

# Inhaltsverzeichnis

|                                                                              |             |
|------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>Abbildungsverzeichnis .....</b>                                           | <b>XVII</b> |
| <b>Tabellenverzeichnis .....</b>                                             | <b>XIX</b>  |
| <b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>                                           | <b>XXI</b>  |
| <b>1 Einleitung .....</b>                                                    | <b>1</b>    |
| 1.1 Problemstellung .....                                                    | 1           |
| 1.2 Zielsetzung .....                                                        | 6           |
| 1.3 Gang der Untersuchung .....                                              | 8           |
| <b>2 Kapitalmarkt und Publizitätspflichten.....</b>                          | <b>11</b>   |
| 2.1 Kapitalmarkt und -recht .....                                            | 11          |
| 2.1.1 Begriffliche Einordnung „Kapitalmarkt und -recht“ .....                | 11          |
| 2.1.2 Historische Entwicklung des Kapitalmarktrechts .....                   | 12          |
| 2.1.2.1 Entwicklungslinien des europäischen Kapitalmarktrechts.....          | 12          |
| 2.1.2.2 Entwicklungslinien des nationalen Kapitalmarktrechts .....           | 14          |
| 2.1.3 Ökonomische Erklärungsansätze des Kapitalmarktrechts .....             | 17          |
| 2.1.3.1 Gegenstand der Prinzipal-Agent-Theorie .....                         | 17          |
| 2.1.3.2 Problematik und Lösungsmöglichkeiten von<br>Agency-Beziehungen ..... | 18          |
| 2.1.3.3 Agency-Kosten .....                                                  | 22          |
| 2.1.3.4 Kapitalmarkteffizienz .....                                          | 23          |
| 2.1.3.4.1 Informationseffizienz des Kapitalmarkts.....                       | 24          |
| 2.1.3.4.2 Allokationseffizienz des Kapitalmarkts.....                        | 26          |
| 2.1.3.4.3 Kritische Würdigung der Kapitalmarkteffizienz-<br>Hypothese .....  | 27          |
| 2.1.4 Regelungsziele des Kapitalmarktrechts.....                             | 29          |
| 2.1.4.1 Funktionsschutz .....                                                | 29          |
| 2.1.4.1.1 Institutionelle Funktionsfähigkeit.....                            | 29          |
| 2.1.4.1.2 Operationale Funktionsfähigkeit .....                              | 30          |
| 2.1.4.1.3 Allokative Funktionsfähigkeit.....                                 | 30          |
| 2.1.4.2 Anlegerschutz .....                                                  | 30          |
| 2.1.5 Systematisierung der Kapitalmärkte und des<br>Kapitalmarktrechts ..... | 32          |

|                                                                                |           |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 2.1.5.1 Das System der Kapitalmärkte .....                                     | 32        |
| 2.1.5.2 Das System des Kapitalmarktrechts .....                                | 34        |
| 2.1.6 Börse .....                                                              | 35        |
| 2.1.6.1 Begriff der Börse .....                                                | 35        |
| 2.1.6.2 Börsenpreis .....                                                      | 36        |
| 2.1.6.3 Bildung von Börsenkursen.....                                          | 37        |
| 2.2 Insiderrecht und -handel .....                                             | 38        |
| 2.2.1 Begriffliche Einordnung „Insider und -handel“ .....                      | 38        |
| 2.2.2 Historische Entwicklung des Insiderrechts.....                           | 40        |
| 2.2.3 Erklärungsansätze der Kapitalmarktregulierung.....                       | 41        |
| 2.2.4 Regelungsziele und -instrumente des Insiderrechts .....                  | 43        |
| 2.2.4.1 Zielsetzung des Insiderrechts .....                                    | 43        |
| 2.2.4.2 Instrumente des Insiderrechts.....                                     | 44        |
