

Kilian Krötz

Das Verhältnis von Kapitalmarkt- und
Gesellschaftsrecht am Beispiel der
Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Sachverhalten



Nomos

Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. h.c. Barbara Dauner-Lieb

Prof. Dr. Mathias Habersack

Prof. Dr. Christoph Kumpan, LL.M. (Univ. of Chicago)

Prof. Dr. Adam Sagan, MJur (Oxon)

Begründet von

Prof. Dr. Klaus J. Hopt

Prof. Dr. Manfred Lieb

Prof. Dr. Harm Peter Westermann

Band 202

Kilian Krötz

Das Verhältnis von Kapitalmarkt- und
Gesellschaftsrecht am Beispiel der
Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Sachverhalten



Nomos

The book processing charge was funded by the Baden-Württemberg Ministry of Science, Research and Arts in the funding programme Open Access Publishing and the University of Konstanz.

Dissertation der Universität Konstanz

Tag der mündlichen Prüfung: 10.11.2021

Referent: Prof. Dr. Rüdiger Wilhelmi

Referent: Prof. Dr. Oliver Fehrenbacher

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Konstanz, Univ., Diss., 2021

1. Auflage 2022

© Kilian Krötz

Publiziert von

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG

Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

www.nomos.de

Gesamtherstellung:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG

Waldseestraße 3–5 | 76530 Baden-Baden

ISBN (Print): 978-3-8487-8555-1

ISBN (ePDF): 978-3-7489-2916-1

DOI: <https://doi.org/10.5771/9783748929161>



Onlineversion
Nomos eLibrary



Dieses Werk ist lizenziert unter einer Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Februar 2021 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Universität Konstanz als Dissertation angenommen. Das Manuskript wurde Ende Juli 2020 abgeschlossen, ist bis Anfang Februar 2021 noch um die wesentliche Literatur und Rechtsprechung ergänzt sowie anlässlich der Veröffentlichung noch einmal überprüft.

Herzlich danken möchte ich meinem Doktorvater Prof. Dr. Rüdiger Wilhelmi für die schöne Zeit, die ich von April 2018 bis einschließlich September 2020 als wissenschaftlicher Mitarbeiter an seinem Lehrstuhl verbringen durfte sowie für die fürsorgliche Betreuung dieser Arbeit. Danken möchte ich ferner Herrn Prof. Dr. Oliver Fehrenbacher für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Ein großer Dank für die kritische Durchsicht des Manuskripts und die vielen hilfreichen Ratschläge gilt Ruth Sandhofe, Sandro Dietrich und Gina Mahler-Krötz.

Ganz besonders danken möchte ich Alan Khoja und Fabian König für die gemeinsame Zeit und die vielen erhellenden Gespräche innerhalb und außerhalb der Universität.

Konstanz, im Dezember 2021

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
Einführung	21
A. Einleitung	21
B. Gang der Untersuchung	23
Kapitel 1: Die Ziele der Marktmissbrauchsverordnung und ihre Grundlagenmodelle	25
A. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	25
I. Bedeutung der Kapitalmarkteffizienz	27
1. Kapitalmarkteffizienzhypothese	28
2. Der Preisbildungsmechanismus	29
3. Der Noise Trader-Ansatz	30
II. Bedeutung der Kapitalmarkttransparenz	32
1. Das Problem der Informationsasymmetrien	33
2. Beseitigung von Informationsasymmetrien als erste Aufgabe der Ad-hoc-Publizität	34
3. Folgen von Transparenz	35
4. Zwischenergebnis	35
B. Anlegerschutz	36
I. Bedeutung der Marktintegrität als zweite Aufgabe der Ad-hoc-Pflicht	36
II. Verhältnis der Ziele der MAR untereinander	39
III. Zwischenergebnis für die weitere Untersuchung: Die Verhinderung des ungerechtfertigten Sondervorteils als zentrales Ziel der MAR	41
1. Der Schutz der Informationshändler	42
2. Alternative Ansätze	44
C. Ergebnis: Marktmissbrauchsrecht als Systemvertrauensschutz für alle Anleger	46

