich" lässt sich im Umkehrschluss ein kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch auch nicht mit Verweis auf die Grenzen des nationalen Gesellschaftsrechts ablehnen. Die Ansicht, dass es sich dabei um eine Generalklausel handle, mit der den gesellschaftsrechtlichen Besonderheiten im jeweiligen Mitgliedstaat Rechnung getragen werden könne,[931] dehnt damit das Kriterium zu weit über ihren Bedeutungsgehalt also bloße Weiterleitungs- und Prüffrist aus.

926 Siehe S. 170 ff.
927 *Wilhelmi*, ZVglRWiss 117 (2018), 557, 567.
928 Zu den Organisationspflichten etwa *Löschhorn/Fuhrmann*, NZG 2019, 161, 164 ff.; kritisch zur Aufweichung des Trennungsgrundsatzes im europäischen Recht insgesamt *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 1 Rn. 21.
929 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 225.
930 Siehe S. 190.
931 Siehe Fn. 895.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Informationszugang als Beginn der Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus verbundenen Unternehmen

Dass der rein auf Effektivitätsgründen bestehende Informationsanspruch ggü. verbundenen Gesellschaften zu weitgehend wäre, wird auch dadurch klar, dass bei konsequenter Anwendung auch die börsennotierte Tochtergesellschaft Auskunftsansprüche aus Art. 17 Abs. 1 MAR ggü. der Muttergesellschaft haben müsste.[932] Das würde die konzernrechtlichen Wertungen und auch den Geheimnisschutz aufweichen. Letztlich ist auch die Grenze dieses Anspruchs nicht klar zu ziehen. Bei konsequenter Anwendung wäre der Emittent sogar verpflichtet, von außenstehenden Insidern Informationen zu verlangen.[933] Ein kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch, wie ihn das LG Stuttgart herleitet, würde nämlich dazu führen, dass der Informationsanlass nicht die Geltendmachung eines bestehenden Anspruchs bedingt, sondern der Anlass (potenziell irgendwo vorliegende Insiderinformation) eine uferlose Informationspflicht generiert („*Eine Erfüllung dieser Pflicht bedingt aus kapitalmarktrechtlicher Sicht einen Informationsanspruch des Emittenten gegen den im Unternehmensverbund stehenden Rechtsträger*"[934]). Die Vorstellung, dass der Emittent also ohne jeden Anlass etwa Konkurrenzunternehmen oder Investoren anfragt, ob diese möglicherweise planen, Unternehmensanteile an ihm zu erwerben (Insiderinformation), verdeutlicht, dass der kapitalmarktrechtliche Informationsanspruch zu weitgehend und der in „unmittelbar betreffen" angelegten Begrenzung der Ad-hoc-Pflicht widerspricht.

Das Ergebnis spricht dafür, dass der Emittent für kursrelevante Informationen, die seinen Fundamentalwert beeinträchtigen, aber aus verbundenen Unternehmen stammen, erst dann eine Informationsverantwortung hat, wenn ihm die Informationen tatsächlich, vergleichbar dem Gedanken des § 130 BGB, zugegangen sind,[935] oder er dergestalt ungehinderten Zugriff auf die Informationen hat, dass die Situation einem Informationszugriff bei Informationen „innerhalb" des Emittenten entspricht.[936]

---

932 *Mader*, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, 2015, S. 328.
933 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 314 f.; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 19; allgemein auch *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 104.
934 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 201.
935 Siehe bereits S. 201.
936 So zum alten Recht auch *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 72.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

c) Keine Begründung eines Anspruchs aufgrund der Umgehungsgefahr

Ob es darüber hinaus bei Ablehnung eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs wirklich wie vom LG Stuttgart und Teilen der Literatur angenommen, zu einer Umgehungsgefahr durch gesellschaftsrechtliche Konzernstrukturierung kommen kann, ist fraglich.

Dagegen spricht, dass der Emittenten aktienrechtlich einerseits bereits aus § 91 Abs. 2 AktG verpflichtet ist, ein konzernweites Überwachungssystem einzurichten. Das betrifft zwar nur bestandsgefährdende Risiken und hat nur eine Teilschnittmenge mit compliancerelevanten Insiderinformationen. Zudem reicht das Überwachungssystem nur soweit gesellschaftsrechtlich möglich.[937] Auch die Pflicht des Vorstands zur Einrichtung einer Konzern-Compliance besteht nicht unbegrenzt.[938] Anders als die Frage, ob ein Wissenserfordernis in Art. 17 Abs. 1 MAR schlechtes Wissensmanagement im Einzelunternehmen fördert, scheint die Frage in Konzernsachverhalten nicht so dringend. Einerseits besteht wiederum die Compliance-Pflicht der jeweiligen Vorstände der Tochtergesellschaften. Auch die Anreizfunktion aus Art. 17 Abs. 1 MAR i.V.m. den nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen,[939] sowie dem Anreizsystem aus Art. 17 Abs. 4 MAR,[940] sollte auch ggü. verbundenen Unternehmen dazu führen, dass der Emittent die Veröffentlichungspflicht dort ernst nimmt, wo insbesondere vertragliche oder gesellschaftsrechtlich gesicherte Informationsansprüche hinreichend bestehen und bestehende Informationsmöglichkeiten ggü. den Tochtergesellschaften nutzt, auch wenn sich keine gesetzliche Verpflichtung dazu aus Art. 17 Abs. 1 MAR ergibt. Im Übrigen gilt dort, wo der Emittent keine Informationsverantwortung mehr hat, weiterhin das Insiderhandelsverbot.

d) Keine Herleitung aus IKB und Kühne und Nagel

Letztlich kann es auch nicht überzeugen, einen Informationsanspruch aus der IKB-Entscheidung oder der Rechtssache Kühne & Nagel herzuleiten. Zunächst kann die Rechtsprechung als solches kein Argument für die

937 Siehe S. 222.
938 Str. siehe *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 91 Rn. 74; jedenfalls im Innenverhältnis *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 76 Rn. 20 ff. mwN.
939 Siehe S. 162.
940 Siehe S. 166.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Auslegung des Gesetzes sein, sie kann lediglich eine Argumentation verstärken. Betrachtet man zunächst die IKB-Entscheidung genauer, lassen sich daraus auch keine Schlüsse für einen solchen Anspruch ziehen.

aa) Die Entscheidung in Sachen IKB

In der IKB-Entscheidung[941] ging es u.a. um die Ad-hoc-Pflicht der IKB-Bank bzgl. Investments in strukturierte Forderungsportfolien, welche überwiegend in sog. Subprimes (großzügig vergebene Hypothekenkredite zweitklassiger Qualität) investierten. Dabei investierte die IKB unmittelbar selbst in diese Portfolien sowie mittelbar über die Gewährung von Liquiditätslinien und die Erbringung von Beratungsleistungen gegenüber Zweckgesellschaften, die ihrerseits wiederum unmittelbar in diese Finanzprodukte investierten. Diese Zweckgesellschaften waren keine Tochter- oder integrierte Unternehmen der IKB, sondern rechtlich selbstständige Gesellschaften, verfasst nach dem Recht an ihrem Sitz in den USA. Rechtlich verbunden war die IKB mit den Zweckgesellschaften lediglich über die Beratungsmandate und die Gewährung von Kreditlinien.[942] Die Krise auf dem US-Hypothekenmarkt 2007 führte die IKB aufgrund ihrer Beteiligung an diesen Investments an den Rand der Insolvenz, sie konnte nur durch staatliche Hilfe gerettet werden.[943]

Für die Begründung eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs wird dabei auf die Passage hingewiesen, wonach der BGH feststellte, dass die Höhe des Subprime-Anteils der von den Zweckgesellschaften getätigten Investments eine für die IKB unmittelbar betreffende Insiderinformation sei, weil dies ein Umstand im Tätigkeitsbereich des Emittenten (§ 15 Abs. I S. 3 WpHG a.F.) sei.[944] Das Engagement über die Zweckgesellschaften ging auf eine Unternehmensentscheidung der beklagten IKB-Bank zurück, welche bei Ziehen der Liquiditätslinien direkte Auswirkung auf das Ergebnis der IKB hatte. Aufhänger der Entscheidung war dabei eigentlich die vorsätzlich falsche Pressemitteilung des damaligen Vorstands-

941 BGH, NZG 2012, 263 ff. (IKB).
942 OLG Düsseldorf; BeckRS 2010, 17310.
943 Siehe etwa die Chronologie bei *Neuhaus*, Wie die Finanzkrise in Deutschland ankam, 29.07.2017 (https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/ikb-wie-die-finanzkrise-in-deutschland-ankam/20121572.html?ticket=ST-1352829-NmdRsgLImcCWaFYvTp5L-ap6) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).
944 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 239; *Hellgardt*, DB 2012, 673, 675.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

vorsitzenden, in welcher er die Höhe und entsprechende Risiken der Beteiligung der IKB an Subprime-Investments extrem beschönigte und sie wie der BGH feststellte – „in Kenntnis der oben genannten Umstände" herausgab.[945] Der BGH entnahm der Presseerklärung, dass den Verantwortlichen der IKB die Höhe des Subprime-Engagements und dessen Kursrelevanz bewusst war.[946]

Der BGH hat also einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch ggü. den Zweckgesellschaften weder angesprochen noch hatte der BGH die Frage eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs aus § 15 WpHG a.F. überhaupt zu klären, denn die entsprechenden Informationen waren ja – wie festgestellt – beim Vorstand des Emittenten vorhanden.

bb) Kühne und Nagel

Eine Herleitung kann auch nicht aus der Entscheidung Kühne und Nagel erfolgen.[947] Die Entscheidung hatte die Frage eines Auskunftsanspruch verbundener Unternehmen zur Umsetzung der Europäischen Betriebsratsrichtlinie 94/45/EG zugrunde, welcher heute in Umsetzung der RL 2009/38/EG in § 5 des Europäische Betriebsräte-Gesetz geregelt ist. Hierbei wird allerdings verkannt, dass keine wie vom LG Stuttgart und der Literatur[948] angenommene Parallelsituation zur Ad-hoc-Publizität vorliegt, denn in dieser Sache ging es um ein Informationsanspruch innerhalb verbundener Unternehmen zur Unterrichtung der Arbeitnehmervertreter, welcher zwingend notwendig war, um besagte Richtlinie überhaupt umsetzen zu können.[949] Außerdem zielt die Richtlinie, so der EuGH in der Rechtsache ADS Anker, darauf ab „allen der Gruppe angehörenden Unternehmen Verpflichtungen aufzuerlegen, die die Einsetzung Europäischer Betriebsräte erleichtern sollen"[950], was dem Umstand der fehlenden Konzernanknüpfungspunkte in der MAR widerspricht.[951]

---

945 BGH, NZG 2012, 263, 264 (IKB).
946 BGH, NZG 2012, 263, Rn. 33 (IKB).
947 Umfassend *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 202 ff.; a.A. LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 205 ff.; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 23.
948 Etwa *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 23 m. Fn. 58.
949 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 208.
950 EuGH, Urt. v. 15.7.2004, Az. C-349/01, Rn. 58 (ADS Anker).
951 *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012, S. 209 entsprechend § 15 WpHG a.F.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

e) Zwischenergebnis

Die Ablehnung des kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs aus Art. 17 Abs. 1 MAR ist mit der hier gefundenen Auslegung des Tatbestandsmerkmals unmittelbar betreffen vereinbar. Dabei ist für den Beginn der Ad-hoc-Pflicht auf den Zeitpunkt des Zugangs der Information beim Emittenten abzustellen. Eine Umgehungsgefahr ist dabei als gering einzustufen, jedenfalls aber wegen der in unmittelbar betreffen angelegten Begrenzung der Informationsverantwortung des Emittenten hinzunehmen.

7. Auswirkungen auf die Konstellation der Doppelmandate

Wenn ein Doppelorgan von einer Information aus einem verbundenen Unternehmen, in dem es die Organstellung ausübt, hätte wissen können, ist nach der hier vertretenen Auffassung nicht von einem unmittelbaren Betreffen auszugehen. Dies würde einer Wissensorganisationspflicht des Emittenten gegenüber verbundenen Unternehmen gleichkommen, die sich aus Art. 17 Abs. 1 MAR nicht ergibt. Wenn das Doppelorgan des Emittenten von einer für den Emittenten kursrelevanten Information aus einem verbundenen Unternehmen, in dem es eine Organstellung ausübt, tatsächliche Kenntnis hat, stellt sich die Frage, ob die Information den Emittenten dann unmittelbar betrifft. Faktisch trägt das Doppelorgan die Information kraft seiner Doppelorganstellung in den Informationsherrschaftsbereich des Emittenten. Es handelt sich dann um eine Information „innerhalb" des Emittenten.

a) Berücksichtigung der gesellschaftsrechtlichen Informationsgrenze durch Art. 10 Abs. 1 MAR und Art. 49 SE-VO

Die Antwort hängt davon ab, ob Art. 17 Abs. 1 MAR, die Verschwiegenheitspflichten nach nationalem Recht überlagert, oder nicht. Mit dem LG Stuttgart gilt § 93 Abs. 1 S. 3 AktG ggü. verbundenen Unternehmen im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR nicht.[952] Für die Berücksichtigung der gesellschaftsrechtlichen Informationsgrenzen bei der Publizität im Konzern spricht neben dem fehlenden Konzernbezug auch Art. 10 Abs. 1

952 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 229 f.; ähnlich auch *Wittmann*, Informationsfluss im Konzern, 2008, S. 102.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

MAR. Dabei handelt es sich um eine Schnittstelle zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht.[953] Das nationale Gesellschaftsrecht erweitert ausnahmsweise die kapitalmarktrechtlichen Grenzen der Informationsweitergabe, weil die Frage der Rechtmäßigkeit bzw. Unrechtmäßigkeit der Offenlegung (Art. 14 lit. c) MAR) von der Frage der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben (Art. 10 Abs. 1 MAR) und damit der Frage, ob sie aktienrechtlich zulässig ist, abhängig gemacht wird.[954] Wenn Insiderinformationen nach diesem gesetzlichen Regel- Ausnahmeverhältnis und entsprechend der Rechtsprechung des EuGH in Grøngaard und Bang nur bei Zulässigkeit der Informationsweitergabe nach nationalem Recht weitergegeben werden dürfen, spricht diese Schnittstellenwertung dafür, dass dann diejenigen Informationen, die nach den Wertungen des nationalen Gesellschaftsrechts gerade nicht weitergegeben werden können, weil auf sie entweder kein Informationsanspruch besteht, oder einer Verschwiegenheitspflicht unterliegen, auch nicht der Informationsverantwortung des Emittenten und somit der Ad-hoc-Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR unterliegen können. Auch das europäische Gesellschaftsrecht erkennt in Art. 49 SE-VO das grundsätzliche Bestehen der Verschwiegenheitspflicht der Organe an, welche nur ausnahmsweise nicht gilt, sofern die Informationsweitergabe nach den Bestimmungen des für Aktiengesellschaften geltenden einzelstaatlichen Rechts vorgeschrieben oder zulässig ist.[955] Zwischen dem europäischen Gesellschaftsrecht der SE und den aktienrechtlichen Verschwiegenheitspflichten besteht damit ein weitgehender Gleichlauf.[956]

Die Ansicht des LG Stuttgart, dass in Konzernrechtsverhältnissen das Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F. (Art. 14 lit. c) MAR), die Schranke des § 311 AktG und insbesondere die Verschwiegenheitspflichten nach § 93 Abs. 1 S. 3 AktG nicht gelten, soweit sie zur Erfüllung kapitalmarktrechtlicher Verpflichtungen dienen,[957] basiert damit lediglich auf Effektivitätserwägungen, die sowohl die in „unmittelbar betreffen" angelegten Begrenzung der Ad-hoc-Pflicht, dem fehlenden Konzernbezug, den fehlenden Wissensorganisationspflichten, den systematischen Wertun-

953 *Klöhn*, in: Langenbucher (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, § 6 Rn. 119.
954 Siehe S. 238.
955 Ebenso *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 217, 230.
956 *Schaper*, AG 2018, 356, 360 ff.
957 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 209 ff.; LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 163 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

gen des Art. 10 MAR sowie dem europäischen Gesellschaftsrecht in Art. 49 SE-VO entgegenstehen.

b) Auswirkung auf die Konstellation der Doppelmandate

In der Summe bedeutet dies, dass auch nach europäischem Recht eine Informationsverantwortung für Informationen aus dem Aufsichtsrat von verbundenen Unternehmen regelmäßig ausscheidet. Auch wenn ein Vorstandsdoppelorgan von Informationen aus „seiner" verbundenen Gesellschaft weiß, aber Verschwiegenheitspflichten nach nationalem Recht einer Informationsweitergabe entgegenstehen, hat der Emittent keine Informationsverantwortung. Dort wo eine Informationsweitergabe im Einzelfall nach nationalem Gesellschaftsrecht grundsätzlich befugt wäre, etwa, weil die Weiterleitung im Interesse der verbundenen Gesellschaft ist, oder aber eine die Verschwiegenheit aufhebende Weisung vorliegt, eine Weitergabe aber gleichwohl unterbleibt, muss die Ad-hoc-Pflicht allerdings einsetzen. Dann besteht sowohl ein tatsächlicher als auch ein rechtlich gebilligter Informationszugriff des Emittenten über das Organ. Insoweit „infiziert"[958] sich der Emittent mit der Insiderinformation. Es verbleibt – etwa bei einem Rechtsirrtum über die Reichweite der Verschwiegenheitspflicht oder einem sonst rechtfertigenden Umstand -, die unterlassene Informationsweiterleitung durch den Doppelvorstand als Frage des Verschuldens des Emittenten in den nationalen Haftungs- und Bußgeldnormen zu erörtern.

c) Weitere Ungenauigkeiten des LG Stuttgarts

Das LG Stuttgart hatte sowohl im Jahr 2017, also auch 2018 denselben Sachverhalt zu beurteilen. Zunächst war dieser 2017 prozessual in eine Vorlage zum Oberlandesgericht zur Herbeiführung eines Musterentscheids im Kapitalanleger-Musterverfahren gekleidet, während es 2018 nach Zurückweisung durch das OLG Stuttgart wegen eines parallelen Musterverfahrens vor dem OLG Braunschweig selbst über die Sache entschied.[959]

---

958 *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71.

959 LG Stuttgart, Urt. v. 24.10.2018, Az.: 22/O 110/16, Rn. 56 ff. (im Original).; = LG Stuttgart, Urt. v. 24.10.2018, Az. 22 O 101/16, Rn. 81 (zitiert nach juris).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Dabei nimmt das LG Stuttgart 2017 zunächst einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch aus der Ad-hoc-Pflicht an, in seiner späteren Entscheidung lässt es diesen bei gleichem Sachverhalt aber dahinstehen[960] und stützt sich stattdessen auf einen Informationsanspruch aus § 91 Abs. 2 AktG und der Grundlagenvereinbarung zwischen den beiden Gesellschaften. In seiner früheren Entscheidung lehnte es einen Anspruch aus § 91 Abs. 2. AktG aber noch ab, da dieser entsprechend der Gesetzesbegründung nur im Rahmen „der bestehenden gesellschaftlichen Möglichkeiten" bestünde und es im faktischen Konzern keinen allgemeinen Informationsanspruch gebe, da dieser auf ein faktisches Weisungsrecht hinauslaufe.[961] Stattdessen kreierte das Gericht mangels anderer Anspruchsgrundlagen einen Informationsanspruch aus § 15 Abs. 1 WpHG a.F. Dazu passt der Widerspruch, dass es einerseits ausführt, dass nach dem Sinn und Zweck von Art. 6 Abs. 1 UAbs. 1 MAD der Emittent veröffentlichungspflichtig sei, wenn er auf ein Unternehmen beherrschenden Einfluss ausüben könne, denn er sei letztlich dort „zur Veröffentlichung kurserheblicher Entwicklungen überlegen befähigt und den Anlegern gegenüber überragend verantwortlich".[962] Nachdem dann festgestellt wird, dass aufgrund gesellschaftsrechtlicher Wertungen kein solcher Anspruch besteht, der zu einem solchen beherrschenden Einfluss befähigt, entwickelt es den kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch aus der Ad-hoc-Pflicht.[963]

8. Ergebnis zur Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Unternehmensverbindungen

Während der Emittent eine umfassende Informationsverantwortung für Insiderinformationen innerhalb „seiner" Gesellschaft hat, welche ihm durch sämtliche Organe und Mitarbeiter vermittelt werden, besteht eine solche Verantwortung ggü. Informationen aus verbundenen Unternehmen nur eingeschränkt. Zunächst ergibt sich aus dem nationalen Gesellschaftsrecht nur eine eingeschränkte Möglichkeit, Insiderinformationen, die den Fundamentalwert des Emittenten beeinträchtigen, von verbundenen Unternehmen zu erhalten bzw. dem Emittenten zuzurechnen. Dieses Defizit kann nicht durch einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch

960 LG Stuttgart, Urt. v. 24.10.2018, Az. 22 O 101/16, Rn. 414 (zitiert nach juris).
961 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 191.
962 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 172; zurückgehend auf *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht, 2003, S. 133 ff.
963 LG Stuttgart, WM 2017, 1451, Rn. 194 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aus Art. 17 Abs. 1 MAR kompensiert werden, durch den der Emittent verpflichtet wäre, Insiderinformationen bei verbundenen Unternehmen abzufragen bzw. sogar verbundene Unternehmen dazu verpflichten würde, Informationen an den Emittenten ohne vorherige Anfrage weiterzuleiten. Diesem Anspruch steht entgegen, dass Art. 17 Abs. 1 MAR keine Wissensorganisationspflichten normiert, ausschließlich emittentenbezogen und nicht konzernbezogen ist und in „unmittelbar betreffen" eine Begrenzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht angelegt ist. Die Ad-hoc-Pflicht kann damit im Ergebnis für Informationen aus verbundenen Unternehmen nur so weit gehen, wie dem Emittenten Informationen aus verbundenen Unternehmen tatsächlich zugehen, oder er so sehr beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft hat, dass es der Informationsherrschaft „innerhalb" des Emittenten als juristische Person, vermittelt durch seine Organe und sämtliche Mitarbeiter entspricht.

Sofern ein Doppelorgan von einer den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformation aus einer verbundenen Gesellschaft weiß, kann der Emittent eine Informationsverantwortung haben und sich mit der Information „infizieren". Aus der Wertung des Art. 10 Abs. 1 MAR und dem europäischen Gesellschaftsrecht in Art. 49 SE-VO ergibt sich aber, dass Verschwiegenheitspflichten nach nationalem Recht zwischen verbundenen Gesellschaften zu berücksichtigen sind und ein Informationszugriff und damit eine Informationsverantwortung bei entgegenstehenden nationalrechtlichen Wertungen nicht besteht. Auch eine entsprechende Wertung, wie sie Erwägungsgrund 50 lit. b) für die Unbeachtlichkeit der Organisationsverfassung der Einzelgesellschaft zu entnehmen ist, fehlt für Konzernsachverhalte. Damit besteht die Möglichkeit des Infizierens vorwiegend bei der Konstellation der Vorstands-Doppelmandate. Die Frage, warum im Einzelfall bei einem wissenden Doppelvorstand und gesellschaftsrechtlich gebilligter Informationsweitergabe eine Ad-hoc-Mitteilung des Emittenten unterbleibt, muss im Rahmen des Verschuldens der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen geprüft werden.

Ob tatsächlich ein Bereich besteht, in dem eine Veröffentlichungslücke oder Umgehungsgefahr durch Konzernierung besteht, zu deren Korrektur es eines Anspruchs aus Art. 17 Abs. 1 MAR gegen verbundene Gesellschaften bedarf, ist fraglich. Sofern dies doch der Fall ist, muss akzeptiert werden, dass in „unmittelbar betreffen" in Art. 17 Abs. 1 MAR eine Grenze der Informationsverantwortung angelegt ist, deren Schließung allein aus Effektivitätsgründen im Konzern aufgrund überwiegender Gegenargumente ohne gesetzliche Korrektur nicht möglich scheint. Das gerade in Konzernsachverhalten eingrenzende Kriterium des unmittelbaren Betref-

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

fens führt dazu, dass eine Verantwortung des Emittenten besteht, sofern er „die Hand im Spiel hat". Ein eigener Informationsanspruch oder Organisationspflichten aus Art. 17 Abs. 1 MAR welche den Emittenten dazu verpflichten würden, „die Hand ins Spiel zu bringen" besteht hingegen nicht.

Im Ergebnis hat die Ad-hoc-Publizitätspflicht auf das Gesellschaftsrecht bei Unternehmensverbindungen deutlich geringere Auswirkungen als auf die Organisationsverfassung in der Einzelgesellschaft. Die autonom europarechtlich herzuleitende, nur eingeschränkte Informationsverantwortung des Emittenten ggü. Informationen aus verbundenen Unternehmen, entspricht im Ergebnis der restriktiven Wissenszurechnung bei konzernverbundenen Unternehmen. Dies liegt daran, dass sie keine eigenen Informationsmöglichkeiten und -Pflichten gegenüber verbundenen Unternehmen hervorbringt. Vielmehr baut die Informationsverantwortung des Art. 17 Abs. 1 MAR bei Informationen aus verbundenen Unternehmen auf den Möglichkeiten und Grenzen des nationalen Gesellschaftsrechts auf.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kapitel 5: Das berechtigte Interesse des Emittenten am Aufschub der Mitteilungspflicht

Neben den Grundvoraussetzungen einer Insiderinformation (Art. 7 MAR) und der Ad-hoc-Pflicht des Emittenten (Art. 17 Abs. 1 MAR) steht auf einer dritten Stufe die Möglichkeit des Aufschubs der Ad-hoc-Mitteilungspflicht in Art. 17 Abs. 4 MAR. Zentrale Voraussetzung ist dabei, dass die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR.

A. Das Interesse des Emittenten

Es stellt sich bei dem unbestimmten Rechtsbegriff der berechtigten Interessen des Emittenten die Frage, wann solche berechtigten Interessen vorliegen und wessen Interesse hierbei genau zu berücksichtigen ist. Dabei besteht die Gefahr, dass gerade bei Compliance-Sachverhalten das Interesse des Vorstands des Emittenten an der Verschleierung von eigenen Fehlern im Vordergrund steht.[964] Auf der anderen Seite steht indes das Interesse der Aktionäre des Emittenten, gerade solches Fehlverhalten zu erfahren. Auch hierbei ist insbesondere bei Compliance-Sachverhalten aber unklar, ob den Aktionären stets an der zügigen Veröffentlichung von Compliance-Problemen gelegen ist, insbesondere wenn Publizität zu Lasten der Reputation des Emittenten und dessen Fundamentalwert geht.[965] Daneben bestehen die Interessen des Kapitalmarktes an der Verhinderung von Insiderhandel und der effizienten Preisbildung.

Zunächst sollen die verschiedenen Interessenlagen untersucht werden. Danach ist zu bestimmen, wann die Interessen der zu berücksichtigenden Gruppe auch berechtigt sind. Zum Schluss ist darauf einzugehen, wie sich das Ergebnis speziell bei Compliance-Sachverhalten darstellt.

