

Greta Louisa Niehaus*

Aufklärungspflichten des Emittenten nach Art. 17 Market Abuse Regulation bei eigenen Gesetzesverletzungen

Abstract

Gemäß Art. 17 Marktmissbrauchsverordnung sind an der Börse gelistete Unternehmen dazu verpflichtet, den Markt über Insiderinformation unter bestimmten Voraussetzungen zu informieren. Der Beitrag befasst sich mit der Frage, ob diese Pflicht auch für das Unternehmen möglicherweise nachteilige Informationen, wie eigene Gesetzesverletzungen, gelten muss.

According to Art. 17 Market Abuse Regulation, companies listed on the stock exchange market are obliged to inform the market about inside information under certain conditions. The article aims to answer the question of whether this duty must also apply to information that may be detrimental to the company, such as its own violations of the law.

* Die Autorin studiert im neunten Semester Rechtswissenschaft an der Humboldt-Universität zu Berlin. Der Beitrag entstand im Wintersemester 2020 im Rahmen eines Moduls für Kapitalmarktrecht bei Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard) und wurde redaktionell betreut von stud. iur. Mihail Kolev.

A. Einleitung

„An ounce of prevention is not worth a *pound* of cure, it is worth a *ton* of cure.”¹ – so hat es *Warren Buffett* in Bezug auf die US-Großbank Wells Fargo ausgedrückt, welche sich 2016 wegen eines Skandals um fingierte Konten verantworten musste. Gesetzesverletzungen können für Emittenten in der Tat sehr teuer werden, sei es durch Aufklärungskosten, Geldbußen oder Reputationsschäden. Schon allein deshalb hat der Emittent ein Interesse daran, solche Verstöße geheim zu halten.

In diesem Zusammenhang sorgt seit dem Jahr 2015 auch die VW-Dieselfaffäre in Deutschland immer noch für Aufruhr, als US-amerikanische Umweltbehörden herausfanden, dass VW seit 2008 die offiziellen Abgaswerte seiner Dieselfahrzeuge durch eine Täuschungssoftware manipuliert hatte. In den Schadensersatzprozessen gegen die VW AG wegen unterlassener Ad-hoc-Mitteilung wurde sich etwa gefragt, ob das Management des Konzerns die Anleger „vorsätzlich zu spät“ informiert hatte.² Vertieft sich wegen einer fehlenden Mitteilung ein Schaden der Aktionäre und würde der Kapitalmarkt, wie *Warren Buffett* meint, im Gegenzug in Wahrheit eine frühzeitige Ad-hoc-Publizität belohnen?

Vor dem Hintergrund dieser ungeklärten Fragen und der hohen praktischen Relevanz soll dieser Beitrag der Frage nachgehen, ob der Emittent im deutschen Recht gemäß Art. 17 Marktmissbrauchsverordnung (englisch: Market Abuse Regulation; im Folgenden: MAR)³ verpflichtet ist, den Markt über eigene Gesetzesverletzungen aufzuklären. Dafür bietet es sich zunächst an, sich einen Überblick über die Grundlagen der Ad-hoc-Publizität zu verschaffen (**B.**). Die Frage, ob der Emittent die Veröffentlichung aufschieben kann, setzt systematisch das Bestehen einer Ad-hoc-Publizität voraus. Nachdem daher zunächst darzustellen ist, unter welchen Voraussetzungen bei Gesetzesverletzungen eine Ad-hoc-Publizität besteht (**C.**), wird geprüft, ob der Emittent die Veröffentlichung der Information gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR aufschieben kann (**D.**). Schließlich analysiert der Beitrag, ob eine unbedingte Ad-hoc-Pflicht den *Nemo-tenetur*-Grundsatz verletzen würde (**E.**).

¹ *Warren Buffett* bei CNBC, abrufbar unter: <https://www.youtube.com/watch?v=Q9wynaQBoJ4> (zuletzt abgerufen am 31.12.2021); Originalzitat von Benjamin Franklin: „An ounce of prevention is worth a pound of cure.”

² Grundsatzurteil: *BGH*, Urt. v. 25.5.2020 – VI ZR 252/19.

³ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014.

B. Grundlagen

I. Struktur des Art. 17 MAR

Art. 17 MAR regelt die sog. Ad-hoc-Publizitätspflicht⁴, die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen. Es handelt sich dabei um eine der praktisch sowie dogmatisch wichtigsten Publizitätspflichten des europäischen Kapitalmarktrechts und fügt sich in dessen System als anlassbezogene Sekundärmarktpublizität ein.⁵ Die MAR passt ihre Regeln zur Ad-hoc-Publizität zwar an die rechtlichen, wirtschaftlichen und technologischen Entwicklungen an,⁶ lehnt sich aber auch in vielen Bereichen an die bisherige Rechtslage an.⁷ Daher kann bei der Auslegung der Vorschriften der MAR oft auf das bisherige Rechtsverständnis, in diesem Fall des § 15 WpHG a. F., zurückgegriffen werden.⁸

Normadressaten sind gemäß Art. 17 Abs. 1 UAbs. 3 MAR Emittenten i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR, die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat beantragt oder eine Genehmigung hierfür erhalten haben. Ausgedehnt wurde der Anwendungsbereich auf Emittenten, deren Finanzinstrumente in einem multilateralen oder organisierten Handelssystem eines Mitgliedstaats gehandelt werden, wenn sie eine Zulassung zum Handel in diesem System erhalten oder in einem multilateralen System beantragt haben. Normadressaten sind dagegen nicht Vorstandsmitglieder.⁹ Diese müssen aber im Rahmen ihrer Organisationspflicht auf die Einhaltung von Art. 17 MAR hinwirken.¹⁰ Schließlich gilt die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 2 MAR auch für Teilnehmer am Markt für Informationszertifikate, welche in Art. 3 Abs. 1 Nr. 20 MAR definiert werden.

Art. 17 Abs. 1 MAR verpflichtet den Emittenten, Insiderinformationen i. S. d. Art. 7 MAR, die diesen Emittenten unmittelbar betreffen, unverzüglich bekannt zu geben. Eine Befreiung ist gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR möglich, wenn der

⁴ *Klöhn*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 2016, 423 (429); *Kumpan*, Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung, DB 2016, 2039.

⁵ *Klöhn*, MAR, 1. Aufl. 2018, Art. 17 Rn. 1.

⁶ RL 2014/596/EU, Erwägungsgrund 3.

⁷ *Kumpan* (Fn. 1), S. 2039.

⁸ *Veil*, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85 (91).

⁹ *Kumpan*, in: Baumbach/Hopt, 40. Aufl. 2021, Art. 17 MAR Rn. 2.

¹⁰ *Ebd.*

Emittent ein berechtigtes Interesse an dem Aufschub der Veröffentlichung hat, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Information gewährleisten kann. Außerdem kann er aus Gründen der Finanzstabilität gemäß Art. 17 Abs. 5 MAR sowie zum Schutz von Grundrechten von der Ad-hoc-Publizität befreit sein. Neben der allgemeinen Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR gibt es weitere Spezialregelungen der anlassbezogenen Publizität in Art. 17 Abs. 7, 8 MAR, wobei Art. 17 Abs. 7 MAR lediglich auf die allgemeine Ad-hoc-Publizität verweist.¹¹ Auf nationaler Ebene wird das Publizitätsregime des Art. 17 MAR in Deutschland durch § 26 WpHG flankiert und kann mithilfe der Schadensersatzansprüche aus §§ 97, 98 WpHG geltend gemacht werden,¹² in deren Vordergrund der Kursdifferenzschaden der Anleger steht.¹³

II. Teleologie der Ad-hoc-Publizität

Was ist Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht? Unter den vielen Begründungen für eine effektiv durchgesetzte Ad-hoc-Publizität lassen sich primär drei rechtsökonomisch ermittelbare Schutzzwecke diskutieren: der individuelle Anlegerschutz (1.), der Marktschutz (2.) sowie der Aktionärsschutz (3.).

1. Individueller Anlegerschutz

Im Rahmen der US-amerikanischen *disclosure philosophy* steht vor allem der individuelle Anlegerschutz im Vordergrund.¹⁴ Häufig wird der tiefere Grund der Ad-hoc-Publizität auch im deutschen Recht im individuellen Anlegerschutz gesehen.¹⁵ Es fragt sich allerdings, welche Anleger konkret davon angesprochen sind. Antwort darauf gibt das sog. „Informationsarbitrage-Modell“, welches auf die Ökonomen *Sanford Grossman* und *Joseph Stiglitz* zurückgeht und die Anleger in zwei Gruppen einordnet, die Informationshändler auf der einen und die

¹¹ *Klöbn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 2.

¹² *Hellgardt*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 7. Aufl. 2019, §§ 97, 98 Rn. 5; *Klöbn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 4.

¹³ *Weller*, in: Fehlerhafte Kapitalmarktinformation zwischen Freiheit und Haftung, FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 1341 ff.

¹⁴ *Gruson/Wiegmann*, Die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG, AG 1995, 173 (174).

¹⁵ In Europa RL 2014/596/EU, Erwägungsgründe 49, 55; in den USA *Baumann*, Rule 10b-5 and the Corporation's Affirmative Duty to Disclose, 67 Geo. L. J. (1979), 935 (939); in Deutschland BGHZ 192, 90 Rn. 56 – *IKB*; *BGH*, ZIP 2013, 1165 Rn. 34 – *Geltl*; zum Anlegerschutz *Fleischer*, DJT-Gutachten, Teil F, S. 19 ff.

Utilitätshändler (*utility traders*¹⁶) bzw. Liquiditätshändler (*liquidity traders*¹⁷) auf der anderen Seite.¹⁸

Die Informationshändler suchen, prüfen und interpretieren Informationen.¹⁹ Sie entscheiden über ihre Anlage allein danach, ob der von ihnen ermittelte „wahre“ Wert vom aktuellen Kurswert abweicht, d. h. sie kaufen Wertpapiere, wenn der ermittelte Wert höher ist als der aktuelle Kurs und sie verkaufen sie, wenn der wahre Wert unter den Handelskurs fällt.²⁰ Utilitätshändler hingegen bleiben rational uninformiert und sind nicht an neuen Informationen interessiert, sondern handeln aus gänzlich anderen Gründen.²¹ Vor diesem Hintergrund kann die Schutzwirkung der Ad-hoc-Publizität nur auf die Informationshändler abzielen, welche nämlich von ihren Vorteilen auch Gebrauch machen, also anhand von Informationen Anlageentscheidungen treffen.²²

Allerdings gilt es auch zu beachten, wie Informationen überhaupt an den Markt gelangen. Das ist eine Frage der Kapitalmarkteffizienz. Heute werden drei Stufen der Kapitalmarkteffizienz unterschieden.²³ Die erste Stufe beschreibt den Zustand, bei dem lediglich alle historischen Informationen und Preise in die Bildung der Marktpreise einfließen. Dies wird als die schwache Kapitalmarkteffizienz oder als reine *random-walk*-Theorie bezeichnet.²⁴ Sobald sich in den Wertpapierpreisen auch alle veröffentlichten Informationen über die jeweiligen Emittenten niederschlagen, wird von einer halbstrengen Kapitalmarkteffizienz gesprochen.²⁵ Die strenge Form der Kapitalmarkteffizienz setzt schließlich voraus, dass in den Marktpreisen alle, auch die nicht veröffentlichten (Insider-) Informationen, über notierte Unternehmen enthalten sind.²⁶ Dies entspricht aber nicht der Realität auf den Wertpapiermärkten,

¹⁶ *Gosben/Parchomovsky*, The Essential Role of Securities Regulation, 55 Duke L. J. (2006), 711 (724).

