Kapitel 5: Das berechtigte Interesse des Emittenten am Aufschub der Mitteilungspflicht

Neben den Grundvoraussetzungen einer Insiderinformation (Art. 7 MAR) und der Ad-hoc-Pflicht des Emittenten (Art. 17 Abs. 1 MAR) steht auf einer dritten Stufe die Möglichkeit des Aufschubs der Ad-hoc-Mitteilungspflicht in Art. 17 Abs. 4 MAR. Zentrale Voraussetzung ist dabei, dass die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR.

A. Das Interesse des Emittenten

Es stellt sich bei dem unbestimmten Rechtsbegriff der berechtigten Interessen des Emittenten die Frage, wann solche berechtigten Interessen vorliegen und wessen Interesse hierbei genau zu berücksichtigen ist. Dabei besteht die Gefahr, dass gerade bei Compliance-Sachverhalten das Interesse des Vorstands des Emittenten an der Verschleierung von eigenen Fehlern im Vordergrund steht.[964] Auf der anderen Seite steht indes das Interesse der Aktionäre des Emittenten, gerade solches Fehlverhalten zu erfahren. Auch hierbei ist insbesondere bei Compliance-Sachverhalten aber unklar, ob den Aktionären stets an der zügigen Veröffentlichung von Compliance-Problemen gelegen ist, insbesondere wenn Publizität zu Lasten der Reputation des Emittenten und dessen Fundamentalwert geht.[965] Daneben bestehen die Interessen des Kapitalmarktes an der Verhinderung von Insiderhandel und der effizienten Preisbildung.

Zunächst sollen die verschiedenen Interessenlagen untersucht werden. Danach ist zu bestimmen, wann die Interessen der zu berücksichtigenden Gruppe auch berechtigt sind. Zum Schluss ist darauf einzugehen, wie sich das Ergebnis speziell bei Compliance-Sachverhalten darstellt.

---

964 Vgl. *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 875.
965 *Dies.*, ZGR 2016, 866, 876.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

I. Das Emittenteninteresse zwischen Eigen-, Shareholder-, und Stakeholderinteressen

1. Keine Abwägung zwischen Emittenten- und Kapitalmarktinteresse

§ 6 der deutschen Wertpapierhandelsanzeigeverordnung (WpAV) konkretisiert das berechtigte Interesse des Emittenten:

> *„Berechtigte Interessen, die nach Artikel 17 Absatz 4 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 von der Pflicht zur sofortigen Veröffentlichung nach Artikel 17 Absatz 1 und 2 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 befreien können, liegen vor, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegen."*

Das Emittenteninteresse kann demnach jedenfalls nicht das Marktinteresse sein, da diese beiden Interessen gegeneinander abzuwägen sind. Die Norm basiert auf dem schon bislang geltenden § 6 Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) und wurde vom deutschen Gesetzgeber lediglich an die MAR angepasst.[966] Auch nach der neuen Rechtslage beruft sich ein Teil der Literatur darauf, dass der Aufschub gerechtfertigt sei, wenn eine Interessenabwägung ergebe, dass das Emittenteninteresse das des Kapitalmarktes überwiege.[967] Dagegen spricht, dass die WpAV als rein nationalrechtliche Verordnung nunmehr aber mit dem vollharmonisierten Art. 17 Abs. 4 MAR kollidiert, welcher eine solche Interessenabwägung gerade nicht vorsieht. Systematisch betrachtet sieht Erwägungsgrund 52 S. 3 MAR eine Interessenabwägung für den spezielleren Art. 17 Abs. 5 MAR vor, eine solche fehlt aber in den Erwägungsgründen, die Art. 17 Abs. 4 MAR betreffen.[968] Auch hat der deutsche Gesetzgeber keine Kompetenz zur Ausgestaltung des Art. 17 Abs. 4 MAR (etwa entsprechend Art. 17 Abs. 11 MAR für die ESMA). § 6 WpAV muss daher als uni-

966 BGBl. I S. 3727 v. 10.11.2017.

967 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 103 ff.; *Görres*, in: Renz/Hense/Marbeiter (Hrsg.), Wertpapier-Compliance in der Praxis, II.C.6 Rn. 10; *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 714; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 12.350; *Niermann/Venter*, in: Szesny/Kuthe (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, 3. Kap. Rn. 59; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1413; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 97.

968 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 171.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

onsrechtswidrig unangewendet bleiben.[969] Eine Abwägung zwischen den Interessen des Emittenten einerseits und den Interessen des Kapitalmarktes andererseits, muss daher außer Betracht bleiben.

2. Aktienrechtliche Sichtweise

Dass keine Interessenabwägung entsprechend § 6 WpAV stattfindet, erklärt allerdings noch nicht, was das Interesse des Emittenten nun genau ist. Nach der Legaldefinition in Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR muss es das Interesse der juristischen Person sein.

Vereinzelt wird vertreten, dass damit sein „eigenes" Interesse gemeint sei und nicht das Interesse Dritter wie insbesondere von Verhandlungspartnern, Organen oder Aktionären.[970] Dabei wird neben den in den Erwägungsgründen oder den entsprechenden Leitfäden genannten Beispielen oftmals darauf abgestellt, ein berechtigtes Interesse am Aufschub habe der Emittent etwa, wenn ihm durch die sofortige Veröffentlichung ein unternehmerischer Nachteil drohe.[971] Die Ansicht ist allerdings zu pauschal und unpräzise,[972] denn die juristische Person als rechtliche Konstruktion kann keine eigenen Interessen haben.[973] Hinter dem Emittenteninteresse ist entsprechend dem Begriff des „Unternehmens-„ oder „Gesellschaftsin-

---

969 Ebenso *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 169; *Klöhn*, AG 2016, 423, 430 f.; *Frowein/Berger*, in: Hdb Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 62; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 209; *Steinrück*, Aufschub der Adhoc-Publizität, 2018, S. 83; bereits zu § 15 Abs. 3 WpHG a.F. *Kersting*, ZBB 2011, 442, 445; *Möllers*, WM 2005, 1393, 1396; a.A. *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 103.

970 So noch BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 60; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 152; *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 116; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 438.

971 *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 108; *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765, 783; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 152; *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 83; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 434; *Pattberg/Bredol*, NZG 2013, 87, 89; *Kumpan*, DB 2016, 2039, 2044; *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 19; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 100.

972 Symptomatisch etwa *Kuntz/Rathert*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 599, 609: "Es lässt sich danach festhalten, dass das Normziel der Befreiungsregelung nach Art. 17 Abs. 4 MAR (einzig) in dem Schutz von berechtigten Emittentenbelangen steht".

973 *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 40; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 98; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 181.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

teresses“ ein „abbrevierter Funktionsbegriff“ zu sehen, weswegen es auf die dahinter stehenden natürlichen oder juristischen Personen ankommt.[974]

Damit öffnet sich die aus dem Gesellschaftsrecht bekannte Frage, welche Interessen die Gesellschaft hat bzw. welche Interessen ihr Vorstand eigentlich zu verfolgen hat. Konkret geht es darum, ob der Vorstand allein das Interesse der Anteilseigner zu berücksichtigten hat (sog. Shareholder-Value-Ansatz) oder ob vielmehr neben den Aktionären auch die Interessen von Arbeitnehmern, Gläubigern, Kunden und der Allgemeinheit zu berücksichtigen sind (sog. Stakeholder-Value-Ansatz).[975]

Der deutsche Corporate-Governance-Kodex definiert „Unternehmensinteresse“ in seiner Präambel als „Verpflichtung von Vorstand und Aufsichtsrat, im Einklang mit den Prinzipien der sozialen Marktwirtschaft unter Berücksichtigung der Belange der Aktionäre, der Belegschaft und der sonstigen mit dem Unternehmen verbundenen Gruppen (Stakeholder) für den Bestand des Unternehmens und seine nachhaltige Wertschöpfung zu sorgen“. Dem deutschen Aktienrecht wird jedoch ein überwiegend als „moderater Shareholder-Value“ bezeichneter Ansatz entnommen, wonach der Vorstand Aktionärsinteressen grundsätzlich ggü. den Stakeholder-Interessen vorrangig berücksichtigen darf, die Interessen der Stakeholder aber auch berücksichtigen kann.[976] Diese Diskussion beginnt bei der weiten Gemeinwohlklausel des § 70 Abs. 1 AktG 1937 bzw. ihrer späteren Streichung.[977] Daneben besteht die fast paritätische Mitbestimmung der Arbeitnehmer.[978] Im Wesentlichen lässt sich der moderate Shareholder-Value-Ansatz aber darauf zurückführen, dass zunächst der Fortbestand (§ 91 Abs. 2 AktG) und die Rentabilität des Unternehmens (§ 90 Abs. 1 Nr. 2 und 4 AktG) im Vordergrund stehen, andererseits z.B. die Vergütungsstruktur des Vorstands an einer nachhaltigen und langfristigen Entwicklung der Gesellschaft auszurichten ist (§ 87 Abs. 1 S. 2 AktG, § 87a Abs. 1

974 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1153; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 40; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 181.

975 Umfassend *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 74 ff.

976 *Beisheim*, in: Schulz (Hrsg.), Compliance-Management im Unternehmen, 15. Kapitel S. 364; *Harbarth*, ZGR 47 (2018), 379, 390; *Fleischer*, in: BeckOGK| AktG, Stand 01.09.2021, § 76 Rn. 38; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 78; *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 40; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1287; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 345; in diese Richtung wohl auch BGH, NZG 2018, 1189, Rn. 54; a.A. etwa *Walden*, NZG 2020, 50, 59.

977 Ausführlich etwa *Kuschnereit*, Die aktienrechtliche Legalitätspflicht, 2019, S. 47 ff.

978 Statt aller *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 76 Rn. 64 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

S. 2 Nr. 2, Abs. 2 S. 2 AktG).[979] Auch die zuletzt neu eingefügten CSR-Berichtspflichten in § 289c HGB konkretisieren weitere Gemeinwohlbelange, die der Vorstand im Rahmen des Unternehmensinteresse verfolgen kann.[980]

Im Ergebnis ist der Vorstand grundsätzlich zu einem nachhaltigen, renditeorientierten Verwaltungshandeln verpflichtet, darf aber Stakeholderinteressen auch abseits verpflichtender Vorschriften berücksichtigen, soweit auch dies im „wohlverstandenen (d.h. unternehmenswertsteigernden) Aktionärsinteresse liegt".[981]

3. Kapitalmarktrechtliche Sichtweise

Art. 17 Abs. 4 MAR ist eine kapitalmarktrechtliche Norm, die unionsrechtskonform autonom ausgelegt werden muss. Ein pauschaler Verweis auf einen moderaten Shareholder-Value-Ansatz nach deutschem Aktienrecht verbietet sich demnach. Das Interesse des Emittenten soll daher folgend unionsrechtskonform, autonom hergeleitet werden.

a) Allgemein der MAR zu entnehmende Interessen

Erwägungsgrund 1 der MAR stellt darauf ab, dass ein echter Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen verantwortlich für Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen ist. Dies sind Stakeholder-Interessen. Gleichwohl ist dieser Erwägungsgrund zu allgemein und nicht auf den Emittenten bezogen, weswegen daraus kein zu berücksichtigendes Stakeholder-Interesse abgeleitet werden kann. Vielmehr muss auf die spezielleren, das Emittenteninteresse explizit in den Blick nehmenden Erwägungsgründe zurückgegriffen werden.

979 *Walden*, NZG 2020, 50, 55.
980 *Harbarth*, ZGR 47 (2018), 379, 390 f.; *Walden*, NZG 2020, 50, 55.
981 Statt aller *Seibt*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 76 Rn. 43.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

b) Erwägungsgrund 50 und Leitlinien der ESMA

aa) Zeitlich gestreckte Sachverhalte

Zu diesen zählen Erwägungsgrund 50 lit. b) und Punkt 5 1. c) der ESMA Leitlinien[982]. Sie nennen die Konstellation der mehrstufigen Entscheidungsprozesse bei dualistisch verfasster AG als berechtigtes Interesse und benennen mit der Organisationsverfassung einen rein aktienrechtlichen Gesichtspunkt.[983] Gleichwohl wird dieser wiederum unter den Vorbehalt gestellt, dass die Bekanntgabe mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde. Im Ergebnis bedeutete dies, wie bereits an anderer Stelle festgestellt,[984] dass die dualistische Struktur und die dadurch bedingte Willensbildung in der Gesellschaft, keinen Einfluss auf die Ad-hoc-Publizität haben sollen.

Allerdings nennt Art. 17 Abs. 4 UAbs. 2 MAR den Oberbegriff des zeitlich gestreckten Vorgangs als einen Fall, in dem der Emittent die Veröffentlichung aufschieben kann. Man könnte also annehmen, dass der Emittent bei zeitlich gestreckten Vorgängen immer ein berechtigtes Interesse hat, eine Veröffentlichung aufzuschieben. Die Nennung ist aber vielmehr nur deklaratorisch.[985] Hierfür spricht, dass die genannte Möglichkeit eines Aufschubs bei zeitlich gestreckten Vorgängen ausdrücklich unter dem Vorbehalt von Art. 17 Abs. 4 lit. a), b), und c) MAR steht. Wenn der Gesetzgeber in Übernahme der Rechtsprechung Geltl/Daimler in Art. 7 Abs. 2 S. 2 und Abs. 3 MAR explizit normiert, dass auch Zwischenschritte als Insiderinformationen in Betracht kommen, dann ist nur konsequent, dass für solche Zwischenschritte eben auch wie für „normale" Insiderinformationen die Möglichkeit des Aufschubs besteht.[986]

---

982 ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen v. 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, S. 5.