---

964 Vgl. *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 875.
965 *Dies.*, ZGR 2016, 866, 876.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

I. Das Emittenteninteresse zwischen Eigen-, Shareholder-, und Stakeholderinteressen

1. Keine Abwägung zwischen Emittenten- und Kapitalmarktinteresse

§ 6 der deutschen Wertpapierhandelsanzeigeverordnung (WpAV) konkretisiert das berechtigte Interesse des Emittenten:

> *„Berechtigte Interessen, die nach Artikel 17 Absatz 4 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 von der Pflicht zur sofortigen Veröffentlichung nach Artikel 17 Absatz 1 und 2 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 befreien können, liegen vor, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegen."*

Das Emittenteninteresse kann demnach jedenfalls nicht das Marktinteresse sein, da diese beiden Interessen gegeneinander abzuwägen sind. Die Norm basiert auf dem schon bislang geltenden § 6 Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) und wurde vom deutschen Gesetzgeber lediglich an die MAR angepasst.[966] Auch nach der neuen Rechtslage beruft sich ein Teil der Literatur darauf, dass der Aufschub gerechtfertigt sei, wenn eine Interessenabwägung ergebe, dass das Emittenteninteresse das des Kapitalmarktes überwiege.[967] Dagegen spricht, dass die WpAV als rein nationalrechtliche Verordnung nunmehr aber mit dem vollharmonisierten Art. 17 Abs. 4 MAR kollidiert, welcher eine solche Interessenabwägung gerade nicht vorsieht. Systematisch betrachtet sieht Erwägungsgrund 52 S. 3 MAR eine Interessenabwägung für den spezielleren Art. 17 Abs. 5 MAR vor, eine solche fehlt aber in den Erwägungsgründen, die Art. 17 Abs. 4 MAR betreffen.[968] Auch hat der deutsche Gesetzgeber keine Kompetenz zur Ausgestaltung des Art. 17 Abs. 4 MAR (etwa entsprechend Art. 17 Abs. 11 MAR für die ESMA). § 6 WpAV muss daher als uni-

966 BGBl. I S. 3727 v. 10.11.2017.

967 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 103 ff.; *Görres*, in: Renz/Hense/Marbeiter (Hrsg.), Wertpapier-Compliance in der Praxis, II.C.6 Rn. 10; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 714; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 12.350; *Niermann/Venter*, in: Szesny/Kuthe (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 3. Kap. Rn. 59; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1413; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 97.

968 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 171.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

onsrechtswidrig unangewendet bleiben.[969] Eine Abwägung zwischen den Interessen des Emittenten einerseits und den Interessen des Kapitalmarktes andererseits, muss daher außer Betracht bleiben.

2. Aktienrechtliche Sichtweise

Dass keine Interessenabwägung entsprechend § 6 WpAV stattfindet, erklärt allerdings noch nicht, was das Interesse des Emittenten nun genau ist. Nach der Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR muss es das Interesse der juristischen Person sein.

Vereinzelt wird vertreten, dass damit sein „eigenes" Interesse gemeint sei und nicht das Interesse Dritter wie insbesondere von Verhandlungspartnern, Organen oder Aktionären.[970] Dabei wird neben den in den Erwägungsgründen oder den entsprechenden Leitfäden genannten Beispielen oftmals darauf abgestellt, ein berechtigtes Interesse am Aufschub habe der Emittent etwa, wenn ihm durch die sofortige Veröffentlichung ein unternehmerischer Nachteil drohe.[971] Die Ansicht ist allerdings zu pauschal und unpräzise,[972] denn die juristische Person als rechtliche Konstruktion kann keine eigenen Interessen haben.[973] Hinter dem Emittenteninteresse ist entsprechend dem Begriff des „Unternehmens-„ oder „Gesellschaftsin-

---

969 Ebenso *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 169; *Klöhn*, AG 2016, 423, 430 f.; *Frowein/Berger*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 62; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 209; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 83; bereits zu § 15 Abs. 3 WpHG a.F. *Kersting*, ZBB 2011, 442, 445; *Möllers*, WM 2005, 1393, 1396; a.A. *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 103.

970 So noch BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 60; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 152; *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 116; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 438.

971 *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 108; *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 783; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 152; *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 83; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 434; *Pattberg/Bredol*, NZG 2013, 87, 89; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2044; *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 19; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 100.

972 Symptomatisch etwa *Kuntz/Rathert*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 599, 609: "Es lässt sich danach festhalten, dass das Normziel der Befreiungsregelung nach Art. 17 Abs. 4 MAR (einzig) in dem Schutz von berechtigten Emittentenbelangen steht".

973 *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 40; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 98; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 181.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

teresses“ ein „abbrevierter Funktionsbegriff“ zu sehen, weswegen es auf die dahinter stehenden natürlichen oder juristischen Personen ankommt.[974]

Damit öffnet sich die aus dem Gesellschaftsrecht bekannte Frage, welche Interessen die Gesellschaft hat bzw. welche Interessen ihr Vorstand eigentlich zu verfolgen hat. Konkret geht es darum, ob der Vorstand allein das Interesse der Anteilseigner zu berücksichtigten hat (sog. Shareholder-Value-Ansatz) oder ob vielmehr neben den Aktionären auch die Interessen von Arbeitnehmern, Gläubigern, Kunden und der Allgemeinheit zu berücksichtigen sind (sog. Stakeholder-Value-Ansatz).[975]

Der deutsche Corporate-Governance-Kodex definiert „Unternehmensinteresse“ in seiner Präambel als „Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, der Belegschaft und der sonstigen mit dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen“. Dem deutschen Aktienrecht wird jedoch ein überwiegend als „moderater Shareholder-Value“ bezeichneter Ansatz entnommen, wonach der Vorstand Aktionärsinteressen grundsätzlich ggü. den Stakeholder-Interessen vorrangig berücksichtigen darf, die Interessen der Stakeholder aber auch berücksichtigen kann.[976] Diese Diskussion beginnt bei der weiten Gemeinwohlklausel des § 70 Abs. 1 AktG 1937 bzw. ihrer späteren Streichung.[977] Daneben besteht die fast paritätische Mitbestimmung der Arbeitnehmer.[978] Im Wesentlichen lässt sich der moderate Shareholder-Value-Ansatz aber darauf zurückführen, dass zunächst der Fortbestand (§ 91 Abs. 2 AktG) und die Rentabilität des Unternehmens (§ 90 Abs. 1 Nr. 2 und 4 AktG) im Vordergrund stehen, andererseits z.B. die Vergütungsstruktur des Vorstands an einer nachhaltigen und langfristigen Entwicklung der Gesellschaft auszurichten ist (§ 87 Abs. 1 S. 2 AktG, § 87a Abs. 1

974 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1153; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 40; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 181.

975 Umfassend *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 74 ff.

976 *Beisheim*, in: Schulz (Hrsg.), Compliance-Management im Unternehmen, 15. Kapitel S. 364; *Harbarth*, ZGR 47 (2018), 379, 390; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 76 Rn. 38; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 78; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 40; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1287; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 345; in diese Richtung wohl auch BGH, NZG 2018, 1189, Rn. 54; a.A. etwa *Walden*, NZG 2020, 50, 59.

977 Ausführlich etwa *Kuschnereit*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 47 ff.

978 Statt aller *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 64 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

S. 2 Nr. 2, Abs. 2 S. 2 AktG).[979] Auch die zuletzt neu eingefügten CSR-Berichtspflichten in § 289c HGB konkretisieren weitere Gemeinwohlbelange, die der Vorstand im Rahmen des Unternehmensinteresse verfolgen kann.[980]

Im Ergebnis ist der Vorstand grundsätzlich zu einem nachhaltigen, renditeorientierten Verwaltungshandeln verpflichtet, darf aber Stakeholderinteressen auch abseits verpflichtender Vorschriften berücksichtigen, soweit auch dies im „wohlverstandenen (d.h. unternehmenswertsteigernden) Aktionärsinteresse liegt".[981]

3. Kapitalmarktrechtliche Sichtweise

Art. 17 Abs. 4 MAR ist eine kapitalmarktrechtliche Norm, die unionsrechtskonform autonom ausgelegt werden muss. Ein pauschaler Verweis auf einen moderaten Shareholder-Value-Ansatz nach deutschem Aktienrecht verbietet sich demnach. Das Interesse des Emittenten soll daher folgend unionsrechtskonform, autonom hergeleitet werden.

a) Allgemein der MAR zu entnehmende Interessen

Erwägungsgrund 1 der MAR stellt darauf ab, dass ein echter Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen verantwortlich für Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen ist. Dies sind Stakeholder-Interessen. Gleichwohl ist dieser Erwägungsgrund zu allgemein und nicht auf den Emittenten bezogen, weswegen daraus kein zu berücksichtigendes Stakeholder-Interesse abgeleitet werden kann. Vielmehr muss auf die spezielleren, das Emittenteninteresse explizit in den Blick nehmenden Erwägungsgründe zurückgegriffen werden.

979 *Walden*, NZG 2020, 50, 55.
980 *Harbarth*, ZGR 47 (2018), 379, 390 f.; *Walden*, NZG 2020, 50, 55.
981 Statt aller *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 43.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Erwägungsgrund 50 und Leitlinien der ESMA

aa) Zeitlich gestreckte Sachverhalte

Zu diesen zählen Erwägungsgrund 50 lit. b) und Punkt 5 1. c) der ESMA Leitlinien[982]. Sie nennen die Konstellation der mehrstufigen Entscheidungsprozesse bei dualistisch verfasster AG als berechtigtes Interesse und benennen mit der Organisationsverfassung einen rein aktienrechtlichen Gesichtspunkt.[983] Gleichwohl wird dieser wiederum unter den Vorbehalt gestellt, dass die Bekanntgabe mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde. Im Ergebnis bedeutete dies, wie bereits an anderer Stelle festgestellt,[984] dass die dualistische Struktur und die dadurch bedingte Willensbildung in der Gesellschaft, keinen Einfluss auf die Ad-hoc-Publizität haben sollen.

Allerdings nennt Art. 17 Abs. 4 UAbs. 2 MAR den Oberbegriff des zeitlich gestreckten Vorgangs als einen Fall, in dem der Emittent die Veröffentlichung aufschieben kann. Man könnte also annehmen, dass der Emittent bei zeitlich gestreckten Vorgängen immer ein berechtigtes Interesse hat, eine Veröffentlichung aufzuschieben. Die Nennung ist aber vielmehr nur deklaratorisch.[985] Hierfür spricht, dass die genannte Möglichkeit eines Aufschubs bei zeitlich gestreckten Vorgängen ausdrücklich unter dem Vorbehalt von Art. 17 Abs. 4 lit. a), b), und c) MAR steht. Wenn der Gesetzgeber in Übernahme der Rechtsprechung Geltl/Daimler in Art. 7 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 MAR explizit normiert, dass auch Zwischenschritte als Insiderinformationen in Betracht kommen, dann ist nur konsequent, dass für solche Zwischenschritte eben auch wie für „normale" Insiderinformationen die Möglichkeit des Aufschubs besteht.[986]

---

982 ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen v. 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, S. 5.

983 Siehe auch *Kalss/Hasenauer*, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 98: "Berücksichtigt werden muss nämlich, dass diese Leitlinie der ESMA für sämtliche 28 MS der Europäischen Union gilt und auf die unterschiedlichsten nationalen gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltungen des Zusammenspiels von Organen anwendbar ist".

984 Siehe S. 58.

985 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 130 "Klarstellung".

986 *Ders.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 130.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bb) Indikative Liste der ESMA

Die ESMA[987] hat aufgrund ihrer Ermächtigung in Art. 17 Abs. 11 MAR eine nicht abschließende indikative Liste berechtigter Interessen des Emittenten veröffentlicht. Diese umfassen unter Punkt 5 insbesondere folgende, nicht in den Erwägungsgründen der MAR enthaltene Punkte, nämlich:

> *„a) Der Emittent führt Verhandlungen, deren Ergebnis durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich gefährdet würde. Beispiele für solche Verhandlungen sind Verhandlungen über Fusionen, Übernahmen, Aufspaltungen und Spin-offs, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte oder Unternehmenszweige, Umstrukturierungen und Reorganisationen.*
> *d) Der Emittent hat ein Produkt entwickelt oder eine Erfindung getätigt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Rechte des geistigen Eigentums des Emittenten gefährden.*
> *e) Der Emittent plant den Erwerb oder Verkauf einer wesentlichen Beteiligung an einem anderen Unternehmen, und die Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Durchführung dieses Plans gefährden.*
> *f) Ein zuvor angekündigtes Geschäft unterliegt der Genehmigung durch eine staatliche Behörde, wobei diese Genehmigung von weiteren Anforderungen abhängt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Anforderungen wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach auf die Fähigkeit des Emittenten, diese Anforderungen zu erfüllen, auswirken und somit den Erfolg des Geschäfts letztendlich verhindern."*

Die Leitlinien der ESMA sind zwar rechtlich nicht bindend. Gleichwohl sind diese als normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften gelebtes Recht, da sich Emittenten aus Gründen der Rechtssicherheit und Haftungsvermeidung daran orientieren werden. All die genannten Gründe sind letztlich solche, die primär auf die Erhaltung der ungestörten Fortführung der unternehmerischen Tätigkeit durch die Unternehmensführung und die Erhaltung der Geschäftschancen abzielen. Freilich wird diese ungestörte Unternehmensführung und die Wahrung der Geschäftschancen durch die Geschäftsführung im Interesse der dahinterstehenden Aktionäre,

987 ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, v. 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aber auch der übrigen Stakeholder sein. Eine genauere Konkretisierung durch die indikative Liste ist daher nicht möglich.

cc) Aufschub bei laufenden Verhandlungen, insbesondere Sanierungsfällen

Neben den bereits erörterten Ausnahmen für die mehrstufigen Entscheidungsprozesse bei einer dualistisch verfassten Gesellschaft, vorbehaltlich der korrekten Bewertung durch das Publikum, nennt Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR (im Übrigen ähnlich auch Punkt 5 1.b. der ESMA Leitlinien)

> *„laufende Verhandlungen oder damit verbundene Umstände, wenn das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würden; insbesondere wenn die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten stark und unmittelbar gefährdet ist – auch wenn er noch nicht unter das geltende Insolvenzrecht fällt – kann die Bekanntgabe von Informationen für einen befristeten Zeitraum verzögert werden, sollte eine derartige Bekanntgabe die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre erheblich gefährden, indem der Abschluss spezifischer Verhandlungen vereitelt werden würde, die eigentlich zur Gewährleistung einer langfristigen finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind;“*

Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR konkretisiert das berechtigte Interesse des Emittenten im Falle laufender Verhandlungen und nimmt als Unterpunkt speziell Sanierungsverhandlungen in den Blick. Dort heißt es, dass die Bekanntgabe nicht das Interesse „vorhandene[r] und potenzielle[r] Aktionäre“ gefährden darf. So regelte dies bereits Art. 3 Abs. 1 lit. a) MAD-DRl. Die Übernahme durch den Gesetzgeber – wenn auch nur als Erwägungsgrund – spricht dabei für dessen fortbestehende Gültigkeit. Auf diesen Erwägungsgrund verweist nunmehr auch die BaFin[988] und ein Großteil der neueren Literatur und vertritt, dass das berechtigte Interesse des Emittenten das Interesse der tatsächlichen und potenziellen Aktionäre sei.[989]

988 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 56; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 38.

989 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 101; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 146; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 203 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2004; *Söhner*, BB 2017, 259, 260; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018,

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Hier zeigt sich aber bereits das nächste Konkretisierungsproblem. Während die vorhandenen Aktionäre des Emittenten all diejenigen sind, die Aktien des Emittenten halten, ist unklar, wer genau die potenziellen Aktionäre sind. Die BaFin konkretisiert dies nicht. In der Literatur haben sich zwei Meinungen herausgebildet. Einerseits wird vertreten, potenzielle Aktionäre seien all diejenigen, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten erwerben und dann von der Geheimhaltungsentscheidung des Managements betroffen sind.[990] Dies wäre der Shareholder-Value-Ansatz. Die Gegenmeinung vertritt, mit potenziellen Aktionären sei das Interesse des Marktes gemeint.[991] Folglich müssten Aktionäre und Markt ein einheitliches Interesse haben. Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR geht jedenfalls davon aus, dass vorhandene und potenzielle Aktionäre ein gemeinsames Interesse im Sinne eines kleinsten gemeinsamen Nenners haben („die Interessen der vorhandenen *und* potenziellen Aktionäre"). Das wäre also ein auch die Allgemeinheit berücksichtigender Stakeholder-Ansatz. Für die Antwort muss nun näher untersucht werden, was die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre sowie des Marktes sind.

(1) Gemeinsames Interesse der vorhandenen und potenziellen Aktionäre

Alle vorhandenen und potenziellen Aktionäre (=im Sinne derer, die Aktien während der Aufschubentscheidung kaufen) haben ein gemeinsames Interesse daran, dass Sanierungsbemühungen des Emittenten nicht durch frühzeitige Publizität gefährdet werden. Ihre Beteiligung am Emittenten soll nicht durch eine mögliche Insolvenz entwertet werden. Dasselbe Interesse haben aber auch die Stakeholder wie Arbeitnehmer oder Gläubiger. Ob die punktuelle Interessenerwähnung vorhandener und potenzieller Aktionäre im Fall von Sanierungsbemühungen verallgemeinerungsfähig ist,

S. 108; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 98; *Wilsing*, ZGR 2020, 276, 280.

990 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 101; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 146; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 75; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 205; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2004; *Söhner*, BB 2017, 259, 260; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 182.

991 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 444; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 96; *Schubert*, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen, 2019, S. 13 f.; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 108 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ist fraglich, denn sie schließt vom speziellen Fall (Sanierungsbemühungen) auf den allgemeinen Fall (laufende Verhandlungen).[992]

(a) Keine klare Interessenlage der Aktionäre

Außerhalb der Sanierungsfälle ist unklar, ob es ein gemeinsames Interesse vorhandener und potenzieller Aktionäre gibt, denn Aktionäre sind keine homogene Interessengruppe.[993] Während manche Aktionäre an einem langfristigen und nachhaltigen Unternehmenswachstum interessiert sind, sind andere nur an kurzfristigen, schnellen Gewinnen interessiert. Potenzielle Aktionäre können auch an fallenden Kursen interessiert sein, wenn sie Leerverkäufe tätigen.[994] Zudem sind als Aktionäre der Gesellschaft institutionelle und private Investoren vertreten, mitunter auch die öffentliche Hand und divergierende Interessen denkbar. Manche Aktionäre mögen nur an einer konstanten Dividendenpolitik interessiert sein. Und zugespitzt formuliert mag es auch Aktionäre geben, deren Interesse einzig darin besteht, einmal im Jahr an der Hauptversammlung teilzunehmen, um in den Genuss kostenloser Verpflegung zu kommen.[995] Zuletzt hat der Fall „GameStop" um den „Flashmob organisierter Wutanleger"[996] in erstaunlicher Weise die möglichen Interessendivergenzen am Kapitalmarkt aufgezeigt.

Wesentlich ist der Interessenunterschied der Aktionäre jedenfalls dahingehend, ob man in der Aufschubphase Käufer oder Verkäufer der Aktien des Emittenten wäre und ob es sich um positive oder negative Information handelt.[997] So sind die verkaufenden Aktionäre bei positiver Mitteilung an

992 Zu Recht kritisch daher *Kuntz/Rathert*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 599, 608; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 84; a.A. *Kersting*, ZBB 2011, 442, 444.

993 *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 84; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 360; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 S. 181.

994 *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 184.

995 Daimler-Hauptversammlung: Würstchen-Streit sorgt für Polizeieinsatz, 07.04.2016 (https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/wuerstchen-streit-zwischen-daimler-aktionaeren-provoziert-polizeieinsatz-a-1085886.html) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

996 *Beuth/Brächer/Jauernig u.a.*, Kleinanleger gegen Hedgefonds, 05.02.2021 (https://www.spiegel.de/wirtschaft/gamestop-wer-profitiert-wirklich-vom-guerillakrieg-an-der-boerse-a-00000000-0002-0001-0000-000175196815) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

997 *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 110; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 78.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der vorherigen Veröffentlichung interessiert, während sie bei schlechten Nachrichten erst an einer späteren Veröffentlichung interessiert sind. Umgekehrt stellt es sich für Käufer dar.

(b) Das Problem der Beurteilungsperspektive Käufer/Verkäufer

Man könnte die Antwort zunächst darin sehen, dass nur langfristige und am Wohle der Gesellschaft orientierte Aktionärsinteressen zu berücksichtigen sind. So sei nur ein längerfristiger Anlegerhorizont schützenswert, denn Anlegerleitbild sei der verständige Anleger und dieser verfolge nur längerfristige Ziele.[998] Dies ist an sich wünschenswert. Schließlich werden die Ziele der MAR, Wirtschaftswachstum und Wohlstand zu erreichen, nur mit einem längerfristigen und nachhaltigen Anlegerhorizont erreichbar sein. Für die Übertragung dieses Leitbilds vom Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz auf das Merkmal der berechtigten Interessen des Emittenten ist jedoch nichts ersichtlich. Zudem lässt sich die Berücksichtigung nur langfristiger Investitionsinteressen nicht pauschal rechtfertigen. Aufgrund der Notwendigkeit von Marktliquidität und damit der Möglichkeit am Sekundärmarkt jederzeit zu verkaufen, bedarf es näherer gesetzlicher Anhaltspunkte für die Berücksichtigung nur längerfristig beteiligter Aktionäre.

Das Problem dieser Beurteilungsperspektive versucht *Klöhn*[999] unter impliziter Zugrundenahme des Rawlschen „Schleier des Nichtwissens“[1000] dahingehend zu lösen, dass man unabhängig von der späteren Rolle (also Käufer oder Verkäufer) und der Information (positiv oder negativ) aus ex-ante Sicht ein gemeinsames Interesse der tatsächlichen und potenziellen Anleger (=im Sinne derer, die während der Aufschubentscheidung Finanzinstrumente des Emittenten erwerben) finden müsse. Unter dieser Voraussetzung würden sich im Ergebnis alle Aktionäre auf die gemeinsame Maximierung der Wohlfahrt, d.h. die Maximierung des Fundamentalwerts der Gesellschaft einigen.[1001]

Potenzielle Aktionäre werden damit den vorhandenen Aktionären gleichgestellt und als das Emittenteninteresse zusammengefasst. Für die

998 *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 96 f.
999 *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 78.
1000 *Rawls*, A theory of justice, 1999, S. 118 ff.; siehe auch *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 85.
1001 *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 78; *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 876.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ansicht spricht, dass sie den Zielen der Erwägungsgründe 1 und 2 entspricht, Wirtschaftswachstum, Arbeitsplätze und Wohlstand zu schaffen. Dies wird jedenfalls durch Leerverkäufe nicht gefördert. Auch günstige Einstiegskurse für Käufer oder ein zusätzlicher Gewinn für Verkäufer mögen zwar vorhandene Interessen sein. Es handelt sich aber nicht um ein gemeinsames, sondern eben nur um ein Partikularinteresse.[1002] Auch Erwägungsgrund 50 lit. a) der MAR stellt den Aufschub in Zusammenhang mit der Realisierung von Geschäftschancen für den Emittenten. Für die Maximierung des Fundamentalwerts spricht letztlich auch der Sinn des Kapitalmarkts, Geld für reale Investitionen zu Verfügung zu stellen.

(2) Interesse des Marktes

Auf der anderen Seite stehen die Vertreter, die im Interesse der potenziellen Aktionäre das Interesse des Marktes sehen. Jedenfalls *Kersting* und *Steinrück* sprechen sich im Ergebnis für ein gemeinsames Interesse von potenziellen Aktionären und vorhandenen Aktionären im Sinne eines Marktinteresses aus, welches letztlich das Emittenteninteresse sei.[1003]

Zunächst zeigt sich ihnen zufolge folgender Befund: Der Markt ist primär daran interessiert, zu richtigen Preisen (informationelle Effizienz) zu handeln.[1004] Der Markt ist ferner an Marktintegrität interessiert, verstanden als Verhinderung von Insiderhandel. Art. 17 Abs. 1 MAR schützt diese Interessen. Das würde also dafür sprechen, dass Marktinteresse (informationelle Effizienz und Marktintegrität) und Aktionärsinteresse (Steigerung des Fundamentalwertes) unterschiedlich sind. Marktteilnehmer, die keine Aktien des Emittenten halten und auch während der Aufschubphase nicht erwerben, wird die Realisierung von Geschäftschancen des Emittenten auf den ersten Blick gleichgültig sein, den Kapitalmarkt an sich interessiert die langfristige finanzielle Erholung eines Emittenten nicht.[1005] Da infor-

1002 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 113; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446.

1003 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 444; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 108 f.; letztlich aber für die Folgerung auf das Emittenteninteresse unklar: *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 96; *Schubert*, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen, 2019, S. 13 f.

1004 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 443; *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 19; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 20 ff.

1005 Vgl. *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446; implizit etwa auch *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 190.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

mationelle Effizienz das Interesse des Marktes ist, kommt auf den ersten Blick keine Situation in Betracht, warum ein Aufschub auch im Interesse des Marktes sein sollte.[1006]

Ein Marktinteresse müsse aber ebenfalls entsprechend dem „Schleier des Nichtwissens" entwickelt werden, d.h. unter ex-ante-Befragung aller Marktteilnehmer (also inklusive der vorhandenen Aktionäre des Emittenten), die ihre Stellung am Markt aber nicht wissen.[1007] Vor diesem Hintergrund würde man sich darauf einigen, dass der Aufschub immer dann berechtigt sei, wenn die Effizienz des Kapitalmarktes insgesamt durch die unverzügliche Offenlegung der Insiderinformation gefährdet wäre.[1008] Zwar sei der Aufschub der Information zunächst negativ für die Informationseffizienz und damit entgegen dem primären Marktinteresse an informationsgerechten Preisen, da während des Aufschubs zu falschen Preisen gehandelt wird. Die gesetzliche Möglichkeit eines Aufschubs zeige aber, dass die informationelle Effizienz hinter der allokativen Effizienz zurückstehe, wenn Geschäftschancen (allokative Effizienz) durch vorzeitige Ad-hoc-Publizität (informationelle Effizienz) vernichtet werden würden.[1009] In dieser Phase handeln Anleger zwar kurzfristig in Unkenntnis der Geschäftschance und damit zu falschen Preisen. Ihnen geschehe aber kein Unrecht, weil diese Chance im Fall der vorzeitigen Informationserteilung zerstört würde und sich die Geschäftschance nicht realisieren ließe, so dass der falsche Preis doch gerechtfertigt wäre.[1010]

Das Marktinteresse am Aufschub sei daher mit dem Interesse der Aktionäre an der Steigerung der allokativen Effizienz identisch, weswegen das Interesse des Emittenten nur berechtigt sei, wenn es auch das Marktinteresse sei.[1011] Die Nennung des Emittenteninteresse habe daher keine geson-

1006 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 99; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446.

1007 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112 f.

1008 *Ders.*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 113.

1009 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 113 f.; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446 f.

1010 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 447; ähnlich *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 99 ff.

1011 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446 ff.; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112 ff.; unklar aber *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 97: Es "kann in bestimmten Fällen auch ein Interesse des Kapitalmarkts an der Nichtveröffentlichung gegeben sein. Diese besonderen Kapitalmarktinteressen sind dann als Interessen des Emittenten anzusehen.".

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

derte Bedeutung,[1012] oder stelle lediglich klar, dass der Emittent keine Pflicht zum Aufschub habe.[1013]

(3) Stellungnahme und eigene Auslegung

Eine Auslegung, die Marktinteresse und Emittenteninteresse gleichsetzt, entfernt sich zunächst zu sehr vom Wortlaut „Emittenteninteresse". Zwar sind die Steigerung des Fundamentalwerts des Emittenten und die Steigerung der allokativen Effizienz formal nicht dasselbe. Faktisch liegt aber beiden Ansätzen das Ziel einer Wohlfahrtssteigerung zugrunde. Die Ansicht, welche die Steigerung des Fundamentalwerts des Emittenten zum Ergebnis hat, muss von ihrem Ausgangspunkt her nur auf den konkreten Emittenten Bezug nehmen. Die andere Ansicht nimmt unter Betrachtung aller Marktteilnehmer auf die Steigerung der allokativen Effizienz des Marktes Bezug, somit sind davon auch alle Emittenten umfasst. Dass faktisch beide Ansichten zum selben gemeinsamen Interesse kommen verwundert nicht, liegt es doch daran, dass sich unter dem „Schleier des Nichtwissens" und der Prämisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese die Aktionäre und der Markt für Wertsteigerung und Wohlfahrt und damit insgesamt für die allokative Effizienz entscheiden würden, weil allokative Effizienz eben das Idealziel[1014] des Kapitalmarkts ist.

