

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 242

**Die Ad-hoc-Publizität
in der Krise und Insolvenz
des Emittenten**

Von

Johannes Kührt



Duncker & Humblot · Berlin

JOHANNES KÜHRT

Die Ad-hoc-Publizität in der Krise und
Insolvenz des Emittenten

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 242

Die Ad-hoc-Publizität in der Krise und Insolvenz des Emittenten

Von

Johannes Kührt



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg hat diese Arbeit
im Jahr 2023 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2024 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpau
Druck: CPI books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-19290-8 (Print)
ISBN 978-3-428-59290-6 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die nachfolgende Arbeit wurde an der Martin-Luther-Universität als Dissertation angenommen. Die Disputation fand am 10.04.2024 statt.

Zunächst möchte ich einigen Menschen aus meinem akademischen Umfeld ganz besonders danken. Angefangen bei meinem Doktorvater Prof. Dr. Stephan Madaus, der mir überhaupt erst die Möglichkeit gab, an seinem Lehrstuhl zu arbeiten und zu promovieren. Mit seiner offenen und entspannten Art fühlte ich mich von Anfang an wohl am Lehrstuhl und konnte mir vieles für meine eigenen Lehrveranstaltungen abschauen und mich durch ihn für das Insolvenz- und Restrukturierungsrecht begeistern. An wen ich im Zuge dessen auch unweigerlich denken muss, ist Prof. Dr. Christian Schröder, von dessen Lehre ich in den ersten Semestern unheimlich begeistert und mitgerissen war. Er war es auch, der mich durch seine Leidenschaft für die Ad-hoc-Publizitätspflicht in der Vorlesung Kapitalmarktstrafrecht zu meinem Dissertationsthema inspirierte. Wichtig zu erwähnen sind auch meine Freunde Dr. Jan-Philipp Meindl, Dr. Konrad Lang, Hannes Lutze, Dr. Friedrich Biermann und Maximilian Musiol, die mit mir durch die Promotionszeit gegangen sind, mit denen man sich immer (auch bei einem Kaltgetränk auf der Unitreppe) austauschen konnte. Danken möchte ich auch meinen LehrstuhlkollegInnen Abbas Abbasov, Michelle Kluge, Victoria Tschepe, Justus Laschinski, Frauke Jackowicz und Mika Pette für das großartige Miteinander, die langen Kaffeerunden und den Spaß, den wir bei der Arbeit hatten.

Bedanken möchte ich mich zudem beim Land Sachsen-Anhalt für die großzügige Förderung des Dissertationsvorhabens durch die Landesgraduiertenförderung.

Zuletzt funktioniert ein solches Projekt auch nicht ohne ein unterstützendes privates Umfeld. Hier ist zunächst meine Freundin Helene Mahr zu nennen, die während der ganzen Dissertationszeit an meiner Seite war und mir immer zugehört und mich bestärkt hat. Ein ganz besonderer Dank gilt auch meinen Eltern Kerstin und Jan Kührt und meiner Großmutter Helga Kührt, die mich im Studium immer bedingungslos unterstützt haben und mir so meinen Weg erst ermöglicht haben.

Wiesbaden, den 22.08.2024

Johannes Kührt

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	17
I. Problemlage und Zielsetzung	18
II. Gang und Methodik der Untersuchung	19
 B. Kapitalmarktrechtliche Mitteilungspflichten	21
I. Der Begriff des Kapitalmarktes als Teil des Finanzmarktes	24
1. Etymologische Betrachtung	25
2. Wirtschaftswissenschaftliche Betrachtung	25
a) Makroökonomischer Zusammenhang des Kapitalmarkts	26
b) Die neue Institutsökonomik	27
3. Historische Entwicklung des Kapitalmarktes im Überblick	28
4. Produkte am Kapitalmarkt	30
a) Wertpapiere als Finanzierungstitel	31
b) Derivates Geschäft	32
5. Der Emittent als Akteur am Kapitalmarkt	33
a) Der Anleger als Gegenstück zum Emittenten	34
b) Emittent als juristische Person	35
c) Verschiedene Kategorien von Emittenten	36
d) Die Emission	38
6. Zwischenfazit: Der Kapitalmarkt – ein unpräziser und erkläруngsbedürftiger Begriff	39
II. Entwicklung des Kapitalmarktrechts	39
1. Die Anfänge im Börsen- und Aktienrecht	39
2. Die Einführung des WpHG als kapitalmarktrechtlicher Meilenstein	40
3. Die fortschreitende Europäisierung zur europäischen Kapitalmarktunion durch die Einführung der MAR und der ESMA	42
III. Einordnung des Kapitalmarktrechts	45
1. Kapitalmarktorganisationsrecht	46
2. Anleger- und Funktionsschutz	46
a) Präventiver Anleger- und Funktionsschutz	48
b) Repressiver Anleger- und Funktionsschutz	48
c) Fazit und eigener Versuch der Systematisierung des Kapitalmarktrechts ..	49

