

Hai Li

Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR

Eine vergleichende Untersuchung
mit chinesischem Recht



Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR

Eine vergleichende Untersuchung mit chinesischem Recht

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung des Grades eines Doktors

der Rechte

durch die

Juristische Fakultät

der Johann Wolfgang Goethe-Universität

Frankfurt am Main

vorgelegt von

Hai Li

aus Chongqing (VR China)

2019

Li, Hai:

Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR: Eine vergleichende
Untersuchung mit chinesischem Recht

Dissertation der Goethe-Universität Frankfurt am Main

1. Gutachter: Prof. Dr. Johannes Adolff

2. Gutachter: Prof. Dr. Andreas Cahn

Tag der mündlichen Prüfung: 09.10.2019

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2019 von der Juristischen Fakultät der Goethe-Universität Frankfurt am Main als Dissertation angenommen. Sie befindet sich auf dem Stand vom November 2018. Die chinesischen Rechtsnormen in dieser Arbeit wurden von mir übersetzt. Bei der Übersetzung habe ich versucht, ihre genaue ursprüngliche Bedeutung darzustellen.

Mein größter Dank gebührt an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Johannes Adolff, der mich in den letzten Jahren unermüdlich gefördert hat. Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Cahn für die Kontaktvermittlung zu meinem Doktorvater und die Erstellung des Zweitgutachtens, andernfalls hätte ich nicht in FFM, meiner Lieblingsstadt in Deutschland, promovieren können. Mein Dank gebührt auch Prof. Dr. Helmut Kohl, der jederzeit bereit war, mich während der Promotion zu unterstützen. Mein Dank gilt auch Dr. Hengmei Zhu, die sich viel Mühe beim ersten Korrekturlesen dieser Arbeit gegeben hat. Schließlich möchte ich mich auch bei André Spindler, Dr. Natascha Behrens und Dr. Andreas Rupp für Ihre Hilfe bei der Verbesserung der Sprache in meiner Arbeit bedanken.

Ein besonderer Dank gilt meiner Frau Jingyuan, ohne deren unendliche Förderung und Liebe auch diese Arbeit nicht entstanden wäre. Ihr ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im Mai 2019

Hai Li

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	VI
1. Hintergrund	1
1.1. Globalisierung der Kapitalmärkte.....	1
1.2. Harmonisierung des Kapitalmarktrechts in der EU	2
1.3. Neue Herausforderungen durch technischen Fortschritt	4
1.4. Aktivitäten der chinesischen Marktteilnehmer	4
2. Allgemeines zur Untersuchung	6
2.1. Untersuchungsgegenstand	6
2.2. Ziel der Untersuchung.....	6
2.3. Gang der Untersuchung	6
3. Allgemeines über Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht	6
3.1. Begriff des Kapitalmarkts	6
3.2. Kapitalmarktrecht	8
3.3. Ziele und Aufgaben des Kapitalmarktrechts aus deutscher Sicht	9
3.3.1. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	9
3.3.2. Anlegerschutz.....	11
3.4. Segmente des Kapitalmarkts.....	12
3.4.1. Primär- und Sekundärmarkt.....	12
3.4.2. Organisierte Märkte und andere Handelsplätze	12
3.4.3. Aufteilung der sekundären Märkte in China	14
3.5. Akteure des Kapitalmarkts	15
3.5.1. Emittenten	15
3.5.2. Anleger.....	16
3.5.3. Finanzintermediäre	16
3.5.4. Informationsintermediäre.....	16
4. Informationsrelevante Eigenschaften des Kapitalmarkts und Regulierungsbedürfnis	17
4.1. Markteffizienzhypothese	17
4.2. Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt	18
4.2.1. Marktmechanismen zum Ausgleich der Informationsasymmetrie und ihre Einschränkungen	19
4.3. Homo oeconomicus	21
4.4. Bedürfnis der gesetzlichen Regulierung des Kapitalmarkts	23