¹⁷ *Ebd.*

¹⁸ *Grossman/Stiglitz*, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, 70 Am. Econ. Rev. (1980), 393; Vorarbeiten bei *Grossman/Stiglitz*, Information and Competitive Price Systems, 66 Am. Econ. Rev. (1976), 246.

¹⁹ *Gosben/Parchomovsky* (Fn. 16), S. 72; *Klöhn*, Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, ZHR 177 (2013), 349 (355 f.).

²⁰ *Ebd.*

²¹ *Gosben/Parchomovsky* (Fn. 16), S. 724.

²² *Klöhn* (Fn. 19), S. 375 f.

²³ *Dennis*, Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe for the Total Mix, Sec. L. Rev. (1985), 373 (375).

²⁴ *Ebd.*, S. 375 ff.

²⁵ *Ebd.*, S. 377 ff.

²⁶ *Ebd.*, S. 380 f.

vielmehr ist vom Vorliegen einer halbstrengen Kapitalmarkteffizienz auszugehen.²⁷

Auch wenn teilweise vertreten wird, dass gerade der individuelle Anlegerschutz mit einer effizienten Ad-hoc-Publizitätspflicht erreicht wird,²⁸ können auf Grundlage der halbstrengen Kapitalmarkteffizienz kursrelevante und durch Ad-hoc-Meldung bekannt gegebene Informationen keine Kenntnis einer Arbitragemöglichkeit für Informationshändler vermitteln, da sie mit ihrer Veröffentlichung an Kursrelevanz verlieren.²⁹ Es folgt also, dass die Ad-hoc-Publizität weniger den einzelnen Anleger schützt, sondern vielmehr die Informationseffizienz des Marktes verbessert und daher den Markt an sich schützt. Die Informationshändler profitieren davon reflexartig, indem ihre Such- und Analysekosten von Informationen sowie Risiken für sie gesenkt werden.³⁰ Auch die rational uninformierten Händler profitieren, da u. a. die Liquidität des Marktes erhöht wird, was wiederum zu niedrigeren Handelskosten führt.³¹

2. Marktschutz

Festgestellt wurde also, dass der primäre Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität im Marktschutz liegen muss, was in Deutschland³² und Europa³³ auch allgemein anerkannt ist. Das Marktschutzziel lässt sich in dem auch die MAR prägenden Prinzip der amerikanischen *equal-access*-Theorie³⁴ verankern, nach der ein gleichberechtigter Zugang zu kursrelevanten Informationen hergestellt und garantiert werden soll.³⁵ Daraus resultieren die folgenden untergeordneten Schutzziele, die durch die Ad-hoc-Publizität bewirkt werden sollen: die Verbesserung von Informations- und Fundamentalwerteffizienz der

²⁷ Dennis (Fn. 23), S. 380 f.

²⁸ Heidmeier, Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, AG 1992, 110 (113).

²⁹ Klöbn (Fn. 5), Vor Art. 17 Rn. 37.

³⁰ Klöbn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 9.

³¹ Klöbn (Fn. 5), Vor Art. 17 Rn. 69.

³² Vgl. z. B. Ibrüg, Wissenszurechnung im Kapitalmarktrecht – untersucht anhand der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR, ZHR 181 (2017), 381 (390); zum alten Recht Begr RegE 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48; BGHZ 192, 90 Rn. 56 – IKB; Assmann, in: Assmann/Schneider (Fn. 12), § 15 Rn. 307; Pfüller, in: Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 15 Rn. 539.

³³ Vgl. nur RL 2003/6/EU, Erwägungsgründe 12, 15, 24; *EuGH*, NJW 2012, 2787 Rn. 34 – *Daimler AG ./.* Markus Gell; *EuGH*, NZG 2015, 432 Rn. 22 – *Lafonta ./.* AMF.

³⁴ Heisterkamp, Über Insider und Outsider – das neue deutsche Insiderrecht im europäischen Vergleich, DZWiR 1994, 517 (518).

³⁵ Klöbn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 7.

Marktpreise,³⁶ die Verhinderung von Insiderhandel³⁷ und der dadurch erzeugte Schutz des Vertrauens in die Integrität der Kapitalmärkte.³⁸ Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität bildet damit insbesondere das Komplementärstück zum Verbot des Insiderhandels.

3. Aktionärsschutz

Schließlich dient die Ad-hoc-Publizität auch den Aktionären (*Corporate-Governance-Funktion*), hauptsächlich indem die Agenturkosten³⁹ gesenkt werden.⁴⁰ Agenturkosten sind allgemein die Kosten, die sich, unter Annahme von Informationsasymmetrien, daraus ergeben, dass Vorstände nicht im Interesse der Aktionäre handeln.⁴¹ Der Vorstand hat einen höheren Anreiz im Interesse der Aktionäre zu handeln, also seine Sorgfaltspflichten zu beachten, je besser die Aktionäre und der Aufsichtsrat ihn durch höhere Informationseffizienz kontrollieren können.⁴²

III. Beispielfälle

Bevor näher auf das Bestehen einer Ad-hoc-Publizitätspflicht eingegangen wird, sollen zunächst Beispielfälle aufgeführt werden, anhand derer sich die Voraussetzungen des Art. 17 MAR im Folgenden veranschaulichen lassen.

Beispiel 1: Emittent E ist ein großer Energiekonzern. Seit Jahren versteckt E Schulden in Millionenhöhe außerhalb der Bilanz. Dies droht nun aufzuffliegen, weshalb der Vorstand sich fragt, ob er sofort eine Ad-hoc-Meldung veröffentlichen sollte.

Beispiel 2: Bei dem Emittenten H handelt es sich um einen Hedgefonds. His neubestellter Vorstand erfährt, dass ein Mitarbeiter noch vor Bestellung des neuen Vorstands Insiderhandel betrieben hat. Interne Untersuchungen der Compliance-Abteilung ergeben, dass es sich dabei um einen einmaligen Vorfall handelte. Der neue Vorstand möchte den Fall näher untersuchen und ahnden

³⁶ Klöbn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 7.

³⁷ Begr. RegE 2. FMFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 34.; Begr. RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174, S. 34; Ebricke, in: Hopt/Voigt, Informationshaftung, S. 187, 251.

³⁸ Begr. RegE AnSVG BT-Drucks. 15/3174, S. 34.

³⁹ Jensen/Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, 3 J. Fin. Econ. (1976), 305 (308).

⁴⁰ Klöbn (Fn. 5), Vor Art. 17 Rn. 52 ff.

⁴¹ Vgl. Jensen/Meckling (Fn. 39), S. 308.

⁴² Ebd.

sowie sein Compliance-System überprüfen lassen. Er fragt sich nun allerdings, ob die Information trotzdem der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegt.

C. Bestehen einer Ad-hoc-Pflicht gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR

Damit ein Emittent eine rechtmäßige Aufschubentscheidung über eine Gesetzesverletzung treffen kann, muss systematisch zunächst eine Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR bestehen. Diese kann bei Gesetzesverletzungen nicht automatisch angenommen werden, vielmehr müssen die einzelnen Voraussetzungen daraufhin geprüft werden.

Ausgangspunkt für Gesetzesverletzungen eines Emittenten ist die Legalitätspflicht des Vorstands, nach der jedes einzelne Vorstandsmitglied die gesetzlich im Aktiengesetz festgelegten Pflichten für den Vorstand zu beachten und zu erfüllen hat.⁴³ Pflichtwidriges Überschreiten der Kompetenzen führt daher zu einem Verstoß gegen § 93 Abs. 1 AktG.⁴⁴ Ebenso hat der Emittent und damit seine Organmitglieder im Außenverhältnis sämtliche rechtliche Pflichten und Vorgaben der Rechtsordnung einzuhalten.⁴⁵ Damit geht einher, dass der Vorstand auch dafür zu sorgen hat, dass sich die Mitarbeiter des Unternehmens im Rahmen ihrer betrieblichen Tätigkeit rechtstreu verhalten, was eine entsprechende Organisation und Kontrolle voraussetzt.⁴⁶ Der Diskussion, ob diese sog. Compliance-Pflicht⁴⁷ nicht doch aus einem eigenständigen Legalitätsinteresse der Gesellschaft entspringt, kann kaum Relevanz zugesprochen werden.⁴⁸ Bei Verletzungen dieser Pflichten lässt sich hinsichtlich der Qualifizierung als ad-hoc-pflichtige Insider Tatsache zwischen dem Compliance-Verstoß selbst (**I.**), also einem bereits eingetretenen Ereignis, und

⁴³ Spindler, in: MüKo-AktG II, 5. Aufl. 2018, § 93 Rn. 86.

⁴⁴ BGHZ 164, 249 – *Magusta/Commerzbank II*; BGH, NZG 2015, 792 Rn. 24 – *Ision II*; Fleischer, in: Spindler/Stilz, § 93 Rn. 20.

⁴⁵ Siehe Aufzählungen bei Fleischer, Aktienrechtliche Legalitätspflicht und „nützliche“ Pflichtverletzungen von Vorstandsmitgliedern, ZIP 2005, 141 (142 ff., 144); Habersack, Die Legalitätspflicht des Vorstands der AG, in: FS Schneider, 2011, S. 429 (431 f.); Ibrüg, Reformbedarf beim Haftungstatbestand des § 93 AktG, WM 2004, 2098 (2103); Paefgen, Dogmatische Grundlagen, Anwendungsbereich und Formulierung einer Business Judgment Rule im künftigen UMAG, AG 2004, 245 (251 f.); Thole, Managerhaftung für Gesetzesverstöße, ZHR 173 (2009), 504 (509); Verse, Compliance im Konzern, ZHR 175 (2011), 401 (403 ff.).

⁴⁶ Pelz, in: Hauschka/Moosmayer/Lösler, Corporate Compliance, § 5 Rn. 45.

⁴⁷ Zum Begriff Grütznher/Jakob, Compliance von A-Z, Compliance.

⁴⁸ Liese, BB-Special 2008, Beil. 5, 17, 18 ff.; a. A. Bachmann, Interne Ermittlungen – ohne Grenzen?, ZHR 180 (2016), 563 (566 f.).

den dadurch drohenden Konsequenzen (II.), also künftigen Umständen, unterscheiden.⁴⁹

I. Begangener Compliance-Verstoß als bereits eingetretenes Ereignis

Wird ein Compliance-Verstoß z. B. im Rahmen einer Compliance-Untersuchung aufgedeckt, so kann dieses sog. *finding*⁵⁰ ad-hoc-pflichtig gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR sein. Dies ist der Fall, wenn es sich um eine Insiderinformation i. S. v. Art. 7 Abs. 1 MAR handelt (1.), die den Emittenten unmittelbar betrifft und unverzüglich bekannt gegeben werden müsste (2.).

1. Insiderinformation gemäß Art. 7 Abs. 1 MAR

Damit es sich um eine Insiderinformation handelt, müsste die Information gemäß Art. 7 Abs. 1 MAR präzise sein (a), den Emittenten betreffen (b) sowie nicht öffentlich bekannt sein (c). Die Kursrelevanz erfordert bei Gesetzesverletzungen eine intensivere Analyse (d).

a) Präzise Information

Informationen sind gemäß Art. 7 Abs. 2 MAR dann als präzise anzusehen, wenn damit Umstände oder Ereignisse gemeint sind, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden. Maßgeblich ist zudem, dass die Information spezifisch genug ist, um einen Schluss auf die möglichen Auswirkungen auf den entsprechenden Kurs zuzulassen.