IV. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht im Gesamtkonzept der Kapitalmarktkommunikation	50
1. Grundlegendes	50
a) Wesentliche Vorteile der Kapitalmarktkommunikation	50
b) Historische Entwicklung	52
c) Regulatorischer Hintergrund	55
aa) Die Ad-hoc-Publizität im System der Kapitalmarktpublizität	55
bb) Kapitalmarktpublizität und Prospektspflicht	58
2. Der Tatbestand im Einzelnen	60
a) Persönlicher Anwendungsbereich	60
aa) Konkret verpflichtetes Organ des Emittenten	60
bb) Gründe für die Vorstandsverantwortlichkeit	61
b) Sachlicher Anwendungsbereich	62
aa) Insiderinformation	62
(1) Präzise Information	63
(a) Der Begriff der Kursspezifität	64
(b) Die Kursspezifität seit Geltl/Daimler	65
(2) Fehlende öffentliche Bekanntheit	66
(a) Das Prinzip der Bereichsöffentlichkeit	67
(b) Abkehr vom Prinzip der Bereichsöffentlichkeit durch die Einführung der MAR?	67
(c) Die Erforderlichkeit eines neuen Verständnisses der Kapitalmarktentöffentlichkeit	69
(3) Instrumentenbezug oder Emittentenbezug	71
(4) Kursrelevanz	71
(a) Der verständige Anleger als „Referenzfigur“	72
(b) Der neue Zweischritt der BaFin	74
(c) Die Probability-Magnitude-Formel	75
(d) Kriterien der Kursrelevanz	76
bb) Unmittelbarkeit	77
cc) Unverzüglichkeit	78
dd) Der Veröffentlichungsvorgang	80
3. Partielle Entkoppelung der Ad-hoc-Publizität vom Begriff der Insiderinformation durch den EU-Listing-Act	82
4. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht	83
a) Das kapitalmarktrechtliche Haftungsregime, §§ 97, 98 WpHG	83
aa) Rechtsnatur	84
bb) Anspruchsvoraussetzungen	85
b) Deliktsrechtliche Haftung aus dem BGB	87
aa) § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit der Ad-hoc-Publizitätspflicht als Schutzgesetz	87

bb) Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung, § 826 BGB	88
c) Der strafbare Insiderhandel, § 119 Abs. 3 WpHG	89
d) Haftung nach dem OWiG	90
e) Naming and shaming, § 125 WpHG	91
5. Der Aufschub der Veröffentlichung wegen berechtigter Interessen des Emittenten, Art. 17 Abs. 4 MAR	92
a) Beeinträchtigung der Interessen des Emittenten	93
aa) Laufende Verhandlungen	95
bb) Zustimmungserfordernisse	96
(1) Zustimmungserfordernis innerhalb des Unternehmens	97
(2) Behördliches Zustimmungserfordernis	98
cc) Produktentwicklungen	99
dd) Interne Untersuchungen/Gerichtsverfahren	100
b) Keine Irreführung der Öffentlichkeit	101
c) Sicherstellung der Geheimhaltung	102
d) Wirkung und Verfahren des Aufschubs	104
e) Relevanz des Aufschubs nach Inkrafttreten des EU-Listing-Acts	105
6. Aufschub zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems, Art. 17 Abs. 5 MAR	106
V. Zusammenfassung und Ausblick	107
 C. Ad-hoc-Publizität in der Krise	 109
I. Problemstellung	109
1. Gesetzgeberisches Interesse – Schaffung einer Sanierungskultur in Deutschland	110
a) Die ESUG-Reform	113
b) Der neue Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen	114
2. Gläubigerinteressen	115
3. Geschäftsleiterinteressen	117
II. Krisenszenarien	119
1. Betriebswissenschaftliche Definitionsansätze	119
2. IDW-Standard	121
3. Die Krisenentwicklung als fortlaufender Prozess im Sinne der <i>Geltl/Daimler-Entscheidung</i>	122
4. Die Krise zwischen Erkenntnis und wirkungsvollen Gegenmaßnahmen	123
5. Krisensymptome	124
a) Symptome einer Stakeholderkrise	125
b) Konflikte in der Führungsebene	127