5. Rechtsnatur und Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts in Deutschland	24
5.1. Rechtsnatur des Kapitalmarktrechts	24
5.2. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts in Deutschland	25
5.2.1. Rechtsquelle auf nationaler Ebene	25
5.2.2. Rechtsquelle auf europäischer Ebene	27
5.2.3. Internationales Kapitalmarktrecht	29
6. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität	30
6.1. Überblick über die Entwicklung	30
6.1.1. Vor der Einführung der Ad-hoc-Publizität in das Gesetz	30
6.1.2. Börsenzulassungsrichtlinie und ihre Umsetzung.....	31
6.1.3. Insiderrichtlinie und ihre Umsetzung	33
6.1.4. Das 4. FFG	33
6.1.5. Marktmissbrauchsrichtlinie und Ihre Umsetzung	34
6.1.6. Transparenzrichtlinie und ihre Umsetzung	35
6.1.7. Marktmissbrauchsverordnung.....	36
6.2. Funktionen der Ad-hoc-Publizität	37
6.2.1. Präventive Maßnahme gegen Insiderhandel	37
6.2.2. Ergänzung der Regelpublizität.....	37
7. Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR	38
7.1. Adressat der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität.....	39
7.2. Insiderinformationen	40
7.2.1. Präzise Informationen	41
7.2.2. Keine öffentliche Bekanntheit.....	47
7.2.3. Betroffenheit der Emittenten oder der Finanzinstrumente.....	49
7.2.4. Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial	50
7.3. Unmittelbare Betroffenheit der Emittenten	56
7.3.1. Zweck	57
7.3.2. Rein finanzinstrumentsbezogene Insiderinformationen	57
7.3.3. Unmittelbare Emittentenbetroffenheit im Tätigkeitsbereich	58
7.3.4. Unternehmensexterne Umstände	59
7.3.5. Kataloge der typischen Umstände	60
7.4. Berichtigungspflicht	62
8. Spezielle Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR	63
8.1. Praktische Bedeutung	64

8.2. Adressat der speziellen Ad-hoc-Publizitätspflicht	65
8.3. Tatbestände der speziellen Ad-hoc-Publizität.....	65
8.3.1. Insiderinformationen	65
8.3.2. Weitergabe an Dritte	65
8.3.3. Offenlegung im Rahmen der Aufgabenerfüllung	66
8.4. Ausschluss der Pflicht wegen Verschwiegenheitspflicht	67
8.5. Rechtsfolge und Beispiele	68
9. Aufschub der Veröffentlichung	68
9.1. Aufschub hinsichtlich berechtigter Interessen der Emittenten.....	68
9.1.1. Berechtigte Interessen	68
9.1.2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	72
9.1.3. Sicherstellung der Geheimhaltung der Insiderinformation	74
9.2. Aufschub hinsichtlich der Finanzsystemstabilität	75
9.2.1. Gefährdung der finanziellen Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems	75
9.2.2. Aufschub im öffentlichen Interesse	77
9.2.3. Gewährleistung der Geheimhaltung	77
9.2.4. Zustimmung der zuständigen Behörde	77
9.3. Verfahren des Aufschubs	78
9.3.1. Entscheidung der Emittenten	78
9.3.2. Emittenteninternes zuständiges Organ für die Entscheidung.....	78
9.3.3. Dokumentationspflichten	79
9.3.4. Fortlaufende Überwachung der Bedingungen für den Aufschub...	79
9.3.5. Verfahren des Aufschubs zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems	80
9.4. Rechtliche Wirkung des Aufschubs	80
9.5. Nachholung der Offenlegungspflicht	80
9.5.1. Offenlegung der Insiderinformation	80
9.5.2. Mitteilung an die zuständige Behörde	81
10. Die Art und Weise der Ad-hoc-Mitteilung.....	82
10.1. Vorab-Mitteilung.....	82
10.2. Allgemeine Regeln in Art. 17 MAR	82
10.3. Konkretisierung.....	83
10.3.1. Art der Ad-hoc-Mitteilung.....	83

10.3.2. Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung.....	84
10.3.3. Sprache der Ad-hoc-Mitteilung.....	84
10.4. Eintragung in das Unternehmensregister	85
11. Rechtsfolge bei der Verletzung der Ad-hoc-Publizität	85
11.1. Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen	85
11.2. Strafrechtliche Sanktionen.....	87
11.3. Zivilrechtliche Haftung	88
11.3.1. Haftung der Emittenten nach §§ 97, 98 WpHG	89
11.3.2. Haftung aus anderen Anspruchsgrundlagen	98
11.3.3. Organhaftung.....	102
12. Rechtsnatur und Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts in China.....	103
12.1. Rechtsnatur des Kapitalmarktrechts	103
12.2. Rechtsquelle des Kapitalmarkts in China	104
12.2.1. Internationale Rechtsquelle	104
12.2.2. Nationale Rechtsquelle	105
13. Ziele und Grundsätze des Wertpapierrechts in China	107
13.1. Ziele des Wertpapierrechts.....	107
13.2. Grundsätze des Wertpapierrechts	108
13.2.1. Grundsätze der Transparenz, Gerechtigkeit und Gleichheit	108
13.2.2. Grundsätze der Gleichstellung, Freiwilligkeit, Gegenleistung und Redlichkeit	109
14. Überblick über die Entwicklung des Kapitalmarktrechts und der Ad-hoc-Publizität in China.....	110
14.1. Zeit vor der Volksrepublik	110
14.2. Von 1949 bis 1998	111
14.3. Ab 1998.....	113
15. Ad-hoc-Publizität nach chinesischem Recht.....	114
15.1. Systematische Stellung und Funktion der Ad-hoc-Publizität aus dem Blickwinkel Chinas.....	114
15.2. Ad-hoc-Publizität in China.....	116
15.2.1. Allgemeine Anforderungen an die Informationsveröffentlichung	116
15.2.2. Tatbestand der Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung.....	117
15.2.3. Maßgeblicher Zeitpunkt.....	123
15.2.4. Freiwillige Mitteilung wichtiger Ereignisse.....	123