983 Siehe auch *Kalss/Hasenauer*, in: K/O/T/W BörseG/MAR, Art. 17 MAR Rn. 98: "Berücksichtigt werden muss nämlich, dass diese Leitlinie der ESMA für sämtliche 28 MS der Europäischen Union gilt und auf die unterschiedlichsten nationalen gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltungen des Zusammenspiels von Organen anwendbar ist".

984 Siehe S. 58.

985 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 130 "Klarstellung".

986 *Ders.*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 130.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bb) Indikative Liste der ESMA

Die ESMA[987] hat aufgrund ihrer Ermächtigung in Art. 17 Abs. 11 MAR eine nicht abschließende indikative Liste berechtigter Interessen des Emittenten veröffentlicht. Diese umfassen unter Punkt 5 insbesondere folgende, nicht in den Erwägungsgründen der MAR enthaltene Punkte, nämlich:

> *„a) Der Emittent führt Verhandlungen, deren Ergebnis durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich gefährdet würde. Beispiele für solche Verhandlungen sind Verhandlungen über Fusionen, Übernahmen, Aufspaltungen und Spin-offs, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte oder Unternehmenszweige, Umstrukturierungen und Reorganisationen.*
> *d) Der Emittent hat ein Produkt entwickelt oder eine Erfindung getätigt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Rechte des geistigen Eigentums des Emittenten gefährden.*
> *e) Der Emittent plant den Erwerb oder Verkauf einer wesentlichen Beteiligung an einem anderen Unternehmen, und die Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Durchführung dieses Plans gefährden.*
> *f) Ein zuvor angekündigtes Geschäft unterliegt der Genehmigung durch eine staatliche Behörde, wobei diese Genehmigung von weiteren Anforderungen abhängt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Anforderungen wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach auf die Fähigkeit des Emittenten, diese Anforderungen zu erfüllen, auswirken und somit den Erfolg des Geschäfts letztendlich verhindern."*

Die Leitlinien der ESMA sind zwar rechtlich nicht bindend. Gleichwohl sind diese als normkonkretisierende Verwaltungsvorschriften gelebtes Recht, da sich Emittenten aus Gründen der Rechtssicherheit und Haftungsvermeidung daran orientieren werden. All die genannten Gründe sind letztlich solche, die primär auf die Erhaltung der ungestörten Fortführung der unternehmerischen Tätigkeit durch die Unternehmensführung und die Erhaltung der Geschäftschancen abzielen. Freilich wird diese ungestörte Unternehmensführung und die Wahrung der Geschäftschancen durch die Geschäftsführung im Interesse der dahinterstehenden Aktionäre,

987 ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, v. 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aber auch der übrigen Stakeholder sein. Eine genauere Konkretisierung durch die indikative Liste ist daher nicht möglich.

cc) Aufschub bei laufenden Verhandlungen, insbesondere Sanierungsfällen

Neben den bereits erörterten Ausnahmen für die mehrstufigen Entscheidungsprozesse bei einer dualistisch verfassten Gesellschaft, vorbehaltlich der korrekten Bewertung durch das Publikum, nennt Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR (im Übrigen ähnlich auch Punkt 5 1.b. der ESMA Leitlinien)

> *„laufende Verhandlungen oder damit verbundene Umstände, wenn das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würden; insbesondere wenn die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten stark und unmittelbar gefährdet ist – auch wenn er noch nicht unter das geltende Insolvenzrecht fällt – kann die Bekanntgabe von Informationen für einen befristeten Zeitraum verzögert werden, sollte eine derartige Bekanntgabe die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre erheblich gefährden, indem der Abschluss spezifischer Verhandlungen vereitelt werden würde, die eigentlich zur Gewährleistung einer langfristigen finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind;“*

Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR konkretisiert das berechtigte Interesse des Emittenten im Falle laufender Verhandlungen und nimmt als Unterpunkt speziell Sanierungsverhandlungen in den Blick. Dort heißt es, dass die Bekanntgabe nicht das Interesse „vorhandene[r] und potenzielle[r] Aktionäre“ gefährden darf. So regelte dies bereits Art. 3 Abs. 1 lit. a) MAD-DRl. Die Übernahme durch den Gesetzgeber – wenn auch nur als Erwägungsgrund – spricht dabei für dessen fortbestehende Gültigkeit. Auf diesen Erwägungsgrund verweist nunmehr auch die BaFin[988] und ein Großteil der neueren Literatur und vertritt, dass das berechtigte Interesse des Emittenten das Interesse der tatsächlichen und potenziellen Aktionäre sei.[989]

---

988 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 56; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 38.

989 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 101; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 146; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 203 ff.; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2004; *Söhner*, BB 2017, 259, 260; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018,

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Hier zeigt sich aber bereits das nächste Konkretisierungsproblem. Während die vorhandenen Aktionäre des Emittenten all diejenigen sind, die Aktien des Emittenten halten, ist unklar, wer genau die potenziellen Aktionäre sind. Die BaFin konkretisiert dies nicht. In der Literatur haben sich zwei Meinungen herausgebildet. Einerseits wird vertreten, potenzielle Aktionäre seien all diejenigen, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten erwerben und dann von der Geheimhaltungsentscheidung des Managements betroffen sind.[990] Dies wäre der Shareholder-Value-Ansatz. Die Gegenmeinung vertritt, mit potenziellen Aktionären sei das Interesse des Marktes gemeint.[991] Folglich müssten Aktionäre und Markt ein einheitliches Interesse haben. Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR geht jedenfalls davon aus, dass vorhandene und potenzielle Aktionäre ein gemeinsames Interesse im Sinne eines kleinsten gemeinsamen Nenners haben („die Interessen der vorhandenen *und* potenziellen Aktionäre"). Das wäre also ein auch die Allgemeinheit berücksichtigender Stakeholder-Ansatz. Für die Antwort muss nun näher untersucht werden, was die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre sowie des Marktes sind.

(1) Gemeinsames Interesse der vorhandenen und potenziellen Aktionäre

Alle vorhandenen und potenziellen Aktionäre (=im Sinne derer, die Aktien während der Aufschubentscheidung kaufen) haben ein gemeinsames Interesse daran, dass Sanierungsbemühungen des Emittenten nicht durch frühzeitige Publizität gefährdet werden. Ihre Beteiligung am Emittenten soll nicht durch eine mögliche Insolvenz entwertet werden. Dasselbe Interesse haben aber auch die Stakeholder wie Arbeitnehmer oder Gläubiger. Ob die punktuelle Interessenerwähnung vorhandener und potenzieller Aktionäre im Fall von Sanierungsbemühungen verallgemeinerungsfähig ist,

S. 108; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 98; *Wilsing*, ZGR 2020, 276, 280.

990 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 101; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 146; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 75; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 205; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2004; *Söhner*, BB 2017, 259, 260; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 182.

991 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 444; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 96; *Schubert*, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen, 2019, S. 13 f.; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 108 f.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ist fraglich, denn sie schließt vom speziellen Fall (Sanierungsbemühungen) auf den allgemeinen Fall (laufende Verhandlungen).[992]

(a) Keine klare Interessenlage der Aktionäre

Außerhalb der Sanierungsfälle ist unklar, ob es ein gemeinsames Interesse vorhandener und potenzieller Aktionäre gibt, denn Aktionäre sind keine homogene Interessengruppe.[993] Während manche Aktionäre an einem langfristigen und nachhaltigen Unternehmenswachstum interessiert sind, sind andere nur an kurzfristigen, schnellen Gewinnen interessiert. Potenzielle Aktionäre können auch an fallenden Kursen interessiert sein, wenn sie Leerverkäufe tätigen.[994] Zudem sind als Aktionäre der Gesellschaft institutionelle und private Investoren vertreten, mitunter auch die öffentliche Hand und divergierende Interessen denkbar. Manche Aktionäre mögen nur an einer konstanten Dividendenpolitik interessiert sein. Und zugespitzt formuliert mag es auch Aktionäre geben, deren Interesse einzig darin besteht, einmal im Jahr an der Hauptversammlung teilzunehmen, um in den Genuss kostenloser Verpflegung zu kommen.[995] Zuletzt hat der Fall „GameStop" um den „Flashmob organisierter Wutanleger"[996] in erstaunlicher Weise die möglichen Interessendivergenzen am Kapitalmarkt aufgezeigt.

Wesentlich ist der Interessenunterschied der Aktionäre jedenfalls dahingehend, ob man in der Aufschubphase Käufer oder Verkäufer der Aktien des Emittenten wäre und ob es sich um positive oder negative Information handelt.[997] So sind die verkaufenden Aktionäre bei positiver Mitteilung an

992 Zu Recht kritisch daher *Kuntz/Rathert*, in: FS 25 Jahre WpHG 2019, S. 599, 608; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 84; a.A. *Kersting*, ZBB 2011, 442, 444.

993 *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 84; *Vetter*, ZGR 2018, 338, 360; *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 S. 181.

994 *Voß*, in: JVRB WpHG, § 15 Rn. 184.

995 Daimler-Hauptversammlung: Würstchen-Streit sorgt für Polizeieinsatz, 07.04.2016 (https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/wuerstchen-streit-zwischen-daimler-aktionaeren-provoziert-polizeieinsatz-a-1085886.html) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

996 *Beuth/Brächer/Jauernig u.a.*, Kleinanleger gegen Hedgefonds, 05.02.2021 (https://www.spiegel.de/wirtschaft/gamestop-wer-profitiert-wirklich-vom-guerillakrieg-an-der-boerse-a-00000000-0002-0001-0000-000175196815) (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

997 *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 110; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 78.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der vorherigen Veröffentlichung interessiert, während sie bei schlechten Nachrichten erst an einer späteren Veröffentlichung interessiert sind. Umgekehrt stellt es sich für Käufer dar.

(b) Das Problem der Beurteilungsperspektive Käufer/Verkäufer

Man könnte die Antwort zunächst darin sehen, dass nur langfristige und am Wohle der Gesellschaft orientierte Aktionärsinteressen zu berücksichtigen sind. So sei nur ein längerfristiger Anlegerhorizont schützenswert, denn Anlegerleitbild sei der verständige Anleger und dieser verfolge nur längerfristige Ziele.[998] Dies ist an sich wünschenswert. Schließlich werden die Ziele der MAR, Wirtschaftswachstum und Wohlstand zu erreichen, nur mit einem längerfristigen und nachhaltigen Anlegerhorizont erreichbar sein. Für die Übertragung dieses Leitbilds vom Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz auf das Merkmal der berechtigten Interessen des Emittenten ist jedoch nichts ersichtlich. Zudem lässt sich die Berücksichtigung nur langfristiger Investitionsinteressen nicht pauschal rechtfertigen. Aufgrund der Notwendigkeit von Marktliquidität und damit der Möglichkeit am Sekundärmarkt jederzeit zu verkaufen, bedarf es näherer gesetzlicher Anhaltspunkte für die Berücksichtigung nur längerfristig beteiligter Aktionäre.

Das Problem dieser Beurteilungsperspektive versucht *Klöhn*[999] unter impliziter Zugrundenahme des Rawlschen „Schleier des Nichtwissens“[1000] dahingehend zu lösen, dass man unabhängig von der späteren Rolle (also Käufer oder Verkäufer) und der Information (positiv oder negativ) aus ex-ante Sicht ein gemeinsames Interesse der tatsächlichen und potenziellen Anleger (=im Sinne derer, die während der Aufschubentscheidung Finanzinstrumente des Emittenten erwerben) finden müsse. Unter dieser Voraussetzung würden sich im Ergebnis alle Aktionäre auf die gemeinsame Maximierung der Wohlfahrt, d.h. die Maximierung des Fundamentalwerts der Gesellschaft einigen.[1001]

Potenzielle Aktionäre werden damit den vorhandenen Aktionären gleichgestellt und als das Emittenteninteresse zusammengefasst. Für die

998 *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 96 f.
999 *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 78.
1000 *Rawls*, A theory of justice, 1999, S. 118 ff.; siehe auch *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 85.
1001 *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 78; *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 876.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ansicht spricht, dass sie den Zielen der Erwägungsgründe 1 und 2 entspricht, Wirtschaftswachstum, Arbeitsplätze und Wohlstand zu schaffen. Dies wird jedenfalls durch Leerverkäufe nicht gefördert. Auch günstige Einstiegskurse für Käufer oder ein zusätzlicher Gewinn für Verkäufer mögen zwar vorhandene Interessen sein. Es handelt sich aber nicht um ein gemeinsames, sondern eben nur um ein Partikularinteresse.[1002] Auch Erwägungsgrund 50 lit. a) der MAR stellt den Aufschub in Zusammenhang mit der Realisierung von Geschäftschancen für den Emittenten. Für die Maximierung des Fundamentalwerts spricht letztlich auch der Sinn des Kapitalmarkts, Geld für reale Investitionen zu Verfügung zu stellen.