c) Rückläufiger Absatz/Umsatz	129
aa) Externe Ursachen	129
bb) Interne Ursachen	130
cc) Kursrelevanz rückläufiger Absatz- und Umsatzzahlen	131
dd) Stellungnahme	133
d) Erzielung schwerwiegender Verluste	134
aa) Auflösung stiller Reserven	135
bb) Verlust des hälftigen Grundkapitals	137
cc) Covenant Breach/Kündigung wesentlicher Kreditlinien	138
(1) Erscheinungsformen und Zweck von Covenants	138
(2) Die Ad-hoc-Pflichtigkeit des Covenant Bruchs	140
dd) Ausfall wesentlicher Schuldner	142
e) Akuter Liquiditätsbedarf	143
f) Insolvenzreife/Vorliegen materieller Insolvenzgründe	146
aa) Die Insolvenzgründe der Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) und Überschuldung (§ 19 InsO)	146
bb) Der Insolvenzgrund der drohenden Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) ..	148
g) Der Insolvenzantrag	149
aa) Gründe für die uneingeschränkte Ad-hoc-Pflichtigkeit der Stellung des Insolvenzantrags	150
bb) Weitere zu veröffentlichte Einzelheiten	152
6. Maßnahmen der Krisenbewältigung	153
a) Einstellung eines CRO/externen Restrukturierungsberaters	154
b) Einsparungsmaßnahmen	155
c) Kapitalerhöhungen/Debt to Equity Swap	157
aa) Kapitalerhöhung in der Krise	157
bb) Kapitalerhöhungen als Insiderinformation	158
cc) Der debt to equity swap als besondere Kapitalmaßnahme	159
d) Distressed M&A	160
e) StaRUG-Verfahren	162
aa) StaRUG-Verfahren vs. Insolvenzverfahren	163
(1) Krisenfrüherkennung und Eröffnung des Verfahrens	163
(2) Die Verfahrenshilfen in § 29 Abs. 2 StaRUG	165
(3) Der Restrukturierungsbeauftragte	167
bb) Zwischenschritte des StaRUG-Verfahrens als Insiderinformation	168
f) Staatliche Rettungsmaßnahmen	170
III. Zwischenfazit – Reformbedarf bei insolvenznahen Sachverhalten	171
IV. Der Aufschub in der Krise	173
1. Die Krise als berechtigtes Interesse	173

2. Zur Gewährleistung einer langfristigen finanziellen Erholung	175
a) Differenzierung zwischen Symptomen und Gegenmaßnahmen	176
b) Sanierungsfreundlichkeit des Aufschubs	177
c) Vorschlag der Umformulierung zur Harmonisierung	177
aa) Bisherige Formulierung	178
bb) Formulierungsvorschlag	179
D. Ad-hoc-Publizität im Insolvenzverfahren	180
I. Pflichtenträger in der Insolvenz	180
1. Rechtslage de lege lata	181
a) Rechtsprechung des BVerwG	181
b) § 24 WpHG (§ 11 WpHG a.F.)	182
c) Änderung durch die Einführung der MAR?	183
aa) Wortlaut	184
bb) Systematik	184
cc) Telos der Norm	184
dd) Historische Auslegung	185
ee) Europarechtskonforme Auslegung	185
2. Bewertung der Rechtslage von Literatur und Praxis	186
a) Kritik von K. Schmidt	186
b) Kritik von Hirte	186
c) Kritik von Herchen/Herchen	187
d) Für den Pflichtenübergang bei der Ad-hoc-Meldung	187
3. Eigene Stellungnahme – Gründe für einen Pflichtenübergang auf den Insolvenzverwalter	188
a) Praktikabilität im Insolvenzverfahren	188
b) Effektivität des Kapitalmarkts	189
c) Haftungskongruenz	190
d) Gegenargument: Enormer Arbeits- und Kostenaufwand für den Insolvenzverwalter	190
e) Gegenargument: Fehlende Vollständigkeit der Regelung spricht für eine grundlegende Vorstandsverantwortlichkeit	191
4. Konkretisierung, Reformüberlegungen und eigener Reformvorschlag	192
a) Eigener Vorschlag zum vorläufigen Insolvenzverfahren	193
b) Eröffnetes Insolvenzverfahren	194
II. Der Schutzzweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht in der Insolvenz	195
1. Emittent mit stillgelegtem Geschäftsbetrieb	196
2. Emittent mit grundlegender Sanierungserwartung	198
III. Zusammenfassung	199

