Einführung

A. Einleitung

Wie steht das Kapitalmarktrecht zum Gesellschaftsrecht? Während das deutsche Aktiengesetz von 1965[1] auf mittlerweile über 55 Jahre zurückblicken kann, handelt es sich beim Kapitalmarktrecht um ein vergleichsweise junges Rechtsgebiet. Die Geburtsstunde eines einheitlichen Kapitalmarktrechts in Deutschland kann man erst im Erlass des WpHG durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 sehen.[2] Die voranschreitende Harmonisierung des durch europäische Richtlinien und Verordnungen geprägten Kapitalmarktrechts führt dabei zu einer immer weitergehenden Differenzierung zwischen der börsennotierten und nicht börsennotierten Aktiengesellschaft. Kapitalmarktrecht ist ein „Sonderrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften außerhalb des AktG".[3] Andere sprechen vom „Parallel-Gesellschaftsrecht"[4], „Börsengesellschaftsrecht"[5] oder der „Börsen-AG"[6]. Während man beim Aktienrecht auf ein relativ gefestigtes Werk zurückgreift, befindet sich das Kapitalmarktrecht in einem „Dauerreformzustand"[7]. So wurde nunmehr auch das Marktmissbrauchsrecht als Teilbereich dieses Kapitalmarktrechts von der Marktmissbrauchsrichtli-

1 Aktiengesetz vom 6.9.1965, (BGBl. I S. 1089), wiederum zurückgehend auf das Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien (Aktiengesetz) vom 30.1.1937, (RGBl. I S. 107).
2 BGBl. I S. 1794; so etwa *Merkt*, in: FS Hopt 2010, S. 2207, 2220.
3 *Assmann*, AG 2015, 597, 600.
4 *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1148.
5 *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, 2017, Rn. 14.58.
6 *Lutter*, in: FS Zöllner 1998, S. 363, 377.
7 *Merkt*, in: FS Hopt 2010, S. 2207, 2221.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-21 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

nie[8] und deren Umsetzung im WpHG mit Wirkung vom 03.07.2016 in die Marktmissbrauchsverordnung[9] (MAR)[10] übertragen.

Die hier zu untersuchende Ad-hoc-Publizitätspflicht in Art. 17 Abs. 1 MAR trifft dabei den Emittenten, also eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert (Art. 3 Abs. 1 Nr. 2). Bei der Reformhäufigkeit des Kapitalmarktrechts einerseits und dem Verweis auf die juristische Person, welche in den jeweiligen Mitgliedstaaten unterschiedlich ausgestaltet ist, andererseits, verwundert es nicht, dass man bei der Auslegung dieser europäischen Verordnung geneigt ist, das vertrautere nationale Verständnis auf das europäische Recht zu übertragen, soweit das europäische Recht keine konkreten Vorgaben bietet. Umgekehrt ist man hingegen geneigt, europäische Vorgaben nur zögerlich anzuwenden, wenn sie dem traditionellen gesellschaftsrechtlich geprägten Verständnis widersprechen. Die Arbeit hat es sich daher zur Aufgabe gemacht, die zentrale Frage zu klären, wie sich das Kapitalmarktrecht in Form der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR zum nationalen Gesellschaftsrecht verhält.

Den bisherigen Höhepunkt dieses Verhältnisses bildete 2012 die Rechtsprechung des EuGH in Sachen Geltl/Daimler[11] um die Frage der Ad-hoc-Publizitätspflicht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen aus dem Bereich der Personalentscheidungen bei Führungskräften. Die ungestörte Entscheidungsfindung in der dualistisch verfassten Aktiengesellschaft sollte endgültig durch eine frühzeitig einsetzende kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht überlagert werden. Der europäische Gesetzgeber griff diese Rechtsprechung auf und setzte sie in der neuen Marktmissbrauchsverordnung um.

Noch vor Inkrafttreten der MAR, entwickelte sich im Herbst 2015 der „Abgasskandal" im Volkswagen-Konzern um manipulierte Dieselmotoren zu einem der größten Compliance-Skandale der deutschen Industrie. Die

---

8 Richtlinie 2003/6 EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

9 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

10 Wegen der geläufigeren englischen Bezeichnung als Market Abuse Regulation soll hier von der MAR gesprochen werden.

11 EuGH, Urt. v. 28.6.2012, Az. C-19/11 (Geltl/Daimler); BGH, NZG 2013, 708 ff. (Geltl/Daimler).

https://doi.org/10.5771/9783748929161-21 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

vorsätzlich sittenwidrige Schädigung von Millionen Autokäufern,[12] löste nicht nur eine Klagewelle aus und führte die überfällige Umsetzung eines wirksamen kollektiven Rechtschutzes vor Augen.[13] Massive Kursverluste der Volkswagen-Aktie und die zögerliche Reaktion des Managements rückten hingegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten prominent in den Fokus.

