

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

---

Band 197

# Ad-hoc-Compliance

Informationsorganisationspflichten  
von Emittenten

Von

Johannes Sebastian Blassl



Duncker & Humblot · Berlin

JOHANNES SEBASTIAN BLASSL

## Ad-hoc-Compliance

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

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

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

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 197

# Ad-hoc-Compliance

Informationsorganisationspflichten  
von Emittenten

Von

Johannes Sebastian Blassl



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Universität für Verwaltungswissenschaften Speyer  
hat diese Arbeit im Jahr 2020 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  
© 2022 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpf  
Druck: CPI buchbücher.de GmbH, Birkach  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-18276-3 (Print)  
ISBN 978-3-428-58276-1 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

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

*Meinen Eltern*



„*Sir Robert Chiltern*: And, after all, whom did I wrong by what I did? No one.

*Lord Goring*: [Looking at him steadily.] Except yourself, Robert.

*Sir Robert Chiltern*: [After a pause.] Of course I had private information about a certain transaction contemplated by the Government of the day, and I acted on it. Private information is practically the source of every large modern fortune.

*Lord Goring*: [Tapping his boot with his cane.] And public scandal invariably the result.“

*Oscar Wilde*: An Ideal Husband, 1895, Zweiter Akt, thematisiert hier bereits vor etwa 125 Jahren den Insiderhandel.





## Vorwort

Die hinreichende Informationsversorgung von Kapitalmärkten leistet einen wesentlichen Beitrag zu deren Funktionsfähigkeit. Daher versucht das Kapitalmarktaufsichtsrecht eine solche Informationsversorgung zu gewährleisten. Als zentrales Werkzeug dient dem Kapitalmarktaufsichtsrecht dazu die Pflicht zur Ad-hoc-Publikation von Insiderinformationen (Ad-hoc-Mitteilungen).

Mit der möglicherweise verspätet abgegebenen Ad-hoc-Mitteilung von Volkswagen hinsichtlich bevorstehender Strafzahlungen in den USA aufgrund der „Diesel-Thematik“ ist dieses Thema nun auch in den breiten öffentlichen Fokus gerückt.

Der europäische Normengeber hat durch die europaweit direkt geltende Marktmissbrauchsverordnung und die sie konkretisierenden Rechtsakte im Jahre 2016 ein einheitliches Regime zur Kapitalmarktregulierung geschaffen, das unter anderem die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen durch Emittenten regelt. Die Marktmissbrauchsverordnung folgt dabei dem Ansatz, dass Kapitalmärkte durch den Abbau von Informationszugangshürden effizienter werden. Fraglich ist, wie Emittenten ihre Verpflichtung zur unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen konkret erfüllen können und ob es dazu einer besonderen internen Unternehmensstruktur bedarf, die die Ad-hoc-Compliance sicherstellt.

Die vorliegende Abhandlung betrachtet die Ad-hoc-Publikationspflicht dazu unter anderem nach ökonomischen Gesichtspunkten und geht der Frage nach, welche Maßnahmen Emittenten implementieren müssen, um den Kapitalmarkt hinreichend mit Informationen zu versorgen, damit dieser möglichst effizient funktioniert.

Die Untersuchung wurde von der Deutschen Universität für Verwaltungswissenschaften Speyer im Jahre 2020 als Dissertation angenommen. Normgebung, Rechtsprechung, aufsichtsrechtliche Verlautbarungen und Schrifttum befinden sich auf dem Stand von Januar 2022.

Mein herzlicher Dank gilt meinem Doktorvater Professor Dr. Wolfgang Weiß, der dieses Forschungsvorhaben in vorbildlicher Weise betreut und gefördert hat. Er hat mit vielen wertvollen Ratschlägen entscheidend zu dessen Gelingen beigetragen. Frau Professorin Dr. Michèle Morner danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Dem Bundesverband Alternativer Investments e. V. (BAI) danke ich für die freundliche Gewährung eines Druckkostenzuschusses.