E. Zusammenfassung der Ergebnisse und Thesen der Untersuchung	201
Literaturverzeichnis	204
Stichwortverzeichnis	224

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft, Zeitschrift für Aktienrecht
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebsberater
Bd.	Band
Begr.	Begründer
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT	Bundestag
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
CDU	Christlich Demokratische Union
CEO	Chief executive officer
CFD	Contract for Difference/Differenzkontrakt
CFL	Corporate Finance Law
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie)
CRO	chief restructuring officer
CSU	Christlich Soziale Union
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EG	Europäische Gemeinschaft
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-VO	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
ESUG	Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen
etal.	et al/und andere
ETF	Exchange-Traded Fund
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EuR	Zeitschrift Europarecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union

EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	fortfolgende
FISG	Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität
FS	Festschrift
GesR	Gesundheitsrecht
GmbHR	Die GmbH-Rundschau
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i. H. v.	in Höhe von
IKB	Deutsche Industriebank
InsO	Insolvenzordnung
i. S. d.	im Sinne des
i. S. v.	im Sinne von
JA	Juristische Arbeitsblätter
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
Jura	Juristische Ausbildung
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KK	Kölner Kommentar
KMU	Kleine und mittelständige Unternehmen
KSI	Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
KTS	Zeitschrift für Insolvenzrecht
KWG	Kreditwesengesetz
lit.	litera/Buchstabe
M&A	Mergers and Acquisition
MAR	Market Abuse Regulation/Marktmissbrauchsverordnung
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente
MiFIR	Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MüKo	Münchener Kommentar
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
No.	Number
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZWist	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
OLG	Oberlandesgericht
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
S.	Seite
SE	Societas Europaea

sog.	sogenannte/n
SpuRt	Zeitschrift für Sport und Recht
StaRUG	Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz)
StaRUG-E	Entwurf zum Gesetz über den Stabilisierungs- und Restrukturierungsrahmen für Unternehmen (Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz)
u. a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Vgl.	Vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
WiJ	Journal der Wirtschaftsstrafrechtlichen Vereinigung (Wistev)
Wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier Mitteilungen
WpAV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZJS	Zeitschrift für das Juristische Studium
ZRI	Zeitschrift für Restrukturierung und Insolvenz

A. Einleitung

Von Isaac Newton soll der Satz stammen: „Ich kann die Bahn der Himmelskörper auf Zentimeter und Sekunden genau berechnen, aber nicht, wohin die verrückte Menge einen Börsenkurs treiben kann.“¹ Hiermit beschreibt er bereits früh die Faszination des Kapitalmarktes, die in der fehlenden Vorhersehbarkeit der Entwicklung der Kurse von Finanzinstrumenten liegt. Anlageentscheidungen bewegen sich allzu häufig zwischen einer glückspielartigen Risikoentscheidung und rein finanziellen Erwägungen. Dass die, zu Beginn dieser Arbeit noch nicht absehbaren, einschneidenden Ereignisse rund um die Corona-Pandemie und der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine keine positiven Auswirkungen auf eine Vielzahl der Börsenkurse haben werden, war möglicherweise abzusehen. Dass hingegen ein aus zwei Wörtern bestehender Tweet („Use Signal“) von Elon Musk dazu führt, dass die Aktie eines Medizintechnikherstellers (Signal Advance) um 930 % anstieg,² ist für den auf Verständnis drängenden Beobachter nur schwer nachvollziehbar. Allerdings fassen Sachverhalte wie diese die Herausforderungen des Kapitalmarktrechts treffend zusammen. Der (potenzielle) Anleger³ – ob institutionell oder privat – möchte möglichst konkret vorhersehen, wie sich seine Investition entwickelt. Nicht umsonst erfreuen sich auch ETFs (Exchange Traded Funds) wachsender Beliebtheit beim Anlegerpublikum,⁴ gerade weil sie ob ihrer hohen Diversifizierung nur ein geringes Risiko aufweisen. Deutlich wird ebenfalls, dass auch wegen – zumindest bis 2023 – sinkender Zinsen die Anlage am Kapitalmarkt immer beliebter wird. Während man viele Jahre eine fehlende Aktienkultur bemängelte und die Deutschen gar als

¹ Newton verlor um 1720 den Überlieferungen zufolge ca. 20.000 Pfund im Zuge der in Großbritannien verheerenden „Südseeblase“, vgl. etwa: Die Südseeblase kam auch Isaac Newton teuer zu stehen, FAZ am 02.08.2008.