15.3. Aufschieb und Befreiung von der Ad-hoc-Mitteilung	124
15.3.1. Aufschieb der Ad-hoc-Mitteilung.....	125
15.3.2. Befreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung.....	125
15.3.3. Regelwirrwarr bei den Regelungen über den Aufschieb und die Befreiung von der Informationsveröffentlichung	126
15.4. Internes Management der Ad-hoc-Mitteilung	127
15.5. Die Art und Weise der Ad-hoc-Publizität	127
15.5.1. Vorab-Mitteilung und Veröffentlichung durch gesetzliche Medien.....	127
15.5.2. Einreichen bei der Behörde und Zurverfügungstellung für das Publikum	129
15.5.3. Sprache und Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung.....	129
15.6. Aufsicht über die Ad-hoc-Mitteilung.....	129
15.7. Ergänzungen	130
16. Rechtsfolge bei der Verletzung der Ad-hoc-Publizität in China	130
16.1. Tatbestand der falschen Angabe.....	130
16.1.1. Adressat der Informationspflichten	131
16.1.2. Falsche Angabe	131
16.1.3. Erheblichkeit der falschen Angabe.....	132
16.2. Haftung wegen falscher Angaben	132
16.2.1. Zivilrechtliche Haftung	132
16.2.2. Verwaltungsrechtliche Haftung.....	138
16.2.3. Strafrechtliche Haftung.....	138
17. Vergleich und Ergebnis	139
Schlussbetrachtung	148
Literaturverzeichnis.....	149

Abkürzungsverzeichnis

a.a.O.	am letzt angegebenen Ort
a.F.	alte Fassung
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der europäischen Union
AfP	Zeitschrift für Medien- und Kommunikationsrecht
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Anh.	Anhang
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BOG	Einige Bestimmungen des Obersten Volksgerichts zum Umgang mit Streitfragen in Bezug auf falsche Angaben auf dem Wertpapiermarkt, „最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件若干规定“
BörsG	Börsengesetz
BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CEINEX	China Europe International Exchange
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFL	Corporate Finance Law
CSRC	China Securities Regulatory Commission
DB	Der Betrieb
DK	Der Konzern
DStR	Deutsches Steuerrecht
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
ErwGr.	Erwägungsgrund
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäische Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWU	Europäischer Wirtschaftsraum
f., ff.	folgende
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
GG	Grundgesetz
GR	Gesellschaftsrecht der VR China, „中华人民共和国公司法“
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offering

iVm	in Verbindung mit
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristen Zeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
KOM	Kommission der Europäischen Gemeinschaften
KWG	Kreditwesengesetz (Gesetz über das Kreditwesen)
MAR	Markt Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung vom 16. April 2014)
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente
MiFIR	Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente
Mio.	Million(en)
MTF	Multilaterales Handelssystem
mwn.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer(n)
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
OBAS	Ordnung für die Börsennotierung der Aktien bei der Shanghai-Börse, „上海证券交易所股票上市规则“
OTC	Over the Counter
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PRIIP-VO	Verordnung 2014/1286/EU über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte
Rn.	Randnummer(n)
S.	Seite(n)/Satz
SAC	Securities Association of China, „中国证券业协会“
SGB	Strafgesetzbuch der VR China, „中华人民共和国刑法“
sog.	so genannt(e)
StGB	Strafgesetzbuch
SVB II	Bestimmungen (II) der Obersten Volksstaatsanwaltschaft und des Ministeriums für öffentliche Sicherheit über die Standards für die Einreichung von Strafsachen unter der Zuständigkeit der Organe für öffentliche Sicherheit für Ermittlungen und Strafverfolgung, „最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）“
u.a.	und andere
Unterabs.	Unterabsatz
US	United States
USA	United States of America
usw.	und so weiter
v. Chr.	vor Christus
VermAnlG	Vermögensanlagengesetz (Gesetz über Vermögensanlagen)
vgl.	vergleiche
VlBU	Verwaltungsmethoden zur Informationsveröffentlichung von börsennotierten Unternehmen, „上市公司信息披露管理办法“
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAIV/WpAV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz

WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WPO	Gesetz über eine Berufsordnung der Wirtschaftsprüfer
WpPG	Wertpapierprospektgesetz (Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WR	Wertpapierrecht der VR China, „中华人民共和国证券法“
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

1. Hintergrund

1.1. Globalisierung der Kapitalmärkte

Der Begriff „Globalisierung“ ist eine Schöpfung der frühen 90er Jahre des 20. Jahrhunderts. Unter Globalisierung versteht man weltweite Verflechtungs-, Austausch- und Abhängigkeitsprozesse.¹ Seither wird viel über die Globalisierung diskutiert. Bei einer der einschlägigen Diskussionen geht es um die „Ökonomie ohne Staatsgrenzen“.²

Allerdings fand die wirtschaftliche „Globalisierung“ viel früher statt. Ein historisch bekannter und heute wiederbelebter Begriff ist die sog. „Seidenstraße“,³ die den grenzüberschreitenden Handel zwischen den Staaten entlang der alten Seidenstraße ab der chinesischen Xi-Han-Dynastie („西汉“, von ca. 208 v. Chr. bis ca. 25 n. Chr.) darstellt. In der Neuzeit entwickelten sich, aufgrund der Entstehung neuer Transportmittel, die zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen schnell. Bereits seit dem 19. Jahrhundert benutzt man das Wort „Weltwirtschaft“, um dieses Phänomen zu beschreiben.⁴ Die weltweite Finanzierung ist ein Teil der Weltwirtschaft. Sie bezeichnet den grenzüberschreitenden Kapitalfluss, der die Möglichkeit bietet, dass Unternehmen sich sowohl auf dem inländischen als auch auf dem ausländischen Kapitalmarkt mit Kapital versorgen können. Der Vorteil der Globalisierung der Finanzierung liegt insbesondere darin, dass die globalen Effizienzgewinne dadurch verwirklicht werden, dass das Kapital über nationale Grenzen hinweg seiner produktivsten Verwendung zugeführt wird. Das kommt weiterhin den Entwicklungsländern zugute, weil sie dadurch finanzielle Unterstützung für große Projekte erhalten können, auch wenn sie selbst nicht über ausreichendes Kapital verfügen. Die kapitalreichen Länder können umgekehrt auf diese Weise ihr Nationaleinkommen steigern.⁵

Kommunikations- und Transportmittel haben heutzutage viel zur Mobilität von Finanzkapital, Waren, Technologien und Menschen beigetragen.⁶ Folglich lässt sich der florierende Weltmarkt beobachten, der sich im Laufe der Globalisierung herauskristallisiert hat. Dank der Vernetzung der Datenverarbeitung kann das Investitionskapital in hoher Geschwindigkeit und zugleich mit minimalen Kosten fließen.⁷ Daher können Anleger oder Investoren ihre Investitionen in einem Markt platzieren, der die besten Renditechancen und die beste Sicherheit bietet.⁸ Für Unternehmen wird die Finanzierung ebenfalls einfacher und vielfältiger. Viele Weltunternehmen haben ihre Betriebsstätten in einem Staat und bringen

¹ Vgl. *Kreff/Knoll/Gingrich*, Lexikon der Globalisierung, S. 126.

² *Müller/Kornmeier*, Aus Politik und Zeitgeschichte 2001, 6, (6).

³ Dieser Begriff ist sogar eine deutsche Erfindung, siehe *Ute Wardenga*, Berühmter Forschungsreisender in China – Ferdinand von Richthofen, abrufbar unter: <https://www.archiv.uni-leipzig.de/geschichte/beruehmter-forschungsreisender-in-china-ferdinand-von-richthofen/>, letzter Besuch am 13.08.2018.

⁴ Vgl. *Pohl*, Aufbruch der Weltwirtschaft, S. 9 ff.

⁵ Vgl. *Schularick*, Finanzielle Globalisierung in historischer Perspektive, S. 26.

⁶ *Kreff/Knoll/Gingrich*, Lexikon der Globalisierung, S. 9.

⁷ *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 91.

