

# Inhaltsübersicht

Abbildungsverzeichnis	27
Tabellenverzeichnis	29
Einleitung und Gang der Untersuchung	31
1. Teil: Das kapitalmarktrechtliche Instrument der Ad-hoc-Publizität	34
1. Kapitel: Funktionen und Schutzobjekte	35
A. Publizitätsfunktion	36
B. Präventionsfunktion	39
C. Schutzobjekte	40
2. Kapitel: Einschlägige gesetzliche Bestimmungen	43
A. Ad-hoc-Pflicht des Emittenten	43
B. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Pflicht	120
2. Teil: Compliance-Verstöße und Ad-hoc-Publizität	158
1. Kapitel: Compliance-Begriff	159
A. Allgemeine Begriffsbestimmung, unternehmensinterne Zuständigkeit und Bedeutung für Emittenten	159
B. Phänomenologie der Compliance-Verstöße	161
2. Kapitel: Veröffentlichungspflicht von Compliance-Verstößen	165
A. Geltung des nemo-tenetur-Grundsatzes für den Emittenten?	165
B. Fehlende öffentliche Bekanntheit	169
C. Kursrelevanz und Präzision von Informationen im Zusammenhang mit Compliance-Verstößen	171
	15

D. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten von der Information über einen Compliance-Verstoß	263
E. Unverzüglichkeit der Ad-hoc-Meldung über einen Compliance-Verstoß	265
F. Möglichkeit der Selbstbefreiung	266
3. Kapitel: Verschulden der Nichtveröffentlichung und Wirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes	273
A. Verschuldenszurechnung	273
B. Zurechnung des Wissens über Compliance-Verstöße	274
C. Auswirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes und schützenswerte Geheimhaltungsinteressen	275
3. Teil: Empirische Analyse	281
A. Methode	281
B. Erkenntnisse	285
C. Bewertung	289
D. Limitationen	291
E. Anknüpfungspunkte für weitere Forschungen	292
Zusammenfassung in Thesen	293
Literatur	301

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	27
Tabellenverzeichnis	29
Einleitung und Gang der Untersuchung	31
1. Teil: Das kapitalmarktrechtliche Instrument der Ad-hoc-Publizität	34
1. Kapitel: Funktionen und Schutzobjekte	35
A. Publizitätsfunktion	36
B. Präventionsfunktion	39
C. Schutzobjekte	40
I. Schutz des Marktes	40
II. Individualschutz des einzelnen Anlegers	40
2. Kapitel: Einschlägige gesetzliche Bestimmungen	43
A. Ad-hoc-Pflicht des Emittenten	43
I. Marktmissbrauchsverordnung	43
II. Anwendungsbereich des Art. 17 MAR	44
III. Veröffentlichungstatbestand des Art. 17 I UAbs. 1 MAR	45
1. Begriff der Insiderinformation	45
a. Präzision der Information	46
aa. Sachlicher Bezugspunkt	48
bb. Zeitlicher Bezugspunkt	49
(1) Zukünftige Umstände und Ereignisse	49
(a) Problemstellung	49
(b) Keine Anwendung der Probability-Magnitude-Formel	51
(c) Kein Erfordernis einer „hohen“ Eintrittswahrscheinlichkeit	53
(d) 50 %-Schwelle der Eintrittswahrscheinlichkeit	53
	17