² Eigentlich wollte Musk mit seinem Tweet, weil er aufgrund der neuen Nutzungsbedingungen des Messengerdienstes Whatsapp unzufrieden war, seine Followerschaft von über 100 Mio. (Stand: 28.07.2022) auf den Messengerdienst Signal aufmerksam machen. Anleger hingegen kauften fälschlicherweise zu großer Zahl Aktien des Unternehmens Signal Advance, vgl. hierzu zusammenfassend: Handelsblatt vom 12.01.2021, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/aktien/signal-advance-nach-tweet-von-elon-musk-anleger-investieren-massen-haft-in-die-falsche-aktie/26789426.html>.

³ Die aus Gründen der Lesbarkeit gewählte männliche Form bezieht sich im Folgenden zugleich auf weibliche, männliche und diverse Personen.

⁴ Vgl. hierzu u.a. ETF-Handel auf Xetra, Zahlen und Fakten zum Gesamtjahr 2021, 01.2022, abrufbar unter: https://www.xetra.com/resource/blob/2925932/9dada38128f12365168cec293cd403f2/data/Factsheet-Zahlen-und-Fakten-2021_de.pdf.

„Aktienmuffel“ bezeichnete⁵, ist festzustellen, dass es seit jeher politisches Ziel ist, den Kapitalmarkt attraktiver zu gestalten.⁶ Mittlerweile hat man in Deutschland erste Anstrengungen unternommen, eine Aktienrente zu etablieren, die perspektivisch dazu beitragen soll, das Rentenniveau zu sichern.⁷ Das Anlegerpublikum wird jünger und diverser und durch sogenannte Neobroker wird die Anlage immer einfacher.⁸ Kurzum, das Interesse am Kapitalmarkt wächst. Doch wächst mit dem Interesse auch das Vertrauen oder hat die Investition am Kapitalmarkt nur wegen des Mangels an Alternativen an Attraktivität gewonnen? Vertrauen in den Kapitalmarkt – so viel ist sicher – soll durch ein funktionierendes Kapitalmarktrecht gewährleistet werden, dessen elementarer Bestandteil die Mitteilungspflichten und somit auch die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität sind. Die hierbei geschaffene Transparenz trägt dazu bei, dass das Anlegerpublikum über aktuelle Entwicklungen rund um den Emittenten und das Finanzinstrument informiert ist und auch zukünftig bleibt.

I. Problemlage und Zielsetzung

Probleme treten immer dann auf, wenn sich Ereignisse abzeichnen, über die man von Seiten des Emittenten nur ungern informieren möchte, wie der Fall, dass man sich in einer „Krise“ befindet. Mag es menschlich nachvollziehbar sein, dass gute Nachrichten leichter zu vermitteln sind als schlechte, sind Informationsasymmetrien zwischen Anlegern und Emittenten ein im Kapitalmarktrecht höchst unbefriedigender Zustand. Daher macht auch die Ad-hoc-Publizität keine Ausnahme zwischen positiven und negativen Informationen. Es ist ein klassischer Interessenkonflikt zwischen Kapitalmarkttransparenz einerseits und der möglichst diskreten und erfolgreichen Krisenbewältigung andererseits. Jene Interessenkonflikte sind es jedoch,

⁵ Vgl. etwa Focus: „Deutsche sind Aktienmuffel“, erschienen am: 03.12.2019, abrufbar unter: https://www.focus.de/finanzen/boerse/deutsche-sind-aktienmuffel-vorbehalte-und-fehlendes-wissen-was-die-deutschen-vom-aktienkauf-abhaelt_id_11416805.html.

⁶ So wurden jüngst Eckpunkte für ein „Zukunftsfinanzierungsgesetz“ veröffentlicht, die nach Plänen des Bundesfinanzministeriums und Bundesjustizministeriums in ein Gesetz münden sollen, dass der Finanzstandort durch „Digitalisierung, Entbürokratisierung und Internationalisierung“ attraktiver machen soll; vgl. Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz, abrufbar unter: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktpolitik/2022-06-29-eckpunkte-zukunftsfinanzierungsgesetz.pdf?__blob=publicationFile&v=4.