(2) Interesse des Marktes

Auf der anderen Seite stehen die Vertreter, die im Interesse der potenziellen Aktionäre das Interesse des Marktes sehen. Jedenfalls *Kersting* und *Steinrück* sprechen sich im Ergebnis für ein gemeinsames Interesse von potenziellen Aktionären und vorhandenen Aktionären im Sinne eines Marktinteresses aus, welches letztlich das Emittenteninteresse sei.[1003]

Zunächst zeigt sich ihnen zufolge folgender Befund: Der Markt ist primär daran interessiert, zu richtigen Preisen (informationelle Effizienz) zu handeln.[1004] Der Markt ist ferner an Marktintegrität interessiert, verstanden als Verhinderung von Insiderhandel. Art. 17 Abs. 1 MAR schützt diese Interessen. Das würde also dafür sprechen, dass Marktinteresse (informationelle Effizienz und Marktintegrität) und Aktionärsinteresse (Steigerung des Fundamentalwertes) unterschiedlich sind. Marktteilnehmer, die keine Aktien des Emittenten halten und auch während der Aufschubphase nicht erwerben, wird die Realisierung von Geschäftschancen des Emittenten auf den ersten Blick gleichgültig sein, den Kapitalmarkt an sich interessiert die langfristige finanzielle Erholung eines Emittenten nicht.[1005] Da infor-

1002 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 113; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446.

1003 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 444; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 108 f.; letztlich aber für die Folgerung auf das Emittenteninteresse unklar: *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 96; *Schubert*, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen, 2019, S. 13 f.

1004 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 443; *Simon*, Der Konzern 2005, 13, 19; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 20 ff.

1005 Vgl. *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446; implizit etwa auch *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 190.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

mationelle Effizienz das Interesse des Marktes ist, kommt auf den ersten Blick keine Situation in Betracht, warum ein Aufschub auch im Interesse des Marktes sein sollte.[1006]

Ein Marktinteresse müsse aber ebenfalls entsprechend dem „Schleier des Nichtwissens" entwickelt werden, d.h. unter ex-ante-Befragung aller Marktteilnehmer (also inklusive der vorhandenen Aktionäre des Emittenten), die ihre Stellung am Markt aber nicht wissen.[1007] Vor diesem Hintergrund würde man sich darauf einigen, dass der Aufschub immer dann berechtigt sei, wenn die Effizienz des Kapitalmarktes insgesamt durch die unverzügliche Offenlegung der Insiderinformation gefährdet wäre.[1008] Zwar sei der Aufschub der Information zunächst negativ für die Informationseffizienz und damit entgegen dem primären Marktinteresse an informationsgerechten Preisen, da während des Aufschubs zu falschen Preisen gehandelt wird. Die gesetzliche Möglichkeit eines Aufschubs zeige aber, dass die informationelle Effizienz hinter der allokativen Effizienz zurückstehe, wenn Geschäftschancen (allokative Effizienz) durch vorzeitige Ad-hoc-Publizität (informationelle Effizienz) vernichtet werden würden.[1009] In dieser Phase handeln Anleger zwar kurzfristig in Unkenntnis der Geschäftschance und damit zu falschen Preisen. Ihnen geschehe aber kein Unrecht, weil diese Chance im Fall der vorzeitigen Informationserteilung zerstört würde und sich die Geschäftschance nicht realisieren ließe, so dass der falsche Preis doch gerechtfertigt wäre.[1010]

Das Marktinteresse am Aufschub sei daher mit dem Interesse der Aktionäre an der Steigerung der allokativen Effizienz identisch, weswegen das Interesse des Emittenten nur berechtigt sei, wenn es auch das Marktinteresse sei.[1011] Die Nennung des Emittenteninteresse habe daher keine geson-

1006 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 99; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446.

1007 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112 f.

1008 *Ders.*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 113.

1009 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 113 f.; *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446 f.

1010 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 447; ähnlich *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 99 ff.

1011 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446 ff.; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112 ff.; unklar aber *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 97: Es "kann in bestimmten Fällen auch ein Interesse des Kapitalmarkts an der Nichtveröffentlichung gegeben sein. Diese besonderen Kapitalmarktinteressen sind dann als Interessen des Emittenten anzusehen.".

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

derte Bedeutung,[1012] oder stelle lediglich klar, dass der Emittent keine Pflicht zum Aufschub habe.[1013]

(3) Stellungnahme und eigene Auslegung

Eine Auslegung, die Marktinteresse und Emittenteninteresse gleichsetzt, entfernt sich zunächst zu sehr vom Wortlaut „Emittenteninteresse". Zwar sind die Steigerung des Fundamentalwerts des Emittenten und die Steigerung der allokativen Effizienz formal nicht dasselbe. Faktisch liegt aber beiden Ansätzen das Ziel einer Wohlfahrtssteigerung zugrunde. Die Ansicht, welche die Steigerung des Fundamentalwerts des Emittenten zum Ergebnis hat, muss von ihrem Ausgangspunkt her nur auf den konkreten Emittenten Bezug nehmen. Die andere Ansicht nimmt unter Betrachtung aller Marktteilnehmer auf die Steigerung der allokativen Effizienz des Marktes Bezug, somit sind davon auch alle Emittenten umfasst. Dass faktisch beide Ansichten zum selben gemeinsamen Interesse kommen verwundert nicht, liegt es doch daran, dass sich unter dem „Schleier des Nichtwissens" und der Prämisse der Kapitalmarkteffizienzhypothese die Aktionäre und der Markt für Wertsteigerung und Wohlfahrt und damit insgesamt für die allokative Effizienz entscheiden würden, weil allokative Effizienz eben das Idealziel[1014] des Kapitalmarkts ist.

Zu diesem Ergebnis soll folgend kritisch Stellung bezogen werden.

(a) Ungeeignetheit des „Schleiers des Nichtwissens" für die Bestimmung des Marktinteresses

Zunächst ist die Interessenermittlung unter dem „Schleier des Nichtwissens" nur ein gedankliches und sehr realitätsfremdes Konstrukt.[1015] Wenn die Interessen des Emittenten die des Marktes und umgekehrt sein sollen, wird verkannt, dass das, was allokativ effizient ist, in der Realität keine Entscheidung des Marktes, sondern eine des Vorstands des Emittenten ist. In einem kompetitiven Umfeld muss der Vorstand Risiken zur Wahrung von Geschäftschancen eingehen, weswegen ihm der Ermessensspielraum

1012 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112.
1013 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 450.
1014 Vgl. dazu die Ausführungen auf S. 41.
1015 *Wühle*, Die Moral der Märkte, 2017, S. 132 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

des § 93 Abs. 1 AktG zusteht. Der Vorstand ist derjenige, der entscheidet, inwiefern am Primärmarkt generiertes Eigenkapital eingesetzt wird. Das Risiko, dass sich Geschäftschancen gerade nicht realisieren oder Entscheidungen des Vorstands wirtschaftlich nachteilig sind, tragen letztlich die Aktionäre des Emittenten und nicht der Markt.[1016] Wenn der Aufschub also Geschäftschancen und Anreize sichern soll, muss das berechtigte Interesse den Aktionären zugeordnet sein. Mit dem Schleier des Nichtwissens wird also versucht eine Gleichheit zwischen Aktionären und dem Markt herzustellen, wo tatsächlich keine ist. Das spricht teleologisch für eine Trennung von Aktionärs- und Marktinteressen.

(b) Systematische Trennung zwischen Aktionären und Markt

Auch systematische Erwägungen zeigen, dass es einer klaren Trennung zwischen Emittenten- und Marktinteresse bedarf. Art. 17 Abs. 4 MAR nennt als Voraussetzungen für den Aufschub einerseits in lit. a) die Interessen des Emittenten und in lit. b) andererseits die Gefahr der Irreführung der Öffentlichkeit. Beide Voraussetzungen müssen nach Art. 17 Abs. 4 MAR kumulativ erfüllt sein. Die gesonderte Nennung des Interesses der Öffentlichkeit in Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR (= Kapitalmarkt), nicht irregeführt zu werden, ergibt aber keinen Sinn, wenn das Interesse des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR als Interesse des Marktes verstanden werden würde, denn das Interesse der Öffentlichkeit (=Kapitalmarkt) nicht irregeführt zu werden wäre dann ja vom Merkmal „Emittenteninteresse" mitumfasst.[1017] Die separate Nennung des Interesses der Öffentlichkeit, nicht irregeführt zu werden, wäre also überflüssig. Wenn das Emittenteninteresse gleich das Marktinteresse sein soll, was soll dann noch das verbleibende Emittenteninteresse sein? Wenn die Inbezugnahme des Emittenteninteresses lediglich klarstellen soll, dass „keine Pflicht des Emittenten zum Aufschub besteht"[1018] wird verkannt, dass die Aufschubentscheidung das Gegenstück der umfassenden Emittentenverantwortung des Art. 17 Abs. 1 MAR ist. Ein Tatbestandsmerkmal darf nicht dahingehend ausge-

1016 Zu Recht *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 147.

1017 In sich dann konsequent *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 112 „inwiefern die Verzögerung der Ad-hoc-Mitteilung darüber hinaus auch im Interesse des Emittenten liegt, ist im Rahmen des Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR hingegen nicht gesondert zu prüfen.".

1018 So *Kersting*, ZBB 2011, 442, 450.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

legt werden, dass ihm keine Bedeutung mehr zukommt. Dass keine Pflicht zur Aufschubentscheidung besteht, ergibt sich bereits aus dem Wortlaut „kann" und „auf eigene Verantwortung".

(c) Zwischenergebnis: Einordnung der potenziellen Aktionäre und Folgerung aus dem bisherigen Ergebnis

Das Emittenteninteresse muss daher das Interesse seiner Aktionäre sein. Es verbleibt damit zuletzt die Frage, ob die potenziellen Aktionäre nun den vorhandenen Aktionären, oder dem Markt zuzurechnen sind.

Entgegen dem sprachlich missglückten Wortlaut von Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR muss im Ergebnis mit „Interesse des Emittenten" das Interesse derjenigen Aktionäre gemeint sein, die zum Zeitpunkt der (potenziellen!) Aufschubentscheidung vorhandene Aktionäre des Emittenten sind und es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung bleiben. Nicht gemeint sein können die, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten erwerben oder gar veräußern. Potenzielle Aktionäre müssen dem Marktinteresse zugeordnet werden. Wäre dem nicht so, würde das Interesse der vorhandenen Aktionäre wieder dem der Öffentlichkeit (=des Marktes) entsprechen, denn schließlich kann jeder Marktteilnehmer während der Aufschubphase potenziell Anteile des Emittenten erwerben und damit zum Aktionär des Emittenten werden.[1019] Umgekehrt wird jeder Aktionär, der in der Aufschubphase Aktien zukauft oder verkauft auch zum Marktteilnehmer.[1020] Nur durch eine Zuordnung der potenziellen Aktionäre zum Marktinteresse, kann tatsächlich die im Wortlaut, im Telos und der Systematik angelegte Trennung zwischen Marktinteresse und Emittenteninteresse erreicht werden.

Das berechtigte Interesse des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist also weder das Interesse des Marktes, noch das Interesse der vorhandenen und potenziellen Aktionäre im Sinne derer, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten erwerben. Es ist das Interesse der Aktionäre, die im Moment der Entscheidung über den Aufschub Aktionäre des Emittenten sind und es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung durch Veröffentlichung oder anderweitigen Weg-

---

1019 Diesen kleinen Unterschied verkennen *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 146; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 205; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2004.

1020 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 446.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

fall bleiben. Damit werden im Ergebnis tatsächlich nur die Interessen längerfristiger Aktionäre im Rahmen des berechtigten Interesses berücksichtigt, weil die Interessen derer, die während der Aufschubphase kaufen oder verkaufen, aufgrund der im Wortlaut, dem Telos und der Systematik angelegten Interessentrennung dem Marktinteresse zugeordnet werden müssen. Auch Teilzukäufe oder Teilverkäufe während des Aufschubzeitraums durch vorhandene Aktionäre ändern nichts an der gesetzlich angelegten Interessentrennung. Die partiellen Kauf- bzw. Verkaufinteressen einzelner vorhandener Aktionäre sind dem Marktinteresse zuzuordnen.

Die Nennung von potenziellen Aktionären und ihre Gleichstellung mit vorhandenen Aktionären in Erwägungsgrund 50 lit. a) MAR muss deswegen im Ergebnis dahingehend interpretiert werden, dass es sich um einen nicht verallgemeinerungsfähigen Sonderfall handelt, in dem ausnahmsweise Markt und Aktionäre des Emittenten gleichlaufende Interessen haben.[1021] Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR normiert daher den Shareholder-Value-Ansatz.