(2) Zeitlich gestreckte Vorgänge	55
(3) Gegenwärtige Umstände und Ereignisse	57
cc. Spezifität	59
dd. Zusammentreffen mehrerer Unsicherheitselemente	61
b. Fehlende öffentliche Bekanntheit	62
c. Erhebliches Kursbeeinflussungspotential	64
aa. Allgemeines	64
bb. Perspektive des verständigen Anlegers als Beurteilungsmaßstab	65
(1) Perspektive der Beurteilung	65
(2) Modellbild des verständigen Anlegers	66
cc. Anlageentscheidung als Anknüpfungspunkt	71
(1) Allgemeines	71
(2) Informationsspektrum und Fundamentalwertrelevanz als Determinanten der Anlageentscheidung	72
(a) Theoretische Grundlagen	72
(b) Veränderung des Informationsspektrums	73
(c) Einwirkung auf den Fundamentalwert	75
(3) Anlageentscheidung des verständigen Anlegers	76
(a) Gesicherte Informationen über gegenwärtige oder vergangene Umstände und Ereignisse	77
(b) Behandlung von Unsicherheitselementen	77
dd. Berücksichtigung bei der Anlageentscheidung als Erheblichkeitsschwelle	82
(1) Handelsanreiz als maßgebliches Kriterium	82
(2) Indizwirkung tatsächlicher Kursentwicklungen	84
d. Emittentenbezug	86
2. Unmittelbare Betroffenheit	86
a. Fundamentalwertrelevanz	88
b. Unmittelbarkeit der Fundamentalwertrelevanz	89
c. Emittentenspezifität	90
3. Unverzüglichkeit der Veröffentlichung	91
a. Kenntniserfordernis des Art. 17 MAR?	91
b. Wissensorganisationspflichten des Art. 17 MAR	93
c. Zeitlicher Gehalt des Kriteriums	96

IV. Aufschubmöglichkeit der Veröffentlichung	97
1. Aufschub wegen berechtigter Emittenteninteressen	97
a. Berechtigte Interessen des Emittenten	99
aa. Emittenteninteresse als Aktionärsinteresse	99
bb. Berechtigte Interessen	100
b. Irreführung der Öffentlichkeit	102
c. Sicherstellung der Geheimhaltung	102
2. Aufschub wegen der Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems	103
3. Erfordernis einer bewussten Entscheidung des Emittenten	104
4. Vorsorgliche Aufschubentscheidung	106
5. Änderung der Information während der Aufschubphase	109
a. Verlust der Eigenschaft „Insiderinformation“	109
b. Erwachen einer Information zur „Insiderinformation“	110
6. Zuständige Behörde	110
V. Veröffentlichungstatbestand des Art. 17 VIII MAR	111
VI. Interne Zuständigkeit	114
VII. Inhalt und Form der Veröffentlichung	116
VIII. Im Besonderen: Konzernsachverhalte	118
B. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Pflicht	120
I. Öffentlich-rechtliche Rechtsfolgen	121
1. Europarechtlicher Mindestrahmen	121
2. Nationale Ausgestaltung	121
a. Bußgeldfestsetzung gegen Einzelpersonen	122
b. Bußgeldfestsetzung gegen den Emittenten	124
c. Bekanntmachung der Sanktionen	125
II. Zivilrechtliche Rechtsfolgen	125
1. Haftung des Emittenten nach §§ 97, 98 WpHG	125
a. Rechtsnatur	126
b. Normzweck und Auswirkung auf den ersatzfähigen Schaden	127
c. Tatbestand	129
aa. Passivlegitimation	129
bb. Aktivlegitimation	130
cc. Pflichtverletzung	131
dd. Haftungsbegründende Kausalität	132

ee. Verschulden	134
(1) Verschulden bei unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung	134
(a) Zurechnung des Verschuldens der für die Ad-hoc-Pflicht zuständigen Stelle	135
(b) Zurechnung des Wissens für die Ad-hoc-Pflicht unzuständiger Stellen	137
(aa) Zurechnung des Wissens von (unzuständigen) Vorstandsmitgliedern	138
(bb) Zurechnung des Wissens sonstiger Mitarbeiter	140
(α) Verletzung von Wissensorganisationspflichten als Zurechnungsgrund	140
(β) Verschulden der Wissensorganisationspflichtverletzung	142
(γ) Irrelevanz einer unterlassenen Weiterleitung	142
(δ) Korrekturbedürftigkeit des Ergebnisses?	143
(cc) Zurechnung des Wissens von Aufsichtsratsmitgliedern	145
(dd) Zurechnung im Konzern	146
(c) Erforderliche Nachweise für die Exkulpation	147
(2) Verschulden bei fehlerhafter Veröffentlichung	147
d. Rechtsfolge	148
aa. Umfang des ersatzfähigen Schadens	148
bb. Haftungsausfüllende Kausalität	150
cc. Mitverschulden / Haftungsausschluss	150
2. Haftung des Emittenten nach weiteren Vorschriften	151
a. § 826 BGB	152
b. § 823 II BGB in Verbindung mit einer Schutzgesetzverletzung	154
3. Haftung der Organmitglieder	156