Zu diesem Ergebnis soll folgend kritisch Stellung bezogen werden.

(a) Ungeeignetheit des „Schleiers des Nichtwissens" für die Bestimmung des Marktinteresses

Zunächst ist die Interessenermittlung unter dem „Schleier des Nichtwissens" nur ein gedankliches und sehr realitätsfremdes Konstrukt.[1015] Wenn die Interessen des Emittenten die des Marktes und umgekehrt sein sollen, wird verkannt, dass das, was allokativ effizient ist, in der Realität keine Entscheidung des Marktes, sondern eine des Vorstands des Emittenten ist. In einem kompetitiven Umfeld muss der Vorstand Risiken zur Wahrung von Geschäftschancen eingehen, weswegen ihm der Ermessensspielraum

1012 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112.
1013 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 450.
1014 Vgl. dazu die Ausführungen auf S. 41.
1015 *Wühle*, Die Moral der Märkte, 2017, S. 132 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

des § 93 Abs. 1 AktG zusteht. Der Vorstand ist derjenige, der entscheidet, inwiefern am Primärmarkt generiertes Eigenkapital eingesetzt wird. Das Risiko, dass sich Geschäftschancen gerade nicht realisieren oder Entscheidungen des Vorstands wirtschaftlich nachteilig sind, tragen letztlich die Aktionäre des Emittenten und nicht der Markt.[1016] Wenn der Aufschub also Geschäftschancen und Anreize sichern soll, muss das berechtigte Interesse den Aktionären zugeordnet sein. Mit dem Schleier des Nichtwissens wird also versucht eine Gleichheit zwischen Aktionären und dem Markt herzustellen, wo tatsächlich keine ist. Das spricht teleologisch für eine Trennung von Aktionärs- und Marktinteressen.

(b) Systematische Trennung zwischen Aktionären und Markt

Auch systematische Erwägungen zeigen, dass es einer klaren Trennung zwischen Emittenten- und Marktinteresse bedarf. Art. 17 Abs. 4 MAR nennt als Voraussetzungen für den Aufschub einerseits in lit. a) die Interessen des Emittenten und in lit. b) andererseits die Gefahr der Irreführung der Öffentlichkeit. Beide Voraussetzungen müssen nach Art. 17 Abs. 4 MAR kumulativ erfüllt sein. Die gesonderte Nennung des Interesses der Öffentlichkeit in Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR (= Kapitalmarkt), nicht irregeführt zu werden, ergibt aber keinen Sinn, wenn das Interesse des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR als Interesse des Marktes verstanden werden würde, denn das Interesse der Öffentlichkeit (=Kapitalmarkt) nicht irregeführt zu werden wäre dann ja vom Merkmal „Emittenteninteresse" mitumfasst.[1017] Die separate Nennung des Interesses der Öffentlichkeit, nicht irregeführt zu werden, wäre also überflüssig. Wenn das Emittenteninteresse gleich das Marktinteresse sein soll, was soll dann noch das verbleibende Emittenteninteresse sein? Wenn die Inbezugnahme des Emittenteninteresses lediglich klarstellen soll, dass „keine Pflicht des Emittenten zum Aufschub besteht"[1018] wird verkannt, dass die Aufschubentscheidung das Gegenstück der umfassenden Emittentenverantwortung des Art. 17 Abs. 1 MAR ist. Ein Tatbestandsmerkmal darf nicht dahingehend ausge-

1016 Zu Recht *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 147.

1017 In sich dann konsequent *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112 „inwiefern die Verzögerung der Ad-hoc-Mitteilung darüber hinaus auch im Interesse des Emittenten liegt, ist im Rahmen des Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR hingegen nicht gesondert zu prüfen.".

1018 So *Kersting*, ZBB 2011, 442, 450.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

legt werden, dass ihm keine Bedeutung mehr zukommt. Dass keine Pflicht zur Aufschubentscheidung besteht, ergibt sich bereits aus dem Wortlaut „kann" und „auf eigene Verantwortung".

(c) Zwischenergebnis: Einordnung der potenziellen Aktionäre und Folgerung aus dem bisherigen Ergebnis

Das Emittenteninteresse muss daher das Interesse seiner Aktionäre sein. Es verbleibt damit zuletzt die Frage, ob die potenziellen Aktionäre nun den vorhandenen Aktionären, oder dem Markt zuzurechnen sind.

Entgegen dem sprachlich missglückten Wortlaut von Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR muss im Ergebnis mit „Interesse des Emittenten" das Interesse derjenigen Aktionäre gemeint sein, die zum Zeitpunkt der (potenziellen!) Aufschubentscheidung vorhandene Aktionäre des Emittenten sind und es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung bleiben. Nicht gemeint sein können die, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten erwerben oder gar veräußern. Potenzielle Aktionäre müssen dem Marktinteresse zugeordnet werden. Wäre dem nicht so, würde das Interesse der vorhandenen Aktionäre wieder dem der Öffentlichkeit (=des Marktes) entsprechen, denn schließlich kann jeder Marktteilnehmer während der Aufschubphase potenziell Anteile des Emittenten erwerben und damit zum Aktionär des Emittenten werden.[1019] Umgekehrt wird jeder Aktionär, der in der Aufschubphase Aktien zukauft oder verkauft auch zum Marktteilnehmer.[1020] Nur durch eine Zuordnung der potenziellen Aktionäre zum Marktinteresse, kann tatsächlich die im Wortlaut, im Telos und der Systematik angelegte Trennung zwischen Marktinteresse und Emittenteninteresse erreicht werden.

Das berechtigte Interesse des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist also weder das Interesse des Marktes, noch das Interesse der vorhandenen und potenziellen Aktionäre im Sinne derer, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten erwerben. Es ist das Interesse der Aktionäre, die im Moment der Entscheidung über den Aufschub Aktionäre des Emittenten sind und es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung durch Veröffentlichung oder anderweitigen Weg-

1019 Diesen kleinen Unterschied verkennen *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 146; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 205; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2004.

1020 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

fall bleiben. Damit werden im Ergebnis tatsächlich nur die Interessen längerfristiger Aktionäre im Rahmen des berechtigten Interesses berücksichtigt, weil die Interessen derer, die während der Aufschubphase kaufen oder verkaufen, aufgrund der im Wortlaut, dem Telos und der Systematik angelegten Interessentrennung dem Marktinteresse zugeordnet werden müssen. Auch Teilzukäufe oder Teilverkäufe während des Aufschubzeitraums durch vorhandene Aktionäre ändern nichts an der gesetzlich angelegten Interessentrennung. Die partiellen Kauf- bzw. Verkaufinteressen einzelner vorhandener Aktionäre sind dem Marktinteresse zuzuordnen.

Die Nennung von potenziellen Aktionären und ihre Gleichstellung mit vorhandenen Aktionären in Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR muss deswegen im Ergebnis dahingehend interpretiert werden, dass es sich um einen nicht verallgemeinerungsfähigen Sonderfall handelt, in dem ausnahmsweise Markt und Aktionäre des Emittenten gleichlaufende Interessen haben.[1021] Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR normiert daher den Shareholder-Value-Ansatz.

(d) Die Konformität der Trennung zwischen Aktionärs- und Marktinteresse mit dem primären Auslegungstelos der MAR

Zuletzt steht das Ergebnis, dass Emittenteninteresse und Marktinteresse verschieden sind, auch im Einklang mit dem hier verstandenen, primären Auslegungstelos der MAR. Richtig ist zwar, dass in der Aufschubphase die Anleger in Unkenntnis der Geschäftschance und damit zu falschen Preisen handeln, ihnen dadurch aber kein „Unrecht" geschieht, weil sich diese Chance im Fall der vorzeitigen Informationserteilung ohnehin nicht realisieren lassen würde, so dass der falsche Preis doch gerechtfertigt wäre.[1022] Geheimnisschutz sichert Anreize von denen letztlich alle profitieren und das ist ökonomisch unbestritten sinnvoll.[1023] Wenn man, wie insbesondere *Kersting,* das Ziel der Ad-hoc-Pflicht im „Schutz der Anleger vor unfairen Preisen"[1024] sieht, verkennt man den primären Schutzzweck der MAR. Die MAR hat nicht zum Zweck, vor unfairen Preisen zu schützen. Vertrauen

1021 Siehe dazu zuvor S. 267.
1022 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 447.
1023 *Mehringer*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007, S. 162 f.
1024 *Kersting*, in: Schön (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 2009, S. 411, 500; ähnlich auch *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 104.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

schützt sie nur in die Bildung eines von Marktmissbrauch unbeeinflussten Preises.[1025] Während der Aufschubphase des Art. 17 Abs. 4 MAR können auch alle anderen Marktteilnehmer inklusive vorhandener Aktionäre bei hinreichender Geheimhaltung aus der unterlassenen Information selbst keinen Vorteil ziehen. Deswegen ist der Aufschub auch möglich.

Dass es für die Ad-hoc-Publizität auf dem Sekundärmarkt zuerst um den Vertrauensschutz der Anleger und nicht um reine Allokations- und Preiseffizienz geht, zeigt der Vergleich mit der Publizität am Primärmarkt. Am Primärmarkt ist Information wichtiger als auf dem Sekundärmarkt, da dieses Kapital unmittelbar eingesetzt wird.[1026] Defizite durch unterlassene Information wirken sich auf das durch den Kapitalmarkt erzielte Wirtschaftswachstum am Sekundärmarkt nur mittelbar auf dem Primärmarkt aus. Auf dem Sekundärmarkt hingegen sollte primäres Ziel sein, dass der Markt liquide ist, damit auf dem Primärmarkt überhaupt Kapital in der Gewissheit bereitgestellt wird, die Titel jederzeit veräußern zu können. Diese Liquidität wird zwar auch dadurch gefährdet, dass sich die Anleger bei falschen Preisen langfristig vom Markt zurückziehen. Primär erfolgt dieser Rückzug aber deswegen, weil sie durch Marktmissbrauch einen ungerechtfertigten Sondervorteil empfinden.[1027] Daher ist es auch vertretbar, dass auf dem Sekundärmarkt vorrübergehend auch keine hundertprozentige Informationseffizienz besteht und der Emittent zeitweise seiner Informationsverantwortung aufgrund von Geheimnisschutzinteressen nicht nachkommt.

Diese Differenz zwischen Primär- und Sekundärmarkt wird deutlich, wenn man das wesentlich strengere Pendant zu Art. 17 Abs. 4 MAR auf dem Primärmarkt in Art. 18 Abs. 1 der Prospekt-VO[1028] (Nichtaufnahme von Informationen) betrachtet. Geheimnisschutz im Wertpapierprospekt muss durch die zuständige Behörde genehmigt werden (im Gegensatz zur eigenverantwortlichen Entscheidung des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 MAR). Vorrausetzung ist u.a. etwa, dass die Offenlegung der betreffenden Informationen dem öffentlichen Interesse zuwiderlaufen würde (Art. 18 Abs. 1 lit. a) Prospekt-VO, oder die Offenlegung der betreffenden Informa-

---

1025 Siehe S. 41.

1026 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 115.

1027 Siehe S. 33 f.

1028 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tionen dem Emittenten oder dem etwaigen Garantiegeber ernsthaft schaden würde (im Vergleich zur Beeinträchtigung berechtigter Interessen), vorausgesetzt, dass die Öffentlichkeit durch die Nichtaufnahme der Informationen nicht irregeführt wird (Art. 18 Abs. 1 lit. b) Prospekt-VO. Die Vermeidung des als ungerecht empfundenen Sondervorteils am Sekundärmarkt wird im Marktmissbrauchsrecht durch die Geheimhaltungspflicht in Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR sowie das Irreführungsverbot in Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR gewahrt. Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist also nicht möglich, weil er letztlich für den Gesamtmarkt zu allokativer Effizienz führt, sondern weil bei richtiger Anwendung eine Chance auf eine Steigerung des Fundamentalwerts für die Aktionäre des Emittenten gegeben ist und das primäre Interesse des Marktes an Marktintegrität nicht verletzt wird.

II. Ergebnis zum Interesse des Emittenten

1. Zusammenfassung

Das Interesse des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist das Interesse seiner zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre, die es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung, bleiben. Potenzielle Aktionäre sind dem Marktinteresse zuzuordnen. Das sind solche, die während der Aufschubphase Aktien des Emittenten erwerben. Aktionäre, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten veräußern sind ebenfalls dem Marktinteresse zuzuordnen. Marktinteresse und Emittenteninteresse sind nicht zwingend identisch. Das Interesse des Emittenten wird nicht mit dem Interesse des Marktes abgewogen. Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist im Ergebnis möglich, wenn er geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten (= seiner Aktionäre) zu beeinträchtigen und die Interessen des Marktes nicht entgegenstehen.

2. Vergleich mit dem Unternehmensinteresse

Das bedeutet im Ergebnis, dass das Emittenteninteresse nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR (verstanden als Interesse der längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre des Emittenten) und das aktienrechtlich hergeleitete Unternehmensinteresse (verstanden

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

im Sinne des moderaten Shareholder-Value Ansatzes) formal nicht identisch sind.[1029] Praktisch sollte aber eine Deckungsgleichheit der Interessen bestehen. Auch wenn Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ausschließlich das Aktionärsinteresse berücksichtigt, bedeutet das nicht, dass die Berücksichtigung von Gemeinwohlbelangen in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ausgeschlossen ist. So kann schließlich auch die Berücksichtigung von Gemeinwohlbelangen aus kapitalmarktrechtlicher Sicht langfristig fundamentalwertsteigernd sein. Eine Aufschubentscheidung die primär zugunsten der Aktionäre des Emittenten getroffen wird, kann auch im Interesse von Stakeholdern wie Arbeitnehmern und Gläubigern sein und umgekehrt, insbesondere, wenn sie der Bestandssicherung des Emittenten dient. Der Vorstand ist kapitalmarktrechtlich auch nicht zum Aufschub der Veröffentlichung verpflichtet, wenn dieser möglich ist, denn dem Wortlaut nach „kann" er die Veröffentlichung „auf eigene Verantwortung" aufschieben. Vielmehr kann sich der Vorstand auch für eine Veröffentlichung entscheiden. Das mag auf den ersten Blick widersprüchlich erscheinen, denn entweder ist der Aufschub möglich, gerade weil er dem Interesse der Aktionäre (= Emittenteninteresse) entspricht. Dann wiederum wäre gesellschaftsrechtlich eine Veröffentlichung nicht im Unternehmensinteresse. Aber auch diese Sichtweise wäre zu trennscharf. Insbesondere kann sich die Situation ergeben, dass zwar prinzipiell der Aufschub im Interesse der Aktionäre wäre, andererseits aber die Geheimhaltung (Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR) nicht garantiert ist oder das Für und Wider eines Aufschubs ex-ante nicht absehbar ist und die Veröffentlichung dem Vorsichtsprinzip entspricht.

B. Das berechtigte Interesse

Was allerdings berechtigt sein soll und was unberechtigt, ist der MAR nicht zu entnehmen. „Legitime Belange des Emittenten von für diesen nicht ganz unerheblicher Bedeutung"[1030] oder „erhebliche[m] Gewicht"[1031], ersetzen den unbestimmten Rechtsbegriff lediglich durch andere unbestimmte Rechtsbegriffe.[1032] In Erwägungsgrund 49 MAR heißt es insofern, die Verpflichtung der Öffentlichkeit Insiderinformationen unver-

1029 So etwa auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 101 mit unklarer Schlussfolgerung.
1030 *Versteegen*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Anh. § 6 WpAIV Rn. 19.
1031 *Nietsch*, BB 2005, 785, 788.
1032 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 85.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

züglich bekanntzugeben „kann jedoch unter besonderen Umständen den berechtigten Interessen des Emittenten abträglich sein".

I. Keine Schnittstelle zum Gesellschaftsrecht

Dabei könnte „berechtigt" entsprechend der rechtmäßigen Offenlegung im Zuge der normalen Erfüllung von Aufgaben in Art. 14 lit. c), 10 Abs. 1 MAR, eine Schnittstelle für Wertungen aus dem nationalen Gesellschaftsrecht sein.[1033] Es fehlt hier zwar ein entsprechender Verweis auf die „normale Erfüllung von Aufgaben". Ungeachtet dessen soll der Aufschub mit Verweis auf das Aktienrecht berechtigt sein, wenn – wie es etwa § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG in der Hauptversammlung vorsieht – „die Erteilung der Auskunft nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung geeignet ist, der Gesellschaft oder einem verbundenen Unternehmen einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen".[1034] Umgekehrt soll ein Aufschub nicht berechtigt sein, wenn bei einem Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals unverzüglich die Hauptversammlung einzuberufen und ihr dies anzuzeigen ist (§ 92 Abs. 1 AktG).[1035]

Bei genauer Betrachtung wird deutlich, dass hier zwar Parallelen zwischen dem Aktiengesetz und Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR bestehen, „berechtigt" aber keine bewusste Schnittstelle zum nationalen Gesellschaftsrecht ist.

1. Auskunftsrechte des Aktionärs

Zunächst ist in Erinnerung zu rufen, dass Art. 17 MAR autonom europarechtlich auszulegen ist. § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG kann trotz entsprechender europarechtlicher Geheimhaltungsvorgaben in Art. 9 Abs. 2 der Aktionärsrechte-RL 2007/36/EG nicht den Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR rechtfertigen. § 131 Abs. 1 AktG bezweckt die Information des einzelnen Aktionärs, um eine sinnvolle Ausübung seiner Rechte im

1033 Siehe S. 254.

1034 So jedenfalls *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, S. 114; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 108; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 159.

1035 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 107; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 159.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Zusammenhang mit der Hauptversammlung zu gewährleisten.[1036] Dem stehen die Zwecke der Verhinderung von Insiderhandel und effizienter Marktpreisbildung in Art. 17 Abs. 1 MAR gegenüber. Das Verweigerungsrecht nach § 131 Abs. 3 Nr. 1 soll den Auskunftsanspruch des einzelnen Aktionärs mit dem Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft in Ausgleich bringen.[1037] Zwischen Art. 17 Abs. 4 MAR und § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG besteht faktisch ein Gleichlauf, die Normen stehen aber wegen ihrer unterschiedlichen kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Zielsetzung nur unverbunden nebeneinander.[1038] Eine Überschneidung zu Art. 17 Abs. 4 MAR besteht dabei überhaupt nur, wenn es sich um die Geheimhaltung kursrelevanter Informationen handelt.[1039] Die Anforderungen des strengeren Art. 17 Abs. 4 MAR umfassen die Voraussetzungen des § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG mit.[1040] Umgekehrt ist Art. 17 Abs. 4 MAR daher nicht erfüllt, wenn § 131 Abs. 3 Nr. 1 schon nicht erfüllt ist. Lediglich im zeitlichen Ablauf der Mitteilung ist darauf zu achten, dass bei notwendiger Auskunftserteilung ggü. der Hauptversammlung, bei der es sich um eine Insiderinformation handelt, zunächst die Ad-hoc-Mitteilung erfolgt, da einerseits die notwendige Form der Mitteilung nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR nicht durch Mitteilung in oder ggü. Hauptversammlung gewahrt ist und zudem das Weitergabeverbot gem. Art. 10 Abs. 1, Art. 14 lit. c) MAR besteht.[1041]

1036 *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 131 Rn. 1; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 131 Rn. 1.

1037 *Lieder*, NZG 2014, 601, 602.

1038 *Kersting*, in: Schön (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 2009, S. 411, 501, 512; zum Gleichlauf zwischen § 131 Abs. 1 S. 1 AktG und Art. 17 Abs. 1 MAR bei Informationen aus Tochtergesellschaften auch LG Stuttgart, NZG 2018, 665, Rn. 89. Siehe auch die Parallele bei zeitlich gestreckten Vorgängen beim Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung, S. 54.

1039 *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 131 Rn. 12.

1040 *Kersting*, in: Schön (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 2009, S. 411, 501, 512; *Klöhn*, in: MAR, Art. 10 Rn. 111; *Kocher/Sambulski*, DB 2018, 1905, 1908.

1041 *Kocher/Sambulski*, DB 2018, 1905, 1906. *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 143.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. § 92 Abs. 1 AktG und Sanierungsfälle

Bei Sanierungs- bzw. Insolvenzfällen besteht eine große Schnittstelle zwischen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten. Bei Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO), Überschuldung (§ 19 InsO) und auch drohender Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) handelt es sich um kurserhebliche Informationen, die (soweit insbesondere nicht öffentlich bekannt) ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen darstellen.[1042] Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit lösen die Antragspflicht des § 15a Abs. 1 InsO aus. Bereits im Vorfeld kommt der Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals (§ 92 Abs. 1 AktG) oder die Kündigung wesentlicher Kreditlinien als Insiderinformation in Betracht.[1043]

Der Zweck des § 92 Abs. 1 AktG ist mit der Information der Hauptversammlung und der Herstellung der Handlungsfähigkeit der Aktionäre, die ohne Zusammentreten in der Hauptversammlung nicht tätigt werden können (§ 118 AktG), allerdings ein anderer.[1044] Publizität, insbesondere die des Kapitalmarktes, ist bloße Nebenfolge, denn die Norm betrifft schließlich auch nicht börsennotierte AGs.[1045] § 92 Abs. 1 AktG und Art. 17 Abs. 4 MAR laufen faktisch wieder gleich, stehen aufgrund der unterschiedlichen Zweckrichtung aber ebenso unverbunden nebeneinander. Denn entweder werden die Aktionäre im Fall des § 92 Abs. 1 AktG schon kein Interesse am Aufschub der Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR haben (Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR). Jedenfalls muss, sofern sich der Vorstand aufgrund von § 92 Abs. 1 AktG zur Einberufung der (öffentlichen!) Hauptversammlung entscheidet,[1046] entweder vorab (Art. 17 Abs. 1 MAR), spätestens zeitgleich (Art. 17 Abs. 8 MAR) auch der Kapitalmarkt informiert werden.[1047] Beim Gläubiger schützenden § 15a Abs. 1 InsO stellt es sich

1042 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 29 f.; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20.

1043 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 30; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 92 Rn. 2.

1044 Vgl. *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 92 Rn. 1.

1045 *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 92 Rn. 1; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 92 Rn. 3.

1046 Insofern kommt ein kurzer Aufschub in Betracht, *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 92 Rn. 9 mwN.

1047 *Schmidt-Hern*, in: Drinhausen/Eckstein (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG, § 17 Rn. 16; *Arnold*, in: Hdb börsennotierte AG, § 19 Rn. 19.42; *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 92 Rn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

aufgrund der spätestens durch § 9 InsO erreichten Publizität nicht anders dar.

3. Zwischenergebnis

Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist also nicht „unberechtigt", weil eine Pflicht nach § 92 Abs. 1 AktG besteht, sondern weil die Information dann nicht mehr geheim ist. Es besteht ähnlich wie bei § 131 Abs. 1 Nr. 3 AktG also nur der faktische Gleichlauf. Im Ergebnis ist „berechtigt" daher keine Schnittstelle zum nationalen Gesellschaftsrecht.

II. Kapitalmarktrechtliche Auslegung

1. Meinungsstand

Im Übrigen findet sich in der Literatur die Meinung, berechtigt sei das Interesse, wenn die ESMA in ihren Leitlinien eine Berechtigung nahelege oder das Aufschubinteresse des Emittenten von der Intensität einen vergleichbaren Fall darstelle, der sich in die Regelbeispiele der ESMA systematisch einordne.[1048]

Klöhn erwägt, dass das Merkmal nur ein redundanter Hinweis auf die in Art. 17 Abs. 4 lit. b) und c) MAR genannten Voraussetzungen sei.[1049] Da das Merkmal aber einen eigenständigen Gehalt aufweisen müsse, spreche die Systematik dafür, darunter ein Rechtsmissbrauchsverbot zu verstehen, dass Fälle ausschließen solle, wie die im Gesellschaftsrecht bekannten „nützlichen Pflichtverletzungen". Wenn lit. a) das Emittenteninteresse schütze, lit. b) und c) das Marktinteresse, dann bleibe in „berechtigt" das Interesse Dritter, die nicht unter Abs. 4 lit. a) bis c) fielen.[1050] Unberechtigt sei etwa der Aufschub der Ad-hoc-Publizität über die bevorstehende Insolvenz, um Kapitalanlagebetrug zu begehen.[1051]

1048 *Schubert*, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen, 2019, S. 21.
1049 Zu diesen Überlegungen *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 165.
1050 *Ders.*, in: MAR, Art. 17 Rn. 176.
1051 *Ders.*, in: MAR, Art. 17 Rn. 175.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

2. Stellungnahme, Ergebnis

Für die erste Ansicht spricht zunächst die Ermächtigung der ESMA, solche Interessen gem. Art. 17 Abs. 11 MAR festzulegen. Ferner spricht dafür, dass Art. 17 Abs. 4 MAR aufgrund des Regel-Ausnahme-Verhältnisses eng auszulegen ist,[1052] und daher eine Orientierung an den wenigen von der ESMA genannten Fällen, im Sinne dieses Ausnahmeverhältnisses wäre. Allerdings darf der Verweis auf die Intensität nicht in Richtung der unzulässigen und aufgrund der Vollharmonisierung abzulehnenden Interessenabwägung verstanden werden.[1053]

Der zweite Vorschlag geht wieder in Richtung einer Corporate-Governance-Funktion, welche Art. 17 Abs. 1 MAR nicht zukommt.[1054] Der Aufschub zum Zwecke der Begehung von Kapitalanlagebetrug dürfte zudem schon an der Irreführungsgefahr des Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR scheitern. Vorzugswürdig erscheint daher, dass „berechtigt" lediglich ein Hinweis auf das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR ist und damit nicht jeder denkbare Belang für einen Aufschub in Betracht kommt. Daher ist einer Orientierung an den Beispielen der ESMA zuzustimmen.

Folgt man der restriktiven Auslegung des Art. 17 Abs. 4 MAR und betrachtet die erörterten Beispiele der Erwägungsgründe und der Leitlinien der ESMA, kann das Interesse am Aufschub zunächst nur berechtigt sein, wenn nicht durch die Publizität der Information als solches, sondern durch den Zeitpunkt der Publizität, unternehmerische Nachteile drohen. Sind die Auswirkungen der Publizität bei unverzüglicher und aufgeschobener Publizität vermutlich gleich, liegt ein berechtigtes Interesse hingegen nicht vor.

1052 ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130, 13.07.2016, Rn. 52; kritisch *Krämer/Kiefner*, AG 2016, 621, 624 f.