Für die Aufnahme der Arbeit in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ danke ich Herrn

Professor Dr. Holger Fleischer, Herrn Professor Dr. Hanno Merkt und Herrn Professor Dr. Gerald Spindler.

Großen Dank schulde ich daneben meinen Freunden und Arbeitskollegen, die mich bei meiner fachlichen Arbeit sowie auch persönlich stets unterstützt haben.

Daneben gebührt mein großer Dank meinen Eltern, die mir nicht nur mein Studium ermöglicht, sondern mich auch danach noch nach Kräften unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit in großer Verbundenheit gewidmet.

Frankfurt am Main, im Januar 2022

*Johannes Blassl*

# Inhaltsübersicht

## *Teil 1*

<b>Einführung</b>	23
A. Einleitung	23
B. Untersuchungsgegenstand	24
C. Forschungsstand	25
D. Gang der Darstellung und angewandte Methodik	25

## *Teil 2*

<b>Compliance</b>	27
A. Begriff der Compliance	27
I. Ethische und wirtschaftliche Aspekte	28
II. Corporate Governance	28
III. Compliance bei Emittenten	29
IV. Rechtsgebietsspezifische Präzisierung: ausländisches Kapitalmarktaufsichtsrecht	32
V. Definition von Compliance	33
B. Allgemeine Rechtspflicht zur Compliance?	33
I. Ausgangspunkt: Legalitätspflicht	33
II. Legalitätskontrollpflicht	34
III. Pflicht zur Legalitätskontrolle durch ein Compliance-Management-System?	42
IV. Fehlen eines (hinreichend funktionsfähigen) Compliance-Management-Systems.	61
C. Zwischenergebnis	65

## *Teil 3*

<b>Ad-hoc-Compliance</b>	67
A. Vermeidung von Insiderhandel	68
I. Die Marktmissbrauchsverordnung als Rechtsgrundlage	68
II. Insiderhandelsverbot	71
III. Zwischenfazit	96
B. Ad-hoc-Publizitätspflicht	97
I. Unmittelbarkeit der Insiderinformation	97
II. Zeitpunkt und Form der Ad-hoc-Mitteilung	100
III. Aufschubmöglichkeiten	100

C. Pflicht zur Ad-hoc-Compliance .....	102
I. Verpflichtete Unternehmen .....	103
II. Unverzügliche Veröffentlichung als Compliance-Pflicht .....	104
D. Zwischenergebnis .....	114
I. Insiderinformation .....	114
II. Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	115
III. Pflicht zur Ad-hoc-Compliance .....	115
IV. Fortgang der Untersuchung .....	116

#### Teil 4

### Ad-hoc-Compliance-Struktur 117

A. Ökonomische Analyse des Sinn und Zwecks kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten .....	118
I. Anwendung der ökonomischen Analyse .....	118
II. Effizientere Kapitalmärkte durch Abbau von Informationsungleichheit? .....	122
III. Kapitalmarkteffizienz als Regelungsziel der MAR .....	124
IV. Kritik der Kapitalmarkteffizienztheorie: <i>reasonable investor</i> vs. <i>behavioral finance</i> .....	126
V. Prinzip der niedrigeren Informationskosten: <i>cheapest information provider</i> ....	128
VI. Wirkung des Prinzips der niedrigeren Kosten .....	129
VII. Gefahrbeherrschung durch Informationsorganisation .....	130
B. Informationsorganisationspflichten .....	131
I. Unternehmensanalyse .....	131
II. Informationsidentifikation .....	133
III. Informationssuche? .....	133
IV. Vertrauliche Informationsweiterleitung .....	135
V. Sachverhaltsaufklärung/Informationsverifizierung .....	136
VI. Informationsbewertung, insbesondere Prüffrist und Meldungsentwurf .....	137
VII. Gegebenenfalls Informationsveröffentlichung .....	139
C. Haftungsfolgen unzureichender Ad-hoc-Compliance .....	140
I. Strafrechtliche Sanktionen .....	140
II. Verwaltungsrechtliche Sanktionen .....	141
III. Zivilrechtliche „Sanktionen“: Schadensersatz .....	141
D. Zwischenergebnis .....	142