⁸ *Möllers*, AcP 2008, 1, (4).

das Kapital in einem anderen Staat auf.⁹ Die meisten Börsen auf der Welt sind ebenfalls offen für ausländische Unternehmen, wodurch die globale Finanzierung gefördert wird.¹⁰ In der Folge entsteht eine weltweite Verflechtung der Wirtschaft.¹¹

Eine solch enge weltweite Verflechtung der Wirtschaft führt dazu, dass die wirtschaftliche Lage eines einzelnen Staates den wirtschaftlichen Zustand vieler anderen Staaten und der Welt beeinflussen kann. Dies wurde im Jahr 2007 in den USA bei der Immobilienkrise als Subprime-Markt-Krise deutlich dargestellt, die schließlich im Jahre 2008 zu einer weltweiten Finanzkrise führte. Durch diese Finanzkrise ist deutlich geworden, wie global vernetzt die Kapitalmärkte inzwischen sind. Deutsche Banken, die die faulen Wertpapiere von den US-amerikanischen Banken im Portfolio hatten, mussten zwangsweise fusionieren und entgingen nur knapp dem Bankrott.¹²

Eine weitere Folge der Verflechtung ist, dass die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt nicht nur von inländischen Faktoren alleine beeinflusst wird, sondern auch von ausländischen. Somit entstehen neue Herausforderungen. Marktmanipulationen sowie Insiderhandel treten heute grenzüberschreitend auf. Solche Herausforderungen können, neben der Kooperation zwischen Aufsichtsbehörden von unterschiedlichen Staaten und der Börsenfusion, durch den Gesetzgeber durch Lernen von den Erfahrungen anderer Länder und durch Vervollkommnung der Rechtsnormen angegangen werden. Man überlegt ernsthaft, einheitliche Regelungen auf internationaler Ebene zu entwickeln.¹³ Als Vorbereitung können die Rechtswissenschaftler aus unterschiedlichen Rechtskreisen Untersuchungen durchführen. Rechtswissenschaftler aus dem römisch-germanischen Rechtskreis können die Rechtsordnung und Praxis aus dem anglo-amerikanischen Rechtskreis untersuchen und die nützliche Erfahrungen sammeln und gegebenenfalls einzuführen versuchen; die umgekehrte Vorgehensweise ist natürlich auch denkbar. Die Untersuchungen der gesetzlichen Fragen in Bezug auf den Kapitalmarkt haben deshalb in den letzten Jahren sowohl auf der europäischen als auch auf der internationalen Ebene stark an Bedeutung gewonnen.¹⁴ Vor dem Hintergrund der Globalisierung der Kapitalmärkte ist die rechtsvergleichende Perspektive heutzutage für Regulierungsansätze unabdingbar.¹⁵

1.2. Harmonisierung des Kapitalmarktrechts in der EU

Wenn ein Unternehmen sich auf dem Kapitalmarkt in einem Staat finanzieren will, werden Faktoren wie Rechtssicherheit, finanzielle Kosten, Aktivität des Marktes berücksichtigt. Die Börsen, die den Kauf

⁹ Ein Beispiel ist Alibaba, ein Dienstleister, der hauptsächlich in China eine Plattform für Handel sowie einen entsprechenden Online-Zahlungsdienst bietet. Alibaba wurde 2014 an New York Stock Exchange notiert. Das ist der bisher größte Börsengang mit einer Einnahme von 25 Milliarden Dollar: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/alibaba-boersengang-an-wall-street-wird-groesster-ipo-aller-zeiten-a-992668.html>, letzter Besuch am 09.01.2018.

¹⁰ Hier sei das Beispiel von der Frankfurter Börse erwähnt. Laut dem „Report: Listed Companies Frankfurt Stock Exchange“ vom 29.12.2017 stammen die Aktiengesellschaften nach dem Prime Standard und dem General Standard zum Börsengang aus 15 Staaten, welche Deutschland, Luxemburg, Österreich, Großbritannien, die USA, die Schweiz, Finnland, Niederland, Russland, China, Polen, Schweden, Japan, Italien und Israel sind: <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/instrumente-statistiken/statistiken/gelistete-unternehmen>, letzter Besuch am 10.01.2018.

¹¹ *Schularick* weist darauf hin, dass der Anstieg der Kapitalverflechtung das wichtigste Merkmal der Globalisierung ist: *Schularick*, Finanzielle Globalisierung in historischer Perspektive, S. 26.

¹² *Möllers*, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2264).

¹³ *Möllers*, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2248).

¹⁴ *Bruski*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a. (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch Band II, Vor § 104 Rn. 1.