1053 Siehe S. 260.

1054 Siehe dazu S. 118 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

C. Das Interesse der Aktionäre bei Compliance-Sachverhalten

I. Das Interesse an der disziplinierenden Wirkung der Ad-hoc-Publizität

Nunmehr stellt sich die letzte Frage, in welchen Fällen speziell bei Compliance-Sachverhalten, die zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre (=Interesse des Emittenten) ein berechtigtes Interesse am Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung haben. Wie geschildert besteht ihr gemeinsames Interesse im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes an der Steigerung des Fundamentalwertes des Emittenten. *Klöhn/Schmolke*[1055] vertreten dabei, dass das berechtigte Interesse nach einer Kosten-Nutzen-Analyse für die Aktionäre vorzunehmen sei. Dabei bestünde insbesondere bei Compliance-Sachverhalten eine Interessenambivalenz. So seien die Aktionäre zwar an einem möglichst hohen Fundamentalwert und damit dem Erhalt des Reputationskapitals interessiert. Auf der anderen Seite wollten sie nicht auf die disziplinierende Wirkung der Ad-hoc-Pflicht auf Vorstand und Aufsichtsrat verzichten. Art. 17 Abs. 4 MAR sei damit auch eine „Corporate-Governance-Schranke".[1056]

Diesem Ansatz ist nicht zuzustimmen. Die disziplinierende Wirkung der „Corporate-Governance-Funktion" ist wie dargelegt[1057] kein Ziel der Ad-hoc-Publizität. Auch aus rein aktienrechtlicher Perspektive verkennt sie, dass die Kontrolle des Vorstands die Aufgabe des Aufsichtsrats (§ 111 Abs. 1 AktG) und nicht der Aktionäre ist.[1058] So wenig wie § 93 Abs. 2 AktG die Ad-hoc-Pflicht bei Pflichtverletzungen des Vorstands suspendieren kann,[1059] so wenig soll Art. 17 Abs. 1 MAR die Sanktionierung des Vorstands für die Aktionäre übernehmen. Aktionäre selbst üben Kontrolle auf das Management im Rahmen der Hauptversammlung oder den nicht versammlungsgebundenen, aber aktienrechtlich geregelten Kontrollrechten aus.[1060] Tatsächlich werden Compliance-Verstöße auch meist erst vollständig durch die Nachfolgegeschäftsführung aufgeklärt, die wegen der zehnjährigen Verjährungsfrist des § 93 Abs. 6 AktG bei börsennotierten Gesellschaften auch nicht unter zeitlichem Druck stehen und daher nicht zwingend auf eine „schnelle Disziplinierung" über Art. 17 Abs. 1 MAR

1055 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 876 ff.; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 85.
1056 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 893; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 85.
1057 Siehe S. 118 ff.
1058 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2006.
1059 Siehe S. 163.
1060 Vgl. *Liebscher*, in: Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, § 118 AktG Rn. 4 ff.; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 118 Rn. 14 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

angewiesen sind.[1061] Das Interesse der Aktionäre bleibt damit grundsätzlich die Steigerung des Fundamentalwertes des Emittenten. Dies hat der Vorstand bei seiner Entscheidung für Aufschub oder Veröffentlichung zu berücksichtigen. Die disziplinierende Wirkung kann nicht zur Auslegung des Aktionärsinteresses herangezogen werden.

II. Die Auswirkungen des Aufschubs des Compliance-Verstoßes auf die Integrität des Kapitalmarktes

Wie verhält sich die Möglichkeit des Aufschubs speziell bei Compliance-Sachverhalten zum primären Auslegungszweck der Vermeidung des als ungerechtfertigt empfundenen Sondervorteils? So vertritt *Steinrück*, es würde „das Vertrauen der Anleger in die Integrität des Kapitalmarktes in einem besonders hohen Maße erschüttern […] wenn nicht einmal Pflicht- oder Sorgfaltsverstöße der Geschäftsführung des Emittenten unverzüglich veröffentlicht werden müssten."[1062] Ein Aufschub sei hier nicht möglich.[1063]

Obwohl *Steinrück* die Corporate-Governance-Funktion der Ad-hoc-Pflicht ablehnt,[1064] stellt diese Forderung doch gerade diese Funktion dar. Die Frage nach der Integrität des Kapitalmarktes muss kapitalmarktspezifisch gesehen werden. Ob ein Emittent als Nachfrager am Kapitalmarkt Rechtsverstöße begeht oder Rechtsverstöße gegenüber dem Kapitalmarkt begeht, ist ein wesentlicher Unterschied. Bestechung ausländischer Beamter oder Betrug gegenüber Kunden sind keine Fragen des Vertrauens in die Integrität des Kapitalmarktes, sie würden schließlich jede juristische Person gleichermaßen betreffen, ob börsennotiert oder nicht. Nur wenn der Emittent seine Pflichten gegenüber dem Kapitalmarkt verletzt (Stichwort Informationsverantwortung), kann davon gesprochen werden, dass Anleger das Vertrauen in die Integrität des Kapitalmarktes verlieren. Dass dabei Pflichtverletzung und Pflichtverletzung mit Bezug zum Kapitalmarkt (insbesondere die Verletzung anlassbezogener Kapitalmarktinformationspflichten sowie die Verletzung von Rechnungslegungsvorschriften) oft miteinander einhergehen, darf nicht ausblenden, dass die Möglichkeit der

1061 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2006.
1062 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 154.
1063 *Ders.*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 154.
1064 Siehe *ders.*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 111.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Einhaltung der Aufschubvoraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR auch bei einem Compliance-Sachverhalt grundsätzlich besteht.

III. Die Ad-hoc-Pflicht als Selbstbelastung

Der Vorstand ist gesellschaftsrechtlich auch aus seiner Compliance-Pflicht nicht zur externen Veröffentlichung von Rechtsverstößen verpflichtet.[1065] Ausnahmen kommen in Betracht, wenn das Unternehmensinteresse durch externe Aufklärung besser zur Geltung kommt als durch rein interne Aufklärung oder kein Vorstandsermessen für eine Geheimhaltung besteht.[1066] Insbesondere bei Kartellverstößen kann die Selbstanzeige aufgrund der Bußgeldbefreiung im Rahmen von Kronzeugenprogrammen im Unternehmensinteresse liegen.[1067] Im Gegenzug erwarten Behörden zur Aufklärung und Ermittlung gegen die übrigen Kartellanten vom Emittenten Verschwiegenheit.[1068] Mit der Veröffentlichung des Compliance-Sachverhalts ggü. dem Kapitalmarkt wird jedenfalls außerhalb kartellrechtlicher Besonderheiten die Gefahr des Eintritts negativer Folgen in Form von Ermittlung und Sanktionierung durch Staat und Markt zur „self-fulfilling prophecy".[1069] Das bislang nur abstrakt bestehende Entdeckungsrisiko der Gesetzesverletzung wird zu einem konkreten Behördenverfahren wegen (zugestandener) Gesetzesverletzung „hochgestuft".[1070] Die Vornahme der Entscheidung über die Mitteilung ggü. dem Kapitalmarkt oder dem Aufschub der Veröffentlichung durch den Vorstand entspricht zunächst der Abwägung des Für und Wider von Selbstanzeigen des Unternehmens

1065 *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 410; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1289; dies wäre wohl auch unter dem zwischenzeitlich verworfenen Verbandssanktionengesetz der Fall gewesen, näher *Nolte/Michaelis*, BB 2020, 1154, 1160.

1066 Prominent insb. die Pflicht nach § 153 AO, näher *Arnold*, ZGR 2014, 76, 83 f.; *Nolte/Michaelis*, BB 2020, 1154, 1160; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 410; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1289.

1067 *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 414.

1068 Vgl. Mitteilung der Kommission über den Erlass und die Ermäßigung von Geldbußen in Kartellsachen, ABl. Nr. C 298 v. 8.12.2006, S. 18, *Dreher*, WuW 2010, 731 ff.; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1413; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 88 ff.

1069 *Hart-Hönig*, in: FS Schiller 2014, S. 281, 301 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 288.

1070 *Seibt*, BB 2019, 2563, 2570.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

bei Compliance-Verstößen.[1071] Da die Ad-hoc-Publizitätspflicht aber die Verschwiegenheitspflicht des Vorstands durchbricht,[1072] gerät sie in das Spannungsfeld mit der Selbstbelastungsfreiheit (nemo tenetur se ipsum accusare).

1. Der Nemo-Tenetur Grundsatz

a) Problematik und Meinungsstand

Der Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit ist einfachgesetzlich etwa in §§ 136 Abs. 1 S. 2, 55 StPO (ggf. über § 46 Abs. 1 OWiG) geregelt. Er ist verfassungsrechtlich dem Rechtstaatsprinzip des Art. 20 Abs. 3 GG bzw. dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht, Art. 2 Abs. 1 i.V.m. 1 Abs. 1 GG, zu entnehmen. International ist er im Rahmen des fairen Verfahrens nach Art. 6 Abs. 1 EMRK, Art. 47 Abs. 2, 48 Abs. 2 der Charta der Grundrechte der Europäischen Union sowie aufgrund Art. 14 Abs. 3 lit. g des Internationalen Pakts über bürgerliche und politische Rechte umfasst.[1073]

Bei Compliance-Sachverhalten wollen einige Autoren bereits die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR aufgrund des Konflikts mit der Selbstbelastungsfreiheit suspendiert sehen.[1074] Andere vertreten, dass der Nemo-Tenetur-Grundsatz jedenfalls im Rahmen des Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR Berücksichtigung finden soll.[1075] Diskutiert wird ebenso eine Lösung im Rahmen der Wissenszurechnung,[1076] oder die Selbstbelastungsfreiheit nicht im Rahmen des Art. 17 MAR, sondern auf Ebene des Ordnungswidrigkei-

---

1071 Dazu etwa *Zimmer/Weigl*, CCZ 2019, 21 2019, 21, 23 ff.; *Seibt*, BB 2019, 2563, 2569 f.

1072 Siehe S. 208.

1073 BVerfG, NJW 1981, 1431 ff.; BVerfG, NJOZ, 2016, 1879 Rn. 34 ff.; *Gehling*, ZIP 2018, 2008, 2009 ff.

1074 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 76 ff.; *Gehling*, ZIP 2018, 2008, 2014; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 266 ff.

1075 *Seibt*, in: Mülbert (Hrsg.), Bankrechtstag 2017, S. 81, 101; *Seibt*, BB 2019, 2563, 2569; *Gehling*, ZIP 2018, 2008, 2014 der ebenso schon für die Lösung in Art. 17 Abs. 1 MAR plädiert; jedenfalls bei Kronzeugenanträgen Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins, NZG 2019, 1138, 1144.

1076 *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 317; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 403; ähnlich auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 322.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

tenrechts zu berücksichtigen.[1077] Die Ad-hoc-Pflicht richtet sich an den Emittenten, also die juristische Person (Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR). Der Nemo-Tenetur-Grundsatz gilt zunächst für die natürlichen Personen, welche die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR ausführen und sich dadurch selbst belasten müssten. Einige Autoren wollen daher die Freiheit der Selbstbelastung des Mitarbeiters bzw. des Organs über die Wissenszurechnung zum Emittenten übertragen.[1078] So soll die Ad-hoc-Pflicht den Emittenten aufgrund seiner „Opferrolle" oder „mangels Gefährdungshaftung" nicht schon mit Wissen des Vorstands von seinem eigenen Pflichtverstoß treffen, sondern erst wenn der Emittent es versäumt habe, eine Organisationsstruktur einzurichten, um Fehlverhalten des Managements aufzuspüren und er bei Einrichtung solcher Strukturen Kenntnis des konkreten Fehlverhaltens erhalten hätte.[1079]

b) Stellungnahme

Wie dargelegt kommt es im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR nicht auf die Frage von Wissen und Organisationspflichten an.[1080] Sofern es für den Emittenten aufgrund des strafrechtlich relevanten Verhaltens eines Organs nicht möglich war, den Kapitalmarkt rechtzeitig zu informieren, kann die Frage im Einzelfall auf Ebene des Verschuldens der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen gelöst werden. Ob der Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit darüber hinaus überhaupt auf juristische Personen anwendbar ist, ist umstritten.[1081] Neben dem Bundesverfassungsgericht äußert sich auch der Referentenentwurf zum zwischenzeitlich verworfenen Verbands-

1077 *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, 194 ff.; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1154; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 429; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 115; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2041 m. Fn. 71; im Ergebnis wohl auch *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 289 ff.; unklar *Seibt/Cziupka*, AG 2015, 93, 103; vgl. die Parallele bei selbständigen Meldepflichten nach BImSchG *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 292 ff.

1078 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 403; ähnlich auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 322.

1079 *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 318; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 403; ähnlich auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 322.

1080 Siehe Kapitel 3.

1081 Ablehnend BVerfG, NJW, 1997, 1841, 1843 f.; kritisch *Dannecker*, ZStW 127 (2015), 370, 374 ff.; zu den eher bejahenden Tendenzen des EGMR *Dannecker*,

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

sanktionengesetz ablehnend, enthält aber für die gesetzlichen Vertreter des Verbands ein Aussageverweigerungsrecht im Sanktionsverfahren.[1082]

Vorzugswürdig ist es daher, den Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit jedenfalls nicht materiell-rechtlich im Rahmen des Art. 17 MAR anzuwenden. Wie dargelegt hat der Emittent eine umfassende Informationsverantwortung für ihn unmittelbar betreffende Informationen ggü. dem Kapitalmarkt. Die Ad-hoc-Pflicht kennt zudem keine Bereichsausnahme. Sie gilt auch für strafrechtliche relevante, kurserhebliche Vorgänge. Der Emittent hat eine Informationsverantwortung für sämtliche kursrelevanten, strafrechtlich bedeutsamen Vorgänge bei Organen und Mitarbeitern und unter Umständen auch für solche Informationen aus verbundenen Gesellschaften. Es kann aber nicht von einer strafrechtlichen Selbstbelastungspflicht des Emittenten durch Art. 17 Abs. 1 MAR gesprochen werden, denn es handelt sich um eine außerhalb eines Strafverfahrens geltende Mitteilungspflicht, die allgemein auch für alle anderen, nicht strafrechtlich relevanten Informationen gilt.[1083] Ein voller materieller Ausschluss der Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR würde dabei den Anlegerschutz und die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als wichtiges Gemeinwohlziel völlig ausblenden.[1084] Parallel denke man etwa an andere selbständige Offenbarungspflichten, etwa bei gefährlichen Störfällen nach § 19 Abs. 1 12. BImSchV (Störfall-Verordnung).[1085] Auch bei dieser unverzüglichen Mitteilungspflicht besteht die Gefahr, straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlich relevante Umstände preisgeben zu müssen.[1086] Da hier die Gemeinwohlrelevanz solcher Mitteilungen offensichtlicher ist, würde man wohl kaum daran denken, die Mitteilungspflicht einer juristischen Person als immissionsschutzrechtlichem Betreiber wegen der möglichen Selbstbe-

---

ZStW 127 (2015), 991 ff.; jedenfalls für die Anwendung auf prozessrechtlicher Ebene *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 115 ff.

1082 Vgl. § 33 Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz, Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung der Integrität in der Wirtschaf, insb. S. 113 f. https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_Staerkung_Integritaet_Wirtschaft.pdf;jsessionid=AD811F27D1A0E40F2BDD9E9BBF15B7FB.2_cid289?__blob=publicationFile&v=1 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

1083 Vgl. in Bezug auf kartellrechtliche Mitwirkungspflichten *Dannecker*, ZStW 127 (2015), 991, 1012; zur Selbstbelastung durch zivilrechtliche Offenbarungspflichten *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 59 f.

1084 Vgl. *Fleischer*, NZG 2006, 561, 568.

1085 Vgl. *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 292.

1086 *Dies.*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 292.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

lastung zu hinterfragen, eben weil es eine allgemeine Mitteilungspflicht ist.

Sofern man dennoch von der Anwendbarkeit des Nemo-Tenetur-Grundsatzes auf juristische Personen ausgeht, kann eine Lösung der Selbstbelastung durch die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR innerhalb des Straf- bzw. Bußgeldverfahrens gefunden werden, etwa in einem Beweisverwertungsverbot bzgl. der zu veröffentlichenden Mitteilung.[1087] Dass das die Einleitung von Ermittlungsverfahren nicht verhindern kann, ist Folge der allgemeinen Mitteilungspflicht durch Inanspruchnahme des Kapitalmarktes.[1088] Auf personaler Ebene ist von dem betroffenen Organmitglied eine eigene Mitwirkung nicht zu erwarten. Organe, die ihren Verstoß selbst veröffentlichen müssten, können wegen unterlassener Mitteilung aufgrund der Unzumutbarkeit normgemäßen Verhaltens nicht sanktioniert werden.[1089]

c) Zwischenergebnis

Die Veröffentlichungspflicht bei Compliance-Sachverhalten ist also weder wegen der Selbstbelastungsfreiheit automatisch aufgehoben, noch ist der Aufschub wegen der möglichen Verletzung der Integrität des Kapitalmarkts von vornherein ausgeschlossen. Da vielmehr der Aufschub auch bei Compliance-Verstößen möglich ist, stellt sich zuletzt die Frage nach dessen zeitlicher Dauer.

2. Der ewige Aufschub

Bei kursrelevanten Vertragsverhandlungen besteht die Möglichkeit, dass diese irgendwann „im Sand verlaufen“ oder aufgrund plötzlich eintreten-

1087 *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 293 ff.; *Hart-Hönig*, in: FS Schiller 2014, S. 281, 300 ff.

1088 Vgl. auch die Parallele bei Meldepflicht aufgrund von Störfallen nach Immissionsschutzrecht bei *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 294.

1089 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 449; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 115; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 154; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 772 f.; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

der Ereignisse ihre Kursrelevanz von selbst verlieren.[1090] Eine rückwirkende Ad-hoc-Mitteilung bei Wegfall der Kursrelevanz ist gesetzlich nicht vorgesehen.[1091] Auch die Pflicht des Emittenten, der zuständigen Behörde bei erfolgtem Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR mitzuteilen, inwieweit die Aufschubbedingungen erfüllt waren (Art. 17 Abs. 4 UAbs. 3 S. 1 MAR, konkretisiert durch Art. 4 DurchführungsVO (EU) 2016/1055), besteht nur für den Fall der Offenlegung der Information nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Daher soll es möglich sein, Informationen über Compliance-Verstöße bis zum Eintritt der Verjährung, oder bis sie sonst ihre Kursrelevanz verloren haben, – somit ewig – aufzuschieben.[1092]

Ein ewiger Aufschub würde faktisch einer Aufhebung der Ad-hoc-Pflicht gleichkommen, welche aber dem Wortlaut nach nicht vorgesehen ist. Auch die anderen Sprachfassungen sprechen von „delay disclosure", „différer la publication", „retrasar la difusión pública", also von verzögern oder verschieben. Entgegen dem altbekannten Sprichwort wäre aufgeschoben also doch aufgehoben. Andererseits fehlen dem Wortlaut einschränkende Tatbestandsmerkmale etwa wie „kurzfristig" oder „vorübergehend". Zudem „kann" der Aufschub „auf eigene Verantwortung" erfolgen. Die fehlende Einschränkung zusammen mit dieser Eigenverantwortung des Emittenten spricht wiederum dafür, dass dem Emittenten die Dauer des Aufschubs freisteht, solange eben nur die Voraussetzungen der lit. a) bis c) erfüllt sind. Mithin sollte ein ewiger Aufschub theoretisch möglich sein.

a) Geheimhaltung nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR

Praktisch gesehen steht der ewige Aufschub wiederum unter dem Vorbehalt der Möglichkeit des Emittenten, die Information ewig geheim zu halten, Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR. Der Aufschub steht also unter der zentralen Prämisse der Sicherstellung von Marktintegrität durch Vermeidung des als

1090 *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 483 ff.

1091 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 36; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 12.373 mwN.

1092 *Bunz*, NZG 2016, 1249, 1255; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2042; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 288; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 130; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 413 f.; *Seibt*, BB 2019, 2563, 2569; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71; zurückhaltender aber *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 877; allgemein etwa *Pattberg/Bredol*, NZG 2013, 87, 91.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

ungerechtfertigt empfundenen Sondervorteils, den Insiderhandel während der Aufschubphase erzeugen würde.

Die Grenze der Geheimhaltungsmöglichkeit ist jedoch schnell erreicht da ihre Voraussetzungen streng sind. Insbesondere muss nach Art. 17 Abs. 7 MAR die Information so schnell wie möglich veröffentlicht werden, wenn die Vertraulichkeit dieser Insiderinformationen nicht mehr gewährleistet ist, was der Fall ist, wenn ein Gerücht auf eine Insiderinformation Bezug nimmt, die gemäß Art. 17 Abs. 4 oder 5 MAR nicht offengelegt wurde und das Gerücht ausreichend präzise ist. Unter diesen Umständen besteht die Vermutung, dass die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet ist (Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR). Dies ist wiederum der Fall, wenn die daraus abzuleitende Information darauf schließen lässt, dass ein Informationsleck entstanden ist, wobei dessen Herkunft unerheblich ist.[1093] Dies ist eine Verschärfung ggü. den bisherigen Anforderungen des § 15 Abs. 3 WpHG, wonach angenommen wurde, dass das Informationsleck dem Herrschaftsbereich des Emittenten entstammen müsse.[1094] Emittenten können sich nach neuer Rechtslage bei Aufkommen ausreichend präziser Gerüchte damit nicht mehr auf die sog. „no-comment-Strategie" berufen.[1095] Auch wenn keine präzisen Gerüchte vorliegen können auffällige Kurssprünge ein Indiz für stattfindenden Insiderhandel und mangelnde Vertraulichkeit sein.[1096]

Auch was allgemein die Sicherstellung der Geheimhaltung der Information betrifft, reiht sich Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR in den festgestellten Befund ein, dass Art. 17 MAR keine Organisationspflichten, insbesondere keine Compliance-Pflichten etwa entsprechend der negativen Wissensorganisation in Art. 9 Abs. 1 MAR enthält.[1097] Zwar bestimmt Art. 4 Abs. 1 lit. c) Ziff. i) der DurchführungsVO 2016/1055, dass der Emittent verpflichtet ist, über intern und gegenüber Dritten herbeigeführte Informationshindernisse während der Aufschubphase Aufzeichnungen zu tätigen und diese Nachweise später der zuständigen Behörde zu übermitteln

---

1093 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 58.

1094 BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 61.

1095 *Krämer/Gillessen*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung, § 32 Rn. 32.10; *Langenbucher*, AG 2016, 417, 421; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 132; grundlegend kritisch bereits *Hopt*, ZHR 1995, 135, 153.

1096 *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 511.

1097 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 157; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 258; zum alten Recht *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 102, siehe auch S. 175.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

(Abs. 2). Technisch handelt es sich um eine Mitteilungspflicht über die Einrichtung von Informationshindernissen und nicht um eine Einrichtungspflicht. Zudem besteht die Mitteilungspflicht wie festgestellt nur für den Fall der späteren Offenlegung nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Daher entfällt die Aufschubmöglichkeit nicht, wenn eine solche Dokumentation nicht oder nur unzureichend getroffen wurde,[1098] da es sich hier lediglich um eine Obliegenheit handelt, die dem Emittenten später dazu dient, nachzuweisen, dass die Aufschubvoraussetzungen auch tatsächlich vorlagen.[1099]

Was die Vertraulichkeit angeht, so muss sich diese systematisch betrachtet an den Voraussetzungen der unrechtmäßigen Offenlegung in Art. 10, 14. lit. c) MAR richten. Zudem ergibt sich aus Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR, dass eine aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag bestehende Verschwiegenheitspflicht des Informationsempfängers notwendig ist. Der Gesetzgeber sieht nur bei dieser besonderen Verpflichtung die Chancengleichheit ggü. anderen Anlegern gewahrt, weswegen er bei Nichterfüllen und Weitergabe die besonders strenge zeitgleiche Veröffentlichungspflicht festlegt.[1100]

Die Geheimhaltungsmöglichkeit fällt jedoch bei fehlender insiderrechtlicher Belehrung des Informationsempfängers (Art. 18 Abs. 2 MAR) nicht automatisch weg. Es handelt es sich um eine formale Voraussetzung, die keine Verbesserung der tatsächlichen Geheimhaltung bietet.[1101] Entgegen dem alten Recht in Art. 3 Abs. 2 lit. b MAD-DRl, der auf diese Belehrung als Voraussetzung für den Aufschub explizit verwies,[1102] ist dies der MAR nicht mehr zu entnehmen. Insbesondere hätte die Möglichkeit bestanden, diese Bedingung in Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR einzufügen. In der Regel werden diejenigen Mitarbeiter, die mit Insiderinformationen in Kontakt kommen können oder die solche Verantwortung haben, dass durch deren Fehlverhalten kursrelevante Informationen entstehen können, arbeits- bzw. dienstvertraglich ausreichend zu Verschwiegenheit verpflichtet sein.

Insgesamt dürfte die dauerhafte Geheimhaltung bei einem Compliance-Verstoß, bei dem eine Vielzahl von Akteuren involviert und damit ein gesteigertes Insiderhandelsrisiko besteht, nicht unmöglich, aber nur schwer vorstellbar sein.[1103]

1098 Dahingehend *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 130.
1099 *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 259.
1100 *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 516.
1101 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 271.
1102 Hierfür unter dem alten Recht etwa OLG Stuttgart, NZG 2009, 624, 633; *Pattberg/Bredol*, NZG 2013, 87, 90.
1103 So auch *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 92; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

b) Bilanzierungspflicht von Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten

Ferner kann die ewige Geheimhaltung, durch die trotz einer getroffenen Aufschubentscheidung weiterhin bestehenden Bilanzierungspflichten, beendet werden. Nach § 249 Abs. 1 S. 1 HGB besteht die Pflicht, Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten zu bilden. Ungewissheit bedeutet, dass Grund oder Höhe der Verbindlichkeit im Zeitpunkt ihres Entstehens nicht feststehen, egal ob aus rechtlichen oder tatsächlichen Gründen.[1104] Dabei ist zwischen der Wahrscheinlichkeit des Bestehens der Verbindlichkeit einerseits und der tatsächlichen Inanspruchnahme andererseits zu differenzieren.[1105] Die Rechtsprechung erachtet die Bildung einer Rückstellung nach § 249 Abs. 1 S. 1 HGB als notwendig, wenn jeweils überwiegende Wahrscheinlichkeit gegeben ist, d.h. mehr Gründe vorhanden sind, die für, als gegen den Eintritt sprechen.[1106] Die Literatur formuliert daraus eine 51 % Schwelle.[1107] Es besteht mithin einer Parallele zum Tatbestandsmerkmal „vernünftigerweise erwarten kann" des Art. 7 Abs. 2 MAR.[1108] Eine Pflicht zur Rückstellungsbildung besteht insbesondere nicht, solange der Gläubiger seinen Anspruch nicht kennt.[1109] Eine Passivierbarkeit bestehe erst, wenn die den Anspruch begründenden Tatsachen entdeckt und dem Geschädigten bekannt geworden sind oder dies doch unmittelbar bevorstehe. Das gelte sowohl für öffentlich- als auch privatrechtliche Konstellationen. Andererseits sei im Einzelfall nur die Klageerhebung nicht ausreichend, die Pflicht nach § 249 HGB herbeizuführen, wenn der Schuldner aufgrund objektiver Umstände davon ausgehen darf, dass er in einem Prozess überwiegend wahrscheinlich nicht unterliegen werde.[1110]

Auch sofern eine Bilanzierung, wie für kapitalmarktorientierte Konzernmutterunternehmen nach internationalen Rechnungslegungsstandards stattfindet (vgl. § 315e HGB), ist nach IAS 37.15, 16 lit. a. eine Rückstellung erst vorzunehmen, wenn unter Berücksichtigung aller verfügbaren substanziellen Hinweise für das Bestehen einer gegenwärtigen Verpflichtung zum Abschlussstichtag mehr dafür als dagegen spricht. Ebenso ist

1104 *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 249 HGB Rn. 9.
1105 BFH, DStR 2015, 1358, Rn. 27 f.
1106 BFH, DStR 2015, 1358 ff.; *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 249 HGB Rn. 9.
1107 *Weber-Grellet*, BB 2015, 43, 45; *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 249 HGB Rn. 9.
1108 Siehe S. 98.
1109 BFH, DStR 1994, 129, 130; BFH, DStRE 2002, 541, 542 f. mwN.
1110 BFH, DStR 2015, 1358 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

notwendig, dass der Abfluss von Ressourcen mit wirtschaftlichem Nutzen zur Erfüllung dieser Verpflichtung (überwiegend) wahrscheinlich ist, IAS 37.14 lit. b, 23, 24 wobei jeweils eine entsprechende prozentuale Schwelle bei 50 % und mehr für Wahrscheinlichkeit von Anspruch und Mittelabfluss bestehen muss.[1111]

Solange also der Emittent die Wahrscheinlichkeit der Aufdeckung des Compliance-Sachverhalts insgesamt unter 50 % halten kann, besteht keine Gefahr, dass die Geheimhaltung wegen bilanzieller Rückstellungspflichten aufgehoben werden muss.[1112]

Zwar mag dann statt einer Rückstellungspflicht eine Anhangabgabepflicht für eine Eventualverbindlichkeit bestehen.[1113] Hier behilft sich die Praxis aber entweder mit einem Verweis auf die Schutzklausel IAS 37.92,[1114] einem Verzicht auf Angaben, oder bloß allgemeinen Angaben bezüglich einer für international tätige Unternehmen immer bestehenden Risikoexposition.[1115]

Sofern die Bildung einer Rückstellung ein kursrelevantes Ausmaß erreicht und die Aufdeckung des Compliance-Sachverhaltes allerdings über 50 % wahrscheinlich wird, hat der Emittent spätestens unmittelbar vor Veröffentlichung des Geschäftsberichts eine Ad-hoc-Mitteilung über die Rückstellungsbildung als solche (=da bereits präzise Information) selbstständig zu veröffentlichen.[1116] Gleichzeitig hat er zu informieren, dass der Erlass eines Bußgeldbescheids oder die Verurteilung in einem Zivilprozess und ein Mittelabfluss in einer gewissen anzugebenden Breite überwiegend wahrscheinlich ist. Sofern der Emittent eine Rückstellung bildet, geht er nämlich davon aus, dass der Anspruch eher besteht und durchgesetzt wird, als nicht. Somit ist auch dieser künftige Umstand (also der prognostizierte

---

1111 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2044; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 418; *Schrimpf-Dörges*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, § 12 Rn. 28, 163; *Senger/Brune*, in: MüKo BilR, IAS 37 Rn. 150.