#### Teil 5

### Best-practice-Modell für die Ad-hoc-Compliance 144

A. Ad-hoc-Leitfaden .....	146
B. Ad-hoc-Komitee .....	147
I. Besetzung .....	149
II. Arbeitsweise .....	150

III. Entscheidungskompetenz .....	151
C. Erweiterte Insiderliste .....	152
D. Freigabepflicht für Eigengeschäfte .....	153
E. Erweiterung der <i>closed periods</i> .....	155
F. Zwischenergebnis .....	156

*Teil 6*

<b>Ergebnisse und Ausblick</b>	157
A. Ergebnisse in Thesen .....	157
B. Ausblick: Ad-hoc-Meldungen und Compliance .....	159
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	161
<b>Sachverzeichnis</b> .....	190



# Inhaltsverzeichnis

## *Teil 1*

<b>Einführung</b>	23
A. Einleitung .....	23
B. Untersuchungsgegenstand .....	24
C. Forschungsstand .....	25
D. Gang der Darstellung und angewandte Methodik .....	25

## *Teil 2*

<b>Compliance</b>	27
A. Begriff der Compliance .....	27
I. Ethische und wirtschaftliche Aspekte .....	28
II. Corporate Governance .....	28
III. Compliance bei Emittenten .....	29
1. Unternehmensbegriff .....	30
2. Emittentenbegriff .....	30
3. Organisationsbezug .....	31
4. Ausschluss nicht organisationsbezogener Rechtsrisiken .....	31
IV. Rechtsgebietsspezifische Präzisierung: ausländisches Kapitalmarktaufsichtsrecht	32
V. Definition von Compliance .....	33
B. Allgemeine Rechtspflicht zur Compliance? .....	33
I. Ausgangspunkt: Legalitätspflicht .....	33
II. Legalitätskontrollpflicht .....	34
1. Zivilrechtliche Legalitätskontrollpflicht: Verkehrssicherungspflicht .....	35
a) Haftung für Verrichtungsgehilfen aus § 831 Abs. 1 BGB .....	36
b) Schadensersatz aus § 823 Abs. 1 BGB .....	37
c) Zurechnung zum Unternehmen nach § 31 BGB analog .....	39
2. Aktienrechtliche Legalitätskontrollpflicht .....	39
3. Strafrechtliche Legalitätskontrollpflicht .....	41
4. Zwischenfazit .....	42



III. Pflicht zur Legalitätskontrolle durch ein Compliance-Management-System? . . .	42
1. Gesamtanalogie . . . . .	43
2. Aus § 130 OWiG . . . . .	46
3. IdW PS 980 . . . . .	47
4. Für Aktiengesellschaften . . . . .	47
a) Fehlender Compliance-Anreiz aufgrund von Haftungsbeschränkungen bei Kapitalgesellschaften . . . . .	48
b) Überwachungssystem . . . . .	49
c) Deutscher Corporate Governance Kodex . . . . .	51
d) Schadensabwendungspflicht und Marktstandards . . . . .	52
e) Business Judgement Rule und hindsight bias . . . . .	53
aa) Ermessen bezüglich der Einrichtung eines Compliance-Management-Systems? . . . . .	54
bb) Ermessen bezüglich der Ausgestaltung eines Compliance-Management-Systems . . . . .	56
f) Ausstrahlung des Aufsichtsrechts auf das Aktienrecht . . . . .	58
g) Zwischenfazit . . . . .	59
5. Emittenten von Finanzinstrumenten . . . . .	60
IV. Fehlen eines (hinreichend funktionsfähigen) Compliance-Management-Systems	61
1. Keine Außenhaftung der Unternehmensleitung . . . . .	61
2. Haftung bzw. Sanktionierung nur bei Rechtsverstößen . . . . .	61
3. Bußgeldrelevanz von Compliance-Management-Systemen . . . . .	62
4. Verbreitung von Compliance-Management-Systemen . . . . .	64
5. Ausblick . . . . .	64
C. Zwischenergebnis . . . . .	65