¹⁵ *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, (17).

und Verkauf der dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgüter und Rechte zusammenführen¹⁶, bzw. die Kapitalmärkte unterschiedlicher Staaten stehen miteinander in Konkurrenz. Dabei kommt es zu einer Konkurrenz der Rechtsordnungen für Kapitalmärkte, da das Gesetz die Funktionsfähigkeit des Marktes sicherstellen kann. Der funktionsfähige Kapitalmarkt, der ein besseres Handelssystem mit aktivem Markt, niedrigeren Kosten und klareren und attraktiven Regelungen bieten kann, ist konkurrenzfähiger. Die Regelungen auf dem Kapitalmarkt, die weniger attraktiv für Aktiengesellschaften und Anleger sind, ändern und verbessern sich, um den Markt (wieder) konkurrenzfähig zu machen.¹⁷ Der deutsche Gesetzgeber versucht seit langem, durch die Gesetzgebung zur Verstärkung der Marktaufsicht und des effektiven Insiderhandelsverbots, einen international attraktiven Finanzplatz in Deutschland zu schaffen.¹⁸ Das Kapitalmarktrecht spielt unter Berücksichtigung der von der Globalisierung verursachten Konkurrenz zwischen Kapitalmärkten und der Zunahme der Bedeutung des nationalen Kapitalmarkts daher eine immer wichtigere Rolle im nationalen Recht.¹⁹ Die nützlichen Erfahrungen ausländischer Märkte werden in die Gesetzgebung oder in die Praxis eingeführt, damit der Kapitalmarkt eines Staates mit anderen konkurrenzfähig bleiben kann. Die deutsche Rechtsordnung übernimmt auch teilweise das Recht der USA.²⁰

Zugleich gibt es auch die supranationale Harmonisierung. Zu dieser kommt es normalerweise in einem wirtschaftlichen Kooperationsraum, um die grenzüberschreitende Finanzierung sowie die Kapitalmobilität zu fördern. Die Gründung der EU (früher „EG“) zielt auf politische und wirtschaftliche Kooperation in Europa ab. Der Aufbau des Binnenmarkts hat das wirtschaftliche Ziel, dass das Kapital innerhalb des Binnenmarkts frei fließen kann. Daneben ist auch ein europäischer Binnenmarkt für kapitalmarktbezogene Finanzdienstleistungen zu schaffen. Eine Studie bestätigt die Einschätzung, dass die Harmonisierung der europäischen Kapitalmärkte deutliche Wachstumsgewinne mit sich bringen kann.²¹ Seit 2002 gilt das vierstufige Lamfalussy-Verfahren, das eine Vollharmonisierung des Kapitalmarktrechts in der EU bezweckt.²² Am 30.09.2015 wurde der Aktionsplan für eine Kapitalmarktunion ausgearbeitet, der dem Aufbau eines integrierten Kapitalmarkts in der EU bis 2019 dient. Dafür werden zahlreiche EU-

¹⁶ § 2 Abs. 1 BörsG.

¹⁷ Alibaba war am Anfang, im Jahre 2007, an Hong Kong Stock Exchange gelistet. Um die Anforderungen der Regelungen in Hongkong zu erfüllen, besaßen die Gründer nicht mehr die Mehrheit der Stimmrechte. Angesichts der langfristigen Entwicklung der Gesellschaft wollten die Gründer die volle Kontrolle der Gesellschaft haben. Aus diesem Grund wurde Alibaba auf Antrag von Hong Kong Stock Exchange zurückgezogen und später an New York Stock Exchange gelistet: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/neuer-star-der-wall-street-jack-mas-unverhoffter-triumphzug-mit-alibaba-13158972.html>, letzter Besuch am 10.08.2018. Die alten Regelungen zu „Dual-Class Shares“ in Hongkong wurde daher geändert, um mehr Aktiengesellschaften zum Börsengang zu motivieren: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-15/hong-kong-moves-toward-dual-class-shares-wooing-next-alibaba>, letzter Besuch am 10.01.2018. *Buck-Heeb* weist darauf hin, dass neben der ständig wachsenden Bedeutung des Kapitalmarkts der internationale Wettbewerb der Kapitalmärkte zu dem Reformdruck des Kapitalmarktrechts führt: *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht 2017, Rn. 2. Auch deutsche Unternehmen, die in New York gelistet werden, denken seit langem an einen Rückzug: *Fischer zu Cramburg* in: *Fischer zu Cramburg* u. a. (Hrsg.), *Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA*, S. 9.

¹⁸ *Möllers*, AcP 2008, 1, (13 f.).

¹⁹ *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, Rn. 1.

²⁰ *Möllers*, AcP 2008, 1, (36).

²¹ Anhang 1 des Grünbuches zur Finanzdienstleistungspolitik (2005-2010) v. 3.5.2005, KOM (2005), 177, Anh. 1, S. 4.