1112 Vgl. *Hachmeister/Zeyer*, in: Thiele/Keitz/Brücks (Hrsg.), Internationales Bilanzrecht, IAS 37 Rn. 211.

1113 *Senger/Brune,* in: MüKo BilR, IAS 37 Rn. 150; *Schrimpf-Dörges*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, § 12 Rn. 164.

1114 Vgl. Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2019 (https://www.volkswagenag.com/presence/investorrelation/publications/annual-reports/2020/volkswagen/Y_2019_d.pdf), S. 185 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

1115 *Hachmeister/Zeyer*, in: Thiele/Keitz/Brücks (Hrsg.), Internationales Bilanzrecht, IAS 37 Rn. 419 ff.; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 418 f.

1116 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 29; BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 57; *Teigelack*, BB 2016, 1604, 1611; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 79; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 115.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Ausgang des Verfahrens) präzise und damit eine zu veröffentlichende Insiderinformation.

Der Bildung einer Rückstellung kommt im Ergebnis eine Indizwirkung für eine kapitalmarktrechtlich präzise Information über künftige Umstände oder Ereignisse i.S.v. Art. 7 Abs. 2 MAR zu. Sie beendet gleichzeitig den Geheimhaltungszeitraum.

c) Keine Irreführung nach Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR

Die Entscheidung über den Aufschub darf zudem nicht geeignet sein, die Öffentlichkeit irrezuführen, Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR. Es ist keine sichere Irreführung erforderlich, vielmehr reicht die bloß abstrakte Eignung. Öffentlichkeit meint hier die breite Anlegeröffentlichkeit.[1117] Allein das Bestehen von Informationsasymmetrien kann keine Irreführung hervorrufen, sonst wäre systematisch ein Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR nie möglich.[1118] Die ESMA[1119] hat aufgrund ihrer Ermächtigung in Art. 17 Abs. 11 MAR Leitlinien herausgegeben, die darauf schließen lassen, dass der Emittent von sich heraus vor oder während des Aufschubs kommunikativ aktiv Signale gesetzt hat, die im Widerspruch zur ad-hoc zu veröffentlichenden Information stehen.[1120] Daher sind etwa bloße Erwartungen, der Emittent werde sich immer rechtstreu verhalten, unschädlich.[1121] Vertrauen muss vielmehr aktiv generiert worden sein. Wird durch den Emittent im Geschäftsbericht mitgeteilt, dass eine Errungenschaft bei einem Dieselaggregat gelungen sei, womit bereits die erst 5 Jahre später geltenden gesetzlichen Abgaswerte eingehalten würden, und ist diese Information zu keinem Zeitpunkt wahr, weil die nur scheinbare Errungenschaft durch illegale Manipulation der Steuerungssoftware erreicht wurde,[1122] so würde der Aufschub über die wahren Umstände, das Publikum irreführen.

1117 Siehe S. 98 ff.

1118 Statt aller *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 122.

1119 ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen v. 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, S. 5 f.

1120 *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 249; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, C II. 2.

1121 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2044; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 85.

1122 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 159.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Nicht anders stellt es sich bei öffentlichen Anschuldigungen dar, die zunächst vom Emittenten dementiert werden, sich aber später als berechtigt herausstellen.[1123] Zudem stellen sich auch in lit. b) Probleme mit bilanziellen Unrichtigkeiten. Die Öffentlichkeit würde irregeführt, wenn Bilanzierungspflichten (wie etwa die bereits erörterten Rückstellungen) nicht oder nicht richtig erfüllt werden, denn der Aufschub befreit nicht von bilanzrechtlichen Pflichten.[1124]

d) Abwägung für die Länge des Aufschubs unter Berücksichtigung der bisherigen Ergebnisse

Der Aufschub der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Compliance-Sachverhalten kann dem Emittenten zunächst wertvolle Zeit verschaffen. Gleichwohl kann der Reputationsschaden bei späterem Bekanntwerden deutlich größer sein, wenn zu dem Compliance-Verstoß auch noch der Eindruck der „Vertuschung" hinzukommt.[1125] Entscheidend muss wie festgestellt sein, ob dem Emittenten nicht durch die Publizität als solche, sondern durch den Zeitpunkt der Publizität Nachteile drohen. Mittlerweile äußert sich dazu auch die BaFin. Es könne nicht darum gehen, „einen Aufschub nur deshalb herbeizuführen, um Kursschwankungen zu vermeiden oder etwaige negative Auswirkungen, die auf jeden Fall unabhängig von Maßnahmen im Befreiungszeitraum mit der unverzüglichen Veröffentlichung der Insiderinformation einhergehen, zu verzögern, wie z.B. bei reinen Reputationsschäden."[1126]

Betrachtet man Erwägungsgrund 50 MAR und die Leitlinien der ESMA zeigt sich, dass ein bloßes „Aussitzen" eines Compliance-Sachverhalts mit der Option auf Verjährung und wegfallende Kursrelevanz, etwa zum

1123 Vgl. für den Fall Wirecard *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, C. II. 3.

1124 *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 85; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 92.

1125 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 881; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, C. II. 3.; *Reichert*, in: FS Hoffmann-Becking 2013, S. 943, 960; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71; *Zimmer/Weigl*, CCZ 2019, 21 2019, 21, 25.

1126 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 56; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 38; dahingenend auch *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2043.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Schutz der Unternehmensreputation, kein berechtigtes Interesse wäre.[1127] Der Aufschub muss systematisch betrachtet mit laufenden Verhandlungen, oder einem nicht endgültig abgeschlossenen Prozess vergleichbar sein. Auf Compliance-Sachverhalte übertragen bedeutet dies, dass die Aussicht auf Abmilderung negativer Folgen nur bei aktiven Maßnahmen des Emittenten während der Aufschubphase in Betracht kommt. Das heißt, dass der Vorstand etwa Verstöße aufklärt, abstellt und ggf. ahndet, oder das Compliance-System optimiert.[1128] Auch die von frühzeitiger Publizität ungestörte Zusammenarbeit mit Behörden kommt als berechtigtes Interesse in Betracht, insbesondere bei kartellrechtlichen Sachverhalten, um Bußgeldzahlungen zu vermeiden bzw. zu verringern. Es spricht viel dafür, dass die Auswirkungen von Compliance-Sachverhalten deutlich milder sind, wenn der Emittent dem Kapitalmarkt mit dessen Veröffentlichung gleichzeitig ein Konzept zur Lösung, insbesondere unter Beteiligung von Behörden präsentieren kann.[1129]

Sofern in der Aufschubphase nur rein gesellschaftsinterne Aufklärungsmaßnahmen ergriffen werden und das öffentliche Bekanntwerden nicht zu erwarten ist, sollte nach deren Abschluss aber nicht automatisch ein Wegfall des berechtigten Interesses und damit ein Wiederaufleben der Publizitätspflicht angenommen werden. Zwar ist das Interesse nur berechtigt, wenn die negativen Auswirkungen nicht durch die Publizität als solches, sondern durch ihren Zeitpunkt hervortreten. Gerade aber die Option auf Verjährung von Ansprüchen und Strafe spricht jedenfalls, zusammen mit der Eigenverantwortung des Emittenten dafür, dass es bei einem berechtigten Interesse am ewigen Aufschub bleiben kann, da hier tatsächlich der Zeitpunkt der Publizität für die negativen Folgen entscheidend ist. Die Aufschubentscheidung muss aber, wie festgestellt, dem Interesse der zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre entsprechen, die es längerfristig, jedenfalls bis zum Wegfall der Aufschubentscheidung bleiben.[1130] Deren Interesse kann aber nur das nachhaltige Unternehmenswohl sein.

Ein Aufschub dürfte damit bei Compliance-Sachverhalten insbesondere im berechtigten Interesse des Emittenten liegen, wenn durch die Publizität eine Überreaktion des Marktes zu befürchten ist, welche dem Emittenten

1127 Siehe S. 282 f.
1128 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 883.
1129 *Dies.*, ZGR 2016, 866, 881.
1130 Siehe S. 274.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

langfristig gesehen schadet.[1131] Geht es hingegen lediglich darum, ohne aktive Maßnahmen einer nachhaltigen internen Aufklärung und Vermeidung von Rechtsverstößen, ein künstlich hohes Kursniveau zu erhalten, entspricht der Aufschub nicht dem berechtigten Interesse des Emittenten. Dann geht es wiederum lediglich um die Vermeidung reiner Reputationsschäden und einer Kurskorrektur, die nur scheinbare Werte zerstört.[1132]

3. Anwendbarkeit der Business Judgement Rule

Dass es letztlich am Vorstand hängt, dem eine schwierige rechtliche Prognose unterliegt, wird bei der Bestimmung des Emittenteninteresses in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR und der Abwägung zwischen Veröffentlichung und Aufschub deutlich.

Hierzu wurde zuletzt von *Klöhn/Schmolke*[1133] vertreten, dass es gerade im Aktionärsinteresse sei, wenn dem Vorstand hier in Anlehnung an die Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG ein gerichtlich nicht voll kontrollierbarer Beurteilungsspielraum zustehe.[1134] Zwar handelt es sich bei kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten nicht um unternehmerische, sondern um die rechtlich gebundene Entscheidung, die der Vorstand im Rahmen der Legalitätspflicht zu beachten hat.[1135] Sie enthalte aber ebenso wie die unternehmerische Entscheidung zukunftsbezogene Prognosen, die von nicht oder jedenfalls nur eingeschränkt justiziablen Einschätzungen geprägt seien, insbesondere eine Kosten-Nutzen-Analyse des Aufschubs. Ferner bestehe hier ebenso die Gefahr von Rückschaufehlern, vor denen die Business Judgement Rule gerade schützen will. Aus den Wertungen des Entscheidungsspielraums der Aufschubentscheidung ergebe sich, dass es sich dabei um eine neben die Kategorie der unternehmerischen Entscheidung tretende Kategorie des Beurteilungsspielraums bei rechtlich gebundenen Vorstandsentscheidungen handle.[1136]

Insbesondere die Gesetzesbegründung zum UMAG spricht aber dafür, dass es sich um eine rechtlich gebundene Entscheidung handelt, bei der

---

1131 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 878 ff.
1132 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 881 f.; ähnlich auch *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2043.
1133 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 886 ff.; zuvor bereits *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 412 ff.
1134 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 884.
1135 Siehe oben S. 177 ff.
1136 *Klöhn*, ZHR 2014, 55, 87.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

dem Vorstand kein unternehmerisches Ermessen zukommt.[1137] Auch bei Ablehnung der Business Judgement Rule verbleibt die Möglichkeit eines fehlenden Verschuldens des Vorstands. Im Außenverhältnis handelt es sich beim berechtigten Interesse des Emittenten um einen gerichtlich voll überprüfbaren unbestimmten Rechtsbegriff.[1138] Die hierdurch erhöhte Haftungsgefahr des Vorstands wird dadurch kompensiert, dass die kapitalmarktrechtlichen Haftungstatbestände den Emittenten nur bei grober Fahrlässigkeit (§§ 97, 98 WpHG) bzw. Leichtfertigkeit (§ 120 Abs. 15 WpHG) treffen. Entscheidungen deutscher Gerichte oder des EuGH über die Wirksamkeit einer getroffenen Aufschubentscheidung sind soweit ersichtlich nicht vorhanden. Zuletzt hatte der BGH die Frage des rechtmäßigen Aufschubs in Geltl/Daimler offengelassen.[1139]

In der Praxis dürfte das Problem bei Fällen des § 97 WpHG darin liegen, dass entweder schon die Insiderinformation nicht erkannt wird und daher keine oder eine zu späte Aufschubentscheidung getroffen wird oder, dass die Information nicht mehr geheim gehalten werden kann.[1140] Der Emittent sollte daher dringend Aufzeichnungen darüber machen, von welchen Erwägungen er sich hat leiten lassen, um ex-post zur Vermeidung eines gerichtlichen Rückschaufehlers seine Interessenlage zum Zeitpunkt des Aufschubs darzulegen.

4. Ergebnis

Der ewige Aufschub der Ad-hoc-Mitteilungspflicht bezüglich eines Compliance-Sachverhalts ist theoretisch möglich. Dies liegt jedoch nicht am Nemo-Tenetur-Grundsatz, denn er kann lediglich im Rahmen des Ordnungswidrigkeitenrechts berücksichtigt werden und führt nicht zu einem materiell-rechtlichen Ausschluss der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Der Aufschub der Mitteilungspflicht eines Compliance-Sachverhalts verletzt auch nicht per se die Integrität des Kapitalmarkts. Der Emittent muss im Ergebnis im Aufschubzeitraum aktive Compliance-Maßnahmen ergreifen, ein

---

1137 Siehe S. 178, im Ergebnis ablehnend auch *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 714; *Krämer/Gillessen*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung, § 32 Rn. 32.55; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 193; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2005.

1138 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 103.

1139 BGH, NZG 2013, 708, Rn, 34 f. (Geltl/Daimler).

1140 Dahingehend auch die Hinweise in BGH, NZG 2013, 708, Rn. 35 f. (Geltl/Daimler).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

reines Aussitzen, bis der Compliance-Sachverhalt seine Kursrelevanz verloren hat, genügt nicht. Da es für den Aufschub auf das Interesse derjenigen Aktionäre ankommt, die längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung Aktionäre des Emittenten sind, muss eine nur interne Aufklärung dem nachhaltigen Unternehmenswohl entsprechen. Praktisch bestehen für den ewigen Aufschub wegen der Geheimhaltungspflicht, der weiterhin bestehenden Bilanzierungspflichten und der Gefahr der Irreführung des Publikums aber hohe Hürden.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kapitel 6: Abschließende Zusammenfassung in Thesen

Die Untersuchung ist zu den folgenden Ergebnissen gekommen.

Erstes Kapitel

1. Dem Marktmissbrauchsrecht liegt eine Zweckstaffelung zugrunde, welche die Vermeidung des als ungerecht empfundenen Sondervorteils, den Insiderhandel hervorruft, als ihr zentrales Ziel hat.[1141]
2. Zentrale Aufgabe der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist die Verhinderung von Insiderhandel, da sie das wirksamste Mittel hiergegen ist. Bei der Preisbildung von Finanzinstrumenten hat sie hingegen nur unterstützende Funktion.[1142]
3. Die MAR soll einen Systemvertrauensschutz für alle Anleger gewährleisten. Das schließt die Auslegung des Marktmissbrauchsrechts anhand einer rein ökonomischen Kosten-Nutzen-Analyse aus.[1143]

Zweites Kapitel

4. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten ist von der gesellschaftsinternen Willensbildung in der dualistisch verfassten Aktiengesellschaft unbeeinflusst.[1144]
5. Der Fall Geltl/Daimler und dessen Umsetzung in der MAR hat zu einem frühzeitigeren Vorliegen von Insiderinformationen und damit zu einer zeitlichen Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizitätspflicht von Emittenten geführt.[1145] Dies liegt daran, dass die Prüfung der Wahrscheinlichkeit künftiger Umstände oder Ereignisse durch die Anknüpfung an Zwischenschritte an Bedeutung verloren hat.[1146] Zudem ist bei der Prüfung der Kursrelevanz präziser Information die probability/magnitude-Formel anzuwenden.[1147]
6. Der neuen Veröffentlichungspflicht bei related-party-transactions nach § 111c Abs. 3 AktG ist trotz Harmonisierung mit Art. 17 Abs. 1 MAR,

---

1141 Siehe S. 41.f.
1142 Siehe S. 41.
1143 Siehe S. 46.f.
1144 Siehe S. 57 ff.
1145 Siehe S. 70 f.
1146 Siehe S. 62 f.
1147 Siehe S. 64 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

das traditionelle, gesellschaftsrechtliche Verständnis zugrunde gelegt, das von der alten Endgültigkeitslösung und der Theorie der Sperrwirkung vorgeprägt ist.[1148]

7. Verständige Anleger berücksichtigen auch irrationale Verhaltensweisen anderer Marktteilnehmer. Das Handeln aufgrund solcher Informationen kann den Vorwurf eines ungerechtfertigten Sondervorteils hervorrufen, auch wenn solche Informationen bei rationalem Verhalten des Marktes keine Kursrelevanz hätten.[1149]
8. Soweit es bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht nur um die richtige Anwendung der Ad-hoc-Pflicht selbst geht, sondern um die Ad-hoc-Veröffentlichung von Compliance-Verstößen, 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 reputationsschädigendes, aber legales Verhalten.[1150]
9. Nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR gilt die Bereichsöffentlichkeit. Das Bekanntwerden von zutreffenden Gerüchten durch Medien oder öffentliche Anschuldigungen von Behörden gegen Emittenten, führen nicht schon wegen ihrer öffentlichen Bekanntheit zu einer Befreiung der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten.[1151]
10. Die Grundsätze aus Geltl/Daimler und deren Kodifizierung in der MAR können auf einen Compliance-Sachverhalt wie folgt übertragen werden.[1152]
    a. Der nicht öffentlich bekannte, konkrete Rechtsverstoß ist als bereits eingetretenes Ereignis eine präzise Information i.S.v. Art. 7 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 MAR, die nur noch auf ihre Kursrelevanz zu prüfen ist (1. Stufe). Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Antizipation potenzieller Folgen eines Compliance-Sachverhalts auf den Aktienkurs zu einer Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizitätspflicht führen kann.
    b. Identisch verhält es sich nach der neuen Rechtslage mit bereits eingetretenen Zwischenschritten in einem Compliance-Sachverhalt, Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR (2. Stufe).

1148 Siehe S. 72 f.
1149 Siehe S. 82 f.
1150 Siehe S. 92.
1151 Siehe S. 96 ff.
1152 Siehe S. 103 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

c. Drohende Sanktionen und Folgen aus einem Rechtsverstoß sind künftige Umstände oder Ereignisse i.S.v. Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR. Sie können unter die Kategorie der „künftigen Zwischenschritte" nach Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR fallen. Um präzise Information zu sein, muss man ihr Eintreten vernünftigerweise erwarten können (d.h. eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 50 % und mehr (3. Stufe).

11. Die Aufdeckungswahrscheinlichkeit eines Compliance-Sachverhalts ist nicht Frage des Merkmals „vernünftigerweise erwarten kann" oder der Kursrelevanz, sondern Frage der Sicherstellung der Geheimhaltung der präzisen Information „Compliance-Sachverhalt" nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR und befreit bei guter Geheimhaltung nicht von der Ad-hoc-Publizitätspflicht.[1153]
12. „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.[1154]

Drittes Kapitel

13. Die durch weite Auslegung des Begriffs der Insiderinformation des Art. 7 MAR frühzeitig einsetzende Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR hat zu einer „Flucht in die Aufschubmöglichkeit" und einer Verlagerung des Schwerpunkts in Art. 17 MAR geführt. Dort gerät sie unter den Vorbehalt, dass diese erst bei Kenntnis oder Kennenmüssen von der Insiderinformation eintreten könne.[1155]
14. Art. 17 Abs. 1 MAR ist keine Wissensnorm. Das nationale Gesellschaftsrecht in Form der Wissenszurechnung bei juristischen Personen ist daher keine Vorfrage für den Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht und bedingt deren Eintritt nicht.[1156]
15. Art. 17 Abs. 1 MAR kennt keine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Publizitätspflicht, sondern kann alle Informationen aus allen Lebensbereichen betreffen, insbesondere, wenn sie kursrelevant sind. So wenig wie Art. 17 Abs. 1 MAR eine Corporate-Governance-Funktion hat, so

1153 Siehe S. 104 ff.
1154 Siehe S. 115 ff.
1155 Siehe S. 126 ff.
1156 Siehe S. 135 ff.; S. 167.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

wenig gibt es für Fälle des § 93 Abs. 2 AktG eine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Publizitätspflicht.[1157]

16. Art. 17 Abs. 1 MAR hat keine „Compliance-Dimension". Die Norm enthält keine europarechtlich hergeleiteten Informationsorganisationspflichten, deren Verletzung den Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht begründen.[1158]
17. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht tritt rein objektiv mit Entstehen der Insiderinformation ein. Das, was in der Literatur mit Informationssuchpflicht gemeint ist, ist nichts anderes als eine Frage des Wissenmüssens und muss mangels ausdrücklicher Normierung von Organisationspflichten oder einem Wissensmerkmal im Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR, dogmatisch richtig in Rahmen des Verschuldens der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen erörtert werden.[1159]
18. Dass der Emittent nach Insiderinformationen sucht, ist keine primäre Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern entspringt einer sekundären Informationssystemeinrichtungspflicht, die sich aus dem Anreiz der Haftungsvermeidung und der Anreizfunktion des Art. 17 Abs. 4 MAR ergibt.[1160] „So bald wie möglich" ist damit im Ergebnis kein pflichtbegründendes, sondern ein den Zeitpunkt der Veröffentlichungspflicht konkretisierendes Merkmal.[1161]
19. Der veröffentlichungspflichtige Informationskreis richtet sich ausschließlich danach, welche Insiderinformationen den Emittenten unmittelbar betreffen. Das sind Insiderinformationen, die seinen Fundamentwert beeinträchtigen und seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegen. Der Emittent, seine Organe und sämtliche Mitarbeiter bilden dabei eine Informationseinheit. Sämtliche Informationen „innerhalb" des Emittenten unterliegen seinem Informationsherrschaftsbereich.[1162]

Viertes Kapitel

20. Unter Anwendung der in Kapitel 3 genannten Grundsätze unterliegen Informationen aus dem Aufsichtsrat des Emittenten seiner Ad-hoc-Publizitätspflicht. Dabei hat der Aufsichtsrat für Informationen aus seinem originären Tätigkeitsbereich, die aus strategischen Grün-

1157 Siehe S. 163.
1158 Siehe S. 174 ff.; S. 181.
1159 Siehe S. 181 ff; S. 190.
1160 Siehe S. 162 ff.
1161 Siehe S. 190 f.
1162 Siehe S. 193 ff.; S. 205.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

den dem Vorstand nicht weitergeleitet werden sollen, eine eigene Aufschubkompetenz. Eine eigene Veröffentlichungskompetenz besteht nicht.[1163]

21. Ausgehend von der Wissenszurechnung im Konzern besteht im Ergebnis keine hinreichende Sicherstellung für eine unbedingte Ad-hoc-Publizitätspflicht für Informationen aus verbundenen Unternehmen. Aus teleologischer Sicht ist daher ein kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch aus Art. 17 Abs. 1 MAR ggü. verbundenen Unternehmen sinnvoll, um eine effektive Ad-hoc-Publizität bei für den Emittenten fundamentalwertrelevanten Insiderinformationen aus verbundenen Unternehmen zu gewährleisten.[1164]
22. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten für Informationen aus verbundenen Unternehmen entfällt nicht allein durch Veröffentlichung dieser Insiderinformation durch das verbundene Unternehmen. Das Weitergabeverbot aus Art. 14 lit. c) i.V.m. Art. 10 Abs. 1 MAR steht einem kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch grundsätzlich nicht entgegen.[1165]
23. Abseits teleologischer Erwägungen überwiegen die Argumente gegen einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch aus Art. 17 Abs. 1 MAR gegenüber verbundenen Unternehmen.
    a. Die MAR ist ausschließlich emittentenbezogen ausgestaltet, also auf die jeweilige juristische Person, die Finanzinstrumente emittiert, zugeschnitten. Eine Konzernveröffentlichungsklausel oder konzernrelevante Wertungen für die Ad-hoc-Pflicht sind ihr nicht zu entnehmen. Wertungen wie die Unbeachtlichkeit der dualistischen Struktur fehlen hingegen für Konzernkonstellationen. Einer Aufweichung des Trennungsprinzips – wie im europäischen Kartellrecht – steht wiederum der Emittentenbezug entgegen. Der Herleitung aus der Reichweite der Rechnungslegung und die Erstreckung auf konsolidierte Unternehmen steht entgegen, dass die Ad-hoc-Publizität keine Ergänzung der Regelpublizität ist.[1166]
    b. Auch der Vergleich mit ausdrücklich europarechtlich determinierten Compliance-Normen und Organisationspflichten, welche ausdrücklich konzernweit ausgestaltet sind, spricht gegen den kapital-

1163 Siehe S. 209 ff.; S. 215 f.
1164 Siehe S. 232 ff.
1165 Siehe S. 238 ff.
1166 Siehe S. 242 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

marktrechtlichen Informationsanspruch ggü. verbundenen Unternehmen.[1167]

c. Einer potenziellen Umgehungsgefahr bei Ablehnung eines solchen Informationsanspruchs steht die im Merkmal „unmittelbar betreffen" angelegte Begrenzung der Informationsverantwortung entgegen sowie, dass auch bei Entlassung des Emittenten aus dieser Verantwortung Insiderhandel weiterhin sanktioniert ist. Die Rechtsprechung in Sachen IKB und Kühne und Nagel stehen dieser Begrenzung nicht entgegen und liefert keine Argumente für einen solchen Anspruch.[1168]

24. Der Emittent hat für ihn fundamentalwertrelevante Insiderinformationen aus verbundenen Unternehmen erst dann eine Informationsverantwortung, wenn diese ihm tatsächlich, vergleichbar dem Gedanken des § 130 BGB, zugegangen sind, oder er dergestalt ungehinderten Zugriff auf die Information hat, dass die Situation einem Informationszugriff bei Informationen „innerhalb" des Emittenten entspricht.[1169]
25. Aus den Wertungen des Art. 10 Abs. 1 MAR und Art. 49 der SE-Verordnung ergibt sich, dass gesellschaftsrechtliche Informationsgrenzen und Verschwiegenheitspflichten auch im europäischen Marktmissbrauchsrecht zu berücksichtigen sind.[1170]

a. Das hat für Doppelmandatskonstellationen zur Folge, dass auch nach europäischem Recht eine Informationsverantwortung für Insiderinformationen aus dem Aufsichtsrat von verbundenen Unternehmen regelmäßig ausscheidet. Auch wenn ein Vorstandsdoppelorgan von Informationen aus „seiner" verbundenen Gesellschaft weiß, aber entgegenstehende Verschwiegenheitspflichten nach nationalem Recht bestehen, steht dies einer Informationsverantwortung des Emittenten aus Art. 17 Abs. 1 MAR entgegen.

b. Dort wo eine Informationsweitergabe im Einzelfall nach nationalem Gesellschaftsrecht grundsätzlich befugt wäre, eine Weitergabe aber gleichwohl unterbleibt, setzt die Ad-hoc-Pflicht ein, da sowohl ein tatsächlicher als auch ein nach nationalem Recht gebilligter Informationszugriff des Emittenten über das Organ bestünde. Insoweit „infiziert" sich der Emittent mit der Insiderinformation.