### *Teil 3*

<b>Ad-hoc-Compliance</b>	67
A. Vermeidung von Insiderhandel . . . . .	68
I. Die Marktmissbrauchsverordnung als Rechtsgrundlage . . . . .	68
II. Insiderhandelsverbot . . . . .	71
1. Insiderpapier . . . . .	71
2. Insiderinformation . . . . .	72
a) Emittenten- bzw. Finanzinstrumentebezogenheit . . . . .	74
b) Hinreichend präzise . . . . .	75
aa) Bezüglich Ereigniseintritt . . . . .	75
bb) Bezüglich Kursbeeinflussungspotenzial . . . . .	78
c) (Noch) nicht öffentlich bekannt . . . . .	79

d) Geeignet zur erheblichen Preisbeeinflussung: die Sicht des „verständigen“ Anlegers .....	81
aa) Der relevante Anleger .....	83
bb) Ausmaß der Preisbewegung .....	85
cc) Wenig Erfahrung von Freiverkehrsemitenten .....	86
e) Entstehungszeitpunkt .....	86
aa) Allgemeine Informationslage .....	87
bb) Zeitlich gestreckte Sachverhalte .....	87
cc) Zwischenschritte bei M&A-Transaktionen .....	89
3. Spector-Vermutung des EuGH .....	89
4. Verbotene Verhaltensweisen .....	90
5. Verschärfungen durch die MAR .....	91
6. Privilegierte Sachverhalte .....	91
a) Rückkaufprogramme .....	92
b) Marktsondierung .....	93
c) Chinese Walls – geschützte Vertraulichkeitsbereiche .....	94
III. Zwischenfazit .....	96
B. Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	97
I. Unmittelbarkeit der Insiderinformation .....	97
II. Zeitpunkt und Form der Ad-hoc-Mitteilung .....	100
III. Aufschubmöglichkeiten .....	100
C. Pflicht zur Ad-hoc-Compliance .....	102
I. Verpflichtete Unternehmen .....	103
1. Handelsplätze .....	103
2. Finanzinstrumente .....	103
II. Unverzügliche Veröffentlichung als Compliance-Pflicht .....	104
1. Wissenserfordernis? .....	104
a) Wortlaut .....	105
b) Systematik .....	106
c) Teleologie .....	107
d) Wissensorganisationspflicht statt Wissensnorm .....	109
2. „Unverzüglichkeit“ als Konkretisierung der Compliance-Dimension .....	110
a) Auslegung des Merkmals der Unverzüglichkeit .....	110
b) Kein Verschuldensausschluss aufgrund von Nichtwissen .....	113
D. Zwischenergebnis .....	114
I. Insiderinformation .....	114
II. Ad-hoc-Publizitätspflicht .....	115
III. Pflicht zur Ad-hoc-Compliance .....	115
IV. Fortgang der Untersuchung .....	116

## Teil 4

**Ad-hoc-Compliance-Struktur**

117

A. Ökonomische Analyse des Sinn und Zwecks kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten .....	118
I. Anwendung der ökonomischen Analyse .....	118
II. Effizientere Kapitalmärkte durch Abbau von Informationsungleichheit? .....	122
III. Kapitalmarkteffizienz als Regelungsziel der MAR .....	124
IV. Kritik der Kapitalmarkteffizienztheorie: <i>reasonable investor</i> vs. <i>behavioral finance</i> .....	126
V. Prinzip der niedrigeren Informationskosten: <i>cheapest information provider</i> ....	128
VI. Wirkung des Prinzips der niedrigeren Kosten .....	129
VII. Gefahrbeherrschung durch Informationsorganisation .....	130
B. Informationsorganisationspflichten .....	131
I. Unternehmensanalyse .....	131
II. Informationsidentifikation .....	133
III. Informationssuche? .....	133
IV. Vertrauliche Informationsweiterleitung .....	135
1. Vertraulichkeit .....	135
2. Weiterleitung .....	136
V. Sachverhaltsaufklärung/Informationsverifizierung .....	136
VI. Informationsbewertung, insbesondere Prüffrist und Meldungsentwurf .....	137
VII. Gegebenenfalls Informationsveröffentlichung .....	139
C. Haftungsfolgen unzureichender Ad-hoc-Compliance .....	140
I. Strafrechtliche Sanktionen .....	140
II. Verwaltungsrechtliche Sanktionen .....	141
III. Zivilrechtliche „Sanktionen“: Schadensersatz .....	141
D. Zwischenergebnis .....	142