⁷ „Wir werden der Deutschen Rentenversicherung auch ermöglichen, ihre Reserven am Kapitalmarkt reguliert anzulegen.“, vgl. Koalitionsvertrag SPD/Grüne/FDP, Mehr Fortschritt wagen, 73; 2022 sollen noch im Laufe des Jahres EUR 10 Mrd. in einem Aktienfonds, der von der Bundesbank verwaltet wird, angelegt werden, vgl. Tagesschau, Aktienrente soll noch 2022 starten, 11.04.2022, <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/finanzen/aktienrente-ampelkoalition-101.html>.

⁸ Mittlerweile ist auch 1/3 der Aktionäre weiblich und der Prozentsatz der Aktionäre unter 29 Jahren stieg die letzten 5 Jahre kontinuierlich an, vgl. Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2021, 23.

die die Rechtswissenschaften prägen und durchdringen und den Reiz dieser Disziplin ausmachen. Zu einer Auflösung dieser wichtigen Gemengelage soll diese Arbeit beitragen und gewissermaßen als Leitfaden dienen, wie zwischen Kapitalmarktrecht und insolvenzrechtlichen Wertungen abzuwegen ist. Dabei ist zu untersuchen, welche Informationen im Vorfeld einer möglichen Insolvenzantragsstellung einerseits als veröffentlichtspflichtige Insiderinformation einzuordnen sind und andererseits, welche Möglichkeiten dem Emittenten zur Verfügung stehen, eine Insiderinformation zurückzuhalten.

Probleme können jedoch auch nach der Stellung des Insolvenzantrags im vorläufigen oder eröffneten Insolvenzverfahren auftreten. Hierbei ist in der Praxis nach wie vor hochumstritten, ob der Insolvenzverwalter selbst oder das noch im Amt befindliche Geschäftsführungsorgan zur Mitteilung von Insiderinformationen nach Art. 17 MAR verpflichtet ist. Die Arbeit soll hier dazu beitragen, eine praxistaugliche Lösung zu finden, die die Kontinuität der kapitalmarktrechtlichen Pflichten aber auch die herausgehobene Stellung des Insolvenzverwalters in den Blick nimmt. Darüber hinaus ist zu klären, welche Informationen im Insolvenzverfahren überhaupt publizitätspflichtig sind. So geht der europäische Gesetzgeber im Ausgangspunkt in der MAR bei Insiderinformationen von Informationen aus, die dazu geeignet sind, den Kurs des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen. Dabei stellt sich die Frage dahingehend, ob es nach der üblicherweise mit der Insolvenz verbundenen Talfahrt des Aktienkurses überhaupt noch Informationen geben kann, die hier für „verständige“ Anleger kursrelevant sind.

II. Gang und Methodik der Untersuchung

Im Ergebnis stellt sich diese Arbeit der Frage, welche Informationen, wann und von wem während einer Krise zu veröffentlichen sind. Oberstes Ziel bleibt es jedoch in diesem Zusammenhang, das Kapitalmarktrecht und das Insolvenzrecht im Rahmen der Publizitätspflichten in einen zufriedenstellenden Gleichklang zu bringen.

Hierfür wurde die Arbeit in zeitlicher Hinsicht auf die Zeitpunkte vor und im Insolvenzverfahren aufgeteilt, um hiermit eine logische Struktur zu schaffen. Zu Beginn wird zunächst die Ad-hoc-Publizität im rechtsgebietsübergreifenden Regelungsgeflecht des Kapitalmarktrechts untersucht (B.). Aufgrund der vergleichsweisen Neuartigkeit dieses Rechtsgebiets, ist es erforderlich, das Kapitalmarktrecht in seiner gesamten Zielsetzung und dem konkreten Regelungsgegenstand zu umreißen. Erst danach soll die Ad-hoc-Publizitätspflicht tatbestandlich erfasst werden, wobei für die zentrale Konkretisierung dessen der Begriff der Insiderinformation aus Art. 7 Abs. 1 MAR eine zentrale Rolle einnimmt. Als Korrektiv zur Ad-hoc-Publizitätspflicht soll dann ebenfalls deren Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR Erwähnung finden.