²² *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 41; *Möllers*, in: *Heldrich/Hopt/Canaris*, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2261).

Richtlinien und Verordnungen erlassen oder neu gefasst.²³ Kein anderes Rechtsgebiet in den Mitgliedstaaten der EU ist zum jetzigen Zeitpunkt so weitgehend vereinheitlicht wie das Kapitalmarktrecht. Das deutsche Kapitalmarktrecht ist in weiten Teilen durch das europäische Recht vorgegeben.²⁴

1.3. Neue Herausforderungen durch technischen Fortschritt

Die Harmonisierung des Kapitalmarktrechts muss sich beschleunigen, nicht nur innerhalb der EU, sondern auch weltweit. Neuere Herausforderungen entstehen, welche die Kooperation bei der Regulierung und die Harmonisierung und Verschärfung der Vorschriften unterschiedlicher Staaten erforderlich machen. Die mangelnde Regulierung und Regelungslücken in einem Staat könnten die Bewältigung verzögern oder sogar zerstören.

Mithilfe der neuen Technik entsteht immer neuere Möglichkeit für die Verbreitung von Informationen. Diese sind nicht auf einen Kapitalmarkt begrenzt, sondern werden schnell weltweit verbreitet. Das ist besonders der Fall, wenn ein Unternehmen gleichzeitig bei Börsen in unterschiedlichen Staaten zugelassen wird. Insofern kann der Kurs ebenfalls von der Information aus einem anderen Markt beeinflusst werden. Eine Herausforderung ist mithin, wie die Information an den unterschiedlichen Kapitalmärkten behandelt und veröffentlicht wird. Hierzu können Aufsichts Kooperation und Harmonisierung der Vorschriften einen Beitrag leisten.

1.4. Aktivitäten der chinesischen Marktteilnehmer

Traditionell stehen Unternehmen hauptsächlich zwei Kanäle zur Finanzierung zur Verfügung, nämlich die Aufnahme von Krediten von Banken und die Emission von Wertpapieren auf dem Kapitalmarkt. Letzteres kann normalerweise deutlich mehr Kapital aufbringen als Kredite von Banken. Deswegen haben Unternehmen die Absicht, sich an der Börse notieren zu lassen, besonders wenn die Unternehmen für bestimmte Entwicklungsstrategien einen großen Kapitalbedarf haben.

Allerdings ist die Anzahl an börsennotierten Unternehmen in den letzten 15 Jahren kontinuierlich gefallen: das beschränkt sich nicht nur auf Deutschland, sondern gilt auch für andere wichtigen Kapitalmärkte wie Großbritannien und den USA.²⁵ Zugleich ist der chinesische Kapitalmarkt sehr aktiv. Die Börsen in Shenzhen und Shanghai, namentlich der Shenzhen Stock Exchange und der Shanghai Stock Exchange (im Folgenden auch die Shenzhener Börse und Shanghaier Börse genannt), nahmen nach Anzahl an neuen gelisteten Unternehmen im Jahr 2017 die ersten zwei Plätze ein; auf dem dritten Platz stand der Hong Kong Stock Exchange, der sich auch in China befindet. Die meisten der übrigen Top-Börsen (gemessen an der Anzahl der neu durchgeführten Börsengänge) befinden sich ebenfalls in

²³ Weber, NJW 2017, 991, (991 ff.).

²⁴ Möllers, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2263); Kümpel behauptete im Jahr 2004, dass das deutsche Kapitalmarktrecht damals schon über 80 % durch Vorgaben des europäischen Gesetzgebers veranlasst worden war, siehe Kümpel, Kapitalmarktrecht, Rn. 2. Heutzutage muss diese Quote noch höher sein.

²⁵ Hunter, John Stanley, Ein Trend an der Börse könnte für uns alle gefährlich werden, abrufbar unter: <http://www.businessinsider.de/warum-immer-weniger-deutsche-unternehmen-einen-boersengang-wagen-2018-1>, letzter Besuch am 14.03.2018.