Kapitel 2: Das Entstehen der Insiderinformation	48
A. Grundlagen	48
I. Gesetzgebungskompetenz und Harmonisierung im europäischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	48
II. Gesetzlicher Rahmen der Ad-hoc-Pflicht und Terminologie	50
III. Insiderinformation und Ad-hoc-Pflicht	51
IV. Eingrenzung der Untersuchung	52
B. Mehrstufige Entscheidungsprozesse	53
I. Eingrenzung der relevanten Konstellationen	53
II. Der Konflikt bis Geltl/Daimler	54
1. Die Endgültigkeitslösung als gesellschaftsrechtliche Argumentationsgrundlage	54
2. Berücksichtigung kapitalmarktrechtlicher Interessen	56
3. Übergangsphase nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz	57
4. Theorie der Sperrwirkung als Aufhänger der gesellschaftsrechtlichen Argumentation	59
III. Der Fall Geltl/Daimler als Höhepunkt des Zielkonflikts	60
1. Ausgangsproblematik	60
2. Vorlagefrage für die Beurteilung gestreckter Sachverhalte	61
3. Das Urteil des EuGH in Geltl/Daimler und seine Auswirkung	61
a) Bedeutungsverlust für die „hinreichende Wahrscheinlichkeit“	62
b) Stellungnahme	64
c) Probability-Magnitude	64
d) Zwischenergebnis: Lokalisierung und verbleibende Bedeutung von Zwischenschritten unter der MAR	66
e) Auswirkungen auf die alloкатive Effizienz durch frühzeitige Ad-hoc-Publizitätspflicht	67
f) Die Flucht in die Aufschubmöglichkeit als Folge von Geltl/Daimler und der Umsetzung in der MAR	69
4. Schlussfolgerungen für das Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen nach Geltl/Daimler	70
a) Zusammenfassung	70
b) Ausblick auf die related-party-transactions	72

C. Compliance und Ad-hoc-Publizität	73
I. Begriff der Compliance	73
1. Compliance als Legalitäts- und Legalitätskontrollpflicht	74
2. Umfang der Legalitätskontrollpflicht	75
3. Schnittstellen von Compliance und Ad-hoc-Publizität	76
a) Die Bezugspunkte von Compliance und Ad-hoc-Publizität	76
b) Rechtsfolgen als Perspektive der Betrachtung	77
c) Kursbeeinflussungspotential bzw. Kursrelevanz	78
aa) Der verständige Anleger	78
bb) Die Theorie des Handlungsanreizes	81
cc) Zwischenergebnis	83
d) Kursspezifität	83
4. Auswirkung von Compliance-Verstößen auf den Aktienkurs	84
a) Rechtskosten	85
b) Reputationsschäden	86
aa) Reputationswert und Aktienkurs	87
bb) Einzelne reputationsbedingte Faktoren für die Kursbeeinflussung bei Compliance-Sachverhalten	88
c) Die Überschneidung von Compliance mit Integrität	89
d) Ergebnis für die hier verstandene Definition von Compliance	92
II. Compliance-Sachverhalte als mehrstufige Entscheidungsprozesse	92
1. Vergleichbarkeit von Compliance-Verstößen mit Geldl/Daimler	92
2. Zwischenergebnis	95
3. Der Compliance-Sachverhalt als Auslöser eines zeitlich gestreckten Vorgangs	95
a) Nicht öffentlich bekannt	95
aa) Bereichsöffentlichkeit gegen Anlegeröffentlichkeit	96
bb) Der Öffentlichkeitsbegriff unter der MAR	97
cc) Stellungnahme	98
(1) Lösung durch autonome Auslegung	99
(2) Auswirkung auf Preiseffizienz und Fairness	100
(3) Zwischenergebnis	100
dd) Bekanntgabe durch Medien und Behörden	101