## Teil 5

**Best-practice-Modell für die Ad-hoc-Compliance**

144

A. Ad-hoc-Leitfaden .....	146
B. Ad-hoc-Komitee .....	147
I. Besetzung .....	149
II. Arbeitsweise .....	150
III. Entscheidungskompetenz .....	151

C. Erweiterte Insiderliste .....	152
D. Freigabepflicht für Eigengeschäfte .....	153
E. Erweiterung der <i>closed periods</i> .....	155
F. Zwischenergebnis .....	156

*Teil 6*

**Ergebnisse und Ausblick**

A. Ergebnisse in Thesen .....	157
B. Ausblick: Ad-hoc-Meldungen und Compliance .....	159

<b>Literaturverzeichnis</b> .....	161
-----------------------------------	-----

<b>Sachverzeichnis</b> .....	190
------------------------------	-----

## Abkürzungsverzeichnis

a. F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT-Drucks.	Drucksachen des Deutschen Bundestages
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Committee of European Securities Regulators
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
Duke L. J.	Duke Law Journal
EG	Europäische Gemeinschaften
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f./ff.	folgende/fortfolgende
FAQs	Frequently Asked Questions
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung

GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
h. M.	herrschende Meinung
HdB	Handbuch
Hrsg.	Herausgeber; herausgegeben
i. V. m.	in Verbindung mit
JURA	Juristische Ausbildung
JZ	Juristenzeitung
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
LG	Landgericht
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Q&A	Questions and Answers
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
S.	Seite; Seiten
StGB	Strafgesetzbuch
U. S.	United States (of America)
Unterabs.	Unterabsatz
VO	Verordnung
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel
z. B.	Zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bank- und Börsenrecht
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfBR	Zeitschrift für deutsches und internationales Bau- und Vergaberecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

Daneben wird auf *Kirchner/Böttcher*, Das Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 9. Auflage, Berlin/Boston 2018, verwiesen.



## *Teil 1*

# **Einführung**

## **A. Einleitung**

Die Beachtung des Kapitalmarktaufsichtsrechts (sogenannte „Kapitalmarkt-Compliance“) ist für Emittenten existenziell. Spektakuläre Fälle, wie die möglicherweise verspätete Ad-hoc-Mitteilung der Volkswagen AG, werden nicht nur vom interessierten Fachpublikum, sondern auch in der breiten Öffentlichkeit diskutiert.

Die vorliegende Untersuchung beschäftigt sich mit der Frage, wie Emittenten ihre Ad-hoc-Publizitätspflicht hinsichtlich der Ermittlung von Insiderinformationen ordnungsgemäß erfüllen können (sogenannte Ad-hoc-Compliance). Im Vordergrund steht dabei die Frage, ob die Emittenten von Finanzinstrumenten als „Ad-hoc-Verpflichtete“ eine Informationsstruktur vorhalten müssen, die im gebotenen Umfang gewährleistet, dass Insiderinformationen an die dafür zuständigen Stellen im Unternehmen gelangen, um dort entsprechend „weiterverarbeitet“ zu werden. Eine solche Informationsstruktur wird im Folgenden als Ad-hoc-Compliance-Struktur bezeichnet.