(d) Die Konformität der Trennung zwischen Aktionärs- und Marktinteresse mit dem primären Auslegungstelos der MAR

Zuletzt steht das Ergebnis, dass Emittenteninteresse und Marktinteresse verschieden sind, auch im Einklang mit dem hier verstandenen, primären Auslegungstelos der MAR. Richtig ist zwar, dass in der Aufschubphase die Anleger in Unkenntnis der Geschäftschance und damit zu falschen Preisen handeln, ihnen dadurch aber kein „Unrecht" geschieht, weil sich diese Chance im Fall der vorzeitigen Informationserteilung ohnehin nicht realisieren lassen würde, so dass der falsche Preis doch gerechtfertigt wäre.[1022] Geheimnisschutz sichert Anreize von denen letztlich alle profitieren und das ist ökonomisch unbestritten sinnvoll.[1023] Wenn man, wie insbesondere *Kersting,* das Ziel der Ad-hoc-Pflicht im „Schutz der Anleger vor unfairen Preisen"[1024] sieht, verkennt man den primären Schutzzweck der MAR. Die MAR hat nicht zum Zweck, vor unfairen Preisen zu schützen. Vertrauen

1021 Siehe dazu zuvor S. 267.
1022 *Kersting*, ZBB 2011, 442, 447.
1023 *Mehringer*, Das allgemeine kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsprinzip, 2007, S. 162 f.
1024 *Kersting*, in: Schön (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 2009, S. 411, 500; ähnlich auch *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 104.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

schützt sie nur in die Bildung eines von Marktmissbrauch unbeeinflussten Preises.[1025] Während der Aufschubphase des Art. 17 Abs. 4 MAR können auch alle anderen Marktteilnehmer inklusive vorhandener Aktionäre bei hinreichender Geheimhaltung aus der unterlassenen Information selbst keinen Vorteil ziehen. Deswegen ist der Aufschub auch möglich.

Dass es für die Ad-hoc-Publizität auf dem Sekundärmarkt zuerst um den Vertrauensschutz der Anleger und nicht um reine Allokations- und Preiseffizienz geht, zeigt der Vergleich mit der Publizität am Primärmarkt. Am Primärmarkt ist Information wichtiger als auf dem Sekundärmarkt, da dieses Kapital unmittelbar eingesetzt wird.[1026] Defizite durch unterlassene Information wirken sich auf das durch den Kapitalmarkt erzielte Wirtschaftswachstum am Sekundärmarkt nur mittelbar auf dem Primärmarkt aus. Auf dem Sekundärmarkt hingegen sollte primäres Ziel sein, dass der Markt liquide ist, damit auf dem Primärmarkt überhaupt Kapital in der Gewissheit bereitgestellt wird, die Titel jederzeit veräußern zu können. Diese Liquidität wird zwar auch dadurch gefährdet, dass sich die Anleger bei falschen Preisen langfristig vom Markt zurückziehen. Primär erfolgt dieser Rückzug aber deswegen, weil sie durch Marktmissbrauch einen ungerechtfertigten Sondervorteil empfinden.[1027] Daher ist es auch vertretbar, dass auf dem Sekundärmarkt vorrübergehend auch keine hundertprozentige Informationseffizienz besteht und der Emittent zeitweise seiner Informationsverantwortung aufgrund von Geheimnisschutzinteressen nicht nachkommt.

Diese Differenz zwischen Primär- und Sekundärmarkt wird deutlich, wenn man das wesentlich strengere Pendant zu Art. 17 Abs. 4 MAR auf dem Primärmarkt in Art. 18 Abs. 1 der Prospekt-VO[1028] (Nichtaufnahme von Informationen) betrachtet. Geheimnisschutz im Wertpapierprospekt muss durch die zuständige Behörde genehmigt werden (im Gegensatz zur eigenverantwortlichen Entscheidung des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 MAR). Vorrausetzung ist u.a. etwa, dass die Offenlegung der betreffenden Informationen dem öffentlichen Interesse zuwiderlaufen würde (Art. 18 Abs. 1 lit. a) Prospekt-VO, oder die Offenlegung der betreffenden Informa-

---

1025 Siehe S. 41.

1026 *Köndgen*, in: Fleischer/Zimmer (Hrsg.), Effizienz als Regelungsziel im Handels- und Wirtschaftsrecht, 2008, S. 100, 115.

1027 Siehe S. 33 f.

1028 Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tionen dem Emittenten oder dem etwaigen Garantiegeber ernsthaft schaden würde (im Vergleich zur Beeinträchtigung berechtigter Interessen), vorausgesetzt, dass die Öffentlichkeit durch die Nichtaufnahme der Informationen nicht irregeführt wird (Art. 18 Abs. 1 lit. b) Prospekt-VO. Die Vermeidung des als ungerecht empfundenen Sondervorteils am Sekundärmarkt wird im Marktmissbrauchsrecht durch die Geheimhaltungspflicht in Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR sowie das Irreführungsverbot in Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR gewahrt. Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist also nicht möglich, weil er letztlich für den Gesamtmarkt zu allokativer Effizienz führt, sondern weil bei richtiger Anwendung eine Chance auf eine Steigerung des Fundamentalwerts für die Aktionäre des Emittenten gegeben ist und das primäre Interesse des Marktes an Marktintegrität nicht verletzt wird.

II. Ergebnis zum Interesse des Emittenten

1. Zusammenfassung

Das Interesse des Emittenten in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist das Interesse seiner zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre, die es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung, bleiben. Potenzielle Aktionäre sind dem Marktinteresse zuzuordnen. Das sind solche, die während der Aufschubphase Aktien des Emittenten erwerben. Aktionäre, die während der Aufschubentscheidung Aktien des Emittenten veräußern sind ebenfalls dem Marktinteresse zuzuordnen. Marktinteresse und Emittenteninteresse sind nicht zwingend identisch. Das Interesse des Emittenten wird nicht mit dem Interesse des Marktes abgewogen. Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist im Ergebnis möglich, wenn er geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten (= seiner Aktionäre) zu beeinträchtigen und die Interessen des Marktes nicht entgegenstehen.

2. Vergleich mit dem Unternehmensinteresse

Das bedeutet im Ergebnis, dass das Emittenteninteresse nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR (verstanden als Interesse der längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre des Emittenten) und das aktienrechtlich hergeleitete Unternehmensinteresse (verstanden

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

im Sinne des moderaten Shareholder-Value Ansatzes) formal nicht identisch sind.[1029] Praktisch sollte aber eine Deckungsgleichheit der Interessen bestehen. Auch wenn Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ausschließlich das Aktionärsinteresse berücksichtigt, bedeutet das nicht, dass die Berücksichtigung von Gemeinwohlbelangen in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ausgeschlossen ist. So kann schließlich auch die Berücksichtigung von Gemeinwohlbelangen aus kapitalmarktrechtlicher Sicht langfristig fundamentalwertsteigernd sein. Eine Aufschubentscheidung die primär zugunsten der Aktionäre des Emittenten getroffen wird, kann auch im Interesse von Stakeholdern wie Arbeitnehmern und Gläubigern sein und umgekehrt, insbesondere, wenn sie der Bestandssicherung des Emittenten dient. Der Vorstand ist kapitalmarktrechtlich auch nicht zum Aufschub der Veröffentlichung verpflichtet, wenn dieser möglich ist, denn dem Wortlaut nach „kann" er die Veröffentlichung „auf eigene Verantwortung" aufschieben. Vielmehr kann sich der Vorstand auch für eine Veröffentlichung entscheiden. Das mag auf den ersten Blick widersprüchlich erscheinen, denn entweder ist der Aufschub möglich, gerade weil er dem Interesse der Aktionäre (= Emittenteninteresse) entspricht. Dann wiederum wäre gesellschaftsrechtlich eine Veröffentlichung nicht im Unternehmensinteresse. Aber auch diese Sichtweise wäre zu trennscharf. Insbesondere kann sich die Situation ergeben, dass zwar prinzipiell der Aufschub im Interesse der Aktionäre wäre, andererseits aber die Geheimhaltung (Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR) nicht garantiert ist oder das Für und Wider eines Aufschubs ex-ante nicht absehbar ist und die Veröffentlichung dem Vorsichtsprinzip entspricht.

B. Das berechtigte Interesse

Was allerdings berechtigt sein soll und was unberechtigt, ist der MAR nicht zu entnehmen. „Legitime Belange des Emittenten von für diesen nicht ganz unerheblicher Bedeutung"[1030] oder „erhebliche[m] Gewicht"[1031], ersetzen den unbestimmten Rechtsbegriff lediglich durch andere unbestimmte Rechtsbegriffe.[1032] In Erwägungsgrund 49 MAR heißt es insofern, die Verpflichtung der Öffentlichkeit Insiderinformationen unver-

1029 So etwa auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 101 mit unklarer Schlussfolgerung.
1030 *Versteegen*, in: KK-WpHG (1. Auflage 2007), § 15 Anh. § 6 WpAIV Rn. 19.
1031 *Nietsch*, BB 2005, 785, 788.
1032 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 85.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

züglich bekanntzugeben „kann jedoch unter besonderen Umständen den berechtigten Interessen des Emittenten abträglich sein".

I. Keine Schnittstelle zum Gesellschaftsrecht

Dabei könnte „berechtigt" entsprechend der rechtmäßigen Offenlegung im Zuge der normalen Erfüllung von Aufgaben in Art. 14 lit. c), 10 Abs. 1 MAR, eine Schnittstelle für Wertungen aus dem nationalen Gesellschaftsrecht sein.[1033] Es fehlt hier zwar ein entsprechender Verweis auf die „normale Erfüllung von Aufgaben". Ungeachtet dessen soll der Aufschub mit Verweis auf das Aktienrecht berechtigt sein, wenn – wie es etwa § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG in der Hauptversammlung vorsieht – „die Erteilung der Auskunft nach vernünftiger kaufmännischer Beurteilung geeignet ist, der Gesellschaft oder einem verbundenen Unternehmen einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen".[1034] Umgekehrt soll ein Aufschub nicht berechtigt sein, wenn bei einem Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals unverzüglich die Hauptversammlung einzuberufen und ihr dies anzuzeigen ist (§ 92 Abs. 1 AktG).[1035]

Bei genauer Betrachtung wird deutlich, dass hier zwar Parallelen zwischen dem Aktiengesetz und Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR bestehen, „berechtigt" aber keine bewusste Schnittstelle zum nationalen Gesellschaftsrecht ist.

1. Auskunftsrechte des Aktionärs

Zunächst ist in Erinnerung zu rufen, dass Art. 17 MAR autonom europarechtlich auszulegen ist. § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG kann trotz entsprechender europarechtlicher Geheimhaltungsvorgaben in Art. 9 Abs. 2 der Aktionärsrechte-RL 2007/36/EG nicht den Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR rechtfertigen. § 131 Abs. 1 AktG bezweckt die Information des einzelnen Aktionärs, um eine sinnvolle Ausübung seiner Rechte im

---

1033 Siehe S. 254.

1034 So jedenfalls *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2015, S. 114; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, 2009, S. 108; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 159.

1035 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 107; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 159.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Zusammenhang mit der Hauptversammlung zu gewährleisten.[1036] Dem stehen die Zwecke der Verhinderung von Insiderhandel und effizienter Marktpreisbildung in Art. 17 Abs. 1 MAR gegenüber. Das Verweigerungsrecht nach § 131 Abs. 3 Nr. 1 soll den Auskunftsanspruch des einzelnen Aktionärs mit dem Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft in Ausgleich bringen.[1037] Zwischen Art. 17 Abs. 4 MAR und § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG besteht faktisch ein Gleichlauf, die Normen stehen aber wegen ihrer unterschiedlichen kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Zielsetzung nur unverbunden nebeneinander.[1038] Eine Überschneidung zu Art. 17 Abs. 4 MAR besteht dabei überhaupt nur, wenn es sich um die Geheimhaltung kursrelevanter Informationen handelt.[1039] Die Anforderungen des strengeren Art. 17 Abs. 4 MAR umfassen die Voraussetzungen des § 131 Abs. 3 Nr. 1 AktG mit.[1040] Umgekehrt ist Art. 17 Abs. 4 MAR daher nicht erfüllt, wenn § 131 Abs. 3 Nr. 1 schon nicht erfüllt ist. Lediglich im zeitlichen Ablauf der Mitteilung ist darauf zu achten, dass bei notwendiger Auskunftserteilung ggü. der Hauptversammlung, bei der es sich um eine Insiderinformation handelt, zunächst die Ad-hoc-Mitteilung erfolgt, da einerseits die notwendige Form der Mitteilung nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR nicht durch Mitteilung in oder ggü. Hauptversammlung gewahrt ist und zudem das Weitergabeverbot gem. Art. 10 Abs. 1, Art. 14 lit. c) MAR besteht.[1041]

1036 *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 131 Rn. 1; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 131 Rn. 1.

1037 *Lieder*, NZG 2014, 601, 602.

1038 *Kersting*, in: Schön (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 2009, S. 411, 501, 512; zum Gleichlauf zwischen § 131 Abs. 1 S. 1 AktG und Art. 17 Abs. 1 MAR bei Informationen aus Tochtergesellschaften auch LG Stuttgart, NZG 2018, 665, Rn. 89. Siehe auch die Parallele bei zeitlich gestreckten Vorgängen beim Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung, S. 54.

1039 *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 131 Rn. 12.

1040 *Kersting*, in: Schön (Hrsg.), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 2009, S. 411, 501, 512; *Klöhn*, in: MAR, Art. 10 Rn. 111; *Kocher/Sambulski*, DB 2018, 1905, 1908.