2. Teil:	Compliance-Verstöße und Ad-hoc-Publizität	158
1. Kapitel:	Compliance-Begriff	159
A.	Allgemeine Begriffsbestimmung, unternehmensinterne Zuständigkeit und Bedeutung für Emittenten	159
B.	Phänomenologie der Compliance-Verstöße	161
	I. Interne vs. externe Regelwerke	162
	II. Freiwillige vs. zwingende Regelwerke	163
2. Kapitel:	Veröffentlichungspflicht von Compliance-Verstößen	165
A.	Geltung des nemo-tenetur-Grundsatzes für den Emittenten?	165
B.	Fehlende öffentliche Bekanntheit	169
C.	Kursrelevanz und Präzision von Informationen im Zusammenhang mit Compliance-Verstößen	171
	I. Erwiesene Compliance-Verstöße mit feststehenden Folgen als Anknüpfungspunkt	172
	1. Präzision der Information über einen Compliance-Verstoß	173
	2. Kursrelevanz der Information über einen Compliance-Verstoß	174
	a. Änderung des Informationsspektrums	174
	b. Erhebliche Fundamentalwertrelevanz	175
	aa. Verstöße gegen freiwillige Regelungen	175
	bb. Verstöße gegen zwingende Regelungen	177
	(1) Compliance-Verstöße der Stufe 1	177
	(a) Fundamentalwertrelevanz	177
	(b) Erheblichkeit?	179
	(2) Compliance-Verstöße der Stufe 2	181
	(a) Monetäre Auswirkungen als Kriterium der Kurserheblichkeit	182
	(aa) Bildung eines Schwellenwerts	183
	(α) Rückgriff auf das materiality-Konzept der Wirtschaftsprüfung	183
	(β) Argumente für die Übertragung des materiality-Konzepts	185
	(γ) Formel zur Berechnung der Erheblichkeit	187
	(δ) Bestimmung der EBT-Vergleichsgröße	192

(bb) Anwendung der Schwellenwertregel: Konkrete Bestimmung der Kursrheblichkeit	194
(b) Im Besonderen: Reputationsschäden als Kriterium der Kursrheblichkeit	194
(c) Kriterien bei Verstößen gegen Strafrecht	195
(aa) Straftaten gegen den Emittenten	196
(α) Agency-Problem massiven Ausmaßes	196
(β) Schädigung des Emittenten	198
(bb) Sonstige mit der Tätigkeit für den Emittenten in Zusammenhang stehende Straftaten	198
(α) Feststehende Haftstrafe	198
(β) Feststehende Verbandsgeldbuße	200
(δ) Feststehende Vermögensabschöpfung	202
(d) Kriterien bei Verstoß gegen öffentlich- rechtliche Vorschriften	203
(aa) Verwaltungshandeln außerhalb des Vollstreckungsverfahrens	203
(bb) Zwangsgelder im Rahmen des Vollstreckungsverfahrens	205
(cc) Bußgelder	206
(α) Verstoß des Emittenten	206
(β) Verstoß einer für den Emittenten tätigen Person	207
(dd) Private Enforcement	207
II. Erwiesene Compliance-Verstöße und unsichere Folgen als Anknüpfungspunkt	208
1. Allgemeines	208
2. Behandlung monetärer Auswirkungen – Anwendung der Schwellenwertregel	210
III. Weitere Anknüpfungspunkte der Veröffentlichungspflicht	212
1. Der Compliance-Verstoß als Element eines zeitlich gestreckten Vorgangs	212
2. Anknüpfungspunkte der Veröffentlichungspflicht	215
a. Unzureichende Compliance-Strukturen	215
aa. Aufdeckung unabhängig von einem konkreten Regelverstoß	215
bb. Aufdeckung aufgrund eines konkreten Regelverstoßes	217



b. Verdacht eines Compliance-Verstoßes	218
aa. Unsichere Informationsquelle	221
bb. Inhaltliche Unsicherheit	223
cc. Zusammentreffen der Unsicherheitselemente	224
dd. Weiteres Verhalten beim Absehen von einer Veröffentlichung	225
ee. Besonderheiten bei Verdacht einer Straftat	225
ff. Sonderfall: Berichterstattung in den Massenmedien	226
c. Interne Untersuchungen	227
d. Behördliche Ermittlungen und Verwaltungsmaßnahmen	229
aa. Verfahrensaufnahme	229
bb. Maßnahmen zur Ermittlung und Beweisgewinnung	230
cc. Ergebnis der Ermittlungen	230
dd. Verwaltungsmaßnahmen	231
ee. Parallele Ermittlungspflicht des Emittenten	232
ff. Besonderheiten des Verwaltungszwangsverfahrens	233
gg. Korrigierende Zweit-Ad-hoc-Mitteilung	235
e. Besonderheiten des Strafverfahrens	236
aa. Überblick über relevante Fallkonstellationen	236
bb. Möglichkeit der Kenntnis über Verfahrensschritte	237
cc. Aufnahme des Ermittlungsverfahrens	238
dd. Klagerhebung und Eröffnungsbeschluss	239
ee. Maßnahmen zur Ermittlung und Beweissammlung	241
ff. Vereinbarkeit der Grundsätze mit Europarecht	243
gg. Parallele Ermittlungspflicht des Emittenten	245
hh. Einstellung des Verfahrens	246
ii. Inhaftierung	247
jj. Straftaten während der Tätigkeit für ein anderes Unternehmen	247
f. Gerichtsverfahren	248
aa. Allgemeine Regeln	248
(1) Vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	248
(2) Keine vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	249
(a) Entstehen der Veröffentlichungspflicht während der Verhandlung	250

(b) Entstehen der Veröffentlichungspflicht mit dem Urteil	250
bb. Strafgerichtliche Verfahren	251
(1) Vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	252
(2) Keine vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	253
cc. Verwaltungsgerichtliche Verfahren	253
(1) Vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	253
(2) Keine vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	254
dd. Zivilgerichtliche Verfahren	255
(1) Private-Enforcement-Klagen	255
(a) Einzelverfahren	256
(b) Maßnahmen kollektiven Rechtsschutzes	257
(aa) Musterfeststellungsverfahren	257
(bb) Kapitalanleger-Musterverfahren	258
(2) Schadensersatzprozesse gegen für den Emittenten tätige Personen	260
g. Personelle Konsequenzen	261
h. Versagungsvermerk durch den Abschlussprüfer	262
D. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten von der Information über einen Compliance-Verstoß	263
E. Unverzüglichkeit der Ad-hoc-Meldung über einen Compliance- Verstoß	265
F. Möglichkeit der Selbstbefreiung	266
I. Selbstbefreiungsmöglichkeit bei nicht aufgedeckten Compliance-Fällen?	266
II. Abgrenzung zu Fällen der teleologischen Reduktion der Veröffentlichungspflicht	270
III. Selbstbefreiungsmöglichkeit bei aufgedeckten Compliance- Fällen	272
3. Kapitel: Verschulden der Nichtveröffentlichung und Wirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes	273
A. Verschuldenszurechnung	273
B. Zurechnung des Wissens über Compliance-Verstöße	274
C. Auswirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes und schützenswerte Geheimhaltungsinteressen	275
I. Auswirkungen auf die Verschuldenszurechnung	275
II. Auswirkungen auf die Wissenszurechnung	277

III. Schützenswertes Geheimhaltungsinteresse des Emittenten?	279
3. Teil: Empirische Analyse	281
A. Methode	281
B. Erkenntnisse	285
C. Bewertung	289
D. Limitationen	291
E. Anknüpfungspunkte für weitere Forschungen	292
Zusammenfassung in Thesen	293
Literatur	301