| 2.2.4.2.1 Insiderverbote .....                                                 | 44        |
| 2.2.4.2.2 Pflicht zur Führung von Insiderlisten .....                          | 45        |
| 2.2.4.2.3 Weitere Publizitätsvorschriften .....                                | 46        |
| 2.3 Publizitätspflichten .....                                                 | 47        |
| 2.3.1 Begriffliche Einordnung „Publizität und<br>Unternehmenspublizität“ ..... | 47        |
| 2.3.2 Historische Entwicklung der Publizitätspflichten.....                    | 48        |
| 2.3.3 Ökonomische Bedeutung von Informationen .....                            | 50        |
| 2.3.4 Kapitalmarktrechtliches Publizitätssystem .....                          | 54        |
| 2.3.4.1 Einführung.....                                                        | 54        |
| 2.3.4.2 Regelpublizität.....                                                   | 55        |
| 2.3.4.3 Ereignispublizität.....                                                | 56        |
| 2.3.4.3.1 Directors’ Dealings.....                                             | 57        |
| 2.3.4.3.2 Mitteilung von Änderungen des Stimmrechtsanteils .....               | 59        |
| <b>3 Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR.....</b>                               | <b>61</b> |
| 3.1 Einführung.....                                                            | 61        |
| 3.1.1 Begriff und Definition von „Ad-hoc-Publizität“ .....                     | 61        |
| 3.1.2 Regelungsziele und Aufgaben der Ad-hoc-Publizität.....                   | 62        |
| 3.2 Rechtliche Fundamente der Ad-hoc-Publizität.....                           | 65        |
| 3.2.1 Historische Entwicklung in Deutschland .....                             | 65        |
| 3.2.2 Europäische und nationale Regelungen.....                                | 66        |

|                                                                   |     |
|-------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.2.3 Kapitalmarktaufsicht.....                                   | 68  |
| 3.2.3.1 Nationale Aufsichtsbehörde BaFin .....                    | 68  |
| 3.2.3.2 Europäische Aufsichtsbehörde ESMA .....                   | 70  |
| 3.3 Grundzüge der Regelungen der Ad-hoc-Publizität nach           |     |
| Art. 17 MAR.....                                                  | 72  |
| 3.3.1 Persönlicher Anwendungsbereich .....                        | 72  |
| 3.3.1.1 Normenadressat .....                                      | 72  |
| 3.3.1.2 Emittenten von Finanzinstrumenten.....                    | 73  |
| 3.3.1.3 Freiverkehrsemittenten .....                              | 74  |
| 3.3.1.4 Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate .....        | 74  |
| 3.3.2 Zeitlicher Anwendungsbereich .....                          | 75  |
| 3.3.3 Allgemeine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach                   |     |
| Art. 17 Abs. 1 MAR.....                                           | 75  |
| 3.3.3.1 Insiderinformation .....                                  | 75  |
| 3.3.3.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten .....           | 78  |
| 3.3.3.3 Unverzüglichkeit .....                                    | 80  |
| 3.3.3.4 Kritische Würdigung.....                                  | 81  |
| 3.3.4 Aufschub der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR ..... | 82  |
| 3.3.4.1 Voraussetzungen des Aufschubs.....                        | 84  |
| 3.3.4.1.1 Berechtigte Interessen des Emittenten.....              | 84  |
| 3.3.4.1.1.1 Laufende Verhandlungen .....                          | 86  |
| 3.3.4.1.1.2 Zustimmung eines weiteren Organs                      |     |
| noch ausständig .....                                             | 88  |
| 3.3.4.1.1.3 Schutz von Entwicklung und Erfindung.....             | 89  |
| 3.3.4.1.1.4 Plan über Erwerb oder Verkauf wesentlicher            |     |
| Beteiligungen .....                                               | 90  |
| 3.3.4.1.1.5 Ermöglichung behördlicher Genehmigung.....            | 91  |