ee) Zwischenergebnis	102
b) Präzise Information	103
aa) Vernünftigerweise erwartbar	103
bb) Übertragung auf Compliance-Verstöße	104
cc) Differenzierende Betrachtung	105
dd) Schlussfolgerung	108
c) Zwischenergebnis und Lösungsversuche	108
aa) Truth on the market	109
(1) Praktischer Befund bezogen auf Bußgelder	110
(2) Mitteilungen über Bußgelder in der Praxis	111
(3) Mitteilungen über Schadensersatzklagen in der Praxis	112
(4) Zwischenergebnis	113
bb) Gefährdung der informationellen Effizienz	113
cc) Ergebnis	114
4. Die Bestimmung des Desinformationszeitraums	115
a) Corporate-Governance-Mangel	115
aa) Prinzipal-Agent-Konflikt	116
bb) Die disziplinierende Wirkung des Aktienkurses	117
cc) Die Corporate-Governance-Funktion der Ad-hoc-Publizität	118
dd) Ad-hoc-Pflicht für Corporate-Governance bezogenen Informationen	120
b) Ergebnis	121
c) Überleitung: Die problematische Anknüpfung an Verdachtslagen und interne Untersuchungen	122
 Kapitel 3: Die Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung der Insiderinformation	 124
A. Art. 17 Abs. 1 MAR als (Nicht-)Wissensnorm	125
I. Ad-hoc-Publizität und Handlungsverantwortung	125
II. Ad-hoc-Publizität und Wissen	126
1. Zurechnung von Wissen in Art. 17 Abs. 1 MAR	128
a) Wissensnormen nach deutschem Recht	129
b) Grundlagen der deutschen Wissenszurechnung	130
c) Wissenszurechnung im Kontext der jeweiligen Wissensnorm	132
d) Unionsrechtliche Wissenszurechnung	133
e) Zwischenergebnis	134
2. Objektiver Eintritt der Ad-hoc-Pflicht	134

3. Gemeinsamkeiten der Ansichten und Rechtsfolge	135
III. Auslegung des Wortlauts zur Ermittlung eines Wissenserfordernisses	135
1. Das „Bekanntgeben“ der Information	135
2. Die „unverzügliche“ Bekanntgabe	137
a) Bisherige Auslegung der h.M. unter § 15 Abs. 1 WpHG	137
b) Bedeutung von schuldhaftem Zögern im Kontext der Ad-hoc-Pflicht nach Ansicht der Vertreter eines Wissenserfordernisses	138
c) Ungültigkeit der Prämisse des § 121 Abs. 1 S. 1 BGB	139
aa) Unionsrechtskonforme Wortlautauslegung von Art. 17 Abs. 1 MAR	140
bb) Erklärung der Herleitung der Unverzüglichkeit	141
3. Herleitung eines Wissenselements aus dem Kriterium der Möglichkeit	142
a) Der ultra-posses-Einwand	142
b) Der Begriff der Möglichkeit in Anlehnung an § 275 Abs. 1 BGB	143
4. Zwischenergebnis zur Wortlautauslegung	145
IV. Historische Auslegung	145
1. Vergleich mit der MAD	146
2. Das Gesetzgebungsverfahren zur Insiderrichtlinie 1989	147
3. Zwischenergebnis nach der historischen Auslegung	148
V. Systematischer Vergleich	148
1. Herleitung aus dem Verhältnis zu den nationalen Haftungsnormen	149
a) Meinungsstand	149
b) Stellungnahme	150
2. Vergleich mit Art. 17 Abs. 4 MAR	152
a) Art. 17 Abs. 4 MAR als Legalausnahme	152
b) Art. 17 Abs. 4 MAR als aktive Aufschubentscheidung	153
c) Zwischenergebnis	154
3. Vergleich mit Art. 8 und 9 MAR	155
4. Managers' transactions	156
a) Meinungsstand	156
b) Stellungnahme	156
5. Vergleich mit den Vorschriften zur Beteiligungspublizität	157
a) Mitteilungspflichten nach AktG	157