1041 *Kocher/Sambulski*, DB 2018, 1905, 1906. *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 143.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. § 92 Abs. 1 AktG und Sanierungsfälle

Bei Sanierungs- bzw. Insolvenzfällen besteht eine große Schnittstelle zwischen aktien- und kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten. Bei Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO), Überschuldung (§ 19 InsO) und auch drohender Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) handelt es sich um kurserhebliche Informationen, die (soweit insbesondere nicht öffentlich bekannt) ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen darstellen.[1042] Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit lösen die Antragspflicht des § 15a Abs. 1 InsO aus. Bereits im Vorfeld kommt der Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals (§ 92 Abs. 1 AktG) oder die Kündigung wesentlicher Kreditlinien als Insiderinformation in Betracht.[1043]

Der Zweck des § 92 Abs. 1 AktG ist mit der Information der Hauptversammlung und der Herstellung der Handlungsfähigkeit der Aktionäre, die ohne Zusammentreten in der Hauptversammlung nicht tätigt werden können (§ 118 AktG), allerdings ein anderer.[1044] Publizität, insbesondere die des Kapitalmarktes, ist bloße Nebenfolge, denn die Norm betrifft schließlich auch nicht börsennotierte AGs.[1045] § 92 Abs. 1 AktG und Art. 17 Abs. 4 MAR laufen faktisch wieder gleich, stehen aufgrund der unterschiedlichen Zweckrichtung aber ebenso unverbunden nebeneinander. Denn entweder werden die Aktionäre im Fall des § 92 Abs. 1 AktG schon kein Interesse am Aufschub der Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR haben (Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR). Jedenfalls muss, sofern sich der Vorstand aufgrund von § 92 Abs. 1 AktG zur Einberufung der (öffentlichen!) Hauptversammlung entscheidet,[1046] entweder vorab (Art. 17 Abs. 1 MAR), spätestens zeitgleich (Art. 17 Abs. 8 MAR) auch der Kapitalmarkt informiert werden.[1047] Beim Gläubiger schützenden § 15a Abs. 1 InsO stellt es sich

1042 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 29 f.; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20.

1043 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 30; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 20; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 92 Rn. 2.

1044 Vgl. *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 92 Rn. 1.

1045 *Hüffer/Koch*, Aktiengesetz, 2021, § 92 Rn. 1; *Spindler*, in: MüKo-AktG, § 92 Rn. 3.

1046 Insofern kommt ein kurzer Aufschub in Betracht, *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 92 Rn. 9 mwN.

1047 *Schmidt-Hern*, in: Drinhausen/Eckstein (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG, § 17 Rn. 16; *Arnold*, in: Hdb börsennotierte AG, § 19 Rn. 19.42; *Sailer-Coceani*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 92 Rn. 7.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

aufgrund der spätestens durch § 9 InsO erreichten Publizität nicht anders dar.

3. Zwischenergebnis

Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist also nicht „unberechtigt", weil eine Pflicht nach § 92 Abs. 1 AktG besteht, sondern weil die Information dann nicht mehr geheim ist. Es besteht ähnlich wie bei § 131 Abs. 1 Nr. 3 AktG also nur der faktische Gleichlauf. Im Ergebnis ist „berechtigt" daher keine Schnittstelle zum nationalen Gesellschaftsrecht.

II. Kapitalmarktrechtliche Auslegung

1. Meinungsstand

Im Übrigen findet sich in der Literatur die Meinung, berechtigt sei das Interesse, wenn die ESMA in ihren Leitlinien eine Berechtigung nahelege oder das Aufschubinteresse des Emittenten von der Intensität einen vergleichbaren Fall darstelle, der sich in die Regelbeispiele der ESMA systematisch einordne.[1048]

Klöhn erwägt, dass das Merkmal nur ein redundanter Hinweis auf die in Art. 17 Abs. 4 lit. b) und c) MAR genannten Voraussetzungen sei.[1049] Da das Merkmal aber einen eigenständigen Gehalt aufweisen müsse, spreche die Systematik dafür, darunter ein Rechtsmissbrauchsverbot zu verstehen, dass Fälle ausschließen solle, wie die im Gesellschaftsrecht bekannten „nützlichen Pflichtverletzungen". Wenn lit. a) das Emittenteninteresse schütze, lit. b) und c) das Marktinteresse, dann bleibe in „berechtigt" das Interesse Dritter, die nicht unter Abs. 4 lit. a) bis c) fielen.[1050] Unberechtigt sei etwa der Aufschub der Ad-hoc-Publizität über die bevorstehende Insolvenz, um Kapitalanlagebetrug zu begehen.[1051]

1048 *Schubert*, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen, 2019, S. 21.
1049 Zu diesen Überlegungen *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 165.
1050 *Ders.*, in: MAR, Art. 17 Rn. 176.
1051 *Ders.*, in: MAR, Art. 17 Rn. 175.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

2. Stellungnahme, Ergebnis

Für die erste Ansicht spricht zunächst die Ermächtigung der ESMA, solche Interessen gem. Art. 17 Abs. 11 MAR festzulegen. Ferner spricht dafür, dass Art. 17 Abs. 4 MAR aufgrund des Regel-Ausnahme-Verhältnisses eng auszulegen ist,[1052] und daher eine Orientierung an den wenigen von der ESMA genannten Fällen, im Sinne dieses Ausnahmeverhältnisses wäre. Allerdings darf der Verweis auf die Intensität nicht in Richtung der unzulässigen und aufgrund der Vollharmonisierung abzulehnenden Interessenabwägung verstanden werden.[1053]

Der zweite Vorschlag geht wieder in Richtung einer Corporate-Governance-Funktion, welche Art. 17 Abs. 1 MAR nicht zukommt.[1054] Der Aufschub zum Zwecke der Begehung von Kapitalanlagebetrug dürfte zudem schon an der Irreführungsgefahr des Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR scheitern. Vorzugswürdig erscheint daher, dass „berechtigt" lediglich ein Hinweis auf das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR ist und damit nicht jeder denkbare Belang für einen Aufschub in Betracht kommt. Daher ist einer Orientierung an den Beispielen der ESMA zuzustimmen.

Folgt man der restriktiven Auslegung des Art. 17 Abs. 4 MAR und betrachtet die erörterten Beispiele der Erwägungsgründe und der Leitlinien der ESMA, kann das Interesse am Aufschub zunächst nur berechtigt sein, wenn nicht durch die Publizität der Information als solches, sondern durch den Zeitpunkt der Publizität, unternehmerische Nachteile drohen. Sind die Auswirkungen der Publizität bei unverzüglicher und aufgeschobener Publizität vermutlich gleich, liegt ein berechtigtes Interesse hingegen nicht vor.

1052 ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130, 13.07.2016, Rn. 52; kritisch *Krämer/Kiefner*, AG 2016, 621, 624 f.

1053 Siehe S. 260.

1054 Siehe dazu S. 118 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

C. Das Interesse der Aktionäre bei Compliance-Sachverhalten

I. Das Interesse an der disziplinierenden Wirkung der Ad-hoc-Publizität

Nunmehr stellt sich die letzte Frage, in welchen Fällen speziell bei Compliance-Sachverhalten, die zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre (=Interesse des Emittenten) ein berechtigtes Interesse am Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung haben. Wie geschildert besteht ihr gemeinsames Interesse im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes an der Steigerung des Fundamentalwertes des Emittenten. *Klöhn/Schmolke*[1055] vertreten dabei, dass das berechtigte Interesse nach einer Kosten-Nutzen-Analyse für die Aktionäre vorzunehmen sei. Dabei bestünde insbesondere bei Compliance-Sachverhalten eine Interessenambivalenz. So seien die Aktionäre zwar an einem möglichst hohen Fundamentalwert und damit dem Erhalt des Reputationskapitals interessiert. Auf der anderen Seite wollten sie nicht auf die disziplinierende Wirkung der Ad-hoc-Pflicht auf Vorstand und Aufsichtsrat verzichten. Art. 17 Abs. 4 MAR sei damit auch eine „Corporate-Governance-Schranke".[1056]

Diesem Ansatz ist nicht zuzustimmen. Die disziplinierende Wirkung der „Corporate-Governance-Funktion" ist wie dargelegt[1057] kein Ziel der Ad-hoc-Publizität. Auch aus rein aktienrechtlicher Perspektive verkennt sie, dass die Kontrolle des Vorstands die Aufgabe des Aufsichtsrats (§ 111 Abs. 1 AktG) und nicht der Aktionäre ist.[1058] So wenig wie § 93 Abs. 2 AktG die Ad-hoc-Pflicht bei Pflichtverletzungen des Vorstands suspendieren kann,[1059] so wenig soll Art. 17 Abs. 1 MAR die Sanktionierung des Vorstands für die Aktionäre übernehmen. Aktionäre selbst üben Kontrolle auf das Management im Rahmen der Hauptversammlung oder den nicht versammlungsgebundenen, aber aktienrechtlich geregelten Kontrollrechten aus.[1060] Tatsächlich werden Compliance-Verstöße auch meist erst vollständig durch die Nachfolgegeschäftsführung aufgeklärt, die wegen der zehnjährigen Verjährungsfrist des § 93 Abs. 6 AktG bei börsennotierten Gesellschaften auch nicht unter zeitlichem Druck stehen und daher nicht zwingend auf eine „schnelle Disziplinierung" über Art. 17 Abs. 1 MAR

1055 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 876 ff.; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 85.
1056 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 893; *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55, 85.
1057 Siehe S. 118 ff.
1058 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2006.
1059 Siehe S. 163.
1060 Vgl. *Liebscher*, in: Henssler/Strohn (Hrsg.), Gesellschaftsrecht, § 118 AktG Rn. 4 ff.; *Spindler*, in: Schmidt/Lutter, AktG, § 118 Rn. 14 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

angewiesen sind.[1061] Das Interesse der Aktionäre bleibt damit grundsätzlich die Steigerung des Fundamentalwertes des Emittenten. Dies hat der Vorstand bei seiner Entscheidung für Aufschub oder Veröffentlichung zu berücksichtigen. Die disziplinierende Wirkung kann nicht zur Auslegung des Aktionärsinteresses herangezogen werden.

II. Die Auswirkungen des Aufschubs des Compliance-Verstoßes auf die Integrität des Kapitalmarktes

Wie verhält sich die Möglichkeit des Aufschubs speziell bei Compliance-Sachverhalten zum primären Auslegungszweck der Vermeidung des als ungerechtfertigt empfundenen Sondervorteils? So vertritt *Steinrück*, es würde „das Vertrauen der Anleger in die Integrität des Kapitalmarktes in einem besonders hohen Maße erschüttern […] wenn nicht einmal Pflicht- oder Sorgfaltsverstöße der Geschäftsführung des Emittenten unverzüglich veröffentlicht werden müssten."[1062] Ein Aufschub sei hier nicht möglich.[1063]

Obwohl *Steinrück* die Corporate-Governance-Funktion der Ad-hoc-Pflicht ablehnt,[1064] stellt diese Forderung doch gerade diese Funktion dar. Die Frage nach der Integrität des Kapitalmarktes muss kapitalmarktspezifisch gesehen werden. Ob ein Emittent als Nachfrager am Kapitalmarkt Rechtsverstöße begeht oder Rechtsverstöße gegenüber dem Kapitalmarkt begeht, ist ein wesentlicher Unterschied. Bestechung ausländischer Beamter oder Betrug gegenüber Kunden sind keine Fragen des Vertrauens in die Integrität des Kapitalmarktes, sie würden schließlich jede juristische Person gleichermaßen betreffen, ob börsennotiert oder nicht. Nur wenn der Emittent seine Pflichten gegenüber dem Kapitalmarkt verletzt (Stichwort Informationsverantwortung), kann davon gesprochen werden, dass Anleger das Vertrauen in die Integrität des Kapitalmarktes verlieren. Dass dabei Pflichtverletzung und Pflichtverletzung mit Bezug zum Kapitalmarkt (insbesondere die Verletzung anlassbezogener Kapitalmarktinformationspflichten sowie die Verletzung von Rechnungslegungsvorschriften) oft miteinander einhergehen, darf nicht ausblenden, dass die Möglichkeit der

1061 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2006.
1062 *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 154.
1063 *Ders.*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 154.
1064 Siehe *ders.*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 111.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Einhaltung der Aufschubvoraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR auch bei einem Compliance-Sachverhalt grundsätzlich besteht.

III. Die Ad-hoc-Pflicht als Selbstbelastung

Der Vorstand ist gesellschaftsrechtlich auch aus seiner Compliance-Pflicht nicht zur externen Veröffentlichung von Rechtsverstößen verpflichtet.[1065] Ausnahmen kommen in Betracht, wenn das Unternehmensinteresse durch externe Aufklärung besser zur Geltung kommt als durch rein interne Aufklärung oder kein Vorstandsermessen für eine Geheimhaltung besteht.[1066] Insbesondere bei Kartellverstößen kann die Selbstanzeige aufgrund der Bußgeldbefreiung im Rahmen von Kronzeugenprogrammen im Unternehmensinteresse liegen.[1067] Im Gegenzug erwarten Behörden zur Aufklärung und Ermittlung gegen die übrigen Kartellanten vom Emittenten Verschwiegenheit.[1068] Mit der Veröffentlichung des Compliance-Sachverhalts ggü. dem Kapitalmarkt wird jedenfalls außerhalb kartellrechtlicher Besonderheiten die Gefahr des Eintritts negativer Folgen in Form von Ermittlung und Sanktionierung durch Staat und Markt zur „self-fulfilling prophecy".[1069] Das bislang nur abstrakt bestehende Entdeckungsrisiko der Gesetzesverletzung wird zu einem konkreten Behördenverfahren wegen (zugestandener) Gesetzesverletzung „hochgestuft".[1070] Die Vornahme der Entscheidung über die Mitteilung ggü. dem Kapitalmarkt oder dem Aufschub der Veröffentlichung durch den Vorstand entspricht zunächst der Abwägung des Für und Wider von Selbstanzeigen des Unternehmens

1065 *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 410; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1289; dies wäre wohl auch unter dem zwischenzeitlich verworfenen Verbandssanktionengesetz der Fall gewesen, näher *Nolte/Michaelis*, BB 2020, 1154, 1160.

