

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 erklärmungsbedürftiger 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 Prospektpflicht	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