| 3.3.4.1.2 Keine Irreführung der Öffentlichkeit.....               | 92  |
| 3.3.4.1.3 Gewährleistung der Vertraulichkeit .....                | 94  |
| 3.3.4.1.3.1 Zugangskontrolle und Belehrungspflicht .....          | 95  |
| 3.3.4.1.3.2 Vorkehrungen zur unverzüglichen Offenlegung.....      | 98  |
| 3.3.4.2 Rechtsfolgen des Aufschubs .....                          | 99  |
| 3.3.4.3 Aktive Entscheidung des Emittenten und                    |     |
| Beschlusserfordernis .....                                        | 100 |

|                                                                               |            |
|-------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 3.3.4.4 Dokumentationspflichten .....                                         | 102        |
| 3.3.4.5 Nachholung der Ad-hoc-Publizität.....                                 | 102        |
| 3.3.4.6 Mitteilung und Erläuterung der Aufschubgründe .....                   | 103        |
| 3.3.5 Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung .....                            | 105        |
| 3.3.5.1 Inhaltliche Anforderungen .....                                       | 105        |
| 3.3.5.2 Unverzüglichkeit der Veröffentlichung.....                            | 107        |
| 3.3.5.3 Veröffentlichungsverfahren .....                                      | 108        |
| 3.3.5.4 Vorabmitteilung.....                                                  | 110        |
| 3.3.5.5 Leistungskennzahlen.....                                              | 111        |
| 3.3.6 Berichtigungs- und Aktualisierungspflicht.....                          | 112        |
| 3.3.6.1 Aktualisierungspflicht von Ad-hoc-Mitteilungen .....                  | 112        |
| 3.3.6.2 Berichtigungspflicht der Ad-hoc-Mitteilung .....                      | 113        |
| 3.3.7 Missbrauch der Ad-hoc-Publizität .....                                  | 114        |
| 3.4 Sanktionen bei Compliance-Verstößen gegen Art. 17 MAR .....               | 115        |
| 3.4.1 Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Bußgelder.....                     | 115        |
| 3.4.2 Strafrechtliche Sanktionen .....                                        | 117        |
| 3.5 Verhältnis von Ad-hoc-Publizität zur Regelpublizität.....                 | 118        |
| 3.6 Empirische Betrachtungen der Ad-hoc-Publizität .....                      | 119        |
| 3.6.1 Anzahl der Ad-hoc-Meldungen.....                                        | 120        |
| 3.6.2 Inhalte der Ad-hoc-Meldungen .....                                      | 121        |
| 3.6.3 Publizitätsbefreiungen und Sanktionen .....                             | 123        |
| <b>4 Insiderinformation nach Art. 7 MAR.....</b>                              | <b>125</b> |
| 4.1 Einführung.....                                                           | 125        |
| 4.2 Tatbestandsmerkmal „präzise Information“ .....                            | 126        |
| 4.2.1 Einführung.....                                                         | 126        |
| 4.2.2 Begriff der „präzisen Information“ .....                                | 126        |
| 4.2.3 Merkmale einer präzisen Information .....                               | 128        |
| 4.2.3.1 Bereits bestehende Umstände und eingetretene<br>Ereignisse .....      | 128        |
| 4.2.3.1.1 Tatsachen.....                                                      | 128        |
| 4.2.3.1.2 Werturteile, Rechtsauffassungen, Meinungen,<br>Einschätzungen ..... | 129        |
| 4.2.3.1.3 Gerüchte .....                                                      | 130        |
| 4.2.3.1.4 Tipps, Empfehlungen .....                                           | 132        |

|                                                                              |     |
|------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4.2.3.2 Zukünftige Umstände oder Ereignisse .....                            | 133 |
| 4.2.3.3 Zeitlich gestreckte Sachverhalte.....                                | 136 |
| 4.2.3.4 Kursspezifische Umstände oder Ereignisse.....                        | 139 |
| 4.3 Tatbestandsmerkmal „nicht öffentlich bekannt“ .....                      | 143 |