1066 Prominent insb. die Pflicht nach § 153 AO, näher *Arnold*, ZGR 2014, 76, 83 f.; *Nolte/Michaelis*, BB 2020, 1154, 1160; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 410; *Stöhr*, BB 2019, 1286, 1289.

1067 *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 414.

1068 Vgl. Mitteilung der Kommission über den Erlass und die Ermäßigung von Geldbußen in Kartellsachen, ABl. Nr. C 298 v. 8.12.2006, S. 18, *Dreher*, WuW 2010, 731 ff.; *Salaschek/Richter*, BB 2020, 1411, 1413; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 88 ff.

1069 *Hart-Hönig*, in: FS Schiller 2014, S. 281, 301 f.; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 288.

1070 *Seibt*, BB 2019, 2563, 2570.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

bei Compliance-Verstößen.[1071] Da die Ad-hoc-Publizitätspflicht aber die Verschwiegenheitspflicht des Vorstands durchbricht,[1072] gerät sie in das Spannungsfeld mit der Selbstbelastungsfreiheit (nemo tenetur se ipsum accusare).

1. Der Nemo-Tenetur Grundsatz

a) Problematik und Meinungsstand

Der Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit ist einfachgesetzlich etwa in §§ 136 Abs. 1 S. 2, 55 StPO (ggf. über § 46 Abs. 1 OWiG) geregelt. Er ist verfassungsrechtlich dem Rechtstaatsprinzip des Art. 20 Abs. 3 GG bzw. dem allgemeinen Persönlichkeitsrecht, Art. 2 Abs. 1 i.V.m. 1 Abs. 1 GG, zu entnehmen. International ist er im Rahmen des fairen Verfahrens nach Art. 6 Abs. 1 EMRK, Art. 47 Abs. 2, 48 Abs. 2 der Charta der Grundrechte der Europäischen Union sowie aufgrund Art. 14 Abs. 3 lit. g des Internationalen Pakts über bürgerliche und politische Rechte umfasst.[1073]

Bei Compliance-Sachverhalten wollen einige Autoren bereits die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR aufgrund des Konflikts mit der Selbstbelastungsfreiheit suspendiert sehen.[1074] Andere vertreten, dass der Nemo-Tenetur-Grundsatz jedenfalls im Rahmen des Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR Berücksichtigung finden soll.[1075] Diskutiert wird ebenso eine Lösung im Rahmen der Wissenszurechnung,[1076] oder die Selbstbelastungsfreiheit nicht im Rahmen des Art. 17 MAR, sondern auf Ebene des Ordnungswidrigkei-

---

1071 Dazu etwa *Zimmer/Weigl*, CCZ 2019, 21 2019, 21, 23 ff.; *Seibt*, BB 2019, 2563, 2569 f.

1072 Siehe S. 208.

1073 BVerfG, NJW 1981, 1431 ff.; BVerfG, NJOZ, 2016, 1879 Rn. 34 ff.; *Gehling*, ZIP 2018, 2008, 2009 ff.

1074 *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 76 ff.; *Gehling*, ZIP 2018, 2008, 2014; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 266 ff.

1075 *Seibt*, in: Mülbert (Hrsg.), Bankrechtstag 2017, S. 81, 101; *Seibt*, BB 2019, 2563, 2569; *Gehling*, ZIP 2018, 2008, 2014 der ebenso schon für die Lösung in Art. 17 Abs. 1 MAR plädiert; jedenfalls bei Kronzeugenanträgen Handelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins, NZG 2019, 1138, 1144.

1076 *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 317; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 403; ähnlich auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 322.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

tenrechts zu berücksichtigen.[1077] Die Ad-hoc-Pflicht richtet sich an den Emittenten, also die juristische Person (Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR). Der Nemo-Tenetur-Grundsatz gilt zunächst für die natürlichen Personen, welche die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR ausführen und sich dadurch selbst belasten müssten. Einige Autoren wollen daher die Freiheit der Selbstbelastung des Mitarbeiters bzw. des Organs über die Wissenszurechnung zum Emittenten übertragen.[1078] So soll die Ad-hoc-Pflicht den Emittenten aufgrund seiner „Opferrolle" oder „mangels Gefährdungshaftung" nicht schon mit Wissen des Vorstands von seinem eigenen Pflichtverstoß treffen, sondern erst wenn der Emittent es versäumt habe, eine Organisationsstruktur einzurichten, um Fehlverhalten des Managements aufzuspüren und er bei Einrichtung solcher Strukturen Kenntnis des konkreten Fehlverhaltens erhalten hätte.[1079]

b) Stellungnahme

Wie dargelegt kommt es im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 MAR nicht auf die Frage von Wissen und Organisationspflichten an.[1080] Sofern es für den Emittenten aufgrund des strafrechtlich relevanten Verhaltens eines Organs nicht möglich war, den Kapitalmarkt rechtzeitig zu informieren, kann die Frage im Einzelfall auf Ebene des Verschuldens der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen gelöst werden. Ob der Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit darüber hinaus überhaupt auf juristische Personen anwendbar ist, ist umstritten.[1081] Neben dem Bundesverfassungsgericht äußert sich auch der Referentenentwurf zum zwischenzeitlich verworfenen Verbands-

1077 *Breuer*, Wissen, Zurechnung und Ad-hoc-Publizität, 2020, 194 ff.; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1154; *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 429; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 115; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2041 m. Fn. 71; im Ergebnis wohl auch *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 289 ff.; unklar *Seibt/Cziupka*, AG 2015, 93, 103; vgl. die Parallele bei selbständigen Meldepflichten nach BImSchG *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 292 ff.

1078 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 403; ähnlich auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 322.

1079 *Gaßner*, Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht, 2020, 318; *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152; *Ihrig*, ZHR 2017, 381, 403; ähnlich auch *Spindler*, ZHR 181 (2017), 311, 322.

1080 Siehe Kapitel 3.

1081 Ablehnend BVerfG, NJW, 1997, 1841, 1843 f.; kritisch *Dannecker*, ZStW 127 (2015), 370, 374 ff.; zu den eher bejahenden Tendenzen des EGMR *Dannecker*,

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

sanktionengesetz ablehnend, enthält aber für die gesetzlichen Vertreter des Verbands ein Aussageverweigerungsrecht im Sanktionsverfahren.[1082]

Vorzugswürdig ist es daher, den Grundsatz der Selbstbelastungsfreiheit jedenfalls nicht materiell-rechtlich im Rahmen des Art. 17 MAR anzuwenden. Wie dargelegt hat der Emittent eine umfassende Informationsverantwortung für ihn unmittelbar betreffende Informationen ggü. dem Kapitalmarkt. Die Ad-hoc-Pflicht kennt zudem keine Bereichsausnahme. Sie gilt auch für strafrechtliche relevante, kurserhebliche Vorgänge. Der Emittent hat eine Informationsverantwortung für sämtliche kursrelevanten, strafrechtlich bedeutsamen Vorgänge bei Organen und Mitarbeitern und unter Umständen auch für solche Informationen aus verbundenen Gesellschaften. Es kann aber nicht von einer strafrechtlichen Selbstbelastungspflicht des Emittenten durch Art. 17 Abs. 1 MAR gesprochen werden, denn es handelt sich um eine außerhalb eines Strafverfahrens geltende Mitteilungspflicht, die allgemein auch für alle anderen, nicht strafrechtlich relevanten Informationen gilt.[1083] Ein voller materieller Ausschluss der Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR würde dabei den Anlegerschutz und die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte als wichtiges Gemeinwohlziel völlig ausblenden.[1084] Parallel denke man etwa an andere selbständige Offenbarungspflichten, etwa bei gefährlichen Störfällen nach § 19 Abs. 1 12. BImSchV (Störfall-Verordnung).[1085] Auch bei dieser unverzüglichen Mitteilungspflicht besteht die Gefahr, straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlich relevante Umstände preisgeben zu müssen.[1086] Da hier die Gemeinwohlrelevanz solcher Mitteilungen offensichtlicher ist, würde man wohl kaum daran denken, die Mitteilungspflicht einer juristischen Person als immissionsschutzrechtlichem Betreiber wegen der möglichen Selbstbe-

---

ZStW 127 (2015), 991 ff.; jedenfalls für die Anwendung auf prozessrechtlicher Ebene *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 115 ff.

1082 Vgl. § 33 Referentenentwurf des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz, Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung der Integrität in der Wirtschaf, insb. S. 113 f. https://www.bmjv.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_Staerkung_Integritaet_Wirtschaft.pdf;jsessionid=AD811F27D1A0E40F2BDD9E9BBF15B7FB.2_cid289?__blob=publicationFile&v=1 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

1083 Vgl. in Bezug auf kartellrechtliche Mitwirkungspflichten *Dannecker*, ZStW 127 (2015), 991, 1012; zur Selbstbelastung durch zivilrechtliche Offenbarungspflichten *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 59 f.

1084 Vgl. *Fleischer*, NZG 2006, 561, 568.

1085 Vgl. *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 292.

1086 *Dies.*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 292.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

lastung zu hinterfragen, eben weil es eine allgemeine Mitteilungspflicht ist.

Sofern man dennoch von der Anwendbarkeit des Nemo-Tenetur-Grundsatzes auf juristische Personen ausgeht, kann eine Lösung der Selbstbelastung durch die Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR innerhalb des Straf- bzw. Bußgeldverfahrens gefunden werden, etwa in einem Beweisverwertungsverbot bzgl. der zu veröffentlichenden Mitteilung.[1087] Dass das die Einleitung von Ermittlungsverfahren nicht verhindern kann, ist Folge der allgemeinen Mitteilungspflicht durch Inanspruchnahme des Kapitalmarktes.[1088] Auf personaler Ebene ist von dem betroffenen Organmitglied eine eigene Mitwirkung nicht zu erwarten. Organe, die ihren Verstoß selbst veröffentlichen müssten, können wegen unterlassener Mitteilung aufgrund der Unzumutbarkeit normgemäßen Verhaltens nicht sanktioniert werden.[1089]

c) Zwischenergebnis

Die Veröffentlichungspflicht bei Compliance-Sachverhalten ist also weder wegen der Selbstbelastungsfreiheit automatisch aufgehoben, noch ist der Aufschub wegen der möglichen Verletzung der Integrität des Kapitalmarkts von vornherein ausgeschlossen. Da vielmehr der Aufschub auch bei Compliance-Verstößen möglich ist, stellt sich zuletzt die Frage nach dessen zeitlicher Dauer.

2. Der ewige Aufschub

Bei kursrelevanten Vertragsverhandlungen besteht die Möglichkeit, dass diese irgendwann „im Sand verlaufen“ oder aufgrund plötzlich eintreten-

---

1087 *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 293 ff.; *Hart-Hönig*, in: FS Schiller 2014, S. 281, 300 ff.

1088 Vgl. auch die Parallele bei Meldepflicht aufgrund von Störfallen nach Immissionsschutzrecht bei *Queck*, Nemo-Tenetur zugunsten von Unternehmen, 2005, S. 294.

1089 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 449; *Kumpan/Grütze*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 115; *Kumpan/Misterek*, ZBB 2020, 10, 16; *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 154; *Sajnovits*, WM 2016, 765, 772 f.; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 68.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

der Ereignisse ihre Kursrelevanz von selbst verlieren.[1090] Eine rückwirkende Ad-hoc-Mitteilung bei Wegfall der Kursrelevanz ist gesetzlich nicht vorgesehen.[1091] Auch die Pflicht des Emittenten, der zuständigen Behörde bei erfolgtem Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR mitzuteilen, inwieweit die Aufschubbedingungen erfüllt waren (Art. 17 Abs. 4 UAbs. 3 S. 1 MAR, konkretisiert durch Art. 4 DurchführungsVO (EU) 2016/1055), besteht nur für den Fall der Offenlegung der Information nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Daher soll es möglich sein, Informationen über Compliance-Verstöße bis zum Eintritt der Verjährung, oder bis sie sonst ihre Kursrelevanz verloren haben, – somit ewig – aufzuschieben.[1092]

Ein ewiger Aufschub würde faktisch einer Aufhebung der Ad-hoc-Pflicht gleichkommen, welche aber dem Wortlaut nach nicht vorgesehen ist. Auch die anderen Sprachfassungen sprechen von „delay disclosure", „différer la publication", „retrasar la difusión pública", also von verzögern oder verschieben. Entgegen dem altbekannten Sprichwort wäre aufgeschoben also doch aufgehoben. Andererseits fehlen dem Wortlaut einschränkende Tatbestandsmerkmale etwa wie „kurzfristig" oder „vorübergehend". Zudem „kann" der Aufschub „auf eigene Verantwortung" erfolgen. Die fehlende Einschränkung zusammen mit dieser Eigenverantwortung des Emittenten spricht wiederum dafür, dass dem Emittenten die Dauer des Aufschubs freisteht, solange eben nur die Voraussetzungen der lit. a) bis c) erfüllt sind. Mithin sollte ein ewiger Aufschub theoretisch möglich sein.

a) Geheimhaltung nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR

Praktisch gesehen steht der ewige Aufschub wiederum unter dem Vorbehalt der Möglichkeit des Emittenten, die Information ewig geheim zu halten, Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR. Der Aufschub steht also unter der zentralen Prämisse der Sicherstellung von Marktintegrität durch Vermeidung des als

1090 *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 483 ff.