Die Frage des Zeitpunkts des Einsetzens der Ad-hoc-Publizitätspflicht für verschiedene konzernangehörige Emittenten bei Compliance-Verstößen stellen erneut das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht in Frage. Einerseits drängt sich nun die Übertragung der Grundsätze aus Geltl/Daimler auf eine weitere Kategorie gestreckter Sachverhalte auf. Zum anderen stellt sich die Frage, ob das Aktienrecht über die Grundsätze der Wissenszurechnung bei juristischen Personen den Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten bedingen und möglicherweise nach hinten verschieben kann. Die nunmehr in allen Mitgliedstaaten unmittelbar geltende Verordnung (Art. 288 Abs. 2 AEUV) stellt das alte, durch die Marktmissbrauchsrichtlinie geprägte Recht, unter neue Vorzeichen. Zuletzt führte der Fall Wirecard eindrucksvoll vor Augen, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Compliance-Sachverhalten keineswegs an Aktualität verloren hat. Prominente Fälle bieten daher weiterhin Anregung und Anlass, das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht am Beispiel der Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Sachverhalten näher zu untersuchen.

B. Gang der Untersuchung

Die Untersuchung ist in 6 Kapitel unterteilt. In Kapitel 1 werden zunächst die Ziele der Marktmissbrauchsverordnung untersucht. Dabei werden die ihr zu entnehmenden Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts einerseits und des Vertrauensschutzes der Anleger andererseits gegenübergestellt und aufgezeigt, warum letztem bei der weiteren Untersuchung der Ad-hoc-Publizität der Vorzug zu gewähren ist. Das zweite Kapitel widmet sich dem Entstehen der Insiderinformation nach Art. 7 MAR. Anhand der Fallgruppe der mehrstufigen Entscheidungsprozesse wird das traditionelle Verständnis vom Verhältnis von Kapitalmarktrecht in Form des Marktmissbrauchsrechts und dem nationalen Gesellschaftsrecht in Form

12 BGH, NJW 2020, 1962 Rn. 12 ff.
13 *Stadler*, VuR 2018, 83 ff.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-21 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY

des Aktiengesetzes aufgezeigt und dessen Entwicklung hin zur MAR nachvollzogen. Anschließend wird untersucht, ob und inwiefern sich diese Entwicklung auf die Kategorie der Compliance-Sachverhalte übertragen lässt. Hierfür wird zuvor das Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zur Compliance dargestellt und eine geeignete Definition für Compliance-Sachverhalte im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizitätspflicht hergeleitet.

Kapitel 3 und 4 bilden den Schwerpunkt der Arbeit. Kapitel 3 widmet sich der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Dabei werden die zur Frage des Zeitpunkts des Eintritts der Ad-hoc-Pflicht in Literatur und Praxis höchst umstrittenen Ansichten umfassend untersucht. Mittels methodischer Untersuchung des Art. 17 Abs. 1 MAR werden bestehende Ansichten kritisch hinterfragt und einer alternativen Lösung zugeführt. Die Auswirkungen dieses Ergebnisses werden sodann in Kapitel 4 auf die Einzelgesellschaft, insbesondere die Organisationsverfassung und auf Unternehmensverbindungen andererseits übertragen. Dabei soll die Arbeit keine systematische Untersuchung von Unternehmensverbindungen liefern, sondern vielmehr das Verhältnis zwischen MAR und AktG bzw. die Auswirkungen der MAR auf das AktG aufzeigen. Kapitel 5 widmet sich schließlich dem Aufschub der Ad-hoc-Mitteilungspflicht nach Art. 17 Abs. 4 MAR, insbesondere den berechtigten Interessen des Emittenten nach Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR. Dabei werden die divergierenden Interessen aus dem Blickwinkel von kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Interessen, insbesondere unter besonderer Berücksichtigung von Compliance-Sachverhalten näher untersucht. Die Arbeit schließt sodann in Kapitel 6 mit einer Zusammenfassung in Thesen.

https://doi.org/10.5771/9783748929161-21 https://www.inlibra.com/de/page/agb - Open Access - (cc) BY