1167 Siehe S. 247 f.
1168 Siehe S. 250 ff.
1169 Siehe S. 249 f.
1170 Siehe S. 253 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

26. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Unternehmensverbindungen hat auf das Gesellschaftsrecht deutlich geringere Auswirkungen als auf die Organisationsverfassung in der Einzelgesellschaft. Die autonom europarechtlich herzuleitende, nur eingeschränkte Informationsverantwortung des Emittenten ggü. Informationen aus verbundenen Unternehmen, entspricht im Ergebnis insoweit der restriktiven Wissenszurechnung des BGH bei konzernverbundenen Unternehmen, als die Informationsverantwortung des Art. 17 Abs. 1 MAR bei Informationen aus verbundenen Unternehmen, auf den nationalen Informationsgrenzen und -Möglichkeiten aufbaut.[1171]

Fünftes Kapitel

27. Das Interesse des Emittenten ist das Interesse seiner zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre, die es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung bleiben. Aktionäre, die während des Aufschubs Aktien des Emittenten erwerben, sind potenzielle Aktionäre. Potenzielle Aktionäre sind dem Marktinteresse zuzuordnen. Marktinteresse und Emittenteninteresse müssen nicht übereinstimmen.[1172]
28. Das Interesse des Emittenten wird nicht gegenüber dem Interesse des Marktes abgewogen. Der Aufschub der Veröffentlichungspflicht ist möglich, wenn eine Veröffentlichung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen und die Interessen des Marktes nicht entgegenstehen.[1173]
29. Emittenteninteresse, verstanden im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes und Unternehmensinteresse, verstanden im Sinne des moderaten Shareholder-Value-Ansatzes, sind nur formal nicht identisch.[1174]
30. Berechtigt im Sinne des Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist keine bewusste Schnittstelle zum Gesellschaftsrecht. Gleichwohl besteht häufig faktisch ein Gleichlauf der Interessen. Der Begriff spielt auf das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR an. Es hat dabei eine Orientierung an Erwägungsgrund 50 MAR sowie den Beispielen der ESMA zu erfolgen.[1175]

1171 Siehe S. 256 f.
1172 Siehe S. 272 ff., S. 277.
1173 Siehe S. 260 ff., S. 277.
1174 Siehe S. 277 f.
1175 Siehe S. 279 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

31. Der Nemo-Tenetur-Grundsatz führt nicht zu einem materiell-rechtlichen Ausschluss der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Er kann im Rahmen des Ordnungswidrigkeitenrechts berücksichtigt werden.
32. Der ewige Aufschub eines Compliance-Sachverhalts ist theoretisch möglich. Der Emittent muss in diesem Zeitraum aktive Compliance-Maßnahmen ergreifen, ein reines Aussitzen genügt nicht. Da es auf das Interesse derjenigen Aktionäre ankommt, die längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung Aktionäre des Emittenten sind, muss eine nur interne Aufklärung dem nachhaltigen Unternehmenswohl entsprechen. Praktisch bestehen für den ewigen Aufschub wegen der Geheimhaltungspflicht und der Vermeidung der Irreführung des Publikums aber hohe Hürden.[1176]

1176 Siehe S. 290 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Literaturverzeichnis

Aguzzoni, Luca/Langus, Gregor/Motta, Massimo, The Effect of EU Antitrust Investigations and Fines on a Firm's Valuation, The Journal of Industrial Economics 61 (2013), S. 290–338.

Akerlof, George A., The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics 84 (1970), S. 488–500.

Alexander, Cindy R., On the Nature of the Reputational Penalty for Corporate Crime: Evidence, The Journal of Law and Economics 42 (1999), S. 489–526.

Anders, Anja, Vorstandsdoppelmandate – Zulässigkeit und Pflichtenkollision, Baden-Baden 2006 (zitiert: *Anders*, Vorstandsdoppelmandate).

Armbrüster, Christian/Kosich, Maximilian, Wissenszurechnung in Unternehmen, ZIP 2020, S. 1494–1505.

Armour, John/Awrey, Dan/Davies, Paul/Enriques, Luca/Gordon, Jeffrey N./Mayer, Colin P./Payne, Jennifer, Principles of financial regulation, Oxford 2016.

Armour, John/Mayer, Colin/Polo, Andrea, Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets, Journal of Financial and Quantitative Analysis 52 (2017), S. 1429–1448.

Arnold, Michael, Verantwortung und Zusammenwirken des Vorstands und Aufsichtsrats bei Compliance-Untersuchungen, ZGR 2014, S. 76–106.

Aschenbeck, Anja, Personenidentität bei Vorständen in Konzerngesellschaften (Doppelmandat im Vorstand), NZG 2000, S. 1015–1024.

Assmann, Heinz-Dieter, Das neue deutsche Insiderrecht, ZGR 1994, S. 494–529.

—, Überlagerung und Komplementierung des Aktienrechts nach dem Aktiengesetz 1965 durch Kapitalmarktrecht, AG 2015, S. 597–613.

Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H. (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 2. Aufl., Köln 1999 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (2. Auflage 1999)).

— (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 3. Aufl., Köln 2003 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (3. Auflage 2003)).

— (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 6. Aufl., Köln 2012 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG (6. Aufl. 2012)).

Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Wertpapierhandelsrecht – Kommentar Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, 7. Aufl., Köln 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR).

Augstein, Nina, Neue Ansätze im Insiderrecht und ihre Auswirkungen auf die Beurteilung gestreckter Sachverhalte, Berlin 2019 (zitiert: *Augstein*, Neue Ansätze im Insiderrecht).

Bachmann, Gregor, Der Grundsatz der Gleichbehandlung im Kapitalmarktrecht, ZHR 170 (2006), S. 144–177.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

—, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008), S. 597–634.

—, Kapitalmarktpublizität und informationelle Gleichbehandlung, in: Grundmann, Stefan/Kirchner, Christian/Raiser, Thomas (Hrsg.), Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts – Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag, München 2009, S. 331–347 (zitiert: *Bachmann*, in: FS Schwark 2009).

—, Ad-hoc-Publizität nach "Geltl", DB 2012, S. 2206–2211.

—, Das europäische Insiderhandelsverbot – Erweiterte und aktualisierte Fassung eines Vortrages, gehalten am 20. Juni 2012 vor der Juristischen Gesellschaft zu Berlin, Berlin 2015.

—, Zehn Thesen zur deutschen Business Judgment Rule, WM 2015, S. 105–112.

—, Interne Ermittlungen – ohne Grenzen?, ZHR 180 (2016), S. 563–577.

—, Compliance: Das WpHG als Vorreiter und Opfer einer Entwicklung, in: Grundmann, Stefan/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 2020, S. 17–32 (zitiert: *Bachmann*, in: FS Hopt 2020).

Bank, Stephan, Die Verschwiegenheitspflicht von Organmitgliedern in Fällen multipler Organmitgliedschaften, NZG 2013, S. 801–806.

Barnert, Elena, Der eingebildete Dritte – Eine Argumentationsfigur im Zivilrecht, Tübingen 2008.

Bartmann, Niklas, Ad-hoc-Publizität im Konzern, Berlin 2017.

Bauer, Jan/Schmidt-Bedun, Rüdiger, Aktien- und kapitalmarktrechtliche Grenzen des Informationsflusses im faktischen Aktienkonzern – Informationsweitergabe durch Doppelmandatsträger im faktischen Aktienkonzern, in: Cascante, Christian/Spahlinger, Andreas/Wilske, Stephan (Hrsg.), Global wisdom on business transactions, international law and dispute resolution – Festschrift für Gerhard Wegen zum 65. Geburtstag, München 2015, S. 105–118 (zitiert: *Bauer/Schmidt-Bedun*, in: FS Wegen 2015).

Baum, Marcus, Die Wissenszurechnung, Berlin 1999.

Baumbach, Adolf/Hopt, Klaus J. (Hrsg.), Handelsgesetzbuch – Mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht) Band 9, 39. Aufl., München 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Baumbach/Hopt, HGB).

Bayer, Walter, Legalitätspflicht der Unternehmensleitung, nützliche Gesetzesverstöße und Regress bei verhängten Sanktionen, in: Bitter, Georg (Hrsg.), Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag, Berlin, Köln 2009, S. 85–103 (zitiert: *Bayer*, in: FS K. Schmidt 2009).

—, Erkrankungen von Vorstandsmitgliedern – Rechtlicher Rahmen, empirische Studie, Empfehlungen an Praxis und Regelsetzer, in: Hommelhoff, Peter/Erle, Bernd/Atlmeppen, Holger (Hrsg.), Festschrift für Peter Hommelhoff zum 70. Geburtstag, Köln 2012, S. 87–97 (zitiert: *Bayer*, in: FS Hommelhoff 2012).

Beaver, William H., Market Efficiency, The Accounting Review 56 (1981), S. 23–37.

Drinhausen, Florian/Eckstein, Hans-Martin (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG – Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Börsengang, 3. Aufl. 2018, München.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Behn, Lars, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen – Informationszugang des Emittenten im faktischen Aktienkonzern, Baden-Baden 2012.

Bekritsky, Grigory, Die Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Ad-Hoc-Publizität Die Zuständigkeit des Aufsichtsrats für die Ad-Hoc-Publizität – mehr als bloß Formsache, BKR 2020, S. 382–389.

Beneke, Moritz/Thelen, Martin, Die Schutzgesetzqualität des Insiderhandelsverbots gem. Art. 14 Martmissbrauchsverordnung, BKR 2017, S. 12–20.

Benner-Heinacher, Jella, Kollidiert die Auskunftspflicht des Vorstands mit dem Insidergesetz?, DB 1995, S. 765–766.

Bertus, Jana, Emittentenhaftung und Entlastung – Zum Entlastungsbeweis nach § 97 Abs. 2 WpHG, Berlin 2020.

Beuth, Patrick/Brächer, Michael/Jauernig, Henning/Knödler, Janne/Kühn, Alexander/Rainer, Anton/Rosenbach, Marcel/Schultz, Stefan/Zöttl, Ines, Kleinanleger gegen Hedgefonds – Wer profitiet wirklich vom Guerillakrieg an der Börse?, 05.02.2021, https://www.spiegel.de/wirtschaft/gamestop-wer-profitiert-wirklich-vom-guerillakrieg-an-der-boerse-a-00000000-0002-0001-0000-000175196815 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

Bhattacharya, Utpal/Daouk, Hazem, The World Price of Insider Trading, The Journal of Finance 57 (2002), S. 75–108.

Bicker, Eike, Legalitätspflicht des Vorstands – ohne Wenn und Aber?, AG 2014, S. 8.

Biermann, Friedrich G., Wissenszurechnung im Fall der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR, Halle (Saale) 2019 (zitiert: *Biermann*, Wissenszurechnung nach Art. 17 MAR).

Bingel, Adrian, Die „Insiderinformation" in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen, AG 2012, S. 685–700.

Scholz, Franz (Hrsg.), Kommentar zum GmbH-Gesetz, 12. Aufl., Köln 2021 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Scholz GmbHG).

Löwisch, Manfred (Hrsg.), J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch – Staudinger BGB – Buch 2: Recht der Schuldverhältnisse: §§ 255–304 (Leistungsstörungsrecht 1), Saarbrücken/Berlin Neubearbeitung 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Staudinger).

Black, Fischer, Noise, The Journal of Finance 41 (1986), S. 529–543.

Bodenhöfer-Alte, Katja, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, Frankfurt am Main 2015 (zitiert: *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG).

Borges, Georg, Selbstregulierung im Gesellschaftsrecht zur Bindung an Corporate Governance-Kodizes, ZGR 2003, S. 508–540.

Bork, Reinhard, Zurechnung im Konzern, ZGR 1994, S. 237–265.

Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin, Principles of corporate finance, 11. Aufl., Maidenhead 2014.

Brellochs, Michael, Anmerkung zu BGH, Beschl. v. 23.04.2013 – II ZB 7/09, ZIP 2013, S. 1170–1173.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Breuer, Christoph, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, Berlin 2020.

Büche, Christian, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts – Die Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie und ihre Umsetzung in § 15 WpHG, Baden-Baden 2005 (zitiert: *Büche*, Ad-hoc-Publizität).

Buck-Heeb, Petra, Wissen und juristische Person – Wissenszurechnung und Herausbildung zivilrechtlicher Organisationspflichten, Tübingen 2001.

—, Informationsorganisation im Kapitalmarktrecht – Compliance zwischen Informationsmanagement und Wissensorganisationspflichten, CCZ 2009, S. 18–25.

—, Wissenszurechnung, Informationsorganisation und Ad-hoc-Mitteilungspflicht bei Kenntnis eines Aufsichtsratsmitglieds, AG 2015, S. 801–812.

—, Der Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats bei Eilentscheidungen und der Ad-hoc-Publizität, in: Grundmann, Stefan/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 2020, S. 101–116 (zitiert: *Buck-Heeb*, in: FS Hopt 2020).

—, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl., Heidelberg 2020.

Bunz, Thomas, Ad-hoc-Pflichten im Rahmen von Compliance Audits, NZG 2016, S. 1249–1255.

—, Fallstricke für den Vorstand einer abhängigen AG bei der Informationserteilung gegenüber der Konzernobergesellschaft, DB 2019, S. 170–174.

Bürkle, Jürgen, Die Bußgeldrelevanz des Compliance-Managements, BB 2018, S. 525–529.

Cahn, Andreas, Grenzen des Markt- und Anlegerschutzes durch das WpHG, ZHR 162 (1998), S. 1–50.

Calliess, Christian/Ruffert, Matthias (Hrsg.), EUV/AEUV – Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta: Kommentar, 6. Aufl., München 2022 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV).

Camerer, Colin, Bubbles and Fads in Asset Prices, Journal of Economic Sourveys 3 (1989), S. 3–41.

Caspari, Karl-Burkhard, Das geplante Insiderrecht in der Praxis, ZGR 1994, S. 530–546.

Claussen, Carsten Peter, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität – Praktikerhinweise und -empfehlungen für Emittenten, Anleger, Banken, Wertpapierdienstleister und ihre Berater, Köln 1996.

Claussen, Carsten Peter/Bröcker, Norbert, Der Corporate Governance-Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG, DB 2002, S. 1199–1206.

Dannecker, Christoph, Der nemo tenetur-Grundsatz – prozessuale Fundierung und Geltung für juristische Personen, ZStW 127 (2015), S. 370–409.

—, Konturierung prozessualer Gewährleistungsgehalte des nemo tenetur-Grundsatzes anhand der Rechtsprechung des EGMR, ZStW 127 (2015), S. 991–1017.

Deutsche Börse AG, Insiderhandelsverbote und Ad hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz – Erläuterungen und Empfehlungen zur Behandlung kursbeeinflussender Tatsachen gemäß §§ 12 ff. Wertpapierhandelsgesetz, WM 1994, S. 2038–2048.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Deutsches Aktieninstitut e.V./Hengeler Mueller, Zwei Jahre EU-Marktmissbrauchsverordnung – Stimmungsbild: Handlungsbedarf bei der Ad-hoc-Publizität, 2018, https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/181212%20Studie%202%20Jahre%20Marktmissbrauchsverordnung%20Web.pdf (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

Dreher, Meinrad, Leniency-Anträge und Kapitalmarktrecht, WuW 2010, S. 731–743.

Drexl, Josef, Wissenszurechnung im Konzern, ZHR 161, S. 491–521.

Dreyling, Georg/Schäfer, Frank A., Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität – Praxis und Entwicklungstendenzen, Köln 2001.

Driesch, Dirk/Riese, Joachim/Schlüter, Jörg/Senger, Thomas (Hrsg.), Beck'sches IFRS-Handbuch – Kommentierung der IFRS/IAS, 6. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch).

Eberl, Markus/Schwaiger, Manfred, Corporate reputation: disentangling the effects on financial performance, European Journal of Marketing 39 (2005), S. 838–854.

Ebke, Werner F., Börsennotierte Aktiengesellschaften und Corporate Governance zwischen Staat, Gesellschaftern, Stakeholders und Markt, ZVglRWiss 2012, S. 1–20.

Eichner, Moritz Peter, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Baden-Baden 2009 (zitiert: *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität).

Eidenmüller, Horst, Liberaler Paternalismus, JZ 66 (2011), S. 814.

—, Effizienz als Rechtsprinzip – Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts, 4. Aufl., Tübingen 2015.

Ekkenga, Jens, Fragen der deliktischen Haftungsbegründung bei Kursmanipulationen und Insidergeschäften, ZIP 2004, S. 781–793.

—, Individuelle Entscheidungsprozesse im Recht der Ad-hoc-Publizität – Sieben Thesen zum Fall Geltl/Daimler/Schrempp, NZG 2013, S. 1081–1087.

Emmerich, Volker/Habersack, Mathias (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht – Kommentar, 9. Aufl. 2019, München.

Empt, Martin, Corporate Social Responsibility – Das Ermessen des Managements zur Berücksichtigung von Nichtaktionärsinteressen im US-amerikanischen und deutschen Aktienrecht, Berlin 2004.

Engelhardt, Lisa, Wissensverschulden – Eine Systematisierung und Begrenzung der Wissenszurechnung im Unternehmen, Köln 2019.

Engert, Andreas/Florstedt, Tim, Geschäfte mit nahestehenden Personen aus empirischer Sicht, ZIP 2019, S. 493–503.

Fabritius, Andreas, Zu den Grenzen der Durchsetzung eines kapitalmarktrechtlich begründeten Informationsinteresses des herrschenden Unternehmens im faktischen Konzern, in: Baums, Theodor/Wertenbruch, Johannes u.a. (Hrsg.), Festschrift für Ulrich Huber – Zum siebzigsten Geburtstag, Tübingen 2006, S. 705–718 (zitiert: *Fabritius*, in: FS Huber 2006).

Fama, Eugene F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance 25 (1970), S. 383–417.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

—, Efficient Capital Markets – II, The Journal of Finance 46 (1991), S. 1575–1617.

—, Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, Journal of Financial Economics 49 (1998), S. 283–306.

Fatemi, Aliresa, Der Begriff der Kenntnis im Bürgerlichen Recht, NJOZ 2010, S. 2637–2642.

Fezer, Karl-Heinz, Aspekte einer Rechtskritik an der economic analysis of law und am property rights approach, JZ 41 (1986), S. 817–864.

—, Nochmals: Kritik an der ökonomischen Analyse des Rechts, JZ 43 (1988), S. 223–228.

Figiel, Stephan, Die Weitergabe von Insiderinformationen in Aktienkonzernen – Das Verhältnis des Konzernrechts zum Kapitalmarktrecht, Göttingen 2005.

Fleischer, Holger, Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2001, S. 1–32.

—, Informationsasymmetrie im Vertragsrecht – Eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten, München 2001.

—, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Kapitalmarktrechtliches Teilgutachten., Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag 2002.

—, Zur Leitungsaufgabe des Vorstands im Aktienrecht, ZIP 2003, S. 1–11.

—, Das Aktiengesetz von 1965 und das neue Kapitalmarktrecht, ZIP 2006, S. 451–459.

—, Organpublizität im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, NZG 2006, S. 561.

—, Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden – Der DaimlerChrysler-Musterentscheid des OLG Stuttgart, NZG 2007, S. 401–407.

—, Gesundheitsprobleme eines Vorstandsmitglieds im Lichte des Aktien- und Kapitalmarktrechts, NZG 2010, S. 561–568.

—, Corporate Governance in Europa als Mehrebenensystem – Vielfalt und Verflechtung der Gesetzgeber, Standardsetzer und Verhaltenskodizes, ZGR 2012, S. 160–196.

—, Corporate Social Responsibility – Vermessung eines Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht, AG 2017, S. 509–525.

—, Ehrbarer Kaufmann – Grundsätze der Geschäftsmoral – Reputationsmanagement: Zur „Moralisierung" des Vorstandsrechts und ihren Grenzen, DB 2017, S. 2015–2022.

—, Corporate Social Responsibility: Vermessung eines Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht, in: Fleischer, Holger/Kalss, Susanne/Vogt, Hans-Ueli (Hrsg.), Corporate Social Responsibility – Achtes deutsch-österreichisch-schweizerisches Symposium, Hamburg 1.-2. Juni 2017, Tübingen 2018, S. 1–38 (zitiert: *Fleischer*, in: Symposium Corporate Social Responsibility 2018).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Fleischer, Holger/Chatard, Yannick, Wertpapierhandelsrechts-Geschichten, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG – Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht, Berlin 2019, S. 101–130 (zitiert: *Fleischer/Chatard*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019).

Fleischer, Holger/Goette, Wulf (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung – GmbHG Band 2: §§ 35–52, 3. Aufl., München 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-GmbHG).

Fleischer, Holger/Schmolke, Klaus Ulrich, Gerüchte im Kapitalmarktrecht, AG 2007, S. 841–854.

Fleischer, Holger/Zimmer, Daniel, Effizienzorientierung im Handels- und Wirtschaftsrecht – Einführung und Überblick, in: dies. (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, Frankfurt am Main 2008, S. 9–42.

Franke, Günter/Hax, Herbert, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, Berlin/Heidelberg 2009.

Fuchs, Andreas (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz – (WpHG); Kommentar, München 2009 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Fuchs WpHG (1. Auflage 2009)).

— (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar, 2. Aufl., München 2016 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Fuchs, WpHG).

Fürhoff, Jens/Wölk, Armin, Aktuelle Fragen zur Ad hoc-Publizität, WM 1997, S. 449–500.

Gaßner, Timm, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht – Ein Beitrag zum Spannungsverhältnis zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, Baden-Baden 2020.

Gasteyer, Thomas/Goldschmidt, Christof-Ulrich, Wissenszurechnung bei juristischen Personen und im Konzern, AG 2016, S. 116–125.

Gbekor, Sarah, Schaden, Kausalität und Kausalitätsbeweis beim Schadensersatzanspruch des Anlegers wegen Verletzung der ad hoc-Publizitätspflicht, Baden-Baden 2019.

Gehling, Christian, Selbstbefreiung und Selbstbelastungsfreiheit, ZIP 2018, S. 2008–2015.

Gehrt, John Alexander, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz – Eine kritische Betrachtung im Vergleich zur französischen und angloamerikanischen Regelung, Baden-Baden 1997.

Gellings, Marcel, Der gestreckte Geschehensablauf im Insiderrecht – Zugleich eine Diskussion ökonomischer Perspektiven und rechtsvergleichender Erkenntnisse aus dem US-amerikanischen Recht, Marburg 2015.

Gilson, Ronald J./Kraakman, Reinier H., The Mechanisms of Market Efficiency, Virginia Law Review 70 (1984), S. 549–644.

Glöckner, Jochen, Kartellrecht und Compliance – Institutionalisierte Rechtseinhaltung zwischen Professionalität und Potemkinschem Dorf, JuS 2017, S. 905–913.

—, Norm- und Zurechnungsstrukturen im Kartellrecht – Haftung von Unternehmen, Handelnden und Organen – Teil 1, NZKart 2018, S. 390–397.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Goette, Wulf/Habersack, Mathias (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 1: §§ 1–75, 5. Aufl., München 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG).

— (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 2: §§ 76–117, MitbestG, DrittelbG, 5. Aufl., München 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG).

— (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 5: §§ 278–328, SpruchG, 5. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG).

— (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 1a/2a: Nachtrag: §§ 67, 67a-67f, 87, 87a, 107, 111a-111c, 113, 162 infolge des ARUG II, 5. Aufl., München 2021 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG).

— (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz Band 6: §§ 329–410, WpÜG, 5. Aufl., München 2021 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-AktG).

Goshen, Zohar/Parchomovsky, Gideon, The Essential Role of Securities Regulation, Duke Law Journal 55 (2006), S. 711–782.

Götze, Cornelius/Carl, Steffen, Konzernrechtliche Aspekte der Transparenzpflichten nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, Der Konzern 2016, S. 529–541.

Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin (Hrsg.), Das Recht der Europäischen Union, 69. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: GHN AEUV).

Grechenig, Kristoffel, Schadensersatz bei Verletzung von § 14 WpHG? – Insiderhandel bei positiver und negativer Information, ZBB 2010, S. 232–241.

Grigoleit, Hans Christoph, Zivilrechtliche Grundlagen der Wissenszurechnung, ZHR 181 (2017), S. 160–202.

—, Regulierung von Related Party Transactions im Kontext des deutschen Konzernrechts, ZGR 48 (2019), S. 412–462.

— (Hrsg.), Aktiengesetz – Kommentar, 2. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Grigoleit – AktG).

Groß, Wolfgang, Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, in: Burgard, Ulrich/Hadding, Walther u.a. (Hrsg.), Festschrift für Uwe H. Schneider – Zum 70. Geburtstag, Köln 2011, S. 385–400 (zitiert: *Groß*, in: FS U.H. Schneider 2011).

Groß, Wolfgang/Royé, Claudia, EU-Marktmissbrauchsverordnung: Ergebnisse einer Umfrage und Versuch einer Präzisierung, BKR 2019, S. 272–278.

Grossman, Stanford J./Stiglitz, Joseph E., On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, The American Economic Review Vol. 70 (1980), S. 393–408.

Grundmann, Stefan, Staub Handelsgesetzbuch – Großkommentar, Band 11/1, Bankvertragsrecht, Investment Banking I, Berlin (zitiert: *Grundmann*, in: Staub HGB).

Grüneberg, Christian (Hrsg.), Bürgerliches Gesetzbuch – mit Nebengesetzen, 81. Aufl., München 2022 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Grüneberg).

Gsell, Beate/Krüger, Wolfgang/Lorenz, Stephan/Reymann, Christoph (Hrsg.), beck-online.GROSSKOMMENTAR – BGB, München 2021 (zitiert: *Bearbeiter*, in: BeckOGK| BGB).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Günster, Andrea/van Dijk, Mathijs, The impact of European antitrust policy: Evidence from the stock market, International Review of Law and Economics 46 (2016), S. 20–33.

Habersack, Mathias, Aktienkonzernrecht – Bestandsaufnahme und Perspektiven, AG 2016, S. 691–697.

—, Verschwiegenheitspflicht und Wissenszurechnung – insbesondere im Konzern und mit Blick auf die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität – Zugleich Besprechung des BGH-Urteils vom 26.04.2016 – XI ZR 108/15, DB 2016 S. 1307, DB 2016, S. 1551–1558.

—, Marktmissbrauchsrecht und Aktienrecht – Zielkonflikte im Zusammenhang mit der Ad hoc-Publizitätspflicht, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG – Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht, Berlin 2019, S. 217–235 (zitiert: *Habersack*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019).

—, Non-Compliance, Kursspezifität und Kursrelevanz – Zur Relevanz der Aufdeckungswahrscheinlichkeit im Rahmen des Art. 7 Abs. 1 MAR, AG 2020, S. 697–705.

Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl., München 2013 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Hdb Kapitalmarktinformation (2. Aufl. 2013)).

— (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 3. Aufl. 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Hdb Kapitalmarktinformation).

Habersack, Mathias/Verse, Dirk A., Europäisches Gesellschaftsrecht – Einführung für Studium und Praxis, 5. Aufl., München 2019.