1091 BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 36; *Meyer*, in: K/M/F/S Bank- und KapMR, Kap. 12 Rn. 12.373 mwN.

1092 *Bunz*, NZG 2016, 1249, 1255; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2042; *Pfüller*, in: Fuchs, WpHG, § 15 Rn. 288; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 130; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 413 f.; *Seibt*, BB 2019, 2563, 2569; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71; zurückhaltender aber *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 877; allgemein etwa *Pattberg/Bredol*, NZG 2013, 87, 91.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

ungerechtfertigt empfundenen Sondervorteils, den Insiderhandel während der Aufschubphase erzeugen würde.

Die Grenze der Geheimhaltungsmöglichkeit ist jedoch schnell erreicht da ihre Voraussetzungen streng sind. Insbesondere muss nach Art. 17 Abs. 7 MAR die Information so schnell wie möglich veröffentlicht werden, wenn die Vertraulichkeit dieser Insiderinformationen nicht mehr gewährleistet ist, was der Fall ist, wenn ein Gerücht auf eine Insiderinformation Bezug nimmt, die gemäß Art. 17 Abs. 4 oder 5 MAR nicht offengelegt wurde und das Gerücht ausreichend präzise ist. Unter diesen Umständen besteht die Vermutung, dass die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet ist (Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MAR). Dies ist wiederum der Fall, wenn die daraus abzuleitende Information darauf schließen lässt, dass ein Informationsleck entstanden ist, wobei dessen Herkunft unerheblich ist.[1093] Dies ist eine Verschärfung ggü. den bisherigen Anforderungen des § 15 Abs. 3 WpHG, wonach angenommen wurde, dass das Informationsleck dem Herrschaftsbereich des Emittenten entstammen müsse.[1094] Emittenten können sich nach neuer Rechtslage bei Aufkommen ausreichend präziser Gerüchte damit nicht mehr auf die sog. „no-comment-Strategie" berufen.[1095] Auch wenn keine präzisen Gerüchte vorliegen können auffällige Kurssprünge ein Indiz für stattfindenden Insiderhandel und mangelnde Vertraulichkeit sein.[1096]

Auch was allgemein die Sicherstellung der Geheimhaltung der Information betrifft, reiht sich Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR in den festgestellten Befund ein, dass Art. 17 MAR keine Organisationspflichten, insbesondere keine Compliance-Pflichten etwa entsprechend der negativen Wissensorganisation in Art. 9 Abs. 1 MAR enthält.[1097] Zwar bestimmt Art. 4 Abs. 1 lit. c) Ziff. i) der DurchführungsVO 2016/1055, dass der Emittent verpflichtet ist, über intern und gegenüber Dritten herbeigeführte Informationshindernisse während der Aufschubphase Aufzeichnungen zu tätigen und diese Nachweise später der zuständigen Behörde zu übermitteln

---

1093 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 58.

1094 BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 61.

1095 *Krämer/Gillessen*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung, § 32 Rn. 32.10; *Langenbucher*, AG 2016, 417, 421; *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 132; grundlegend kritisch bereits *Hopt*, ZHR 1995, 135, 153.

1096 *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 511.

1097 *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankR-HdB, § 107 Rn. 157; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 258; zum alten Recht *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 102, siehe auch S. 175.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

(Abs. 2). Technisch handelt es sich um eine Mitteilungspflicht über die Einrichtung von Informationshindernissen und nicht um eine Einrichtungspflicht. Zudem besteht die Mitteilungspflicht wie festgestellt nur für den Fall der späteren Offenlegung nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Daher entfällt die Aufschubmöglichkeit nicht, wenn eine solche Dokumentation nicht oder nur unzureichend getroffen wurde,[1098] da es sich hier lediglich um eine Obliegenheit handelt, die dem Emittenten später dazu dient, nachzuweisen, dass die Aufschubvoraussetzungen auch tatsächlich vorlagen.[1099]

Was die Vertraulichkeit angeht, so muss sich diese systematisch betrachtet an den Voraussetzungen der unrechtmäßigen Offenlegung in Art. 10, 14. lit. c) MAR richten. Zudem ergibt sich aus Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR, dass eine aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag bestehende Verschwiegenheitspflicht des Informationsempfängers notwendig ist. Der Gesetzgeber sieht nur bei dieser besonderen Verpflichtung die Chancengleichheit ggü. anderen Anlegern gewahrt, weswegen er bei Nichterfüllen und Weitergabe die besonders strenge zeitgleiche Veröffentlichungspflicht festlegt.[1100]

Die Geheimhaltungsmöglichkeit fällt jedoch bei fehlender insiderrechtlicher Belehrung des Informationsempfängers (Art. 18 Abs. 2 MAR) nicht automatisch weg. Es handelt es sich um eine formale Voraussetzung, die keine Verbesserung der tatsächlichen Geheimhaltung bietet.[1101] Entgegen dem alten Recht in Art. 3 Abs. 2 lit. b MAD-DRl, der auf diese Belehrung als Voraussetzung für den Aufschub explizit verwies,[1102] ist dies der MAR nicht mehr zu entnehmen. Insbesondere hätte die Möglichkeit bestanden, diese Bedingung in Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR einzufügen. In der Regel werden diejenigen Mitarbeiter, die mit Insiderinformationen in Kontakt kommen können oder die solche Verantwortung haben, dass durch deren Fehlverhalten kursrelevante Informationen entstehen können, arbeits- bzw. dienstvertraglich ausreichend zu Verschwiegenheit verpflichtet sein.

Insgesamt dürfte die dauerhafte Geheimhaltung bei einem Compliance-Verstoß, bei dem eine Vielzahl von Akteuren involviert und damit ein gesteigertes Insiderhandelsrisiko besteht, nicht unmöglich, aber nur schwer vorstellbar sein.[1103]

1098 Dahingehend *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 130.
1099 *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 259.
1100 *Grundmann*, in: Staub HGB, Rn. 516.
1101 *Klöhn*, in: MAR, Art. 17 Rn. 271.
1102 Hierfür unter dem alten Recht etwa OLG Stuttgart, NZG 2009, 624, 633; *Pattberg/Bredol*, NZG 2013, 87, 90.
1103 So auch *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 92; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

b) Bilanzierungspflicht von Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten

Ferner kann die ewige Geheimhaltung, durch die trotz einer getroffenen Aufschubentscheidung weiterhin bestehenden Bilanzierungspflichten, beendet werden. Nach § 249 Abs. 1 S. 1 HGB besteht die Pflicht, Rückstellungen für ungewisse Verbindlichkeiten zu bilden. Ungewissheit bedeutet, dass Grund oder Höhe der Verbindlichkeit im Zeitpunkt ihres Entstehens nicht feststehen, egal ob aus rechtlichen oder tatsächlichen Gründen.[1104] Dabei ist zwischen der Wahrscheinlichkeit des Bestehens der Verbindlichkeit einerseits und der tatsächlichen Inanspruchnahme andererseits zu differenzieren.[1105] Die Rechtsprechung erachtet die Bildung einer Rückstellung nach § 249 Abs. 1 S. 1 HGB als notwendig, wenn jeweils überwiegende Wahrscheinlichkeit gegeben ist, d.h. mehr Gründe vorhanden sind, die für, als gegen den Eintritt sprechen.[1106] Die Literatur formuliert daraus eine 51 % Schwelle.[1107] Es besteht mithin einer Parallele zum Tatbestandsmerkmal „vernünftigerweise erwarten kann" des Art. 7 Abs. 2 MAR.[1108] Eine Pflicht zur Rückstellungsbildung besteht insbesondere nicht, solange der Gläubiger seinen Anspruch nicht kennt.[1109] Eine Passivierbarkeit bestehe erst, wenn die den Anspruch begründenden Tatsachen entdeckt und dem Geschädigten bekannt geworden sind oder dies doch unmittelbar bevorstehe. Das gelte sowohl für öffentlich- als auch privatrechtliche Konstellationen. Andererseits sei im Einzelfall nur die Klageerhebung nicht ausreichend, die Pflicht nach § 249 HGB herbeizuführen, wenn der Schuldner aufgrund objektiver Umstände davon ausgehen darf, dass er in einem Prozess überwiegend wahrscheinlich nicht unterliegen werde.[1110]

Auch sofern eine Bilanzierung, wie für kapitalmarktorientierte Konzernmutterunternehmen nach internationalen Rechnungslegungsstandards stattfindet (vgl. § 315e HGB), ist nach IAS 37.15, 16 lit. a. eine Rückstellung erst vorzunehmen, wenn unter Berücksichtigung aller verfügbaren substanziellen Hinweise für das Bestehen einer gegenwärtigen Verpflichtung zum Abschlussstichtag mehr dafür als dagegen spricht. Ebenso ist

---

1104 *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 249 HGB Rn. 9.
1105 BFH, DStR 2015, 1358, Rn. 27 f.
1106 BFH, DStR 2015, 1358 ff.; *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 249 HGB Rn. 9.
1107 *Weber-Grellet*, BB 2015, 43, 45; *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 249 HGB Rn. 9.
1108 Siehe S. 98.
1109 BFH, DStR 1994, 129, 130; BFH, DStRE 2002, 541, 542 f. mwN.
1110 BFH, DStR 2015, 1358 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

notwendig, dass der Abfluss von Ressourcen mit wirtschaftlichem Nutzen zur Erfüllung dieser Verpflichtung (überwiegend) wahrscheinlich ist, IAS 37.14 lit. b, 23, 24 wobei jeweils eine entsprechende prozentuale Schwelle bei 50 % und mehr für Wahrscheinlichkeit von Anspruch und Mittelabfluss bestehen muss.[1111]

Solange also der Emittent die Wahrscheinlichkeit der Aufdeckung des Compliance-Sachverhalts insgesamt unter 50 % halten kann, besteht keine Gefahr, dass die Geheimhaltung wegen bilanzieller Rückstellungspflichten aufgehoben werden muss.[1112]

Zwar mag dann statt einer Rückstellungspflicht eine Anhangabgabepflicht für eine Eventualverbindlichkeit bestehen.[1113] Hier behilft sich die Praxis aber entweder mit einem Verweis auf die Schutzklausel IAS 37.92,[1114] einem Verzicht auf Angaben, oder bloß allgemeinen Angaben bezüglich einer für international tätige Unternehmen immer bestehenden Risikoexposition.[1115]

Sofern die Bildung einer Rückstellung ein kursrelevantes Ausmaß erreicht und die Aufdeckung des Compliance-Sachverhaltes allerdings über 50 % wahrscheinlich wird, hat der Emittent spätestens unmittelbar vor Veröffentlichung des Geschäftsberichts eine Ad-hoc-Mitteilung über die Rückstellungsbildung als solche (=da bereits präzise Information) selbstständig zu veröffentlichen.[1116] Gleichzeitig hat er zu informieren, dass der Erlass eines Bußgeldbescheids oder die Verurteilung in einem Zivilprozess und ein Mittelabfluss in einer gewissen anzugebenden Breite überwiegend wahrscheinlich ist. Sofern der Emittent eine Rückstellung bildet, geht er nämlich davon aus, dass der Anspruch eher besteht und durchgesetzt wird, als nicht. Somit ist auch dieser künftige Umstand (also der prognostizierte

---

1111 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2044; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 418; *Schrimpf-Dörges*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, § 12 Rn. 28, 163; *Senger/Brune*, in: MüKo BilR, IAS 37 Rn. 150.

1112 Vgl. *Hachmeister/Zeyer*, in: Thiele/Keitz/Brücks (Hrsg.), Internationales Bilanzrecht, IAS 37 Rn. 211.

1113 *Senger/Brune,* in: MüKo BilR, IAS 37 Rn. 150; *Schrimpf-Dörges*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, § 12 Rn. 164.

1114 Vgl. Volkswagen AG, Geschäftsbericht 2019 (https://www.volkswagenag.com/presence/investorrelation/publications/annual-reports/2020/volkswagen/Y_2019_d.pdf), S. 185 (zuletzt geprüft am 28.11.2021).

1115 *Hachmeister/Zeyer*, in: Thiele/Keitz/Brücks (Hrsg.), Internationales Bilanzrecht, IAS 37 Rn. 419 ff.; *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 418 f.

1116 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 29; BaFin, Emittentenleitfaden - 4. Auflage - 2013, S. 57; *Teigelack*, BB 2016, 1604, 1611; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 79; *Schröder*, Selbstbefreiung gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 2011, S. 115.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Ausgang des Verfahrens) präzise und damit eine zu veröffentlichende Insiderinformation.