b) Mitteilungspflichten nach WpHG	158
c) Zwischenergebnis nach der systematischen Auslegung	160
VI. Teleologische Auslegung	160
1. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht	161
a) Der Anreiz der Wissensorganisation durch umfassende Zurechnung	162
b) Keine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Pflicht	163
c) Keine Ausdehnung der Wissenszurechnung	164
2. Richtige Deutung von Art. 17 Abs. 4 MAR	166
VII. Gesamtergebnis nach der Auslegung	167
B. Reichweite des rein objektiven Art. 17 Abs. 1 MAR nach autonomer Auslegung	168
I. Pflichten im Kriterium „möglich“	168
1. Die These von der Irrelevanz der Wissenszurechnung	169
2. Die Informationssuchpflicht	170
a) Meinungsstand	170
b) Stellungnahme	171
c) Zwischenergebnis	172
3. Kritik an der Informationssuchpflicht in der Literatur	172
4. Nähere Untersuchung der Informationssuchpflicht	173
a) Compliance-Dimension	174
aa) Vergleich mit speziellen Compliance-Anforderungen	174
bb) Herleitung aus der „Kapitalmarkt-Compliance“	176
cc) Zwischenergebnis	176
dd) Informationssuchgrenze im Gesellschaftsrecht	176
(1) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätspflicht	177
(2) Suchgrenze im Rahmen der Legalitätskontrollpflicht	179
ee) Ergebnis zur Compliance-Dimension	181
b) Einordnung der Informationssuchpflichten als Frage des Verschuldens	181
aa) Wissenszurechnung in Abgrenzung zum Wissenmüssen als Organisationspflichten	183
bb) Übertragung der Wissensorganisation auf Art. 17 Abs. 1 MAR	184
cc) Ausnahmen vom Wissenmüssen als Verschuldensfrage	186

dd) Die individuelle Vorwerfbarkeit als verobjektivierte Pflicht	187
ee) Zwischenergebnis	188
c) Legalitätspflicht	188
d) Keine Informationssuchpflicht aufgrund von aufsichtsrechtlichen Befugnissen	188
e) Ergebnis	190
5. Herleitung einer Informationsweiterleitungs- und Prüffrist	190
a) So bald wie möglich als reine Pflichtkonkretisierung	190
b) Bestätigung für eine Weiterleitungs- und Prüffrist durch Vergleich mit dem Wettbewerbsrecht	192
II. Unmittelbar betreffen als Pflichtbegründung	193
1. Der ultra-posse-Einwand als Frage des unmittelbaren Betreffens	193
a) Eingrenzung des ad-hoc-pflichtigen Informationskreises als Ziel des unmittelbaren Betreffens	193
b) Historischer Kontext des unmittelbaren Betreffens	195
c) Vornahme der Abgrenzung in mittelbar und unmittelbar den Emittenten betreffende Informationen	196
aa) Ökonomischer Ansatz der Eingrenzung	196
(1) Der Emittent als least cost information provider	196
(2) Der Bezug zum Fundamentalwert	197
bb) Nach Sphären wertender Ansatz	197
cc) Eigener Ansatz: Die Informationsverantwortung entsprechend des sachenrechtlich geprägten Informationsherrschaftsbereichs	198
dd) Fallbeispiele für „von außen“ kommende Insiderinformationen	200
(1) Ratings als Folgeauswirkungen von Informationen	200
(2) Übernahmeangebot als Beispiel für den Informationszugriff	201
ee) Bestätigung der Eingrenzung durch die Beispiele der BaFin	202

2. Bestätigung für den Gedanken des Informationsherrschaftsbereichs	203
a) Vergleich mit dem Kartellrecht	203
b) Ergebnis: Der „Wissende“ beim Emittenten	205
Kapitel 4: Auswirkung der europarechtskonformen Auslegung auf die Ad-hoc-Pflicht in der Einzelgesellschaft und bei Unternehmensverbindungen	207
A. Ad-hoc-Publizität in der Einzelgesellschaft	207
I. Verschwiegenheitspflichten des Vorstands und Ad-hoc-Pflicht	208
II. Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats und Ad-hoc-Pflicht	209
1. Auswirkung der Organisationsverfassung auf die Ad-hoc-Pflicht	210
a) Meinungsstand	210
b) Konsequenzen	210
2. Ausnahmen vom Grundsatz der begrenzten Ad-hoc-Pflicht	211
a) Eigene Veröffentlichungskompetenz des Aufsichtsrats	211
b) Eigene Aufschubkompetenz des Aufsichtsrats	212
3. Der eingeschränkte Informationsfluss aufgrund der aktienrechtlichen Organisationsverfassung unter Berücksichtigung der Informationsverantwortung des Emittenten	213
a) Stellungnahme	213
b) Lösungsmöglichkeit	215
c) Ergebnis	216
B. Ad-hoc-Publizität bei Unternehmensverbindungen	216
I. Informationsverantwortung für Informationen aus verbundenen Gesellschaften	217
II. Wissenszurechnung im Konzern nach dem BGH	219
1. Informationsansprüche innerhalb verbundener Gesellschaften	220
a) Informationsansprüche der Muttergesellschaft ggü. der Tochtergesellschaft	220
b) Informationsansprüche im Vertrags-, Eingliederungs- und GmbH-Konzern	221

c) Informationsansprüche im faktischen Konzern	221
d) Zwischenergebnis	222
2. Informationsgrenzen im faktischen Konzern	223
a) Meinungsstand in der Literatur	223
b) Die Rechtsprechung des BGH zur Verschwiegenheitspflicht des Aufsichtsrats	224
c) Informationsbelieferung der Tochter ggü. der Mutter im faktischen Konzern durch den Vorstand	224
d) Ergebnis	226
3. Der konkrete Informationsanlass	226
a) Insiderinformation als Anlass	227
b) Doppelorganschaft als Anlass	228
aa) Meinungsstand	228
bb) Ansicht des LG Stuttgart	229
4. Stellungnahme	230
5. Ergebnis	232
III. Der kapitalmarktrechtliche Informationsanspruch im Konzern	232
1. Ansicht des LG Stuttgart	233
2. Die Ansicht der Befürworter eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs	234
a) Ansichten in der Literatur	234
b) Vergleich mit der italienischen Rechtsordnung	236
3. Die Ansicht der Gegner eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs	237
4. Notwendigkeit einer Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus verbundenen Unternehmen	238
a) Kapitalmarktrechtliche Möglichkeit der Informationsweitergabe	238
b) Nutzen der doppelten Veröffentlichung	239
aa) Informationsüberflutung durch Mehrfachveröffentlichung	240
bb) Bereichsöffentlichkeit durch Veröffentlichung	241
c) Zwischenergebnis	241
5. Mögliche Herleitung eines kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruchs über eine erweiterte Auslegung des Emittentenbegriffs	242
a) Keine relevante konzernrechtliche Publizität innerhalb der MAR	242