Hacker, Philipp, Verhaltensökonomik und Normativität – Die Grenzen des Informationsmodells im Privatrecht und seine Alternativen, Tübingen 2017.

Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins, Stellungnahme zum Entwurf des Emittentenleitfadens Modul C – Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), NZG 2019, S. 1138–1149.

Happ, Wilhelm/Semler, Johannes, Ad hoc-Publizität im Spannungsfeld von Gesellschaftsrecht und Anlegerschutz – Zum Begriff der „Tatsache" in § 15 WpHG bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen –, ZGR 1998, S. 116–141.

Harbarth, Stephan, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, S. 1898–1909.

—, Unternehmerisches Ermessen des Vorstands im Interessenkonflikt, in: Hommelhoff, Peter/Erle, Bernd/Atlmeppen, Holger (Hrsg.), Festschrift für Peter Hommelhoff zum 70. Geburtstag, Köln 2012, S. 323–342 (zitiert: *Harbarth*, in: FS Hommelhoff 2012).

—, Anforderungen an die Compliance-Organisation in börsennotierten Unternehmen, ZHR 179 (2015), S. 136–172.

—, Aktienrecht, Gemeinwohl und Vergütungsparameter, ZGR 47 (2018), S. 379–402.

Harke, Jan Dirk, Wissen und Wissensnormen – Zur Behandlung von Organisationswissen im Bürgerlichen Recht, Berlin 2017.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Harris, Larry, Trading and Exchanges – Market Microstructure for Practitioners, Oxford 2002.

Hart-Hönig, Kai, Verteidigung von Unternehmen und Organmitgliedern unter dem Compliance-Regime – Zur Möglichkeit autonomer Verteidigung bei Internal Investigations, in: Lüderssen, Klaus/Volk, Klaus/Wahle, Eberhard (Hrsg.), Festschrift für Wolf Schiller – Zum 65. Geburtstag am 12. Januar 2014, Baden-Baden 2014, S. 281–315 (zitiert: *Hart-Hönig*, in: FS Schiller 2014).

Hartmann, Jörg, Juristische und ökonomische Regelungsprobleme des Insiderhandels – eine rechtsvergleichende Darstellung USA – Deutschland, Frankfurt am Main u.a. 1999.

Hau, Wolfgang/Poseck, Roman (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar – BeckOK BGB, 59. Aufl., München 2021 (zitiert: *Bearbeiter*, in: BeckOK BGB).

Häuser, Karl/Rosenstock, Adolf H., Börse und Kapitalmarkt, 5. Aufl., Frankfurt am Main 1997.

Heidel, Thomas (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., Baden-Baden 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Heidel Aktienrecht).

Heider, Karsten/Hirte, Markus, Ad hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Vorgängen, GWR 2012, S. 429–432.

Heidmeier, Heiner, Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, AG 1992, S. 110–115.

Heinzelmann, Steffen, Wetten auf den Untergang – Die Aktienkurse von BP fallen und fallen. Analysten sagen bereits einen Konkurs des Ölkonzerns voraus. Die Konkurrenz in der Branche beobachtet derweil gespannt., 21.06.2010, https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/bp-aktien-absturz-nach-oelkatastrophe-wetten-auf-den-untergang-1.956669 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

Hellgardt, Alexander, Kapitalmarktdeliktsrecht – Haftung von Emittenten, Bietern, Organwaltern und Marktintermediären; Grundlagen, Systematik, Einzelfragen, Tübingen 2008.

—, Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Rechtsprechung zur Kapitalmarktinformationshaftung, DB 2012, S. 673–678.

—, Kapitalmarktdeliktsrecht – Zugleich ein Lehrstück über die Widerstandsfähigkeit des nationalen Rechts gegenüber europäischen Vorgaben, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG – Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht, Berlin 2019, S. 701–714 (zitiert: *Hellgardt*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019).

Hemeling, Peter, Organisationspflichten des Vorstands zwischen Rechtspflicht und Opportunität, ZHR 175 (2011), S. 368–387.

Henne, Alexander, Information und Corporate Governance – Das Informationsmodell im Börsengesellschaftsrecht, Baden-Baden 2011.

Hennrichs, Joachim/Kleindiek, Detlef/Wartin, Christoph (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bilanzrecht Band 1 IFRS, 5. Aufl., München 2014 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo BilR).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Henssler, Martin/Strohn, Lutz (Hrsg.), Gesellschaftsrecht – BGB, PartGG, HGB, GmbHG, AktG, DCGK, GenG, UmwG, InsO, AnfG, IntGesR Band 62, 5. Aufl. 2021, München.

Herrler, Sebastian (Hrsg.), J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen – Buch 1: Allgemeiner Teil: §§ 90–124; §§ 130–133 Neubearbeitung 2017 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Staudinger).

Hesse, Martin, 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).

Hinterleitner, Gernot/Hornung, Philipp, Marktqualität und Insiderhandel auf Kapitalmärkten – Eine experimentelle Untersuchung unterschiedlicher Handelsformen, Wiesbaden 2016.

Hirshleifer, David/Lim, Seongyeon Sonya/Teoh, Siew Hong, Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News, The Journal of Finance 64 (2009), S. 2289–2325.

Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M. J. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, Köln 2007 (zitiert: *Bearbeiter*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007)).

Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M. J./Altenhain, Karsten (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl., Köln 2014 (zitiert: *Bearbeiter*, in: KK-WpHG).

Hirte, Heribert/Mülbert, Peter O./Roth, Markus (Hrsg.), Aktiengesetz – Großkommentar Band 1, Einleitung; §§ 1–22, 5. Aufl., Berlin 2017 (zitiert: *Bearbeiter*, in: GK-AktG).

— (Hrsg.), Aktiengesetz – Großkommentar Band 4/1, §§ 76–91, 5. Aufl., Berlin 2015 (zitiert: *Bearbeiter*, in: GK-AktG).

Hitzer, Martin, Zum Begriff der Insiderinformation, NZG 2012, S. 860–863.

Hoffmann, Andreas C./Schieffer, Anita, Pflichten des Vorstands bei der Ausgestaltung einer ordnungsgemäßen Compliance-Organisation, NZG 2017, S. 401–407.

Hoffmann-Becking, Michael (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts – Band 4 Aktiengesellschaft, 5. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Münch. Hdb. AG).

Hölters, Wolfgang (Hrsg.), Aktiengesetz – Kommentar, 3. Aufl., München 2017 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Hölters – AktG).

Höpfner, Clemens/Rüthers, Bernd, Grundlagen einer europäischen Methodenlehre, AcP 209 (2009), S. 1–36.

Hopt, Klaus J., Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken – Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, München 1975.

—, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 1995, S. 135–163.

—, Konzernrecht und Kapitalmarktrecht in Deutschland, in: Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus/Lutter, Marcus (Hrsg.), Konzernrecht und Kapitalmarktrecht, München 2001, S. 31–66.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Hopt, Klaus J./Kumpan, Christoph, Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A, ZGR 2017, S. 765–828.

Huber, Ulrich, Zivilrechtliche Fahrlässigkeit, in: Forsthoff, Ernst/Weber, Werner (Hrsg.), Festschrift für Ernst Rudolf Huber zum 70. Geburtstag am 8. Juni 1973, Göttingen 1973, S. 253–290 (zitiert: *Huber*, in: FS E.R. Huber 1973).

Hüffer, Uwe/Koch, Jens, Aktiengesetz, 15. Aufl., München 2021.

Ihrig, Hans-Christoph, Ad-hoc-Pflichten bei gestreckten Geschehensabläufen – Praxisfragen aus dem „Geltl"-Urteil des EuGH, in: Baldamus, Ernst-August (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion – Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR), Köln 2012, S. 113–133 (zitiert: *Ihrig*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012).

—, Wissenszurechnung im Kapitalmarktrecht – untersucht anhand der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR, ZHR 2017, S. 381–416.

Ihrig, Hans-Christoph/Kranz, Christopher, EuGH-Entscheidung Geltl/Daimler: „Selbstbefreiung" von der Ad-hoc-Publizitätspflicht – Offene Streitfragen im Umgang mit § 15 Abs. 3 WpHG, BB 2013, S. 451–458.

Ihrig, Hans-Christoph/Schäfer, Carsten, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2. Aufl., Köln 2020.

Inderst, Cornelia/Bannenberg, Britta/Poppe, Sina (Hrsg.), Compliance – Aufbau – Management – Risikobereiche, 3. Aufl. 2017, Heidelberg.

Jaffe, Jeffrey F., Special Information and Insider Trading, The Journal of Business 47 (1974), S. 410–428.

Jensen, Michael C./Meckling, William H., Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics 3 (1976), S. 305–360.

Joecks, Wolfgang/Miebach, Klaus (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch – In 8 Bänden Band 7, Nebenstrafrecht II, 3. Aufl., München 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-StGB).

Jung, Shindong, Wissenszurechnung und Wissensverantwortung bei juristischen Personen – Mit rechtsvergleichenden Hinweisen zum koreanischen Recht, Baden-Baden 2017.

Just, Clemens/Voß, Thorsten/Ritz, Corinna/Becker, Ralf (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz – (WpHG), München 2015 (zitiert: *Bearbeiter*, in: JVRB WpHG).

Kaiser, Arvid/Schürmann, Lukas, VW-Kurssturz im Vergleich – So hat die Börse auf andere Konzernskandale reagiert, 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).

Kaiser, Dagmar (Hrsg.), J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch: Staudinger BGB – Buch 3: Sachenrecht: – §§ 985–1011 (Eigentumsschutz und Eigentümer-Besitzer-Verhältnis), Saarbrücken/Berlin Neubearbeitung 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Staudinger).

Kalss, Susanne/Oppitz, Martin/Torggler, Ulrich/Winner, Martin (Hrsg.), BörseG | MAR – Kommentar, Wien 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: K/O/T/W BörseG/MAR).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kaplow, Loius/Shavell, Steven, Fairness versus Welfare: Notes on the Pareto Principle, Preferences, and Distributive Justice, Journal of Legal Studies 32 (2003), S. 331–362.

Kaplow, Louis/Shavell, Steven, Fairness versus welfare, Cambridge, Mass. 2002.

Kiem, Roger/Kotthoff, Jost, Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, DB 1995, S. 1999–2004.

Kleinfeld, Annette/Zubrod, Anna-Katharina, Social Compliance, CB 2016, S. 133–137.

Körber, Torsten/Schweitzer, Heike/Zimmer, Daniel (Hrsg.), Wettbewerbsrecht Gesamtwerk – In 5 Bänden Band 1. EU, Kommentar zum Europäischen Kartellrecht, 6. Aufl., München 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Immenga/Mestmäcker).

— (Hrsg.), Wettbewerbsrecht – Kommentar zum Deutschen Kartellrecht Band 2. GWB, 6. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Immenga/Mestmäcker).

Karpoff, Jonathan M., Does Reputation Work to Discipline Corporatemisconduct?, in: Barnett, Michael L./Pollock, Timothy G. (Hrsg.), The Oxford handbook of corporate reputation, Oxford 2012, S. 361–382.

Karpoff, Jonathan M./Lee, D. Scott/Martin, Gerald S., The Cost to Firms of Cooking the Books, Journal of Financial and Quantitative Analysis 43 (2008), S. 581–612.

Kersting, Christian, Auskunftsverweigerung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: Schön, Wolfgang (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, Berlin, Heidelberg 2009, S. 411–516.

—, Das Erfordernis des Gleichlaufs von Emittenten- und Anlegerinteresse als Voraussetzung für den Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation, ZBB 2011, S. 442–450.

Kersting, Wolfgang, Theorien der sozialen Gerechtigkeit, Stuttgart 2000.

Kirchner, Christian, Zur zentralen Rolle der zivilrechtlichen Sanktionen im Recht des Insiderhandels, in: Leser, Hans G. (Hrsg.), Wege zum japanischen Recht – Festschrift für Zentaro Kitagawa zum 60. Geburtstag am 5. April 1992, Berlin 1992, S. 665–682 (zitiert: *Kirchner*, in: FS Kitagawa 1992).

Klitzing, Joachim von, Die Ad-hoc-Publizität zwischen europäischer Vorgabe und nationaler Umsetzung und zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, Köln 1999 (zitiert: *Klitzing*, Ad-hoc-Publizität).

Klöhn, Lars, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance – Eine interdisziplinäre und vergleichende Analyse zum Fluch und Segen der Spekulation und ihrer Regulierung durch Recht und Markt, Berlin 2006.

—, Der „gestreckte Geschehensablauf" vor dem EuGH – Zum DaimlerChrysler-Vorlagebeschluss des BGH, NZG 2011, S. 166–171.

—, Grenzen des insiderrechtlichen Verbots selektiver Informationsweitergabe an professionelle Marktteilnehmer – Vermeidungsstrategien und ihre Behandlung im Lichte rechtsvergleichender Erfahrung, in: Burgard, Ulrich/Hadding, Walther u.a. (Hrsg.), Festschrift für Uwe H. Schneider – Zum 70. Geburtstag, Köln 2011, S. 633–650 (zitiert: *Klöhn*, in: FS U.H. Schneider 2011).

—, Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH, ZIP 2012, S. 1885–1895.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

—, Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, ZHR 2013, S. 349–387.

—, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität wegen überwiegender Geheimhaltungsinteressen des Emittenten (§ 15 Abs. 3 WpHG), ZHR 178 (2014), S. 55–97.

—, Kapitalmarktinformationshaftung für Corporate-Governance-Mängel?, ZIP 2015, S. 1145–1156.

—, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, S. 423–434.

—, Wann ist eine Information öffentlich bekannt i.S.v. Art. 7 MAR?, ZHR 180 (2016), S. 707–732.

—, Die (Ir-)Relevanz der Wissenszurechnung im neuen Recht der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots, NZG 2017, S. 1285–1292.

—, Haftung wegen fehlerhafter Ad hoc-Publizitat – amerikanische Antworten auf deutsche Fragen?, in: Siekmann, Helmut/Cahn, Andreas u.a. (Hrsg.), Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag, I, Tübingen 2017, S. 685–706 (zitiert: *Klöhn*, in: FS Baums 2017).

— (Hrsg.), Marktmissbrauchsverordnung – Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, München/Köln 2018 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MAR).

—, Kursrelevanz und Aufdeckungswahrscheinlichkeit. Zu dem Merkmal „im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens" in Art. 7 Abs. 1 MAR, in: Grundmann, Stefan/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 2020, S. 513–524 (zitiert: *Klöhn*, in: FS Hopt 2020).

Klöhn, Lars/Rothermund, Marius, Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität – Die Tücken der Rückwärtsinduktion bei der Schadensberechnung in sechs Fallgruppen, ZBB 2015, S. 73–83.

Klöhn, Lars/Schmolke, Klaus Ulrich, Unternehmensreputation (Corporate Reputation) – Ökonomische Erkenntnisse und ihre Bedeutung im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, NZG 2015, S. 689–697.

—, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 4 MAR zum Schutz der Unternehmensreputation, ZGR 2016, S. 866–896.

Koch, Dirk/Widder, Stefan, Die Bedeutung von Zwischenschritten bei der Definition von Insiderinformationen, BB 2012, S. 2837–2841.

Koch, Jens, Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes – Die Gratwanderung zwischen angemessener Aufklärung und information overload, BKR 2012, S. 485–493.

—, Wissenszurechnung aus dem Aufsichtsrat, ZIP 2015, S. 1757–1767.

—, Beschlussfordernis und rechtmäßiges Alternativverhalten bei der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG, in: Casper, Matthias/Klöhn, Lars u.a. (Hrsg.), Festschrift für Johannes Köndgen zum 70. Geburtstag, Köln 2016, S. 329–351 (zitiert: *Koch*, in: FS Köndgen 2016).

—, Die Ad-hoc-Publizität: Veröffentlichungs- oder Wissensorganisationspflicht?, AG 2019, S. 273–286.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Kocher, Dirk, Ad-hoc-Publizität und Insiderhandel bei börsennotierten Anleihen, WM 2013, S. 1305–1310.

—, Insiderinformation bei der abhängigen Gesellschaft im Vertragskonzern, NZG 2018, S. 1410–1415.

Kocher, Dirk/Sambulski, Yanick, Insiderinformationen in der Hauptversammlung, DB 2018, S. 1905–1910.

Kocher, Dirk/Schneider, Sebastian, Zuständigkeitsfragen im Rahmen der Ad-hoc-Publizität, ZIP 2013, S. 1607–1612.

Kocher, Dirk/Widder, Stefan, Ad-hoc-Publizität in Unternehmenskrise und Insolvenz, NZI 2010, S. 925–932.

—, Die Bedeutung von Zwischenschritten bei der Definition von Insiderinformationen, BB 2012, S. 2837–2841.

Köndgen, Johannes, Die Relevanz der ökonomischen Theorie der Unternehmung für rechtswissenschaftliche Fragestellungen – ein Problemkatalog, in: Ott, Claus/Schäfer, Hans-Bernd (Hrsg.), Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts – Beiträge zum 3. Travemünder Symposium zur Ökonomischen Analyse des Rechts, Heidelberg 1993, S. 128–156.

—, Die Ad hoc-Publizität als Prüfstein informations-rechtlicher Prinzipien, in: Schweizer, Rainer J./Burkert, Herbert/Gasser, Urs (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich 2002, S. 791–816 (zitiert: *Köndgen*, in: FS Druey 2002).

—, Effizienzorientierung im Kapitalmarktrecht?, in: Fleischer, Holger/Zimmer, Daniel (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, Frankfurt am Main 2008, S. 100–139.

Kort, Michael, Verhaltensstandardisierung durch Corporate Compliance, NZG 2008, S. 81–86.

Kraack, Jörg-Peter, Der neue Emittentenleitfaden zum Marktmissbrauchsrecht – Neuakzentuierte Aufsichtspraxis zum Insider- und Ad-hoc-Recht nach dem Modul C des neuen Emittentenleitfadens der BaFin, ZIP 2020, S. 1389–1399.

Krämer, Lutz/Heinrich, Tobias A., Emittenten und Marktteilnehmer im Risiko – Erhöhte Anforderungen an Risikomanagement und Prozessstabilität durch verschärfte Kapitalmarktpublizität und Sanktionen, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion – Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR), Köln 2015, S. 23–49 (zitiert: *Krämer*; *Heinrich*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015).

Krämer, Lutz/Kiefner, Alexander, Ad-hoc-Publizität nach dem Final Report der ESMA, AG 2016, S. 621–627.

Krause, Hartmut/Brellochs, Michael, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, AG 2013, S. 309–339.

Kreßel/Eckhard, Compliance und Personalarbeit – Rechtliche Rahmenbedingungen bei der Verankerung von Compliance in der Personalarbeit, NZG 2018, S. 841–851.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Krieger, Gerd/Schneider, Uwe H. (Hrsg.), Handbuch Managerhaftung – Vorstand, Geschäftsführer, Aufsichtsrat; Pflichten und Haftungsfolgen; typische Risikobereiche, 3. Aufl., Saarbrücken/Köln 2017 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung).

Kumpan, Christoph, Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung – Untersuchung wesentlicher Neuerungen und deren Auswirkungen auf Emittenten, DB 2016, S. 2039–2046.

—, Gestreckte Vorgänge und Insiderrecht, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion – Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR), Köln 2018, S. 109–127 (zitiert: *Kumpan*, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018).

Kumpan, Christoph/Misterek, Robin, Ad-hoc-Publizitätspflicht einer Muttergesellschaft bei konzerndimensionalen Sachverhalten, ZBB 2020, S. 10–21.

—, Der verständige Anleger in der Marktmissbrauchsverordnung – Zu den Eigenschaften der Maßstabsfigur für Insiderinformationen, ZHR 184 (2020), S. 180–221.

Kümpel, Siegfried/Mülbert, Peter O./Früh, Andreas/Seyfried, Thorsten (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl., Köln 2022 (zitiert: *Bearbeiter*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR).

Kuntz, Thilo/Rathert, Michael, Ad-hoc-Publizität – Befreiung, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG – Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht, Berlin 2019, S. 599–616 (zitiert: *Kuntz/Rathert*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019).

Kuschnereit, Rouven, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht – Vorstandspflichten zwischen Unternehmens- und Drittinteressen, Wiesbaden 2019.

Langenbucher, Katja, Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2013, S. 1401–1406.

—, 50 Jahre Aktiengesetz – Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, in: Fleischer, Holger/Koch, Jens u.a. (Hrsg.), 50 Jahre Aktiengesetz, Berlin 2016, S. 273–296 (zitiert: *Langenbucher*, in: 50 Jahre Aktiengesetz 2016).

—, In Brüssel nichts Neues? – Der „verständige Anleger" in der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2016, S. 417–422.

— (Hrsg.), Europäisches Privat- und Wirtschaftsrecht, 4. Aufl. 2017, Baden-Baden.

—, Aktien- und Kapitalmarktrecht – Ein Studienbuch, 4. Aufl., München 2018.

Lebherz, Axel, Emittenten-Compliance – Organisation zur Sicherstellung eines rechtskonformen Publizitätsverhaltens, Baden-Baden 2008.

Lenenbach, Markus, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., Köln 2010.

Lewis, Alan, The Cambridge handbook of psychology and economic behaviour, Cambridge 2018.

Leyendecker-Langner, Benjamin E./Kleinhenz, Holger M., Emittentenhaftung für Insiderwissen im Aufsichtsrat bei fehlender Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG, AG 2015, S. 72–77.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Liebscher, Thomas, Zurechnung als Rechtsproblem, ZIP 2019, S. 1837–1849.

Lieder, Jan, Auskunftsrecht und Auskunftserzwingung – Höchstrichterliche Fingerzeige in Sachen Porsche/VW-Beteiligungsaufbau, NZG 2014, S. 601–609.

Lieth, Oliver, Die ökonomische Analyse des Rechts im Spiegelbild klassischer Argumentationsrestriktionen des Rechts und seiner Methodenlehre, Baden-Baden 2007 (zitiert: *Lieth*, Ökonomische Analyse des Rechts).

Löbbe, Marc, Unternehmenskontrolle im Konzern – Die Kontrollaufgaben von Vorstand, Geschäftsführer und Aufsichtsrat, Heidelberg 2003.

Loewenheim, Ulrich/Meessen, Karl Matthias/Riesenkampff, Alexander/Kersting, Christian/Meyer-Lindemann, Hans Jürgen/Ablasser-Neuhuber, Astrid/Baron, Michael/Anweiler, Jochen/Meessen, Karl M. (Hrsg.), Kartellrecht – Kommentar, 4. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: LMRKM).

Löschhorn, Alexander/Fuhrmann, Lambertus, „Neubürger" und die Datenschutz-Grundverordnung: Welche Organisationsund Handlungspflichten treffen die Geschäftsleitung in Bezug auf Datenschutz und Datensicherheit?, NZG 2019, S. 161–170.

Lutter, Marcus, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt, in: Lieb, Manfred/Noack, Ulrich/Westermann, Harm Peter (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Zöllner – Zum 70. Geburtstag, Köln 1998, S. 363–383 (zitiert: *Lutter*, in: FS Zöllner 1998).

—, Kodex guter Unternehmensführung und Vertrauenshaftung, in: Schweizer, Rainer J./Burkert, Herbert/Gasser, Urs (Hrsg.), Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag, Zürich 2002, S. 463–478 (zitiert: *Lutter*, in: FS Druey 2002).

Lutter, Marcus/Bayer, Walter/Schmidt, Jessica, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht – Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien, 6. Aufl., Berlin/Boston 2017.

Lutter, Marcus/Krieger, Gerd/Verse, Dirk A., Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats, 7. Aufl., Köln/Saarbrücken 2020.

Mader, Florian, Der Informationsfluss im Unternehmensverbund, Tübingen 2015.

Malcher, Ingo, 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).

Manne, Henry G., Mergers and the Market for Corporate Control, The Journal of Political Economy 73 (1965), S. 110–120.

—, Insider trading and the stock market, New York 1966.

—, Insider Trading And Property Rights In New Information, The Cato Journal 4 (1985), S. 933–957.

Markworth, David, Marktmissbrauchsverordnung und effet utile – – Europarechtlich determinierte Zeitenwende im Kapitalmarktdeliktsrecht? –, ZHR 183 (2019), S. 46–72.

Marsch-Barner, Reinhard/Schäfer, Frank A. (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG – Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2018 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Hdb börsennotierte AG).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Martens, Sebastian A. E., Methodenlehre des Unionsrechts, Tübingen 2013.

Mathis, Klaus, Effizienz statt Gerechtigkeit? – Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der Ökonomischen Analyse des Rechts // Auf der Suche nach den philosophischen Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts, Berlin 2019.

Mattig, Daniel, Gleichbehandlung im europäischen Kapitalmarktrecht, Tübingen 2019.

McCrum, Dan/Palma, Stefania, 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).

McGee, Robert W., Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory, Journal of Business Ethics 91 (2010), S. 65–82.

Medicus, Dieter, Probleme der Wissenszurechnung, in: Klingmüller, Ernst (Hrsg.), Karlsruher Forum 1994 – Möglichkeiten der Wissenszurechnung 1994, S. 4–16 (zitiert: *Medicus*, in: Karlsruher Forum 1994).

Mehringer, Christoph, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, Baden-Baden 2007.

Mennicke, Petra R., Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentscheidung des Emittenten, NZG 2009, S. 1059–1063.

Merkner, Andreas/Sustmann, Marco/Retsch, Alexander, Insiderrecht und Ad-hoc Publizität im neuen Emittentenleitfaden der BaFin, AG 2019, S. 621–633.

Merkt, Hanno, Kapitalmarktrecht – Ursprünge, Genese, aktuelle Ausprägungen, Herausforderungen, in: Grundmann, Stefan/Haar, Brigitte u.a. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010 – Unternehmen, Markt und Verantwortung, Berlin 2010, S. 2207–2245 (zitiert: *Merkt*, in: FS Hopt 2010).

Merkt, Hanno/Rossbach, Oliver, Zur Einführung – Kapitalmarktrecht, JuS 2003, S. 217–224.

Meyer, Andreas/Veil, Rüdiger/Rönnau, Thomas (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, München 2018 (zitiert: *Bearbeiter*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht).

Milgrom, Paul/Stokey, Nancy, Information, trade and common knowledge, Journal of Economic Theory 26 (1982), S. 17–27.

Mock, Sebastian, Gestreckte Verfahrensabläufe im Europäischen Insiderhandelsrecht, ZBB 2012, S. 286–292.

Möllers, Thomas M. J., Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG – – Zur Neubeurteilung von mehrstufigen Entscheidungsprozessen durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz –, WM 2005, S. 1393–1440.

—, Wechsel von Organmitgliedern und „key playern": Kursbeeinflussungspotential und Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, NZG 2005, S. 459–462.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

—, Zur „Unverzüglichkeit" einer Ad-hoc-Mitteilung im Kontext nationaler und europäischer Dogmatik, in: Berger, Klaus Peter/Balzer, Peter (Hrsg.), Zivil- und Wirtschaftsrecht im europäischen und globalen Kontext – Festschrift für Norbert Horn zum 70. Geburtstag = Private and commercial law in a European and global context, Berlin 2006, S. 473–490 (zitiert: *Möllers*, in: FS Horn 2006).

—, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts – Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 208 (2008), S. 1–36.

—, Für eine horizontale Arbeitsteilung zwischen nationalem und europäischem Wertpapierhandelsrecht – Gesetzgebung und Methodik, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG – Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht, Berlin 2019, S. 19–40 (zitiert: *Möllers*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019).

—, Juristische Methodenlehre, 4. Aufl., München 2021.

Möllers, Thomas M. J./Kernchen, Eva, Information Overload am Kapitalmarkt – Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis –, ZGR 2011, S. 1–26.