Der Bildung einer Rückstellung kommt im Ergebnis eine Indizwirkung für eine kapitalmarktrechtlich präzise Information über künftige Umstände oder Ereignisse i.S.v. Art. 7 Abs. 2 MAR zu. Sie beendet gleichzeitig den Geheimhaltungszeitraum.

c) Keine Irreführung nach Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR

Die Entscheidung über den Aufschub darf zudem nicht geeignet sein, die Öffentlichkeit irrezuführen, Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR. Es ist keine sichere Irreführung erforderlich, vielmehr reicht die bloß abstrakte Eignung. Öffentlichkeit meint hier die breite Anlegeröffentlichkeit.[1117] Allein das Bestehen von Informationsasymmetrien kann keine Irreführung hervorrufen, sonst wäre systematisch ein Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR nie möglich.[1118] Die ESMA[1119] hat aufgrund ihrer Ermächtigung in Art. 17 Abs. 11 MAR Leitlinien herausgegeben, die darauf schließen lassen, dass der Emittent von sich heraus vor oder während des Aufschubs kommunikativ aktiv Signale gesetzt hat, die im Widerspruch zur ad-hoc zu veröffentlichenden Information stehen.[1120] Daher sind etwa bloße Erwartungen, der Emittent werde sich immer rechtstreu verhalten, unschädlich.[1121] Vertrauen muss vielmehr aktiv generiert worden sein. Wird durch den Emittent im Geschäftsbericht mitgeteilt, dass eine Errungenschaft bei einem Dieselaggregat gelungen sei, womit bereits die erst 5 Jahre später geltenden gesetzlichen Abgaswerte eingehalten würden, und ist diese Information zu keinem Zeitpunkt wahr, weil die nur scheinbare Errungenschaft durch illegale Manipulation der Steuerungssoftware erreicht wurde,[1122] so würde der Aufschub über die wahren Umstände, das Publikum irreführen.

1117 Siehe S. 98 ff.

1118 Statt aller *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHR, Art. 17 MAR Rn. 122.

1119 ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen v. 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, S. 5 f.

1120 *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 249; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, C II. 2.

1121 *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2044; *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 85.

1122 LG Stuttgart, ZBB 2020, 59, Rn. 159.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Nicht anders stellt es sich bei öffentlichen Anschuldigungen dar, die zunächst vom Emittenten dementiert werden, sich aber später als berechtigt herausstellen.[1123] Zudem stellen sich auch in lit. b) Probleme mit bilanziellen Unrichtigkeiten. Die Öffentlichkeit würde irregeführt, wenn Bilanzierungspflichten (wie etwa die bereits erörterten Rückstellungen) nicht oder nicht richtig erfüllt werden, denn der Aufschub befreit nicht von bilanzrechtlichen Pflichten.[1124]

d) Abwägung für die Länge des Aufschubs unter Berücksichtigung der bisherigen Ergebnisse

Der Aufschub der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Compliance-Sachverhalten kann dem Emittenten zunächst wertvolle Zeit verschaffen. Gleichwohl kann der Reputationsschaden bei späterem Bekanntwerden deutlich größer sein, wenn zu dem Compliance-Verstoß auch noch der Eindruck der „Vertuschung" hinzukommt.[1125] Entscheidend muss wie festgestellt sein, ob dem Emittenten nicht durch die Publizität als solche, sondern durch den Zeitpunkt der Publizität Nachteile drohen. Mittlerweile äußert sich dazu auch die BaFin. Es könne nicht darum gehen, „einen Aufschub nur deshalb herbeizuführen, um Kursschwankungen zu vermeiden oder etwaige negative Auswirkungen, die auf jeden Fall unabhängig von Maßnahmen im Befreiungszeitraum mit der unverzüglichen Veröffentlichung der Insiderinformation einhergehen, zu verzögern, wie z.B. bei reinen Reputationsschäden."[1126]

Betrachtet man Erwägungsgrund 50 MAR und die Leitlinien der ESMA zeigt sich, dass ein bloßes „Aussitzen" eines Compliance-Sachverhalts mit der Option auf Verjährung und wegfallende Kursrelevanz, etwa zum

1123 Vgl. für den Fall Wirecard *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, C. II. 3.

1124 *Schletter*, Ad-hoc-Publizität bei strafbewehrten Compliance-Verstößen und die Grenze des Nemo-Tenetur-Grundsatzes, 2020, S. 85; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62, 92.

1125 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 881; *Nieding/Nowotka*, jurisPR-BKR 12/2019, Anm. 1, C. II. 3.; *Reichert*, in: FS Hoffmann-Becking 2013, S. 943, 960; *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67, 71; *Zimmer/Weigl*, CCZ 2019, 21 2019, 21, 25.

1126 BaFin, Konsultation Nr. 14/2019, 01.07.2019, S. 56; BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, 25.03.2020, S. 38; dahingenend auch *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2043.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

Schutz der Unternehmensreputation, kein berechtigtes Interesse wäre.[1127] Der Aufschub muss systematisch betrachtet mit laufenden Verhandlungen, oder einem nicht endgültig abgeschlossenen Prozess vergleichbar sein. Auf Compliance-Sachverhalte übertragen bedeutet dies, dass die Aussicht auf Abmilderung negativer Folgen nur bei aktiven Maßnahmen des Emittenten während der Aufschubphase in Betracht kommt. Das heißt, dass der Vorstand etwa Verstöße aufklärt, abstellt und ggf. ahndet, oder das Compliance-System optimiert.[1128] Auch die von frühzeitiger Publizität ungestörte Zusammenarbeit mit Behörden kommt als berechtigtes Interesse in Betracht, insbesondere bei kartellrechtlichen Sachverhalten, um Bußgeldzahlungen zu vermeiden bzw. zu verringern. Es spricht viel dafür, dass die Auswirkungen von Compliance-Sachverhalten deutlich milder sind, wenn der Emittent dem Kapitalmarkt mit dessen Veröffentlichung gleichzeitig ein Konzept zur Lösung, insbesondere unter Beteiligung von Behörden präsentieren kann.[1129]

Sofern in der Aufschubphase nur rein gesellschaftsinterne Aufklärungsmaßnahmen ergriffen werden und das öffentliche Bekanntwerden nicht zu erwarten ist, sollte nach deren Abschluss aber nicht automatisch ein Wegfall des berechtigten Interesses und damit ein Wiederaufleben der Publizitätspflicht angenommen werden. Zwar ist das Interesse nur berechtigt, wenn die negativen Auswirkungen nicht durch die Publizität als solches, sondern durch ihren Zeitpunkt hervortreten. Gerade aber die Option auf Verjährung von Ansprüchen und Strafe spricht jedenfalls, zusammen mit der Eigenverantwortung des Emittenten dafür, dass es bei einem berechtigten Interesse am ewigen Aufschub bleiben kann, da hier tatsächlich der Zeitpunkt der Publizität für die negativen Folgen entscheidend ist. Die Aufschubentscheidung muss aber, wie festgestellt, dem Interesse der zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre entsprechen, die es längerfristig, jedenfalls bis zum Wegfall der Aufschubentscheidung bleiben.[1130] Deren Interesse kann aber nur das nachhaltige Unternehmenswohl sein.

Ein Aufschub dürfte damit bei Compliance-Sachverhalten insbesondere im berechtigten Interesse des Emittenten liegen, wenn durch die Publizität eine Überreaktion des Marktes zu befürchten ist, welche dem Emittenten

---

1127 Siehe S. 282 f.
1128 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 883.
1129 *Dies.*, ZGR 2016, 866, 881.
1130 Siehe S. 274.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

langfristig gesehen schadet.[1131] Geht es hingegen lediglich darum, ohne aktive Maßnahmen einer nachhaltigen internen Aufklärung und Vermeidung von Rechtsverstößen, ein künstlich hohes Kursniveau zu erhalten, entspricht der Aufschub nicht dem berechtigten Interesse des Emittenten. Dann geht es wiederum lediglich um die Vermeidung reiner Reputationsschäden und einer Kurskorrektur, die nur scheinbare Werte zerstört.[1132]

3. Anwendbarkeit der Business Judgement Rule

Dass es letztlich am Vorstand hängt, dem eine schwierige rechtliche Prognose unterliegt, wird bei der Bestimmung des Emittenteninteresses in Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR und der Abwägung zwischen Veröffentlichung und Aufschub deutlich.

Hierzu wurde zuletzt von *Klöhn/Schmolke*[1133] vertreten, dass es gerade im Aktionärsinteresse sei, wenn dem Vorstand hier in Anlehnung an die Business Judgement Rule des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG ein gerichtlich nicht voll kontrollierbarer Beurteilungsspielraum zustehe.[1134] Zwar handelt es sich bei kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten nicht um unternehmerische, sondern um die rechtlich gebundene Entscheidung, die der Vorstand im Rahmen der Legalitätspflicht zu beachten hat.[1135] Sie enthalte aber ebenso wie die unternehmerische Entscheidung zukunftsbezogene Prognosen, die von nicht oder jedenfalls nur eingeschränkt justiziablen Einschätzungen geprägt seien, insbesondere eine Kosten-Nutzen-Analyse des Aufschubs. Ferner bestehe hier ebenso die Gefahr von Rückschaufehlern, vor denen die Business Judgement Rule gerade schützen will. Aus den Wertungen des Entscheidungsspielraums der Aufschubentscheidung ergebe sich, dass es sich dabei um eine neben die Kategorie der unternehmerischen Entscheidung tretende Kategorie des Beurteilungsspielraums bei rechtlich gebundenen Vorstandsentscheidungen handle.[1136]

Insbesondere die Gesetzesbegründung zum UMAG spricht aber dafür, dass es sich um eine rechtlich gebundene Entscheidung handelt, bei der

---

1131 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 878 ff.
1132 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 881 f.; ähnlich auch *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2041, 2043.
1133 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 886 ff.; zuvor bereits *Spindler*, in: FS Canaris 2007, S. 403, 412 ff.
1134 *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866, 884.
1135 Siehe oben S. 177 ff.
1136 *Klöhn*, ZHR 2014, 55, 87.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

dem Vorstand kein unternehmerisches Ermessen zukommt.[1137] Auch bei Ablehnung der Business Judgement Rule verbleibt die Möglichkeit eines fehlenden Verschuldens des Vorstands. Im Außenverhältnis handelt es sich beim berechtigten Interesse des Emittenten um einen gerichtlich voll überprüfbaren unbestimmten Rechtsbegriff.[1138] Die hierdurch erhöhte Haftungsgefahr des Vorstands wird dadurch kompensiert, dass die kapitalmarktrechtlichen Haftungstatbestände den Emittenten nur bei grober Fahrlässigkeit (§§ 97, 98 WpHG) bzw. Leichtfertigkeit (§ 120 Abs. 15 WpHG) treffen. Entscheidungen deutscher Gerichte oder des EuGH über die Wirksamkeit einer getroffenen Aufschubentscheidung sind soweit ersichtlich nicht vorhanden. Zuletzt hatte der BGH die Frage des rechtmäßigen Aufschubs in Geltl/Daimler offengelassen.[1139]

In der Praxis dürfte das Problem bei Fällen des § 97 WpHG darin liegen, dass entweder schon die Insiderinformation nicht erkannt wird und daher keine oder eine zu späte Aufschubentscheidung getroffen wird oder, dass die Information nicht mehr geheim gehalten werden kann.[1140] Der Emittent sollte daher dringend Aufzeichnungen darüber machen, von welchen Erwägungen er sich hat leiten lassen, um ex-post zur Vermeidung eines gerichtlichen Rückschaufehlers seine Interessenlage zum Zeitpunkt des Aufschubs darzulegen.

4. Ergebnis

Der ewige Aufschub der Ad-hoc-Mitteilungspflicht bezüglich eines Compliance-Sachverhalts ist theoretisch möglich. Dies liegt jedoch nicht am Nemo-Tenetur-Grundsatz, denn er kann lediglich im Rahmen des Ordnungswidrigkeitenrechts berücksichtigt werden und führt nicht zu einem materiell-rechtlichen Ausschluss der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Der Aufschub der Mitteilungspflicht eines Compliance-Sachverhalts verletzt auch nicht per se die Integrität des Kapitalmarkts. Der Emittent muss im Ergebnis im Aufschubzeitraum aktive Compliance-Maßnahmen ergreifen, ein

---

1137 Siehe S. 178, im Ergebnis ablehnend auch *Ihrig/Schäfer*, Rechte und Pflichten des Vorstands, 2020, § 24 Rn. 714; *Krämer/Gillessen*, in: Krieger/Schneider, Hdb Managerhaftung, § 32 Rn. 32.55; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer KMRK, Art. 17 MAR Rn. 193; *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001, 2005.

1138 *Veil/Brüggemeier*, in: HdB Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 103.

1139 BGH, NZG 2013, 708, Rn, 34 f. (Geltl/Daimler).

1140 Dahingehend auch die Hinweise in BGH, NZG 2013, 708, Rn. 35 f. (Geltl/Daimler).

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

reines Aussitzen, bis der Compliance-Sachverhalt seine Kursrelevanz verloren hat, genügt nicht. Da es für den Aufschub auf das Interesse derjenigen Aktionäre ankommt, die längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung Aktionäre des Emittenten sind, muss eine nur interne Aufklärung dem nachhaltigen Unternehmenswohl entsprechen. Praktisch bestehen für den ewigen Aufschub wegen der Geheimhaltungspflicht, der weiterhin bestehenden Bilanzierungspflichten und der Gefahr der Irreführung des Publikums aber hohe Hürden.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-259 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY