

Teil 1

Einführung

A. Einleitung

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

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

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

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

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

B. Untersuchungsgegenstand

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

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

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

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

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

C. Forschungsstand

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

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

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

D. Gang der Darstellung und angewandte Methodik

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

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

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

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