b) Entsprechende Anwendung des kartellrechtlichen Unternehmensbegriffs	244
c) Entsprechende Anwendung des Unternehmensbegriffs aus den Vorschriften zur Rechnungslegung	245
d) Zwischenergebnis	247
6. Vereinbarkeit des Ergebnisses mit dem Kriterium „unmittelbar betreffen“	247
a) Keine Informationsorganisationspflichten	247
b) Informationszugang als Beginn der Ad-hoc-Pflicht bei Informationen aus verbundenen Unternehmen	249
c) Keine Begründung eines Anspruchs aufgrund der Umgehungsgefahr	250
d) Keine Herleitung aus IKB und Kühne und Nagel	250
aa) Die Entscheidung in Sachen IKB	251
bb) Kühne und Nagel	252
e) Zwischenergebnis	253
7. Auswirkungen auf die Konstellation der Doppelmandate	253
a) Berücksichtigung der gesellschaftsrechtlichen Informationsgrenze durch Art. 10 Abs. 1 MAR und Art. 49 SE-VO	253
b) Auswirkung auf die Konstellation der Doppelmandate	255
c) Weitere Ungenauigkeiten des LG Stuttgarts	255
8. Ergebnis zur Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Unternehmensverbindungen	256
 Kapitel 5: Das berechnigte Interesse des Emittenten am Aufschnub der Mitteilungsplflicht	 259
A. Das Interesse des Emittenten	259
I. Das Emittenteninteresse zwischen Eigen-, Shareholder-, und Stakeholderinteressen	260
1. Keine Abwägung zwischen Emittenten- und Kapitalmarktinteresse	260
2. Aktienrechtliche Sichtweise	261
3. Kapitalmarktrechtliche Sichtweise	263
a) Allgemein der MAR zu entnehmende Interessen	263
b) Erwägungsgrund 50 und Leitlinien der ESMA	264
aa) Zeitlich gestreckte Sachverhalte	264
bb) Indikative Liste der ESMA	265

cc) Aufschub bei laufenden Verhandlungen, insbesondere Sanierungsfällen	266
(1) Gemeinsames Interesse der vorhandenen und potenziellen Aktionäre	267
(a) Keine klare Interessenlage der Aktionäre	268
(b) Das Problem der Beurteilungsperspektive Käufer/ Verkäufer	269
(2) Interesse des Marktes	270
(3) Stellungnahme und eigene Auslegung	272
(a) Ungeeignetheit des „Schleiers des Nichtwissens“ für die Bestimmung des Marktinteresses	272
(b) Systematische Trennung zwischen Aktionären und Markt	273
(c) Zwischenergebnis: Einordnung der potenziellen Aktionäre und Folgerung aus dem bisherigen Ergebnis	274
(d) Die Konformität der Trennung zwischen Aktionärs- und Marktinteresse mit dem primären Auslegungstelos der MAR	275
II. Ergebnis zum Interesse des Emittenten	277
1. Zusammenfassung	277
2. Vergleich mit dem Unternehmensinteresse	277
B. Das berechnigte Interesse	278
I. Keine Schnittstelle zum Gesellschaftsrecht	279
1. Auskunftsrechte des Aktionärs	279
2. § 92 Abs. 1 AktG und Sanierungsfälle	281
3. Zwischenergebnis	282
II. Kapitalmarktrechtliche Auslegung	282
1. Meinungsstand	282
2. Stellungnahme, Ergebnis	283
C. Das Interesse der Aktionäre bei Compliance-Sachverhalten	284
I. Das Interesse an der disziplinierenden Wirkung der Ad-hoc- Publizität	284
II. Die Auswirkungen des Aufschubs des Compliance- Verstoßes auf die Integrität des Kapitalmarktes	285

III. Die Ad-hoc-Pflicht als Selbstbelastung	286
1. Der Nemo-Tenetur Grundsatz	287
a) Problematik und Meinungsstand	287
b) Stellungnahme	288
c) Zwischenergebnis	290
2. Der ewige Aufschub	290
a) Geheimhaltung nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR	291
b) Bilanzierungspflicht von Rückstellungen und Eventualverbindlichkeiten	294
c) Keine Irreführung nach Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR	296
d) Abwägung für die Länge des Aufschubs unter Berücksichtigung der bisherigen Ergebnisse	297
3. Anwendbarkeit der Business Judgement Rule	299
4. Ergebnis	300
Kapitel 6: Abschließende Zusammenfassung in Thesen	302
Literaturverzeichnis	311

Abkürzungsverzeichnis

Es wird verwiesen auf:

Kirchner, Hildebert, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 9. Auflage 2018