Bezüglich der Frage, ob *findings* überhaupt präzise Informationen sein können, ist zwischen den bloßen Sachverhalten einerseits und den hieraus folgenden rechtlichen Bewertungen andererseits zu differenzieren.⁵¹ Bei den aufgedeckten Sachverhalten handelt es sich nämlich zwar um vergangene Umstände⁵², sie sind allerdings nicht präzise, also spezifisch genug, um selbst Gegenstand einer eigenständigen Ad-hoc-Mitteilung sein zu können.⁵³ Allein die rechtliche Bewertung führt von einer kursneutralen zu einer kursspezifischen Information mit einem „Wert“ für einen verständigen Anleger.⁵⁴

⁴⁹ Schockenhoff, Geheimhaltung von Compliance-Verstößen, NZG 2015, 409 (412).

⁵⁰ Zum Begriff *Bunz*, Ad-hoc-Pflichten im Rahmen von Compliance Audits, NZG 2016, 1249 (1252).

⁵¹ Pfüller, in: Fuchs (Fn. 32), § 15 Rn. 287; *Bunz* (Fn. 50), S. 1252.

⁵² Zum Begriff (altes Recht) *Klöbn*, in: KöKoWpHG, 2. Aufl. 2014, § 13 Rn. 18 ff.

⁵³ Zum alten Recht Pfüller, in: Fuchs (Fn. 32), § 15 Rn. 287; *Bunz* (Fn. 50), S. 1252.

⁵⁴ *Ebd.*

b) Emittentenbezug

Weiterhin muss die Information direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten bzw. Finanzinstrumente betreffen. Eine nähere Bestimmung, wann ein Emittentenbezug anzunehmen ist, enthält Art. 17 MAR nicht. Allerdings wird allgemein angenommen, dass dem Merkmal keine selbstständige Abgrenzungswirkung zukommt.⁵⁵ Hintergrund dessen ist, dass es keine kursrelevante Information geben kann, die nicht zumindest mittelbaren Bezug hat. Ansonsten würde gegen die informationelle Chancengleichheit, dem Zweck des Insiderrechts, verstoßen werden.⁵⁶ Zwar wird das Erfordernis des Emittenten- oder Finanzinstrument-Bezugs ausdrücklich im Wortlaut des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR erwähnt, allerdings handelt es sich lediglich um einen redundanten Begriff, welcher insofern kein echtes Kriterium bei der Gesetzesanwendung darstellt.⁵⁷

c) Nicht öffentlich bekannte Information

Eine Information ist öffentlich bekannt, wenn sie einer unbestimmten Anzahl von Personen zugänglich gemacht wurde.⁵⁸ Unter Öffentlichkeit ist im Rahmen der MAR das „breite Anlegerpublikum“ zu verstehen.⁵⁹ Ließe man eine enger gefasste Bereichsöffentlichkeit ausreichen, würde dem fundamentalen kapitalmarktrechtlichen Prinzip des *equal access to information*⁶⁰ widersprochen.⁶¹

Die Sachverhalte sowie die daraus gezogenen rechtlichen Bewertungen sind regelmäßig nur den Organmitgliedern, den (rechtlichen) Beratern und ggf. Mitarbeitern bekannt. Da der Kapitalmarktöffentlichkeit deshalb die Kenntnisnahme nicht ohne weiteres möglich ist, handelt es sich hierbei um „nicht öffentlich bekannte“ Informationen.⁶²

⁵⁵ Z. B. schon unter altem Recht *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Fn. 12), § 13 Rn. 46; *Claussen/Florian*, Der Ermittlerleitfaden, AG 2005, 745, 750; *Hopt*, Auf dem Weg zum deutschen Insidergesetz – Die Vorüberlegungen vom Herbst 1992, in: FS Beusch, 1993, S. 393 (397); *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann, WpHG, § 13 Rn. 45; a. A. *Schacht*, S. 55.

⁵⁶ *Klöbn* (Fn. 5), Art. 7 Rn. 116 f.

⁵⁷ *Ebd.*; a. A. *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs (Fn. 32), § 13 Rn. 107 („eindeutiger Gesetzeswortlaut“).

⁵⁸ *Kumpan*, in: Baumbach/Hopt (Fn. 9), MAR, Art. 7 Rn. 5.

⁵⁹ So schon zum alten Recht *Ebricke*, in: Hopt/Voigt, Informationshaftung, S. 187, 255 ff.; *Klöbn*, Wann ist eine Information öffentlich bekannt i.S.v. Art. 7 MAR?, ZHR 180 (2016), 707, 714 ff.; *ders.* (Fn. 4), S. 427; *Kumpan* (Fn. 4), S. 2042.

⁶⁰ *Heisterkamp*, Über Insider und Outsider – das neue deutsche Insiderrecht im europäischen Vergleich, DZWiR 1994, 517 (518); siehe oben **B. II. 2.**

⁶¹ *Klöbn* (Fn. 59), S. 718 f.

⁶² *Bunz* (Fn. 50), S. 1252.

d) Kursrelevanz

Entscheidend ist schließlich, ob die *findings* bzw. ihre rechtliche Bewertung auch kursrelevant sind, d. h. ob sie Informationen darstellen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde (Art. 7 Abs. 4 MAR). Die Kursrelevanz entspricht der *materiality* im US-amerikanischen Recht, welche auch dort die entscheidende Rolle bei der Bestimmung einer Insiderinformation spielt.⁶³ Insofern kann auf den *Reasonable Investor Test*⁶⁴ zurückgegriffen werden, nach dem die Eignung zur Kursrelevanz in objektiv-nachträglicher Weise, anhand einer *ex-ante*-Prognose aus der Perspektive eines verständigen Anlegers zu bestimmen ist.⁶⁵ Dabei greift es zu kurz, wenn ohne jegliche Differenzierung im Einzelfall allein wegen der Gesetzeswidrigkeit und der daraus folgenden Schäden die Kursrelevanz generell unterstellt wird.⁶⁶ Hingegen ist die Frage nach der Kursrelevanz äußerst faktenintensiv und nach den Umständen des Einzelfalls zu beurteilen.⁶⁷

Bei der Subsumtion unter dem *Reasonable Investor Test* ist die Erkenntnis, dass zwischen Aktionären und Vorstand Agenturkosten (*agency costs*) anfallen und dass diese den Wert der Aktien senken, entscheidend.⁶⁸ Fällt die Identifizierung dieser Kosten einfach und verdichten sie sich zu einer zählbaren Größe – in den USA spricht man von *quantitative materiality*⁶⁹ – ist die Beurteilung über die Kursrelevanz unproblematisch.⁷⁰ Häufig sind dann die aus der Gesetzesverletzung drohenden Konsequenzen als zukünftige Umstände eine ad-hoc-pflichtige Insiderinformation, gesetzt die weiteren Voraussetzungen sind erfüllt.⁷¹ Fällt die Prüfung hingegen schwerer aus, müssen die (zusätzlichen) Einbußen aufgrund der Gesetzesverletzung, z. B. Ausfälle im operativen Geschäft, insbesondere Schadensersatzansprüche Dritter, Verlust von

⁶³ Vgl. *Longstreth*, SEC Disclosure Policy Regarding Management Integrity, Bus. L., 1983, 1413 (1417).

⁶⁴ *Klöbn*, Kapitalmarktinformationshaftung für Corporate-Governance-Mängel?, ZIP 2015, 1145 (1150).

⁶⁵ RL 2014/596/EU, Erwägungsgrund 14; zum alten Recht *BGH*, WM 2010, 399 (400); 2012, 303 (308); 2013, 1171 (1174).

⁶⁶ *Klöbn* (Fn. 54), S. 1150; so aber z. B. *Breßler/Kubnke/Schulz/Stein*, Inhalte und Grenzen von Amnestien bei Internal Investigations, NZG 2009, 721 (725); *Schockenhoff* (Fn. 49), S. 413; *Wilken/Hagemann*, Compliance-Verstöße und Insiderrecht, BB 2016, 67 (69).

⁶⁷ Schon unter altem Recht *Pfüller*, in: Fuchs (Fn. 32), § 15 Rn. 287; *Klöbn* (Fn. 54), S. 1150.

⁶⁸ *Klöbn*, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 13 Rn. 353.

⁶⁹ *Langevoort*, Seeking Sunlight in Santa Fe's Shadow: The SEC's Pursuit of Managerial Accountability, 79 Wash. U. L. Q. (2001), 449 (457).

⁷⁰ *Klöbn* (Fn. 54), S. 1151.

⁷¹ *Schockenhoff* (Fn. 49), S. 412 f.

Geschäftschancen und insgesamt die Reputation des Unternehmens, evaluiert werden.⁷² Ebenso spielen in Bezug auf die Gesetzesverletzung selbst – vorausgesetzt die Informationen darüber sind verlässlich und weisen eine gewisse Detailtiefe auf⁷³ – etwa die Art und Weise des Verstoßes, der relevante Zeitraum, die Person des Täters und das Risiko externer Ermittlungen eine Rolle.⁷⁴ Einem Kriterium ist dabei besondere Bedeutung beizumessen: Richten sich die Vorwürfe über die Gesetzesverletzung gegen das *derzeitige* Management, fallen die Kosten mit hoher Wahrscheinlichkeit wesentlich höher aus, als wenn sie sich gegen ehemalige Unternehmensangehörige richteten.⁷⁵

In der Theorie kann man die Kosten berechnen, indem man die Einbußen in allen denkbaren Szenarien mit ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit multipliziert, diese Beträge auf den Tag der Ad-hoc-Pflicht abzinst und sie dann zusammenzählt. In der Praxis ist allerdings klar, dass man diese Größe nicht genau berechnen kann, sondern sich ihr wenn überhaupt anhand einer Prognose nur annähern kann.⁷⁶

Schließlich ist die Kursrelevanz keine absolute, sondern eine relative Größe, d. h. sie richtet sich stets nach den Markterwartungen. Selbst wenn die Information einen Schluss auf höhere Agenturkosten in der Gesellschaft zulässt, ist sie demnach nur kursrelevant, wenn der Markt die Agenturkosten nicht schon aufgrund anderer Informationen erwartet.⁷⁷ Erwähnenswert ist außerdem die Möglichkeit, der Marktreaktion nach Bekanntwerden der Information eine „Indizwirkung“ bezüglich der Entscheidung über die Kursrelevanz zuzusprechen.⁷⁸

Die vorstehenden Erläuterungen zeigen auf, dass Informationen über Gesetzesverletzungen bzw. ihre rechtliche Bewertung zwar nicht automatisch Kursrelevanz zugesprochen werden kann, sondern dies im Einzelfall anhand verschiedener Kriterien ermittelt werden muss. Sinnvoll erscheint daher eine Klassifizierung von Gesetzesverstößen in Hinblick auf die Kursrelevanz.

⁷² *Bunz* (Fn. 50), S. 1253; *Klöhn*, Kapitalmarktinformationshaftung für Corporate-Governance-Mängel?, ZIP 2015, 1145 (1151); so auch BaFin, Konsultation 14/2019 des neuen Moduls C des Emittentenleitfadens – Regelung aufgrund der MAR, S. 29.

⁷³ *Schockenhoff* (Fn. 49), S. 413; vgl. *Klöhn*, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 13 Rn. 201 ff.

⁷⁴ *Bunz* (Fn. 50), S. 1253

⁷⁵ *Ebd.*

⁷⁶ *Klöhn* (Fn. 54), S. 1151.

⁷⁷ *Ebd.*

⁷⁸ *BGH*, ZIP 2010, 426, Rn. 16 – *Freenet*; *BGHZ* 192, 90 Rn. 41 – *IKB*; *BGH*, ZIP 2013, 1165 Rn. 23, 31 – *Geltl.*

Handelt es sich um einen schwerwiegenden und andauernden Gesetzesverstoß, für den eine oder mehrere Personen mit hohem Rang im Unternehmen verantwortlich sind und ist das Risiko externer Ermittlungen hoch, so ist die Kursrelevanz in jedem Fall zu bejahen. Je weniger dieser Kriterien erfüllt sind, desto niedriger dürfte im Idealfall die Kursrelevanz sein.

Für die Gesetzesverletzung im *Beispiel 2* dürfte dies heißen, dass die Kursrelevanz eher gering ausfällt. Es handelt sich um einen einmaligen Verstoß, bei dem feststeht, dass zumindest das derzeitige Management nicht involviert war. Außerdem möchte der neue Vorstand angemessene Konsequenzen aus dem Vorfall ziehen.

Anders hingegen verhält es sich im *Beispiel 1*. Der Emittent E versteckt wissentlich und seit mehreren Jahren eine hohe Summe an Schulden. Zudem ist das Risiko externer Ermittlungen hoch. Die Information ist damit eindeutig kursrelevant.

2. Unmittelbare Betroffenheit und Unverzüglichkeit

Der Ad-hoc-Publizität unterliegen nur solche Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen. Zweck dieser Voraussetzung ist, dass der Emittent nur diejenigen Insiderinformationen bekannt geben muss, die er typischerweise zu geringeren Kosten als alle anderen Teilnehmer des Marktes suchen und analysieren kann.⁷⁹ Hintergrund dessen ist der Zweck der Ad-hoc-Pflicht, welcher u. a. in dem Marktschutz, d. h. in der Herstellung informationeller Chancengleichheit für Marktteilnehmer, besteht.⁸⁰ Dies inkludiert die Senkung der Such- und Analysekosten der Marktteilnehmer, indem wiederum der Emittent, als derjenige mit den geringsten Kosten für die Suche, Analyse und Veröffentlichung der Information (*least cost provider*), zur Ad-hoc-Publizität verpflichtet wird.⁸¹

Gesetzesverletzungen kann kein anderer Marktteilnehmer als der Emittent selbst besser erkennen und analysieren, die Voraussetzung der unmittelbaren Betroffenheit ist demnach erfüllt. Das Argument, der Emittent sei nicht

⁷⁹ *Klöbn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 68 f.; zum alten Recht *Voß*, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, § 15 Rn. 59; *Klöbn*, WpHG § 15 Rn. 58 f.; *Klöbn*, Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, WM 2010, 1869 (1878).

⁸⁰ *Ibrig*, (Fn. 32), S. 390; siehe oben **B. II. 2.**

⁸¹ *Klöbn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 69.

unmittelbar betroffen, weil es primär um ein Fehlverhalten des Organs gehe, kann daher nicht davon abbringen.⁸²

Vielmehr kann der „Opferrolle“ des Emittenten im Rahmen der Unverzüglichkeit Beachtung geschenkt werden.⁸³ Vielfach wird die Ad-hoc-Publizität als „Wissensnorm“ verstanden, indem die Kenntnis des Emittenten von der Insiderinformation als objektives Merkmal in den Tatbestand hineingelesen wird.⁸⁴ Begründend wird dafür unter anderem aufgeführt, dass lediglich das positive Wissen des Vorstands des Emittenten zurechenbar sei und eine weitergehende Wissenszurechnung auf Grundlage von Wissensorganisationspflichten zu weit ginge und daher ausgeschlossen sein müsse.⁸⁵ Jedoch ergibt sich bereits aus dem Wortlaut des Art. 17 Abs. 1 MAR, dass die Ad-hoc-Publizität keine Kenntnis des Emittenten über die Information voraussetzt.⁸⁶ Der Emittent muss lediglich von der Insiderinformation *unmittelbar betroffen sein* und nicht – wie bei Artt. 8, 10 MAR – über sie *verfügen*. Dies entspricht auch dem Telos der Vorschrift, nach dem eine Beschränkung auf diejenigen Informationen, die der Emittent kennt, äußerst abwegig wäre, da der Emittent vor allem bei der Suche und der Analyse der Information einen Kostenvorteil hat.⁸⁷ Der Emittent muss die Information, unabhängig von der Kenntnis, unverzüglich veröffentlichen, d. h. ohne schuldhaftes Zögern.⁸⁸ Damit werden nicht bloß eine Veröffentlichungspflicht, sondern gerade auch eine Informationssuch-, -aufklärungs-, -weiterleitungs- und -analysepflicht statuiert.⁸⁹ Im Übrigen können die in Deutschland entwickelten Grundsätze der Wissenszurechnung nicht anwendbar sein.⁹⁰ Art. 17 Abs. 1 MAR wirkt

⁸² Schon zum alten Recht *Klöbn* (Fn. 54), S. 1152.

⁸³ *Ebd.*

⁸⁴ *Ibrig* (Fn. 32), S. 385; *Koch*, Die Ad-hoc-Publizität: Veröffentlichungs- oder Wissensorganisationspflicht?, AG 2019, 273-286; *Thomale/Weller*, Ad hoc-Publizitätshaftung – § 97 WpHG im Rechtsvergleich, in: FS Krieger, 2020, S. 1009 (1010 f.).

⁸⁵ *Koch* (Fn. 84), S. 273 ff.; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 51 ff.; *ders.*, Kapitalmarktinformationshaftung ohne Vorstandswissen, NZG 2018, 1007 ff.; *ders./Weller* (Fn. 84), S. 1010 f.

⁸⁶ Zum alten Recht *Voß*, in: Just/Voß/Ritz/Becker (Fn. 79), § 15 Rn. 93; *Hellgardt*, Praxis- und Grundsatzprobleme der BGH-Rechtsprechung zur Kapitalmarktinformationshaftung, DB 2012, 673 (675); a. A. *Ekkenga*, Individuelle Entscheidungsprozesse im Recht der Ad-hoc-Publizität, NZG 2013, 1081 (1085); zum neuen Recht *Klöbn*, Die (Ir-)Relevanz der Wissenszurechnung im neuen Recht der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots, NZG 2017, 1285 (1286 f.).

⁸⁷ *Klöbn*, (Fn. 86), S. 1286.

⁸⁸ *Klöbn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 105 f.

⁸⁹ *Ebd.*

⁹⁰ *Klöbn* (Fn. 86), S. 1287; a. A. *Ibrig* (Fn. 32), S. 389 f.

vollharmonisierend und das Ziel, europaweit einheitliche Anforderungen an Emittenten zu stellen (Erwägungsgrund Nr. 5 MAR), wäre erheblich beeinträchtigt, würde man auf in Deutschland entwickelte Grundsätze abstellen.⁹¹ Hingegen kann die Unkenntnis des Emittenten vorwerfbar sein, wenn er es z. B. unterlassen hat, ein Compliance-System einzurichten, um Fehlverhalten der Organe und Mitarbeiter aufzuspüren, und er bei Einrichtung eines solchen Systems Kenntnis des Fehlverhaltens erhalten hätte.⁹²

II. Drohende Konsequenzen als zukünftige Umstände

Zivilrechtliche Schadensersatzansprüche und strafrechtliche Sanktionen sind übliche Nachwirkungen von Gesetzesverletzungen eines Emittenten und können insoweit eine eigenständige Ad-hoc-Publizität begründen.⁹³

Interessant ist allerdings die Frage, ob vorbezeichnete Aufwendungen nicht bereits vor ihrer Realisierung eine mitteilungspflichtige Insiderinformation darstellen.⁹⁴ Entscheidend ist dabei, ob der Eintritt solcher künftiger Umstände *vernünftigerweise* erwartet werden kann (Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR). Früher hatte der BGH unter altem Recht bzgl. solcher Fragen darauf abgestellt, ob eine „überwiegende“ Wahrscheinlichkeit, d. h. eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50 % des Ereignisses, besteht.⁹⁵ Später hat der EuGH im Rahmen der „Daimler/Geltl“-Entscheidung diesen Grundsatz abgelehnt und eine differenziertere Betrachtung von Eintrittswahrscheinlichkeit und Kursbeeinflussungspotenzial gestärkt.⁹⁶ Die Eintrittswahrscheinlichkeit sei demnach dann zu bejahen, wenn „eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass [die Ereignisse] in Zukunft existieren oder eintreten werden“.⁹⁷ Auf einen genauen Wahrscheinlichkeitsgrad hat der EuGH sich nicht festgelegt, eine besonders hohe Wahrscheinlichkeit sei aber nicht erforderlich.⁹⁸ Der BGH hob daraufhin seine bisherige Rechtsprechung auf und determinierte, dass eine Insiderinformation gegeben sein könne, „wenn nach den Regeln der allgemeinen Erfahrung eher mit dem Eintritt des künftigen Umstands als mit seinem

⁹¹ Klöbn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 111 f.; ders. (Fn. 86), S. 1287 f.

⁹² Klöbn, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 15 Rn. 156.

⁹³ Thelen, Schlechte Post in eigener Sache: Die Pflicht des Emittenten zur Ad-hoc-Mitteilung potentieller Gesetzesverstöße, ZHR 182 (2018), 62 (74); Wilken/Hagemann (Fn. 66), S. 67.

⁹⁴ Dazu Schockenhoff (Fn. 49), S. 412; Wilken/Hagemann (Fn. 66), S. 67 f.

⁹⁵ BGH, NZG 2008, 300 – DaimlerChrysler ./ Schrempp-Rücktritt (Ls.).

⁹⁶ EuGH, Urt. v. 28.6.2012, C-19/11, Daimler AG ./ Markus Geltl.

⁹⁷ Ebd., Rn. 49.

⁹⁸ Ebd., Rn. 46.

Ausbleiben zu rechnen ist“.⁹⁹ Die Wahrscheinlichkeit müsse zwar nicht zusätzlich hoch sein, auf Basis dessen wird jedoch (weiterhin) eine Eintrittswahrscheinlichkeit von „50 % + X“ für erforderlich gehalten.¹⁰⁰

Nach diesen Grundsätzen sind drohende Konsequenzen aufgrund von Gesetzesverletzungen keine ad-hoc-pflichtige Insiderinformation, solange das Risiko der Aufdeckung nach den Regeln der allgemeinen Erfahrung die Schwelle von 50 % nicht überschreitet.¹⁰¹

III. Zwischenfazit

Die Subsumtion unter Art. 17 Abs. 1 MAR von Gesetzesverletzungen selbst bzw. ihrer rechtlichen Bewertung sowie ihren Konsequenzen hat gezeigt, dass sie ad-hoc-pflichtig sein können. Indessen muss der Einzelfall besonders hinsichtlich der Kursrelevanz und der Eintrittswahrscheinlichkeit von zukünftigen Umständen evaluiert werden.

Wenn die Information in *Beispiel 2* als nicht kursrelevant eingestuft wird, unterliegt sie nicht der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Hingegen müsste Emittent E in *Beispiel 1* die Information über seine Schulden in der Theorie unverzüglich veröffentlichen, vorausgesetzt die Kapitalmarktöffentlichkeit wäre noch nicht informiert. Auch die daraus folgenden rechtlichen Konsequenzen würden dann schon vor ihrem Eintritt veröffentlicht werden müssen, da das Risiko der Aufdeckung als hoch, damit höher als 50 %, einzustufen ist.

D. Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR

Daran schließt sich die Frage an, ob im Hinblick auf die rechtliche Bewertung der Gesetzesverletzung Art. 17 Abs. 4 MAR eingreifen könnte. Der Emittent kann die Offenlegung von Insiderinformationen demnach auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre,

⁹⁹ BGH, NZG 2013, 708 – *Daimler AG* ./ *Markus Gelll* (Ls.).

¹⁰⁰ *Bingel*, Die “Insiderinformation” in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen, AG 2012, 685 (689); *Hützer*, Zum Begriff der Insiderinformation, NZG 2012, 860 (862); *Klöbn* (Fn. 4), S. 428; *Kocher/Widder*, Ad-hoc-Publizität, Daimler, Daimler AG, Insider-Information, Zwischenschritte, zeitlich gestreckter Vorgang Kommentar zu EuGH vom 28.6.2012 – Rs. C-19/11BB 2012, 1820 (1821); *dies.*, Die Bedeutung von Zwischenschritten bei der Definition von Insiderinformationen, BB 2012, 2837 (2838); *Poelzig*, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG 2016, 528 (532); kritisch *Mock*, Gestreckte Verfahrensabläufe im Europäischen Insiderhandelsrecht. Zugleich Besprechung von EuGH v. 28. Juni 2012 – Rs C-19/11, ZBB 2012, 286 (289) (suggeriere nicht existierende Präzision).

¹⁰¹ *Schockenhoff* (Fn. 49), S. 412.

seine berechtigten Interessen zu beeinträchtigen, der Aufschub nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen und der Emittent die Geheimhaltung der Insiderinformation sicherstellen kann. Da diese Befreiung nicht von einer Genehmigung der zuständigen Aufsichtsbehörde abhängt und der Emittent auch nicht verpflichtet ist, der BaFin den Aufschub im Vorhinein mitzuteilen, wird sie auch häufig „Selbstbefreiung“ genannt.¹⁰² Zweck der Vorschrift ist der Schutz berechtigter Emittenteninteressen, insbesondere der Erhalt der Investitionsanreize des Emittenten.¹⁰³ Weder in Erwägungsgrund Nr. 50 der MAR noch in der – allerdings nicht abschließenden – Aufzählung in den Leitlinien der ESMA, werden Gesetzesverletzungen als ein berechtigtes Emittenteninteresse genannt, welches einen Aufschub der Ad-hoc-Publizität rechtfertigen könnte.¹⁰⁴ Daher gilt es, nach der Erarbeitung der Systematik und des Zwecks des Art. 17 Abs. 4 MAR (**I.**) die Voraussetzungen der Vorschrift daraufhin zu prüfen (**II.**).

I. Systematik und Zweck des Art. 17 Abs. 4 MAR

Ausgangspunkt der Analyse des Art. 17 Abs. 4 MAR ist der zugrundeliegende Interessenkonflikt beim Aufschub der Ad-hoc-Publizität zwischen Emittenten bzw. seinem Management und sowohl den Aktionären als auch dem Kapitalmarkt. Einerseits tendiert das Management dazu, Informationen, deren Veröffentlichung im Aktionärsinteresse läge, aufzuschieben.¹⁰⁵ Andererseits schiebt das Management, in Übereinstimmung mit den Aktionärsinteressen, Ad-hoc-Mitteilungen auf, die vor allem den Kapitalmarkt und auch Nicht-Marktteilnehmer, wie Konkurrenten, Gläubiger, Arbeitnehmer und die allgemeine Öffentlichkeit, interessieren.¹⁰⁶

Art. 17 Abs. 4 MAR errichtet daher zwei Schranken für den Aufschub der Ad-hoc-Publizität und schützt damit sowohl das Aktionärs- als auch das Kapitalmarktinteresse.¹⁰⁷ Erstens folgt aus Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR, dass das Management keine Informationen verschweigen darf, deren Aufdeckung im Aktionärsinteresse liegt. Diese Schranke wird auch „gesellschaftsrechtliche

¹⁰² Klöhn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 134; bereits unter altem Recht *Pfüller*, in: Fuchs (Fn. 32), § 15 Rn. 342.

¹⁰³ 401 F2d 833 (2d Cir. 1968).

¹⁰⁴ ESMA, Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of inside information, 13 Jul 2016, ESMA/2016/1130, Rn. 48 ff.

¹⁰⁵ *Kothari/Shu/Wysocki, Do Managers Withhold Bad News?*, 47 J. Acct. Res., 2009, 241 ff.

¹⁰⁶ Klöhn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 140.

¹⁰⁷ *Ebd.*

Schranke“ oder „Corporate-Governance-Schranke“ genannt.¹⁰⁸ Zweitens darf das Management keine Informationen verschweigen, an deren Veröffentlichung der Kapitalmarkt ein primäres Interesse hat, entweder weil der Emittent die Vertraulichkeit der Information nicht gewährleisten kann oder weil der Markt durch die Geheimhaltung in die Irre geführt wird, Art. 17 Abs. 4 lit. b) und c) MAR. Diese Schranken werden daher „Marktschutz-Schranken“ genannt.¹⁰⁹

II. Voraussetzungen der Selbstbefreiung

1. Beschlusserfordernis

Unter den formellen Voraussetzungen stellt sich zuallererst die Frage, ob die Befreiung von der Ad-hoc-Publizität einen Beschluss des Emittenten voraussetzt oder ob er auch ohne einen solchen Beschluss von der Ad-hoc-Publizität befreit sein kann. Im vorliegenden Zusammenhang erscheint diese Frage besonders problematisch, da ein Beschluss, dem Kapitalmarkt Compliance-Verstöße zu verschweigen, praktisch fernliegend ist.¹¹⁰

Schon der Wortlaut des Art. 17 Abs. 4 MAR („Offenlegung aufschieben“), vor allem aber die Formulierung in Art. 4 Abs. 1 lit. a) Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 („Datum und Uhrzeit der Entscheidung über den Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen“), spricht für das Erfordernis eines Beschlusses des Emittenten.¹¹¹ Auch die BaFin¹¹² sowie die ESMA¹¹³ gehen eindeutig davon aus, dass für den wirksamen Aufschub der Veröffentlichung ein Beschluss herbeizuführen ist. Die Zuständigkeit liegt dafür grundsätzlich beim Vorstand mit der Möglichkeit der Delegation auf ein untergeordnetes, vom

¹⁰⁸ Schon zum alten Recht *Klöbn*, Marktbetrug (Fraud on the Market). Voraussetzungen und Beweis der haftungsbegründenden Kausalität beim Anspruch auf Ersatz des Differenzschadens wegen fehlerhafter Information des Sekundärmarkts, ZHR 178 (2014), 55 (85 ff.).

¹⁰⁹ *Ebd.*, S. 88 ff.

¹¹⁰ *Klöbn* (Fn. 54), S. 1152; *Wilken/Hagemann* (Fn. 66), S. 71.

¹¹¹ *Krause*, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, CCZ 2014, 248 (255); *Kumpen* (Fn. 4), S. 2043; *Mennicke*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentscheidung des Emittenten, NZG 2009, 1059 (1061); *Retsch*, Die Selbstbefreiung nach der Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2016, 1201 (1205); *Seibt/Wollenschläger*, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG 2014, 593 (600); *Veil* (Fn. 8), S. 93.

¹¹² BaFin, Konsultation 14/2019 des neuen Moduls C des Emittentenleitfadens – Regelung aufgrund der MAR, S. 54.

¹¹³ ESMA, Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455), Rn. 239.

Vorstand zu kontrollierendes Ad-hoc-Gremium, oder in Einzelfällen auch beim Aufsichtsrat.¹¹⁴ Laut der BaFin stellt es einen Verstoß gegen Art. 17 MAR dar, wenn eine Insiderinformation nicht unverzüglich veröffentlicht wurde und kein Aufschub beschlossen wurde, selbst wenn die Möglichkeit eines Aufschubs theoretisch bestanden hätte.¹¹⁵

Fraglich ist allerdings, ob ein fehlender Beschluss den automatischen Ausschluss der Befreiungsmöglichkeit zur Folge hat. Art. 17 Abs. 4 MAR sieht keine Rechtsfolge für einen fehlenden Beschluss vor. Aus der Teleologie der Vorschrift folgt weiterhin, dass das Informationsinteresse des Marktes von einem solchen Beschluss unabhängig ist, da er kaum davon profitieren würde.¹¹⁶ Allerdings bedeutet ein Beschluss gleichzeitig die Beurteilung des Entscheidungsträgers über den Aufschub. Insofern kann er sich nicht mehr auf einen etwaigen Beurteilungsspielraum berufen.¹¹⁷ Im Ergebnis ist schließlich festzuhalten, dass der Emittent auch ohne einen Beschluss von der Ad-hoc-Publizität befreit sein kann.

2. Berechtigtes Emittenteninteresse

Damit der Emittent die Veröffentlichung einer Information aufschieben kann, muss er ein berechtigtes Interesse haben. In diesem Kontext stellen sich bereits abstrakt einige schwierige und nicht abschließend geklärte Fragen: Wie bestimmt sich das Emittenteninteresse? Muss es das Marktinteresse für einen Aufschub überwiegen? Was bedeutet „berechtigt“?

a) Emittenteninteresse

aa) Abstrakte Bestimmung

Unter dem alten Recht wurde früher ohne genauere Definition vertreten, der Emittent hätte ein „eigenes“ Interesse.¹¹⁸ Bekannt ist allerdings, dass der Begriff des Emittenteninteresses nicht wörtlich, sondern metaphorisch zu verstehen ist,

¹¹⁴ BaFin, Konsultation 14/2019 des neuen Moduls C des Emittentenleitfadens – Regelung aufgrund der MAR, S. 54.

¹¹⁵ *Ebd.*

¹¹⁶ *Klöhn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 184.

¹¹⁷ *Ebd.*, Rn. 185.

¹¹⁸ *Pfüller*, in: Fuchs (Fn. 32), § 15 Rn. 435; *Bitter*, Geschäftsschädigende Verlautbarungen börsennotierter Aktiengesellschaften über Vertragspartner im Spannungsfeld zwischen Ad-hoc-Publizität und vertraglicher Rücksichtnahmepflicht – Ist das Urteil in Sachen Kirch/Breuer verallgemeinerungsfähig?, WM 2007, 1953 ff.; *Brandi/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642 (649 f.); *Kersting*, The Case for Abolishing Sovereign Debtors' Privileges, ZBB 2012, 442 (446); dagegen bereits *Klöhn* (Fn. 108) S. 73 ff.

da juristische Personen keine „eigenen“ Interessen haben können, sondern stets die hinter der Gesellschaft stehenden natürlichen Personen gemeint sind.¹¹⁹ Dabei ist fraglich, ob lediglich die Interessen der Gesellschafter zu berücksichtigen sind (*shareholder value*) oder auch die anderer Personen, nämlich Gläubiger, Arbeitnehmer, Verbraucher und der Öffentlichkeit (*stakeholder value*).¹²⁰ Aus Erwägungsgrund Nr. 50 lit. a) MAR sowie aus dem Telos des Art. 17 Abs. 4 MAR folgt, dass das Emittenteninteresse im Sinne des *Shareholder-value*-Ansatzes zu bestimmen ist und daher mit dem Aktionärsinteresse gleichzusetzen ist, da letztlich die Aktionäre das Residualinteresse der Gesellschaft tragen.¹²¹

Doch wie lässt sich das Aktionärsinteresse genau ermitteln? Ohne groß nachzudenken, würde man bei der Ermittlung zuallererst auf die Idee kommen, zwischen Verkäufern und Käufern sowie zwischen positiven und negativen Informationen zu unterscheiden.¹²² Aktionäre, die verkaufen möchten, würden von einer Veröffentlichung positiver Nachrichten profitieren. Hingegen wäre für Aktionäre, die weitere Aktien kaufen möchten, eher eine Geheimhaltung in ihrem Interesse.¹²³ Bei negativen Informationen würden sich die Interessen genau umkehren, da sich Verkäufer für eine Geheimhaltung aussprechen würden, während Käufer so viele Informationen wie möglich erhalten wollen würden.¹²⁴

Allerdings kann es nicht so einfach sein, wie es zunächst scheint. Da Aktionäre ihre Stellung in der Zukunft nicht kennen können, muss ihr Interesse aus einer *Ex-ante*-Perspektive aller Aktionäre bestimmt werden.¹²⁵ Und alle Aktionäre haben ein gemeinsames Ziel: die Maximierung des Kapitalwerts des Unternehmens.¹²⁶ Die logische Konsequenz daraus ist, dass ein Aufschub der Ad-hoc-Publizität nur dann im Interesse der Aktionäre liegt, wenn die erwarteten Kosten der sofortigen Ad-hoc-Publizität größer sind als die erwarteten Kosten

¹¹⁹ Klöhn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 145.