Bei Unternehmen sammeln sich viele Informationen. Da aber nicht die juristische Person als solche Kenntnis über die Informationen hat, sondern deren verschiedene Angehörige, sind die Informationen im Unternehmen verstreut. Dies gilt insbesondere auch für Insiderinformationen, die überall im Unternehmen vorhanden sein können. Um nun aber die gesetzliche Pflicht zu erfüllen, diese Insiderinformationen im Rahmen einer sogenannten Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen, müssen diese Insiderinformationen auch von den zuständigen Stellen im Unternehmen gefunden und entsprechend verarbeitet werden. Man kann hier also von kapitalmarktrechtlichen Informationsorganisationspflichten sprechen, die durch die Emittenten zu erfüllen sind.

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es, neben einer Herleitung dieser kapitalmarktrechtlichen Informationsorganisationspflichten den Umfang dieser Pflichten näher auszuleuchten und durch praktische Maßnahmen zu konkretisieren. Letztlich wird also die Ad-hoc-Compliance-Struktur von Emittenten rechtlich hergeleitet und dann praktisch skizziert. Dazu wird einmal anhand einer rechtsdogmatischen Auslegung der relevanten deutschen und europarechtlichen Normen überprüft, inwieweit Emittenten zu Ad-hoc-Compliance-Maßnahmen verpflichtet sind. Daneben wird mit Hilfe eines wirtschaftlichen Forschungsansatzes danach



gefragt, wie die Informationsbeschaffungskosten am Kapitalmarkt aussehen und wer den Kapitalmarkt unter Effizienzgesichtspunkten, heißt am günstigsten, mit Informationen versorgen kann. Dabei wird auch die These diskutiert, nach der die Kapitalmärkte dann besonders effizient bei der Kapitalverteilung sind, wenn die Kapitalmarktteilnehmer über ein möglichst hohes Informationsniveau verfügen.

## B. Untersuchungsgegenstand

Seit dem 3. Juli 2016 verpflichtet Art. 17 der Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation – „MAR“) Unternehmen, die öffentlich gehandelte Wertpapiere ausgeben (sogenannte „Emittenten“), Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen (sogenannte Ad-hoc-Publizitätspflicht), um so die anderen Kapitalmarktteilnehmer über die entsprechenden Informationen zu unterrichten. Insiderinformationen sind dabei alle nicht öffentlich bekannten Informationen, die im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs von Finanzinstrumenten mehr als nur unerheblich beeinflussen. Bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht bestehen nach wie vor erhebliche tatsächliche und rechtliche Unsicherheiten, wie diese ordnungsgemäß zu erfüllen ist.

Ungeklärt ist bisher insbesondere die Bedeutung des Tatbestandsmerkmals der „unverzüglichen“ Veröffentlichung. Dies ist einigermaßen erstaunlich, da mit § 15 WpHG a. F. eine fast wortgleiche Vorschrift bereits vor Inkrafttreten der MAR viele Jahre lang Emittenten dazu verpflichtete, die sie betreffenden Insiderinformationen „unverzüglich“ zu veröffentlichen.

Nach der Rechtsprechung und der herrschenden Literaturmeinung ist keine positive Kenntnis des Emittenten von der Insiderinformation für das Bestehen einer Ad-hoc-Publizitätspflicht erforderlich.<sup>1</sup> Dann stellt sich aber die bisher noch nicht beantwortete Frage, inwieweit Emittenten ihr Unternehmen so organisieren müssen, dass die ad-hoc-relevanten Informationen an den Stellen im Unternehmen ankommen, die über die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung entscheiden, um so eine „unverzügliche“ Veröffentlichung der Insiderinformation zu gewährleisten. Der Beantwortung dieser Frage soll die vorliegende Untersuchung nachgehen.