| 4.3.1 Einführung.....                                                        | 143 |
| 4.3.2 Begriff der „nicht öffentlichen Kenntnis“ .....                        | 143 |
| 4.3.3 Europäisches Öffentlichkeitskonzept der MAR .....                      | 144 |
| 4.3.4 Erscheinungsform und Herstellung der Öffentlichkeit .....              | 145 |
| 4.4 Tatbestandsmerkmal „direkter oder indirekter<br>Emittentenbezug“ .....   | 149 |
| 4.4.1 Einführung.....                                                        | 149 |
| 4.4.2 Begriff des „direkten oder indirekten Emittentenbezugs“ .....          | 150 |
| 4.4.3 Bedeutung für die Ad-hoc-Publizitätspflicht.....                       | 151 |
| 4.5 Tatbestandsmerkmal „Kursrelevanz“ .....                                  | 152 |
| 4.5.1 Einführung.....                                                        | 152 |
| 4.5.2 Begriff der „Kursrelevanz“ .....                                       | 153 |
| 4.5.3 Eignung zur Kursbeeinflussung .....                                    | 154 |
| 4.5.3.1 „Ex-ante“ als Betrachtungsperspektive .....                          | 154 |
| 4.5.3.2 Der „verständige Investor“ als Beurteilungsmaßstab .....             | 157 |
| 4.5.3.3 Fundamentalwertrelevanz als Beurteilungskriterium .....              | 160 |
| 4.5.4 Erheblichkeit der Kursbeeinflussung .....                              | 162 |
| 4.5.4.1 Subjektiver Ansatz.....                                              | 162 |
| 4.5.4.2 Probability/magnitude-Ansatz.....                                    | 164 |
| 4.5.4.3 Objektiv-subjektiver Ansatz.....                                     | 166 |
| 4.5.5 Kursrelevanz bei zeitlich gestreckten Sachverhalten .....              | 168 |
| 4.6 Kursrelevanz von Compliance-bezogenen Einzelfällen .....                 | 170 |
| 4.6.1 Gesetzesverstoß, unethisches Verhalten und<br>Reputationsverlust ..... | 170 |
| 4.6.2 Corporate Governance und Compliance-System .....                       | 172 |
| 4.6.3 Verwaltungs- und Gerichtsverfahren .....                               | 173 |
| 4.7 Zusammenhang von Insiderinformation und Ad-hoc- Publizität ....          | 176 |
| 4.7.1 Mittelbare <i>versus</i> unmittelbare Betroffenheit .....              | 176 |
| 4.7.2 Systematische Darstellung der Ad-hoc-Publizitätspflicht.....           | 177 |

|                                                                                |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>5 Compliance .....</b>                                                      | <b>179</b> |
| 5.1 Einführung.....                                                            | 179        |
| 5.2 Konzeptionelle Grundlagen von Compliance.....                              | 180        |
| 5.2.1 Begriff und Definition von „Compliance“ .....                            | 180        |
| 5.2.2 Zielsetzung und Funktion von Compliance .....                            | 181        |
| 5.3 Rechtliche Grundlagen von Compliance.....                                  | 183        |
| 5.3.1 Pflichten für den Vorstand .....                                         | 184        |
| 5.3.1.1 Legalitäts- und Legalitätskontrollpflicht nach<br>§§ 76, 93 AktG ..... | 184        |
| 5.3.1.2 Frühwarn- und Überwachungssystem nach<br>§ 91 Abs. 2 AktG .....        | 186        |
| 5.3.1.3 Aufsichtspflicht nach § 130 OWiG .....                                 | 188        |
| 5.3.1.4 Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex ....                 | 191        |
| 5.3.2 Pflichten des Aufsichtsrats.....                                         | 195        |
| 5.3.2.1 Überwachungspflichten nach § 111 AktG.....                             | 195        |
| 5.3.2.2 Ausgestaltung der Überwachungspflicht.....                             | 196        |
| 5.3.2.3 Instrumente der Überwachung .....                                      | 198        |
| 5.3.3 Branchenspezifische Rechtsgrundlagen .....                               | 199        |
| 5.4 Einrichtung und Ausgestaltung eines Compliance-Systems .....               | 201        |
| 5.4.1 Einführung.....                                                          | 201        |
| 5.4.2 Zielsetzung eines Compliance-Systems .....                               | 202        |
| 5.4.3 Wirtschaftlichkeitsprinzip als Gütekriterium.....                        | 203        |
| 5.4.4 Fundamente der Organisationsstruktur.....                                | 205        |
| 5.4.4.1 Verortung der Compliance-Verantwortung .....                           | 205        |
| 5.4.4.2 Compliance-Abteilung <i>versus</i> Compliance-Beauftragter ...         | 206        |
| 5.4.4.3 Aufgabenspektrum der Compliance-Funktion.....                          | 207        |
| 5.4.4.4 Abgrenzung zur Revision.....                                           | 209        |
| 5.4.5 Compliance-Organisation und -Programm.....                               | 212        |
| 5.4.5.1 Begriffliche Abgrenzung .....                                          | 212        |
| 5.4.5.2 Risikoanalyse als Standortbestimmung .....                             | 213        |
| 5.4.5.3 Konzeption spezifischer Compliance-Maßnahmen .....                     | 215        |
| 5.4.5.4 Mindestanforderungen an die Organisationsstruktur .....                | 216        |
| 5.4.5.4.1 Bekenntnis der Unternehmensleitung.....                              | 216        |
| 5.4.5.4.2 Verhaltenskodex und Richtlinienwesen .....                           | 217        |

|                                                                       |            |
|-----------------------------------------------------------------------|------------|
| 5.4.5.4.3 Aufbau- und Ablauforganisation.....                         | 218        |
| 5.4.5.4.4 Organisatorische Vorkehrungen.....                          | 219        |
| 5.4.5.4.5 Berichterstattung.....                                      | 219        |
| 5.4.5.4.6 Fortlaufende Überwachungspflicht .....                      | 220        |
| 5.4.5.5 Organisationsmodelle für Compliance .....                     | 220        |
| 5.4.5.5.1 Matrix-Organisation.....                                    | 221        |
| 5.4.5.5.2 Autonome Organisation .....                                 | 222        |
| 5.5 Compliance als Informationsmanagement .....                       | 224        |
| 5.5.1 Zielsetzung eines Informationsmanagements .....                 | 224        |
| 5.5.2 Ad-hoc-Publizität iS einer Informationsorganisationspflicht.... | 226        |
| 5.5.3 Ad-hoc-Publizität aus der Compliance-Perspektive .....          | 229        |
| 5.5.3.1 Informationserkennung .....                                   | 229        |
| 5.5.3.2 Informationsaufklärung.....                                   | 230        |
| 5.5.3.3 Informationsweiterleitung und -aufbewahrung.....              | 232        |
| 5.5.3.4 Informationsbewertung .....                                   | 233        |
| 5.5.3.5 Informationsveröffentlichung .....                            | 234        |
| <b>6 Compliance Management System.....</b>                            | <b>235</b> |
| 6.1 Einführung.....                                                   | 235        |
| 6.2 Einrichtung eines Compliance-Systems .....                        | 236        |
| 6.2.1 IDW Prüfungsstandard 980.....                                   | 236        |
| 6.2.2 Standard ISO 19600.....                                         | 238        |
| 6.2.3 Abgrenzung von IDW PS 980 und ISO 19600.....                    | 240        |
| 6.3 Grundelemente eines Compliance Management Systems .....           | 243        |
| 6.3.1 Compliance-Kultur .....                                         | 243        |
| 6.3.2 Compliance-Ziele .....                                          | 244        |
| 6.3.3 Compliance-Risiken .....                                        | 245        |
| 6.3.4 Compliance-Programm .....                                       | 246        |
| 6.3.5 Compliance-Organisation .....                                   | 248        |
| 6.3.6 Compliance-Kommunikation.....                                   | 249        |
| 6.3.7 Compliance-Überwachung und Verbesserung .....                   | 250        |
| 6.4 Prüfung eines Compliance Management Systems nach                  |            |
| IDW PS 980.....                                                       | 252        |
| 6.4.1 Einführung.....                                                 | 252        |
| 6.4.2 Gegenstand der Prüfung.....                                     | 254        |

|                                                                               |            |
|-------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 6.4.3 Zielsetzung und Umfang der Prüfung .....                                | 257        |
| 6.4.3.1 Wirksamkeitsprüfung.....                                              | 257        |
| 6.4.3.2 Konzeptionsprüfung.....                                               | 258        |
| 6.4.3.3 Angemessenheitsprüfung .....                                          | 259        |
| 6.4.3.4 Vergleich der Prüfungsarten .....                                     | 260        |
| 6.4.4 Prüfungsdurchführung und Dokumentation .....                            | 262        |
| 6.4.4.1 Prüfungshandlungen zur Risikobeurteilung.....                         | 262        |
| 6.4.4.2 Aufbau- und Funktionsprüfung .....                                    | 262        |
| 6.4.4.3 Weitere Prüfungshandlungen bei festgestellten<br>Regelverstößen ..... | 263        |
| 6.4.4.4 Prüfungsaussagen und -urteil .....                                    | 263        |
| 6.4.4.5 Dokumentationspflichten .....                                         | 265        |
| 6.4.5 Prüfungsbericht und weitere Berichterstattung.....                      | 265        |
| 6.4.6 Kritische Würdigung einer Prüfung nach IDW PS 980 .....                 | 267        |
| 6.5 Compliance-Kultur .....                                                   | 269        |
| 6.5.1 Einführung.....                                                         | 269        |
| 6.5.2 Definition und Grundlagen .....                                         | 271        |
| 6.5.2.1 Was ist Kultur? .....                                                 | 271        |
| 6.5.2.2 (Unternehmens-)Kultur als Ausgangspunkt .....                         | 272        |
| 6.5.2.2.1 Ansatz von SCHEIN.....                                              | 273        |
| 6.5.2.2.2 Ansatz von HOFSTEDE .....                                           | 274        |
| 6.5.2.2.3 Ansatz von HALL.....                                                | 276        |
| 6.5.3 Wesentliche Aspekte der Compliance-Kultur .....                         | 277        |
| 6.5.4 Ausgestaltung der Compliance-Kultur .....                               | 280        |
| <b>7 Interaktion von Compliance und Art. 17 MAR .....</b>                     | <b>287</b> |
| 7.1 Einführung.....                                                           | 287        |
| 7.2 Vermeidung von Verstößen und Haftungsrisiken als<br>Ausgangspunkt .....   | 288        |
| 7.2.1 Compliance-Organisation und Art. 17 MAR.....                            | 288        |
| 7.2.1.1 Einrichtung organisatorischer Vorkehrungen .....                      | 288        |
| 7.2.1.2 Entstehen einer Ad-hoc-Publizitätspflicht.....                        | 290        |
| 7.2.1.3 Notwendigkeit eines Informationsmanagements .....                     | 291        |
| 7.2.2 Grundsätze ordnungsgemäßer Compliance .....                             | 293        |
| 7.2.2.1 Compliance als Führungsaufgabe .....                                  | 293        |

|                                                                                |            |
|--------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 7.2.2.2 Grundsatz der Risikoadäquanz.....                                      | 294        |
| 7.2.2.3 Compliance als Organisationsaufgabe .....                              | 295        |
| 7.2.2.4 Grundsatz der Niederschrift.....                                       | 296        |
| 7.2.2.5 Compliance als Weiterbildungsaufgabe .....                             | 297        |
| 7.2.2.6 Compliance als Überwachungs- und Kontrollpflicht.....                  | 298        |
| 7.3 Risikospezifische Compliance-Dimensionen von Art. 17 MAR.....              | 299        |
| 7.3.1 Risikoanalyse als Grundlage .....                                        | 299        |
| 7.3.2 Identifikation der Insiderinformation .....                              | 300        |
| 7.3.3 Ad-hoc-Publizitätspflicht.....                                           | 305        |
| 7.3.4 Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung .....                             | 306        |
| 7.3.5 Vorabmitteilungsverfahren und weitere<br>Veröffentlichungspflichten..... | 309        |
| 7.3.6 Aufschub der Offenlegung.....                                            | 312        |
| 7.3.6.1 Bedeutung im Compliance-Kontext.....                                   | 312        |
| 7.3.6.2 Voraussetzungen und Folgepflichten nach<br>Art. 17 Abs. 4 MAR.....     | 318        |
| 7.3.7 Beispielhafte Compliance-Maßnahmen .....                                 | 325        |
| 7.4 Evaluierung des Compliance-Systems .....                                   | 327        |
| 7.4.1 Freiwillige Prüfung nach IDW PS 980.....                                 | 327        |
| 7.4.2 Qualitative Überprüfung anhand eines Fragenkatalogs .....                | 329        |
| <b>8 Fallstudie „Die Gutbräu AG“ .....</b>                                     | <b>331</b> |
| 8.1 Einführung.....                                                            | 331        |
| 8.2 Die Gutbräu AG .....                                                       | 332        |
| 8.3 Einführung eines Compliance-Systems.....                                   | 334        |
| 8.3.1 Die Projektinitiierung .....                                             | 334        |
| 8.3.2 Die Projektausgestaltung .....                                           | 334        |
| 8.3.2.1 Compliance-Organisation .....                                          | 334        |
| 8.3.2.2 Compliance-Prozesse.....                                               | 336        |
| 8.3.2.2.1 Prozess „Insiderinformation“ .....                                   | 336        |
| 8.3.2.2.2 Prozess „Aufschub der Offenlegung“.....                              | 338        |
| 8.3.2.2.3 Prozess „unverzügliche Offenlegung“.....                             | 339        |
| 8.3.3 Würdigung der Unternehmensleitung .....                                  | 340        |
| 8.4 Ad-hoc-publizitätspflichtiger Sachverhalt.....                             | 340        |
| 8.4.1 Der „schwerwiegende Rechtsstreit“.....                                   | 340        |

|                                                                                 |              |
|---------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 8.4.2 Materielle Prüfung ad-hoc-publizitätspflichtiger Insiderinformation ..... | 342          |
| 8.4.3 Unverzügliche Offenlegung oder Aufschub der Offenlegung ...               | 343          |
| 8.4.4 Aufschub der Offenlegung.....                                             | 344          |
| 8.4.4.1 Berechtigte Interessen.....                                             | 344          |
| 8.4.4.2 Keine Irreführung der Öffentlichkeit.....                               | 344          |
| 8.4.4.3 Gewährleistung der Vertraulichkeit .....                                | 345          |
| 8.4.4.4 Kontrolle der Entscheidung über den Aufschub der Offenlegung .....      | 346          |
| 8.4.4.5 Fortlaufende Überwachungspflichten .....                                | 346          |
| 8.4.5 Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung .....                              | 347          |
| 8.4.5.1 Inhalt und Form .....                                                   | 347          |
| 8.4.5.2 Veröffentlichungsmedium .....                                           | 348          |
| 8.4.6 Zusammenfassende Würdigung .....                                          | 349          |
| <b>9 Zusammenfassung und Ausblick .....</b>                                     | <b>351</b>   |
| <b>Anhang .....</b>                                                             | <b>XXVII</b> |
| <b>Literaturverzeichnis .....</b>                                               | <b>XXIX</b>  |