¹²⁰ Ebd.

¹²¹ Schon zum alten Recht Klöhn, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 15 Rn. 191 ff.; ders. (Fn. 108), S. 75 ff.; ders. (Fn. 54), S. 1153 f.; ders./Schmolke, Unternehmensreputation (Corporate Reputation), NZG 2015, 689 (694).

¹²² Ayres, Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market, 77 Va. L. Rev. (1991), 945 (985 ff.); Macey/Miller, Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory, 42 Stan. L. Rev. (1989), 1059 (1072).

¹²³ Ebd.

¹²⁴ Ebd.

¹²⁵ Easterbrook/Fischel, Corporate Control Transactions, 91 Y. L. J. (1982), 698 (703 f.).

¹²⁶ Macey/Miller (Fn. 122), S. 1074.

des Aufschubs.¹²⁷ Anders gewendet: Der Erwartungsnutzen des Aufschubs muss höher sein als der Erwartungsnutzen der (unverzöglichen) Veröffentlichung.

Es liegt im Interesse der Aktionäre, dass der Vorstand des Emittenten diese Kosten-Nutzen-Rechnung *ex ante* vornimmt, da er aufgrund seiner Funktion und Informationslage am besten dafür geeignet ist.¹²⁸ Den jeweiligen erwarteten Kosten kann er sich, wie im Rahmen der Kursrelevanz, allerdings lediglich anhand einer Prognose nähern.¹²⁹ Teilweise wird vertreten, dass diese Einschätzung vollumfänglich der gerichtlichen Überprüfung unterliege.¹³⁰ Es erscheint allerdings sinnvoller, dem Vorstand – soweit er auf Grundlage angemessener Information, ohne Interessenkonflikt, zum Wohle der Gesellschaft und nicht wider besseren Wissens handelt – wie bei der *business judgment rule* einen gerichtlich nicht kontrollierbaren Beurteilungsspielraum zuzugestehen.¹³¹ Das Gericht prüft daher nur die weiteren Voraussetzungen von Art. 17 Abs. 4 MAR. Die Darlegungs- und Beweislast des Vorstands reicht allerdings erheblich weiter als im Anwendungsbereich des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG, womit den Vorstand eine Pflicht zur nachvollziehbaren und substantiierten Dokumentation der Tatsachenbasis sowie Begründung des Aufschubs trifft.¹³²

bb) Übertragung auf Gesetzesverletzungen

Welche konkreten Folgen ergeben sich daraus, insbesondere für die Beurteilung von Gesetzesverletzungen? Im Rahmen der Kosten-Nutzen-Abwägung ergibt es Sinn, grundsätzlich zwischen positiven und negativen Insiderinformationen zu unterscheiden. Insbesondere der Aufschub negativer Informationen muss nämlich intensiver hinterfragt werden, da das Management des Emittenten in diesem Fall von einem „zu hohen“ Aktienkurs profitiert.¹³³ Es liegt auf der Hand, dass eine Gesetzesverletzung eine negative Information ist. Daher könnte man grundsätzlich davon ausgehen, dass eine Geheimhaltung einer solchen Information nicht im Interesse der Aktionäre läge,¹³⁴ nicht nur nach

¹²⁷ Ausführlich schon zum alten Recht *Klöhn*, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 15 Rn. 196 ff.; *ders.* (Fn. 108), S. 78 f.; zum neuen Recht *ders./Schmolke*, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 4 MAR zum Schutz der Unternehmensreputation, ZGR 2016, 866 (876 ff.).

¹²⁸ *Klöhn/Schmolke* (Fn. 127), S. 884.

¹²⁹ *Klöhn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 154; *ders./Schmolke* (Fn. 127), S. 884; s.o. **C. I. 1. d).**

¹³⁰ *Kumpfan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, 5. Aufl. 2020, Art. 17 MAR Rn. 208.

¹³¹ Ausführlich schon zum alten Recht *Klöhn*, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 15 Rn. 219 ff.; *ders.* (Fn. 108), S. 85 ff.; zum neuen Recht *ders./Schmolke* (Fn. 127), S. 884.

¹³² *Klöhn/Schmolke* (Fn. 127), S. 885.

¹³³ *Klöhn* (Fn. 108), S. 81.

¹³⁴ *Klöhn*, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 15 Rn. 269; *Wilken/Hagemann* (Fn. 66), S. 71.

ökonomischer Betrachtung, sondern auch schlicht, weil jeder Aktionär faktisch Teil der Gesellschaft ist („stockholder’s concerns as an owner about the activities of his corporation“¹³⁵). Könnte es aber nicht doch im Interesse der Aktionäre liegen, dass selbst negative Informationen vorerst nicht veröffentlicht werden? Das heißt anders ausgedrückt: Können im Rahmen von Gesetzesverletzungen die Kosten der sofortigen Publizität die der Geheimhaltung überwiegen? Um eine Antwort auf diese Frage zu finden, gilt es, die jeweiligen Kosten konkret zu evaluieren.

(1) Kosten der unverzüglichen Publizität

Neben den direkten Rechtsbefolgungs- und Rechtsverfolgungskosten bei sofortiger Publizität, wie beispielsweise Ermittlungsverfahren, Sanktionen, Schadensersatzansprüche etc., spielen vor allem die indirekten Kosten eine große Rolle. Diese bestehen für Aktionäre, spiegelbildlich zu den Vorteilen anderer Interessengruppen, in der Gefährdung von Geschäftschancen und dem Rufverlust aufgrund der Veröffentlichung der Information, der Schwächung der Verhandlungsposition des Emittenten und weiteren begründeten Gefährdungen des Kapitalwerts der Gesellschaft.¹³⁶ Ökonomische Studien haben ergeben, dass insbesondere der Reputationsschaden für den Kursverlust verantwortlich ist, er macht dabei etwa zwei Drittel des gesamten Kursrückgangs aus.¹³⁷ Insofern liegt die Abwendung des Reputationsschadens ganz besonders im Interesse der Aktionäre, weshalb im Folgenden ein spezielles Augenmerk darauf gelegt werden muss.

Der Nutzen des Aufschubs besteht also zunächst darin, einen Reputationsschaden für den Emittenten einzudämmen oder gar ganz zu vermeiden. Zu beachten ist allerdings, dass Art. 17 Abs. 4 MAR nur einen (zeitweiligen) Aufschub und keinen Wegfall der Veröffentlichung konstituiert. Denkbar wäre aber, dass die Gesetzesverletzung innerhalb der Aufschubperiode aufgeklärt und abgestellt wird, die Ad-hoc-Publizität somit für immer entfällt.¹³⁸ Es wäre nicht vertretbar, eine Pflicht zur Veröffentlichung bereits „behobener“ Verstöße zu fordern, soweit keine weiteren Verstöße zu befürchten sind, da erst diese erzwungene Publizität negative Folgen nach sich ziehen würde (*self-fulfilling*

¹³⁵ O.V., Foreign Bribes and the Securities Acts’ Disclosure Requirements, 74 Mich. L. Rev., 1976, 1222 (1225).

¹³⁶ Klöhn (Fn. 108), S. 79.

¹³⁷ Karpoff/Lee/Martin, The consequences to managers for financial misrepresentation, 43 J. Fin. & Quant. Anal. (2008), 581 (582).

¹³⁸ Vgl. Klöhn (Fn. 127), S. 877.

prophesy).¹³⁹ Dies muss jedoch bereits zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung *ex ante* erkennbar sein.¹⁴⁰ Zudem können „Schnellschüsse“ und damit eine vorschnelle Verunsicherung des Kapitalmarkts durch den Aufschub vermieden werden.¹⁴¹ Der Markt hat ein Interesse daran, dass der Emittent klare Tatsachen schafft, bevor er eine Mitteilung herausgibt.¹⁴² Es lässt sich also auf den Informationsmehrwert einer späteren Veröffentlichung abstellen.

Weiterhin sind die Kosten der unverzüglichen Publizität höher als die des Aufschubs, wenn eine Überreaktion des Marktes auf die Veröffentlichung der Gesetzesverletzung zu erwarten ist.¹⁴³ Die Veröffentlichung negativer Informationen könnte den Markt in Panik versetzen, somit die Folgen weiter verschärfen.¹⁴⁴ Dies spielt vor allem eine Rolle, wenn bereits ein neuer Vorstand im Amt ist und es sich um eine Gesetzesverletzung des vorherigen Vorstands handelt oder wenn die Gesetzesverletzung noch Aufklärung bedarf, es sich also um „unfertige“ Informationen handelt.¹⁴⁵

Schließlich könnte ein Aufschub in Betracht kommen, wenn die Veröffentlichung zu Fundamentalwerteinbußen führen würde oder die Gesellschaft sich sogar in Insolvenznähe begeben würde. Dies wäre bei der Veröffentlichung von Gesetzesverletzungen durchaus denkbar, da der Emittent beispielsweise konkrete Geschäftschancen verlieren könnte oder er sich gezwungen sehen könnte, bestimmte Joint-Ventures aufzugeben.¹⁴⁶

Die Kosten der unverzüglichen Publizität bestehen folglich in den direkten sowie in den indirekten Kosten, wobei für letztere vor allem der Reputationsschaden verantwortlich sein wird. Das Management des Emittenten muss insbesondere ein Auge darauf haben, ob eine Überreaktion des Marktes zu erwarten ist und in welchem Maße die Einbußen der Gesellschaft schaden würden.

(2) Nutzen der unverzüglichen Publizität

Ein zynischer, aber dennoch interessanter Gedanke ist der folgende: „[Shareholders] care plenty about a management that is stealing *from* the

¹³⁹ Pfüller, in: Fuchs (Fn. 32), § 15 Rn. 288.

¹⁴⁰ Klöhn (Fn. 127), S. 877.

¹⁴¹ Bunz (Fn. 50), S. 1255.

¹⁴² Thelen (Fn. 93), S. 86.

¹⁴³ Oesterle, The Inexorable March toward a Continuous Disclosure Requirement for Publicly Traded Corporations: Are We There Yet?, 20 *Cardozo L. Rev.* (1998), 135 (224).

¹⁴⁴ *Ebd.*

¹⁴⁵ Klöhn (Fn. 127), S. 879.

¹⁴⁶ Klöhn, in: KöKoWpHG (Fn. 52), § 15 Rn. 270.

company, but are concerned not a whit about a management that is stealing *for* the company.”¹⁴⁷ Es liegt in der Tat auf der Hand, dass Aktionäre daran interessiert sind, dass der Vorstand seine Sorgfalts- und Treuepflichten im Innenverhältnis einhält. Gegenteilig dieser These, muss es die Aktionäre allerdings auch umsorgen, wenn der Vorstand seine Legalitätspflicht im Außenverhältnis verletzt. Grund dafür ist, wie eingangs durch *Warren Buffetts* Worte aufgegriffen, dass eine spätere externe Aufdeckung nach einer Geheimhaltung durch den Emittenten weitaus schwerwiegendere Folgen für die gesamte Gesellschaft mit sich ziehen kann. Die unverzügliche Publizität kann nämlich in dem Sinne angebracht sein, als dass sie eine Vertiefung des Reputationsschadens verhindert. Dies liegt daran, dass die Geheimhaltung bei einer Entdeckung vom Markt als „Vertuschung“ wahrgenommen werden kann und die Folgen der mangelnden Vertrauenswürdigkeit gravierender sein können als eine sofortige Veröffentlichung. Die Lösung dafür könnte nur sein, dass der „Mantel des Schweigens“ für alle Zeit um die Gesetzesverletzung gehüllt wird, was praktisch teilweise schwierig umzusetzen ist.¹⁴⁸ Zudem wird eingewendet, dass sich Aktionäre ein korrektes Bild vom Wert ihrer Anteile schaffen wollen und dies nur bei der (unverzöglichen) Publizität ermöglicht wird.¹⁴⁹

Ein weiterer Vorteil der unverzüglichen Publizität liegt darin, dass die Agenturkosten zwischen Aktionären und Management gesenkt werden können. Dies lässt sich unter anderem damit begründen, dass die Marktsanktion bei der (unverzöglichen) Publizität den Vorstand diszipliniert.¹⁵⁰ Dieses Interesse besteht allerdings nur dann, wenn der Reputationsschaden und sonstige Folgeschäden geringer sind als die Agenturkosten, ansonsten läge die sofortige Publizität nicht im Interesse der Aktionäre.¹⁵¹ Daher darf keine Überreaktion des Marktes zu erwarten sein.¹⁵²

Schließlich muss auch ins Gewicht fallen, dass aufgrund der Vielzahl der involvierten Akteure ein erhöhtes Risiko von Insiderhandel bestehen kann, weshalb die sofortige Veröffentlichung ebenfalls angebracht sein könnte.¹⁵³

¹⁴⁷ *Longstreth* (Fn. 63), S. 1418.

¹⁴⁸ *Wilken/Hagemann* (Fn. 66), S. 71.

¹⁴⁹ *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer (Fn. 130), Art. 17 MAR Rn. 208.

¹⁵⁰ *Ebd.*

¹⁵¹ *Klöhn* (Fn. 127), S. 882.

¹⁵² *Ebd.*

¹⁵³ *Thelen* (Fn. 93), S. 87.

Insiderhandel zu vermeiden ist nämlich gerade der Zweck der Ad-hoc-Publizität.¹⁵⁴

Auf der Seite des Nutzens der sofortigen Publizität muss folglich vor allem die Verhinderung eines sich vertiefenden Reputationsschadens ins Gewicht fallen. Geringere Agenturkosten sowie ein geringeres Risiko für Insiderhandel sind vom Management des Emittenten im Hinterkopf zu behalten.

cc) Stellungnahme

Die Kosten müssen mit dem Nutzen der Publizität abgewogen werden. Da es dabei stark auf den Einzelfall der Gesetzesverletzung und der jeweiligen Gesellschaft ankommt, lassen sich nur schwer allgemeingültige Aussagen treffen. Herausarbeiten lassen sich dennoch die folgenden Leitlinien für eine Abwägung: (1) Zunächst ist vom Management des Emittenten festzustellen, ob eine Überreaktion des Marktes zu erwarten ist. Sollte dies nämlich der Fall sein, so ist es wahrscheinlicher, dass die Kosten den Nutzen der sofortigen Publizität überwiegen. (2) Ist zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung konkret erkennbar, dass sich die Gesetzesverletzung des Emittenten unverzüglich abstellen lässt und dies auch absehbar ist, so ist es ebenfalls wahrscheinlicher, dass die Kosten der sofortigen Publizität ihren Nutzen überwiegen würden. In diesem Fall würde ein selbstbefreiender Aufschub in Betracht kommen, sofern die weiteren Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR erfüllt sind. Sollte dies hingegen nicht der Fall sein, erscheint die sofortige Publizität angebracht, vor allem um eine Vertiefung des Reputationsschadens zu vermeiden und damit das Vertrauen der Anleger nicht zu verlieren. Die direkten Kosten würden sowohl bei der sofortigen Publizität als auch bei einer späteren Veröffentlichung anfallen, sofern der Gesetzesverstoß nicht abgestellt wurde.

Die Entscheidung ist schließlich von einem unbefangenen und gutgläubigen Vorstand auf Grundlage angemessener Information zu treffen. Nur bei Erfüllung dieser Voraussetzungen ist ihm ein gerichtlich nicht kontrollierbarer Beurteilungsspielraum zuzugestehen.¹⁵⁵

Dem folgend ist in *Beispiel 1* zunächst festzustellen, ob der Vorstand unbefangen ist. Sollte er überdies nicht wider besseren Wissens handeln und alle verfügbaren Informationen haben, ist ihm ein Beurteilungsspielraum zuzusprechen. Hinweise auf eine Überreaktion des Marktes gibt es keine. Zudem wäre der Vorstand vermutlich nicht dazu in der Lage, den Verstoß unverzüglich abzustellen. Da der

¹⁵⁴ Siehe oben **B. II. 2.**

¹⁵⁵ Siehe oben **II. 2. a) aa).**

Verstoß nun droht aufzufliegen und die direkten Kosten dadurch unabwendbar sind, wäre es für den Vorstand sinnvoller, unverzüglich eine Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen. Damit bestünde zumindest die Chance, einen vertieften Reputationsschaden zu vermeiden.

Kommt man in *Beispiel 2* zum Ergebnis, dass die Information ad-hoc-pflichtig ist, so stellt sich auch hier die Frage des Aufschubs. Da es sich um einen Verstoß unter der Regie des vorherigen Managements handelt, ist eine Überreaktion des Marktes möglich. Zudem handelte es sich um einen einmaligen, nicht andauernden Verstoß. Daher würden die Kosten den Nutzen der Publizität wahrscheinlich überwiegen, weshalb ein Aufschub angebracht wäre.

b) Berechtigtes Interesse

Der Emittent ist ferner nur insoweit von der Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR befreit, als er ein „berechtigtes“ Interesse an dem Aufschub hat. Anders als bisher angenommen, ist das Emittenteninteresse, d. h. das Aktionärsinteresse, nicht mehr gegen die Interessen des Kapitalmarktes abzuwägen.¹⁵⁶ § 6 S. 1 WpAV fordert zwar eine solche Abwägung, die Vorschrift ist aber aufgrund der maximalharmonisierenden Wirkung von Art. 17 Abs. 4 MAR unbeachtlich.¹⁵⁷ Der deutsche Verordnungsgeber hat keine Kompetenz, die Anforderungen der unmittelbar geltenden MAR zu ändern.¹⁵⁸ Daraufhin deutet auch der uneingeschränkte Wortlaut des Art. 17 Abs. 4 MAR hin, der eine entsprechende Formulierung misst, im Gegensatz zu Art. 17 Abs. 5 MAR, für den Erwägungsgrund Nr. 52 S. 3 MAR eine Interessenabwägung vorsieht.

Welche Voraussetzungen statuiert das Erfordernis der Berechtigung stattdessen? Vielfach wird dem Zusatz „berechtigt“ gar keine eigene Bedeutung zugemessen. Weiterhin findet weder in den Erwägungsgründen noch in den Leitlinien der ESMA eine differenzierte Betrachtung oder Konkretisierung statt. Die ESMA dürfte aber der Ansicht sein, dass dieses Tatbestandsmerkmal hervorheben soll, dass Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR eng ausgelegt werden muss.¹⁵⁹ Allerdings ist ein allgemeines Gebot einer restriktiven Auslegung nicht erkennbar.¹⁶⁰

¹⁵⁶ Klöhn (Fn. 4), 430; Kumpan (Fn. 4), S. 2043; Poelzig (Fn. 100), S. 764; Retsch (Fn. 11), S. 1202.

¹⁵⁷ Horcher, in: BeckHdB-AG, § 22 Rn. 47; Klöhn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 169.

¹⁵⁸ *Ebd.*

¹⁵⁹ ESMA, Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of inside information, 13 July 2016, ESMA/2016/1130, Rn. 52.

¹⁶⁰ Klöhn (Fn. 5), Art. 17 Rn. 173 f.

Am überzeugendsten ist letztlich der Ansatz von *Lars Klöhn*, das Merkmal als allgemeines Rechtsmissbrauchsverbot¹⁶¹ aufzufassen, um vor allem Fälle „nützlicher Pflichtverletzungen“ auszuschließen.¹⁶² Denn nur so vervollständige sich der Art. 17 Abs. 4 MAR, indem die Voraussetzung des „Emittenteninteresses“ die Aktionäre schützt, Art. 17 Abs. 4 lit. b) u. c) MAR das Marktinteresse schützen (genauer unter **3.**) und die Voraussetzung „berechtigt“ schließlich das Interesse Dritter schützt.¹⁶³ Insofern ist festzuhalten, dass Art. 17 Abs. 4 MAR nicht rechtsmissbräuchlich einzusetzen ist.

3. Fehlende Eignung zur Irreführung der Öffentlichkeit

Gemäß Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR darf der Aufsicht nicht dazu geeignet sein, die Öffentlichkeit in die Irre zu führen. Diese Voraussetzung dient dem Schutz der berechtigten Interessen des Kapitalmarktes, also der Informationshändler.¹⁶⁴ Das Tatbestandsmerkmal ist in den Leitlinien der ESMA anhand von Fallbeispielen konkretisiert. Danach ist von einer Irreführung der Öffentlichkeit auszugehen, wenn (1) die aufgeschobene Insiderinformation erheblich von der vorherigen Ankündigung in dieser Sache abweicht, (2) sie den Umstand betrifft, dass die zuvor bekannt gegebenen Finanzziele wahrscheinlich nicht erreicht werden oder (3) die Insiderinformation im Widerspruch zu einer vom Emittenten zu verantwortenden Informationslage des Marktes steht.¹⁶⁵ Über diese Fallgruppen hinaus hat das Merkmal die Funktion, sicherzustellen, dass Emittenten während des Befreiungszeitraums keine Informationen veröffentlichen, die im Widerspruch zu der zurückgehaltenen Information stehen.¹⁶⁶ Daher wird vorgeschlagen, es sei für den Emittenten am sichersten, zum Gesetzesverstoß gänzlich zu schweigen (*no comment policy*); ein „Recht zur Lüge“ dürfe aber nicht gestattet sein.¹⁶⁷ Allerdings könnte dies durchaus angezweifelt werden, sodass ein „Recht zur Lüge“ möglicherweise doch angebracht wäre. Bei der *no comment policy* ergibt sich nämlich das Dilemma, dass für die Aktionäre eine verweigerte Antwort eben auch eine Antwort bedeutet und dies mehr Durchsicht erlauben würde, als ursprünglich beabsichtigt. Ein

¹⁶¹ *Fleischer*, Der Rechtsmissbrauch zwischen Gemeineuropäischem Privatrecht, JZ 2003, 865 (868 ff.).

¹⁶² *Klöhn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 175 f.; vgl. *Gehrt*, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, 1997, S. 169 f.

¹⁶³ *Klöhn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 176.

¹⁶⁴ *Ebd.*, Art. 17 Rn. 247.

¹⁶⁵ ESMA, Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of inside information, 13 July 2016, ESMA/2016/1130, Rn. 82.

¹⁶⁶ BaFin, Konsultation 14/2019 des neuen Moduls C des Emittentenleitfadens – Regelung aufgrund der MAR, S. 57.

¹⁶⁷ *Klöhn*, in: *KöKoWpHG*, § 15 Rn. 320; *Retsch* (Fn. 11), S. 1204.

Ausweg könnte daher lediglich eine Lüge sein, vorausgesetzt diese dient den Aktionären als Gruppe.¹⁶⁸ Dabei handelt es sich um ein äußerst praxisrelevantes Problem, welches daher Aufmerksamkeit vom Gesetzgeber erfahren sollte.

4. Sicherstellung der Geheimhaltung

Die von Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR geforderte Sicherstellung der Geheimhaltung kann bei Gesetzesverletzungen ein weiteres erhebliches praktisches Problem bereiten: Das Tatbestandsmerkmal verpflichtet den Emittenten einerseits dazu, Schranken für den Zugang zur Information zu errichten und andererseits eine unverzügliche Bekanntgabe der Information zu ermöglichen, sobald er die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleisten kann.¹⁶⁹ Die Pflichtenintensität hängt jeweils von der Vorhersehbarkeit und der Bedeutung der Insiderinformation ab sowie von der Zumutbarkeit für den Emittenten, wobei es auf seine Größe, sein Tätigkeitsfeld etc. ankommt.¹⁷⁰ Auch wenn die ESMA sich in ihren Leitlinien noch nicht zu diesem Merkmal geäußert hat, muss das Management des Emittenten diese Vorgaben bei einem Aufschub stets beachten.

III. Zwischenfazit

Festgestellt wurde zunächst, dass mit dem berechtigten Emittenteninteresse, welches einen Aufschub der Veröffentlichung der Gesetzesverletzung begründen kann, das Interesse der Aktionäre gemeint ist. Dieses Interesse muss anhand einer Abwägung der Kosten und Nutzen der sofortigen Publizität im Einzelfall bestimmt werden. Insbesondere kommt es dabei darauf an, ob eine Überreaktion des Marktes zu erwarten ist und ob sich die Gesetzesverletzung zeitnah abstellen lässt. Sollte dies nämlich der Fall sein, sprechen die besseren Argumente für einen (ewigen) Aufschub, soweit die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. b) u. c) MAR erfüllt sind. Aufgrund dessen kann ein Aufschub der Veröffentlichung der Gesetzesverletzung durchaus möglich sein.

E. Verletzt eine unbedingte Ad-hoc-Publizität den *Nemo-tenetur*-Grundsatz?

Überwiegt der Nutzen der sofortigen Publizität ihre Kosten, besteht die Gefahr einer Irreführung der Öffentlichkeit oder kann der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht sicherstellen, ist ein Aufschub nach Art. 17 Abs. 4

¹⁶⁸ *Macey/Miller* (Fn. 122), S. 1091: „[...] management must be free to take bolder steps.“

¹⁶⁹ *Mülbelt/Sajnovits*, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Internal Investigations – Teil II, WM 2017, 2041 (2044 ff.); *Retsch* (Fn. 11), S. 1204 f.; *Thelen* (Fn. 93), S. 92 f.

¹⁷⁰ *Klöhn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 270.

MAR nicht möglich. Die durch eine Pflicht zur Veröffentlichung drohende Selbstbelastung des Emittenten wird im Rahmen der Selbstbefreiung nur hinsichtlich einer Verursachung indirekter Kosten berücksichtigt, der Schutz durch den Grundsatz *nemo tenetur se ipsum accusare* bleibt hingegen gesetzlich ungeachtet. Dies wirft die im Folgenden zu untersuchende Frage auf, ob eine unbedingte Ad-hoc-Publizität den Nemo-tenetur-Grundsatz verletzt.

I. Selbstbelastungsfreiheit im deutschen Recht

Nach der Rechtsprechung des *BVerfG* gehört die Selbstbelastungsfreiheit bzw. das Schweigerecht zu den anerkannten Grundsätzen des Strafprozesses (§§ 136, 163a, 243 Abs. 4 StPO).¹⁷¹ Das Schweigerecht besteht jedoch nicht nur in Strafverfahren, sondern auch in Verfahren, in denen dem Betroffenen ähnliche Sanktionen drohen, etwa in Disziplinarverfahren sowie in berufsgerichtlichen Verfahren.¹⁷² Die rechtliche Grundlage der Selbstbelastungsfreiheit kann entweder in dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht nach Art. 1 Abs. 1 i. V. m. Art. 2 Abs. 1 GG¹⁷³ oder in dem Rechtsstaatsprinzip¹⁷⁴ gesehen werden. Relevant für diesen Beitrag ist allerdings zunächst die Frage, inwiefern der Emittent als juristische Person vom persönlichen Schutzbereich erfasst ist. Juristische Personen können Grundrechtsschutz nach Art. 19 Abs. 3 GG nur in Anspruch nehmen, wenn das Grundrecht „seinem Wesen nach“ auch auf sie anwendbar ist.¹⁷⁵ Eine solche Wesensähnlichkeit lehnt das *BVerfG* für das Recht auf Selbstbelastungsfreiheit allerdings bisher ab, da juristische Personen ihren Willen nur durch Organe bilden würden und hinsichtlich Straftaten oder Ordnungswidrigkeiten einer eingeschränkten Verantwortlichkeit unterlägen.¹⁷⁶ Verletzt ein Organmitglied eine Pflicht oder begeht es eine Straftat, so sei diese Person allein der Täter, wohingegen die juristische Person lediglich mit einem Bußgeld gemäß § 30 OWiG zu ahnden ist.¹⁷⁷

In der Literatur wird vereinzelt angenommen, die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität sei im Falle eines Zwangs zur öffentlichen Selbstbezeichnung grundsätzlich verfassungswidrig.¹⁷⁸ Andererseits wird vertreten, dass vom

¹⁷¹ *BVerfG*, NJW 1981, 1431 (1431 f.).

¹⁷² *Ebd.*

¹⁷³ *BVerfG*, NJW 1997, 1841 (1843 f.); NJW 2007, 2464 Rn. 152.

¹⁷⁴ *BVerfG*, NJW 2013, 1058 Rn. 60; *BGH*, NJW 2018, 1986 Rn. 23.

¹⁷⁵ *BVerfG*, NJW 1997, 1841 (1843 f.); NJW 2007, 2464 Rn. 151.

¹⁷⁶ *Ebd.*

¹⁷⁷ *Ebd.*

¹⁷⁸ *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Fn. 12), § 15 Rn. 91; ähnlich *Bunz*, (Fn. 50), S. 1253; *Seibt/Czupka*, Rechtspflichten und Best Practices für Vorstands- und Aufsichtsrats handeln bei der Kapitalmarkt-Recht-Compliance, AG 2015, 91 (103 f.).

BVerfG keine Einschränkung der Pflichten des sich selbst Belastenden anerkannt wurde, sondern vielmehr auf einer zweiten Ebene im Strafverfahren das Eingreifen von Beweisverwertungsverböten in Erwägung gezogen wurde. Die Veröffentlichung strafrechtlich relevanter Informationen müsse daher zum Schutz der Kapitalmarkttransparenz in Kauf genommen werden.¹⁷⁹

Keiner dieser Ansätze kann überzeugen. Auf Grundlage der Rechtsprechung erscheint lediglich die Ansicht als zutreffend, dass der Konflikt mit dem *Nemo-tenetur*-Grundsatz nicht aus der Ad-hoc-Publizitätspflicht selbst folge, sondern aus dem Ordnungswidrigkeitenrecht.¹⁸⁰ Adressat der Ad-hoc-Publizität ist zwar der Emittent, aber das Organmitglied nimmt die Pflicht für die Gesellschaft nach § 9 OWiG für die Gesellschaft wahr. Daher sei der Konflikt auf Ebene des Ordnungswidrigkeitenrechts aufzulösen. Die Ahndung setzt voraus, dass dem Täter normgemäßes Verhalten zumutbar war. Dem einzelnen Vorstandsmitglied ist, soweit in dessen Person ein Konflikt besteht, normgemäßes Verhalten nicht zumutbar. Es kann sich somit auf den *Nemo-tenetur*-Grundsatz berufen. Die restlichen Organmitglieder sowie der Emittent als juristische Personen können sich jedoch nicht darauf berufen und bleiben damit zur Ad-hoc-Publizität verpflichtet.¹⁸¹

II. Ausblick: Internationale Grundlagen

Der Abstecher in das deutsche Verfassungsrecht hat gezeigt, dass, sofern der Emittent keinen Gebrauch von der Aufschubmöglichkeit gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR machen kann, eine Pflicht zur unbedingten Ad-hoc-Publizität besteht. Dies wirft weiterführende Fragen auf: Führt dieses Ergebnis zu untragbaren Rechtsfolgen? Besteht damit eine Schutzlücke im deutschen Recht? Könnte und sollte auf Quellen des europäischen Rechts oder sogar des Völkerrechts zurückgegriffen werden, nämlich Art. 47 Abs. 2 Charta der Grundrechte der Europäischen Union, Art. 14 Abs. 3 lit. g) des Internationalen Pakts über bürgerliche und politische Rechte vom 19.12.1966 oder Art. 6 Abs. 1 EMRK?

Hier ergibt sich ein reichhaltiges Potenzial für zukünftige Studien, die insbesondere auf die internationalen Grundlagen des Rechts auf Selbstbelastungsfreiheit abzielen könnten.

¹⁷⁹ *Hart-Hönig*, Verteidigung von Unternehmen und Organmitgliedern unter dem Compliance-Regime – Zur Möglichkeit autonomer Verteidigung bei Internal Investigations, in: FS Schiller, 2014, S. 281 (300 ff.); *Sajnovits*, Ad-hoc-Publizität und Wissenszurechnung, WM 2016, 765 (772 f.).

¹⁸⁰ *Klöhn* (Fn. 5), Art. 17 Rn. 429.

¹⁸¹ *Ebd.*

F. Zusammenfassung in Thesen

1. Bei der Frage nach einer Ad-hoc-Pflicht bei Gesetzesverletzungen bzw. ihrer rechtlichen Bewertung kommt es insbesondere auf ihre Kursrelevanz an: Schwerwiegende und andauernde Gesetzesverstöße von Personen des Managements sind grundsätzlich kursrelevant und müssen daher unverzüglich vom Emittenten veröffentlicht werden. Je weniger dieser Kriterien zutreffen, desto geringer die Kursrelevanz.
2. Vorbezeichnete Aufwendungen als Folge der Gesetzesverletzungen können schon vor ihrer Realisierung ad-hoc-pflichtig sein, sofern das Aufdeckungsrisiko nach der allgemeinen Erfahrung die Schwelle von 50 % überschreitet.
3. Ein fehlender Beschluss über den Aufschub der Veröffentlichung der Gesetzesverletzung gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR hat nicht den automatischen Ausschluss der Selbstbefreiungsmöglichkeit zur Folge. Auf einen Beurteilungsspielraum kann sich dann allerdings nicht mehr berufen werden.
4. Für einen Aufschub der Ad-hoc-Publizität muss der Vorstand eine Kosten-Nutzen-Abwägung aus Sicht der Aktionäre durchführen, bei welcher insbesondere eine mögliche Überreaktion des Marktes zu beachten ist und ebenso beurteilt werden sollte, ob sich die Gesetzesverletzung unverzüglich abstellen ließe. Sollte letzteres der Fall sein, überwiegen die Kosten der Publizität ihren Nutzen, sodass ein Aufschub unter Erfüllung der weiteren Voraussetzungen gerechtfertigt wäre.
5. Der Emittent muss die Geheimhaltung der Information bei einem Aufschub sicherstellen, währenddessen er eine unverzügliche Publizität bei versagter Geheimhaltung gewährleisten muss. Zudem sollte über ein „Recht zur Lüge“ nachgedacht werden, um die Öffentlichkeit bei einem Aufschub nicht irrezuführen.
6. Soweit in der Person eines Vorstandsmitglieds ein Konflikt mit der Ad-hoc-Publizität bestehen würde, kann sich diese auf den *Nemo-tenetur*-Grundsatz berufen. Emittenten als juristische Personen können sich jedoch nicht darauf berufen, bleiben somit zur Ad-hoc-Publizität verpflichtet. Dies schafft Anreiz, auf internationale Grundlagen der Selbstbelastungsfreiheit zu blicken.