Möllers, Thomas M. J./Rotter, Klaus (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität – Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Möllers/Rotter (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, 2003).

Möllers, Thomas M. J./Sauer, Konstantin, Individueller Anlegerschutz im Rahmen des Schadensersatzanspruchs nach § 37b WpHG a.F., WuB 2019, S. 276–280.

Monheim, Benjamin, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Verschärfte Anforderungen an die ordnungsgemäße Erfüllung und daraus resultierende Erhöhung der Haftungsrisiken, Karlsruhe 2007 (zitiert: *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem AnSVG).

Mülbert, Peter O., Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt – Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, 2. Aufl., München 1996.

—, Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen -, ZHR 177 (2013), S. 160–211.

—, Die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG durch den Aufsichtsrat, in: Habersack, Mathias/Huber, Karl/Spindler, Gerald (Hrsg.), Festschrift für Eberhard Stilz zum 65.Geburtstag, München 2014, S. 411–426 (zitiert: *Mülbert*, in: FS Stilz 2014).

Mülbert, Peter O./Sajnovits, Alexander, Verschwiegenheitspflichten von Aufsichtsratsmitgliedern als Schranken der Wissenszurechnung, NJW 2016, S. 2540–2542.

—, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Internal Investigations – Teil 1, WM 2017, S. 2001–2006.

—, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Internal Investigations – Teil 2, WM 2017, S. 2041–2047.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Murphy, Deborah L./Shrieves, Ronald E./Tibbs, Samuel L., Understanding the Penalties Associated with Corporate Misconduct: An Empirical Examination of Earnings and Risk, Journal of Financial and Quantitative Analysis 44 (2009), S. 55.

Naumann, Klaus Peter/Siegel, Daniel P., Wissensorganisation, ZHR 181 (2017), S. 273–301.

Neuhaus, Andreas, Wie die Finanzkrise in Deutschland ankam, 29.07.2017, https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/ikb-wie-die-finanzkrise-in-deutschland-ankam/20121572.html?ticket=ST-1352829-NmdRsgLImcCWaFYvTp5L-ap6 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

Neumann, Laura Sophie, Wissenszurechnung bei juristischen Personen nach der Reform der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandels durch die MAR, Berlin 2020 (zitiert: *Neumann*, Wissenszurechnung und MAR).

Neuner, Jörg, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, 12. Aufl., München 2020.

Nieding, Klaus/Nowotka, Jonas, Der „Fall" Wirecard: Zur Ad-hoc-Publizitätspflicht unternehmensinterner Untersuchungen, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1.

Nietsch, Michael, Schadensersatzhaftung wegen Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BB 2005, S. 785–790.

—, Compliance-Risikomanagement als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZHR 180 (2016), S. 733–775.

—, Emittentenwissen, Wissenszurechnung und Ad-hoc-Publizitätspflicht, ZIP 2018, S. 1421–1429.

Nolte, Norbert/Michaelis, Marcel, Der Entwurf des Verbandssanktionengesetzes: neue Compliance-Pflichten für Vorstände und Geschäftsführer?, BB 2020, S. 1154–1162.

Ott, Nicolas, Anwendungsbereich der Business Judgment Rule aus Sicht der Praxis – Unternehmerische Entscheidungen und Organisationsermessen des Vorstands, ZGR 2017.

Paefgen, Walter, „Compliance" als gesellschaftsrechtliche Organpflicht?, WM 2016, S. 433–484.

Paltin, Marcel, Insiderinformationen und Ad-hoc-Publizität – Anforderungen an die Selbstbefreiung von der Veröffentlichungspflicht, Berlin 2016.

Pananis, Panos, Zur Abgrenzung von lnsidertatsache und ad-hoc-publizitätspflichtigem Sachverhalt bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen, WM 1997, S. 460–464.

Park, Tido (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht – Straftaten, Ordnungswidrigkeiten, Finanzaufsicht, Compliance, 5. Aufl. 2020, Baden-Baden.

Pattberg, Holger/Bredol, Martin, Der Vorgang der Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, NZG 2013, S. 87–91.

Pellens, Bernhard, Ad-hoc-Publizitätspflicht des Managements börsennotierter Unternehmen nach § 44 a BörsG, AG 1991, S. 62–69.

Pelzer, Martin, Die neue Insiderregelung im Entwurf des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, ZIP 1994, S. 746–752.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Perridon, Louis/Rathgeber, Andreas W./Steiner, Manfred, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 17. Aufl., München 2017.

Peters, Marc, Aktuelle Fragen der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR, in: Grunewald, Barbara/Koch, Jens/Tielmann, Jörgen (Hrsg.), Festschrift für Eberhard Vetter zum 70. Geburtstag, Köln 2019, S. 563–586 (zitiert: *Peters*, in: FS Vetter 2019).

Pfister, Bernhard, Stand der Insiderdiskussion, ZGR 1981, S. 318–347.

Poelzig, Dörte, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, S. 528–538.

—, Kapitalmarktrecht, München 2018 (zitiert: *Poelzig*, Kapitalmarktrecht (1. Auflage)).

—, Marktmissbrauchsrecht und Konzernrecht, in: Grundmann, Stefan/Merkt, Hanno/Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020 2020, S. 943–958 (zitiert: *Poelzig*, in: FS Hopt 2020).

—, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., München 2021.

Poelzig, Dörte/Strobel, Carl A., COVID-19 und Ad-hoc-Publizität, Jura 2020, S. 1082–1094.

Posner, Richard A., Economic analysis of law, 5. Aufl., New York 1998.

Queck, Nadine, Die Geltung des nemo-tenetur-Grundsatzes zugunsten von Unternehmen, Berlin 2005 (zitiert: *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen).

Rawls, John, A theory of justice, Cambridge, Mass. 1999.

Redenius-Hövermann, Julia/Walter, Andreas, Ad-hoc-Veröffentlichungspflichten bei verbandsinternen Untersuchungen, ZIP 2020, S. 1331–1336.

Reichert, Jochem, Corporate Compliance und der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, in: Krieger, Gerd (Hrsg.), Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag, München 2013, S. 943–963 (zitiert: *Reichert*, in: FS Hoffmann-Becking 2013).

Reinhart, Florian, Die Legalitätspflicht des Vorstands einer kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, Baden-Baden 2019.

Renz, Hartmut T./Hense, Dirk/Marbeiter, Andreas (Hrsg.), Wertpapier-Compliance in der Praxis – Eine Kommentierung aktueller Rechtspflichten, 2. Aufl. 2019, Berlin.

Retsch, Alexander, Die Selbstbefreiung nach der Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2016, S. 1201–1207.

Reuter, Alexander, Wissenszurechnung im Unternehmen, ZIP 2017, S. 310–317.

—, Schadensersatz und Bußgelder zu Lasten des Unternehmens bei Ad hoc-Pflichtverstößen: Ein Verstoß gegen die Grundrechte und die Treuepflicht der Aktionäre?, NZG 2019, S. 321–335.

Riesenhuber, Karl (Hrsg.), Europäische Methodenlehre – Handbuch für Ausbildung und Praxis, 3. Aufl., Berlin u.a. 2015 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Europäische Methodenlehre).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Rodewald, Jörg, Informationsmanagement im Unternehmen als Instrument zur Vermeidung von Organhaftung, GmbHR 2014, S. 639–644.

Röhl, Hans Christian, Der rechtliche Kontext der Wissenserzeugung, in: ders. (Hrsg.), Wissen – Zur kognitiven Dimension des Rechts, Berlin 2010, S. 65–87.

Roth, Markus, Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands – Handlungsspielräume und Haftungsrisiken insbesondere in der wirtschaftlichen Krise, München 2001.

Rothermund, Marius, Schadensberechnung bei fehlerhafter Sekundärmarktinformation, Baden-Baden 2020.

Säcker, Franz Jürgen/Rixecker, Roland/Limperg, Bettina/Oetker, Hartmut (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch Band 1 §§ 1–240 BGB, AllgPersönlR, ProstG, AGG, 9. Aufl., München 2021 (zitiert: *Bearbeiter*, in: MüKo-BGB).

Sajnovits, Alexander, Ad-hoc-Publizität und Wissenszurechnung, WM 2016, S. 765–774.

—, Financial-Benchmarks – Manipulationen von Referenzwerten wie LIBOR und EURIBOR und deren aufsichts- und privatrechtliche Folgen, Berlin 2018.

Salaschek, Uwe/Richter, Laurenz, Ad-hoc-Veröffentlichungspflichten nach Art. 17 MAR im kartellrechtlichen Kontext, BB 2020, S. 1411–1419.

Samuelson, Paul Anthony/Nordhaus, William D., Volkswirtschaftslehre – Das internationale Standardwerk der Makro- und Mikroökonomie, 5. Aufl., München 2016.

Schäfer, Hans-Bernd/Ott, Claus, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 6. Aufl., Berlin/Heidelberg 2020.

Schall, Alexander, Ad-hoc-Mitteilung auch über Zwischenschritte eines kursrelevanten Vorgangs als InsiderInformation, hier: Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden von Daimler („Geltl"), ZIP 2012, S. 1286–1288.

Schaper, Martin, Unternehmenskommunikation und Vertraulichkeit in der Europäischen Aktiengesellschaft (SE) im Vergleich zur AG, AG 2018, S. 356–364.

Scheufele, Bertram/Haas, Alexander, Medien und Aktien – Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen, Wiesbaden 2008.

Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch Band II, 5. Aufl., München 2017 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB).

Schletter, Christopher, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, Hamburg 2020.

Schlitt, Michael/Mildner, Andreas, Ad-hoc-Publizität in Zusammenhang mit Geschäftszahlen und Prognosen, in: Klöhn, Lars/Mock, Sebastian (Hrsg.), Festschrift 25 Jahre WpHG – Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht, Berlin 2019, S. 363–390 (zitiert: *Schlitt/Mildner*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019).

Schmidt, Karsten, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Köln 2002.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Schmidt, Karsten/Lutter, Marcus (Hrsg.), Aktiengesetz – Kommentar, 4. Aufl., Köln 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Schmidt/Lutter, AktG).

Schmidt, Reinhard H./Terberger, Eva, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden 1997.

Schneider, Sven H., Informationspflichten und Informationssystemeinrichtungspflichten im Aktienkonzern – Überlegungen zu einem Unternehmensinformationsgesetzbuch, Berlin 2006.

Schneider, Uwe H., Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, S. 645–650.

Schneider, Uwe H./Burgard, Ulrich, Treupflichten im mehrstufigen Unterordnungskonzern, in: Habersack, Mathias/Hommelhoff, Peter u.a. (Hrsg.), Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003, Berlin 2003, S. 579–604 (zitiert: *Schneider/Burgard*, in: FS Ulmer 2003).

Schnell, Christian, 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).

Schnorbus, York/Klormann, Peter, Erkrankung eines Vorstandsmitglieds – Grundlagen und Gestaltungen in der Praxis – Teil I, WM 2018, S. 1069–1078.

Schockenhoff, Martin, Geheimhaltung von Compliance-Verstößen – Gesellschaftsrecht – Kapitalmarktrecht – Rechnungslegung, NZG 2015, S. 409–419.

Schön, Wolfgang, Unternehmenspublizität und Wettbewerb – eine ökonomische und rechtspolitische Perspektive, in: ders. (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, Berlin, Heidelberg 2009, S. 563–610.

Schrader, Paul Tobias, Wissen im Recht – Definition des Gegenstandes der Kenntnis und Bestimmung des Kenntnisstandes als rechtlich relevantes Wissen, Tübingen 2017.

Schröder, Sönke, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Absatz 3 WpHG, Berlin 2011 (zitiert: *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG).

Schubert, Nicolaus Emmanuel, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen – Notwendigkeit, Probleme und Risiken, Halle (Saale) 2019.

Schüler, Wolfgang, Die Wissenszurechnung im Konzern, Berlin 2000.

Schulz, Martin R. (Hrsg.), Compliance-Management im Unternehmen – Strategie und praktische Umsetzung 2017, Frankfurt am Main.

—, Compliance-Management im Unternehmen – Grundfragen, Herausforderungen und Orientierungshilfen, BB 2017, S. 1475–1483.

—, Compliance-Management im Unternehmen – Wirksamkeitsfaktor "Compliance-Kultur", BB 2018, S. 1283–1287.

Schürnbrand, Jan, Wissenszurechnung im Konzern – unter besonderer Berücksichtigung von Doppelmandaten, ZHR 181 (2017), S. 357–380.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Schütt, Jan-Sebastian, Europäische Marktmissbrauchsverordnung und Individualschutz, Berlin 2018.

Schwark, Eberhard/Zimmer, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar – Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 5. Aufl., München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer KMRK).

— (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar – Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Aufl., München 2010 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, (4. Auflage 2010)).

Schwarze, Jürgen/Becker, Ulrich/Hatje, Armin/Schoo, Johann (Hrsg.), EU-Kommentar, 4. Aufl., Baden-Baden 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Schwarze, EU-Kommentar).

Schwintowski, Hans-Peter, Die Zurechnung des Wissens von Mitgliedern des Aufsichtsrats in einem oder mehreren Unternehmen, ZIP 2015, S. 617–623.

Seibold, Sebastian, Der Fall Götze – Transfermarkt und Ad-hoc-Publizität, NZG 2013, S. 809–813.

Seibt, Christoph H., 1 Jahr Marktmissbrauchsverordnung (MAR) aus Praxissicht, in: Mülbert, Peter O. (Hrsg.), Bankrechtstag 2017, Berlin, Boston, S. 81–124.

—, Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, ZHR 177 (2013), S. 388–426.

—, Corporate Reputation Management: Rechtsrahmen für Geschäftsleiterhandeln, DB 2015, S. 171–178.

—, Krisenmanagement: Rechtsrahmen für Geschäftsleiterhandeln, BB 2019, S. 2563–2572.

Seibt, Christoph H./Cziupka, Johannes, Rechtspflichten und Best Practices für Vorstands- und Aufsichtsratshandeln bei der Kapitalmarktrecht-Compliance, AG 2015, S. 93.

Seibt, Christoph H./Danwerth, Christopher, Ad-hoc-Publizitätspflichten beim Vorstandswechsel zwischen Börsenunternehmen, NZG 2019, S. 121–127.

Seibt, Christoph H./Wollenschläger, Bernward, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, S. 593–608.

Seidel, Andreas, Die Kontextabhängigkeit der wertenden Wissenszurechnung, AG 2019, S. 492–501.

Semler, Johannes, Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft – Die Leitungsaufgabe des Vorstands und die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats, 2. Aufl., Köln 1996.

Sester, Peter, Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarktrichtlinien und -standards, ZGR 38 (2009), S. 310–345.

Shiller, Robert J., Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, The American Economic Review 71 (1981), S. 421–436.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Shleifer, Andrei/Summers, Lawrence H., The Noise Trader Approach to Finance, Journal of Economic Perspectiv 4 (1990), S. 19–33.

Simon, Stefan, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, S. 13–22.

Singhof, Bernd, Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern, ZGR 2001, S. 146–174.

Söhner, Matthias, Praxis-Update Marktmissbrauchsverordnung: Neue Leitlinien und alte Probleme, BB 2017, S. 259–266.

Spatz, Julian, Die Insiderinformation bei Unvorhersehbarkeit der Richtung der Kursauswirkung, Berlin 2019.

Speier, Torben, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität nach Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Rechtliche Grundlagen und ausgewählte Fragen in einem veränderten kapitalmarktrechtlichen Gewand, Frankfurt am Main 2009 (zitiert: *Speier*, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität).

Spießhofer, Birgit, Compliance und Corporate Social Responsibility, in: Hauschka, Christoph E./Moosmayer, Klaus/Lösler, Thomas (Hrsg.), Corporate Compliance – Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen, 3. Aufl., München 2016.

—, Compliance und Corporate Social Responsibility, NZG 2018, S. 441–447.

Spindler, Gerald, Die Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat für fehlerhafte Auslegung von Rechtsbegriffen, in: Heldrich, Andreas/Prölss, Jürgen/Koller, Ingo (Hrsg.), Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag, Band 2, München 2007, S. 403–428 (zitiert: *Spindler*, in: FS Canaris 2007).

—, Unternehmensorganisationspflichten – Zivilrechtliche und öffentlich-rechtliche Regelungskonzepte, 2. Aufl., Göttingen 2011.

—, Wissenszurechnung in der GmbH, der AG und im Konzern, ZHR 181 (2017), S. 311–356.

Spindler, Gerald/Speier, Torben, Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern, BB 2005, S. 2031–2035.

Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard (Hrsg.), Kommentar zum Aktiengesetz Band 1: §§ 1–149, 4. Aufl., München 2019 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Spindler/Stilz AktG).

— (Hrsg.), beck-online.GROSSKOMMENTAR – AktG, München 2020 (zitiert: *Bearbeiter*, in: BeckOGK| AktG).

Staake, Marco, Die Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – Hemmnis oder Gebot einer guten Corporate Governance – Hemmnis oder Gebot einer guten Corporate Governance?, BB 2007, 1573–1578.

Stadler, Astrid, Musterfeststellungsklagen im deutschen Verbraucherrecht?, VuR 2018, S. 83–89.

Stahl, Carolin, Information Overload am Kapitalmarkt – Eine verhaltensorientierte Untersuchung der Notwendigkeit und der Möglichkeiten zur Deregulierung der Informationspflichten des WpHG, Baden-Baden 2013.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Wiegand, Wolfgang (Hrsg.), J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen – Buch 3: Sachenrecht: §§ 925–984; Anh zu §§ 929–931 Eigentum 2 – Erwerb und Verlust des Eigentums), Berlin Neubearbeitung 2017 (zitiert: *Bearbeiter*, in: Staudinger).

Stehr, Nico, Wissen und Wirtschaften – Die gesellschaftlichen Grundlagen der modernen Ökonomie, Frankfurt am Main 2001.

Steinrück, Philipp, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität – Eine Studie zu Art. 17 Abs. 4 MAR, Tübingen 2018 (zitiert: *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität).

Stengel, Arndt, Fragen, Antworten und Zwischenschritte – kurzes Innehalten nach dem Beschluss des BGH vom 23.04.2013 – II ZB 7/09 (Daimler/Geltl), in: Dieners, Peter/Dietzel, Andreas/Gasteyer, Thomas (Hrsg.), Liber Amicorum Dolf Weber, Baden-Baden 2016, S. 547–563 (zitiert: *Stengel*, in: FS Weber 2016).

Stöhr, Alexander, Offenlegung von Rechtsverstößen im Aktienrecht, BB 2019, S. 1286–1292.

Struck, Christian, Ad-hoc-Publizitätspflicht zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem Wertpapierhandel – Eine Untersuchung zu § 15 Wertpapierhandelsgesetz mit vergleichender Darstellung des US-Rechts, Frankfurt am Main 2003 (zitiert: *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht).

Stürner, Rolf (Hrsg.), Jauernig – Bürgerliches Gesetzbuch – mit Rom-I-, Rom-II-VO, Rom-III-VO, EuUnthVO/HUntProt und EuErbVO, 18. Aufl. 2021, München.

Szesny, André-M./Kuthe, Thorsten (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2. Aufl. 2018, Heidelberg.

Taupitz, Jochen, Wissenszurechnung nach englischem und deutschem Recht, in: Klingmüller, Ernst (Hrsg.), Karlsruher Forum 1994 – Möglichkeiten der Wissenszurechnung 1994, S. 16–30 (zitiert: *Taupitz*, in: Karlsruher Forum 1994).

Teigelack, Lars, Ad-hoc-Mitteilungspflicht bei Zivilprozessen, BB 2016, S. 1604–1613.

Thelen, Martin, Schlechte Post in eigener Sache – Die Pflichten des Emittenten zur Ad-hoc-Mitteilung potentieller Gesetzesverstöße, ZHR 182 (2018), S. 62–95.

Thiele, Stefan/Keitz, Isabel von/*Brücks, Michael* (Hrsg.), Internationales Bilanzrecht – Rechnungslegung nach IFRS; Kommentar, 48. Aufl. 2020, Bonn.

Thieme, Jens, Die Ad-hoc-Publizität und ihre Konzerndimension – Eine deduktive Darstellung unter Berücksichtigung der US-amerikanischen Regelungssystematik, Berlin 2004 (zitiert: *Thieme*, Ad-hoc-Publizität und Konzerndimension).

Thomale, Chris, Der gespaltene Emittent – Ad-hoc-Publizität, Schadenersatz und Wissenszurechnung, Tübingen 2018.

—, Kapitalmarktinformationshaftung ohne Vorstandswissen, NZG 2018, S. 1007–1013.

—, Zum subjektiven Tatbestand der Unterlassungshaftung nach § 97 WpHG, AG 2019, S. 189–196.

Tollkühn, Oliver, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, S. 2215–2220.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Trute, Hans-Heinrich, Wissen – Einleitende Bemerkungen, in: Röhl, Hans Christian (Hrsg.), Wissen – Zur kognitiven Dimension des Rechts, Berlin 2010, S. 11–38.

Tschierschke, Anja, Die Sanktionierung des Unternehmensverbundes – Bestandsaufnahme, Perspektiven und Europäisierung, Baden-Baden 2013.

Umnuß, Karsten (Hrsg.), Corporate Compliance Checklisten – Rechtliche Risiken im Unternehmen erkennen und vermeiden, 4. Aufl. 2020, München.

van den Broek, Stijn./Kemp, Ron. G. M./Verschoor, Willem. F. C./Vries, Anne-Claire, Reputational penalties to firms in antitrust investigations, Journal of Competition Law and Economics 8 (2012), S. 231–258.

Vaupel, Christoph F./Oppenauer, Li Alena, Zur Strafbarkeit eines unterlassenen, verspäteten oder verfrühten Aufschubs von der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht – Genauer Zeitpunkt des Entstehens der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht, AG 2019, S. 502–515.

Veil, Rüdiger, Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), S. 365–402.

—, Prognosen im Kapitalmarktrecht, AG 2006, S. 690–698.

—, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, S. 85–96.

— (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014, Tübingen.

Veith, Alexander, Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, NZG 2005, S. 254–259.

Velte, Patrick, Regulierung der nachhaltigen Corporate Governance? – Eine kritische Würdigung unter Berücksichtigung des geplanten Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetzes (FISG), NZG 2021, S. 3–6.

Ventoruzzo, Marco/Mock, Sebastian (Hrsg.), Market abuse regulation – Commentary and Annotated Guide 2017, Oxford.

Verse, Dirk A., Zur Legalittskontrollpflicht der Geschäftsleiter einer Konzernobergesellschaft, ZHR 175 (2011), S. 401–424.

—, Doppelmandate und Wissenszurechnung im Konzern, AG 2015, S. 413–420.

Vetter, Jochen, Geschäftsleiterpflichten zwischen Legalität und Legitimität, ZGR 2018, S. 338–378.

Wagner, Gerhard, Sinn und Unsinn der Unternehmensstrafe, ZGR 45 (2016), S. 112–152.

—, Wissenszurechnung: Rechtsvergleichende und rechtsökonomische Grundlagen, ZHR 181 (2017), S. 203–272.

Walden, Daniel, Corporate Social Responsibility: Rechte, Pflichten und Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat, NZG 2020, S. 50–60.

Waldhausen, Stephan, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache – Eine Untersuchung zu § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG unter Berücksichtigung der Ad-hoc-Publizität im Vereinigten Königreich, Baden-Baden 2002.

Walla, Fabian/Knierbein, Michael, "State of the Art"-Compliance für Emittenten im Zeitalter der MAR – – Freiwillige Instrumente der Kapitalmarkt-Compliance und ihre Funktion -, WM 2018, S. 2349–2354.

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Waltermann, Raimund, Zur Wissenszurechnung – am Beispiel der juristischen Personen des privaten und des öffentlichen Rechts, AcP 192 (1992), S. 181–225.

Weber, Christoph Andreas, Diskussionsbereicht – zu den Referaten von Gerald Spindler und Hans-Christoph Ihrig (Diskussionsleitung: Mathias Habersack), ZHR 2017, S. 416–427.

Weber-Grellet, Heinrich, BB-Rechtsprechungsreport zu 2015 veröffentlichten bilanzsteuerrechtlichen BFH-Urteilen, BB 2015, S. 43–50.

Weck, Thomas, Das gesellschaftsrechtliche Trennungsprinzip – Verabschiedung einer Illusion im Kartellrecht, NZG 2016, S. 1374–1377.

Weißhaupt, Frank, Ad hoc-Publizität des Zwischenschritts – naht Praktikabilität?, NZG 2019, S. 175–176.

Wendel, Heiko, Kapitalmarkt Compliance in der Praxis – Anforderungen an die Organisation in börsennotierten Unternehmen zur Erfüllung insiderrechtlicher Pflichten, CCZ 2008, S. 41–49.

Werner, Rüdiger, Die Zurechnung von im Aufsichtsrat vorhandenem Wissen an die Gesellschaft und ihre Folgen, WM 2016, S. 1474–1479.

Wilhelmi, Rüdiger, Investmentrecht und Anlegerschutz, WM 2019, S. 2093–2099.

—, Risikoschutz durch Privatrecht – Eine Untersuchung zur negatorischen und deliktischen Haftung unter besonderer Brücksichtigung von Umweltschäden, Tübingen 2009.

—, Entwicklungslinien des europäischen Kapitalmarktrechts – Vom Ende der Nachkriegszeit bis zu den Reaktionen auf die Finanzkrise 2007/08, JZ 69 (2014), S. 693–703.

—, Grundlinien der Entwicklung des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht, in: Rengier, Rudolf/Kuzuhara, Rikizo (Hrsg.), Globalisierung und kulturelle Gegensätze im gegenwärtigen Rechtsstaat – Vorträge des 7. Trilateralen deutsch-japanisch-koreanischen Seminars 1. – 3. Oktober 2016 in Osaka, Konstanz 2017, S. 51–65.

—, Komplexe Compliance bei BankenInhalt – Interne Organisation und Konzerngestaltung bei Geschäften im In- und Ausland, ZVglRWiss 117 (2018), S. 557–571.

—, Compliance und Gesellschaftsrecht, in: Popp, Andreas/Rengier, Rudolf (Hrsg.), Die Antworten des Rechts auf Krisen in Deutschland, Japan und Korea aus rechtsvergleichender Sicht – Vorträge des 8. Trilateralen deutsch-japanisch-koreanischen Seminars 3. bis 5. Juli 2018 in Konstanz, Konstanz 2019, S. 146–158.

Wilhelmi, Rüdiger/Kuschnereit, Rouven, Die zivilrechtliche Haftung für Basisinformationsblätter nach Art. 11 Abs. 2 PRIIP-VO als eigenständige Anspruchsgrundlage des EU-Rechts, ZBB 2018, S. 288–305.

Wilken, Oliver/Hagemann, Sebastian, Compliance-Verstöße und Insiderrecht, BB 2016, S. 67–73.

Willmroth, Jan/Wischmeyer, Nils, 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).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

Wilsing, Hans-Ulrich, Ad-hoc-Information der Anleger: Zwischenschritte und Compliance-Vorfälle als Insiderinformation – Responsio -, ZGR 2020, S. 276–285.

Wittmann, Martin, Informationsfluss im Konzern, Frankfurt am Main 2008.

Wühle, Matthias, Die Moral der Märkte, Wiesbaden 2017.

Ziemons, Hildegard, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, S. 537–543.

Zimmer, Mark/Weigl, Veronika, Selbstanzeige von Compliance-Verstößen, CCZ 2019, 21 2019, S. 21–27.

Zöllner, Wolfgang/Noack, Ulrich (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz Band 2/1, §§ 76–117 AktG, 3. Aufl., Köln 2010 (zitiert: *Bearbeiter*, in: KK-AktG).

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb

https://doi.org/10.5771/9783748929161, am 06.09.2024, 00:13:15
Open Access – (cc) BY – https://www.nomos-elibrary.de/agb