---

<sup>1</sup> Vgl. nur BGH, Urteil vom 13. Dezember 2011 – XI ZR 51/10, Rn. 36; *Hellgardt*, DB 2012, 673, 675; *Klöhn*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage 2014, § 15 Rn. 98; *ders.*, in: Klöhn (Hrsg.), MAR, 2018, Art. 17 MAR Rn. 119 ff.; *ders.*, NZG 2017, 1285, 1286 f.; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, 3. Auflage 2014, § 15 Rn. 28; *Voß*, in: Just/Voß/Ritz/Becker (Hrsg.), WpHG, 2015, § 15 WpHG Rn. 93; *Vers-teen*, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage 2014, § 15 Rn. 110; *Behn*, Ad hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2011, S. 119; *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarktes, 2004, S. 184; *Thomale*, NZG 2018, 1007, 1008 f.; so wohl auch LG Stuttgart, Vorlagebeschluss vom 28. Februar 2017 – 22 AR 1/17 Kap, Rn. 158 und 240.

Daneben skizziert die Untersuchung wie Emittenten, als „Ad-hoc-Verpflichtete“ ihrer Pflicht zur rechtzeitigen Abgabe von Ad-hoc-Meldungen nachkommen können (sogenannte Ad-hoc-Compliance) und beschreibt dazu spezifische Ad-hoc-Compliance-Maßnahmen.

## C. Forschungsstand

Höchstrichterliche Rechtsprechung zu verspäteten oder unterlassenen Ad-hoc-Mitteilungen gab es etwa in Sachen IKB Bank, die den Kapitalmarkt nicht rechtzeitig über den Umfang der von ihr gehaltenen notleidenden Hypotheken-Anleihen informiert hatte.<sup>2</sup>

Mit Aufkommen der Diesellaßäre und des sich daran anschließenden KapMuG-Verfahrens vor dem OLG Braunschweig sind in letzter Zeit einige Aufsätze rund um das Thema „Ad-hoc-Pflichten“ erschienen. Die Aufsätze befassen sich mit ganz verschiedenen Aspekten rund um die Ad-hoc-Pflicht. Von den Stimmen in der Literatur, die dabei eine Kenntnis des Emittenten zur Begründung seiner Ad-hoc-Pflicht ablehnen, diskutieren dann einige wenige folgerichtig, wie die Emittenten sicherstellen müssen, dass die sie betreffenden Insiderinformationen auch unverzüglich veröffentlicht werden.<sup>3</sup>

An verschiedenen Stellen in der Literatur wird die Pflicht des Emittenten erwähnt, organisatorische Vorkehrungen zur Informationserkennung bzw. zur Gewährleistung eines unternehmensinternen Informationsflusses zu tätigen,<sup>4</sup> allerdings nicht genauer ausgeführt, was für organisatorische Vorkehrungen diese konkret sein sollen.

## D. Gang der Darstellung und angewandte Methodik

Um die Frage zu beantworten, ob Emittenten eine Ad-hoc-Compliance-Struktur vorhalten müssen, sind zuerst der Begriff der Compliance im Allgemeinen (dazu

---

<sup>2</sup> Vgl. BGH, Urteil vom 13. Dezember 2011 – XI ZR 51/10.

<sup>3</sup> So etwa Klöhn, in: Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage 2014, § 15 Rn. 106 ff.; ders., in: Klöhn (Hrsg.), MAR, 2018, Art. 17 Rn. 105; ders., NZG 2017, 1285, 1287 ff.; Voß, in: Just/Voß/Ritz/Becker, WpHG, 2015, § 15 Rn. 93; Rückert/Kuthe, in: Kutze/Rückert/Sickinger (Hrsg.), Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2008, 5. Kap. Rn. 35; Sajnovits, WM 2016, 765, 769.

<sup>4</sup> Vgl. Zimmer/Grotheer, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, 4. Auflage 2010, §§ 37b, 37c WpHG Rn. 54; Bauling/Niermann, in: Szeny/Kuthe (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 2014, Kap. 4 Rn. 81; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 3. Auflage 2015, § 15 Rn. 28; Schneider, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Auflage 2013, § 3 Rn. 79; Seibt/Cziupka, AG 2015, 93, 96; Buck-Heeb, NZG 2016, 1125, 1131; hierzu vgl. auch OLG München, Beschluss vom 15. Dezember 2014, KAP 3/10.