Asien.²⁶ Darüber hinaus sind die Kapitalmärkte in Asien nach Handelsvolumina aktiver als die in Europa.²⁷ Nach diesen Statistiken ist der Kapitalmarkt in den USA weiterhin der weltweit führende Markt, aber die Entwicklung der Kapitalmärkte in Asien, insbesondere in China, hat in der letzten Zeit zur Bildung einer weiteren wichtigen Säule geführt. Der chinesische Kapitalmarkt zieht chinesische Unternehmen an, deren Aktien bereits im Ausland gelistet worden sind, Finanzinstrumente wiederum in China zu emittieren.²⁸ Als Mitglied der Welthandelsorganisation (WTO) ist China verpflichtet, die chinesischen Märkte, inklusive Kapital- und Finanzmärkte für ausländische Investoren vollkommen zu öffnen.²⁹ Seit langem beschäftigt sich das Land mit der Erfüllung dieser Pflicht. Während der Verhandlungen mit den USA aufgrund des Handelsstreits hat China erneuert beteuert, den Kapitalmarkt für Ausländer zu öffnen.³⁰ Es ist denkbar, dass in Zukunft westliche Unternehmen erwägen, sich auf dem chinesischen Kapitalmarkt zu finanzieren. Obwohl der Geschäftsbetrieb hier einfacher als früher wird, benötigt man tiefe Kenntnisse, um sich am chinesischen Kapitalmarkt zu beteiligen.³¹

Viele chinesische Unternehmen interessieren sich auch dafür, ihr Kapital auf ausländischen Kapitalmärkten aufzubringen. Die neueste Entwicklung ist die Gründung der deutsch-chinesischen Börse CEINEX in Frankfurt, die zu einem Teil des Prime Standards der Frankfurter Börse gehört und speziell der Finanzierung chinesischer Unternehmen dient. Die erste Emission der D-Shares wurde von Haier, einem Haushaltsgerätehersteller aus Qingdao, platziert.³² Chinesische Unternehmen, die D-Shares emittieren, unterwerfen sich der Regulierung des europäischen und deutschen Kapitalmarktrechts. Die Transparenzpflichten des Prime Standards werden von ihnen eingehalten.³³ Das Bedürfnis nach Kenntnissen über das europäische Kapitalmarktrecht steigt bei chinesischen Unternehmen und Juristen.

²⁶ Statistik: Top Börsen weltweit nach der Anzahl durchgeführter Börsengänge von Unternehmen im Jahr 2017, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/198590/umfrage/top-10-boersen-weltweit-nach-anzahl-der-boersengaenge/>, letzter Besuch am 14.03.2018.

²⁷ Statistik: Größte Börsen der Welt nach dem Handelsvolumen mit Aktien im 1. Halbjahr 2017, abrufbar: <https://de-statista.com/statistik/daten/studie/166143/umfrage/groesste-boersenbetreiber-der-welt-nach-handelsvolumen/>, letzter Besuch am 14.03.2018.

²⁸ Zum Beispiel die chinesische Cyber-Sicherheitsgesellschaft „Qihu 360“, nach dem Delisting von New York Stock Exchange im Jahr 2018 wird die Gesellschaft sofort bei der Börse in China wieder gelistet. Der geschätzte Wert der Gesellschaft verdoppelte sich nach diesem Vorgang: <http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2018-03-01/doc-ifwnpcns4913209.shtml>, letzter Besuch am 14.03.2018.

²⁹ Timmen, Der chinesische Kapitalmarkt, S. 13.

³⁰ Unbekannter Verfasser, Handelsstreit: China will Kapitalmarkt öffnen, abrufbar unter: <https://derstandard.at/2000077734395/HandelsstreitChina-will-Kapitalmarkt-oeffnen>, letzter Besuch am 04.06.2018.

³¹ Schorlemer, von Joachim, China öffnet seinen inländischen Kapitalmarkt für ausländische Emittenten, abrufbar unter: <http://veranstaltungen.handelsblatt.com/banken-im-umbruch/china-kapitalmarkt-emittenten-renmibi-bond/>, letzter Besuch am 04.06.2018.

³² CEINEX, CEINEX welcomes decision by Qingdao Haier to issue D-Shares in Frankfurt, abrufbar unter: <https://www.ceinex.com/information/press-release/ceinex-welcomes-decision-qingdao-haier-issue-d-shares-frankfurt>, letzter Besuch am 04.06.2018.

³³ CEINEX, D-Shares, abrufbar unter: <https://www.ceinex.com/products/d-shares>, letzter Besuch am 04.06.2018.

2. Allgemeines zur Untersuchung

2.1. Untersuchungsgegenstand

Die Publizitätspflichten gehören zu dem Kernbereich des Kapitalmarktrechts. Sie leisten zur Sicherstellung der Funktion des Kapitalmarkts einen großen Beitrag. Unter den Publizitätspflichten des Emittenten nach Emission und Börsennotierung unterscheidet man grundsätzlich die Pflicht zur Regelpublizität und zur Ad-hoc-Publizität. Beide haben ihre eigene Bedeutung in der Praxis. Die Ad-hoc-Publizität ist nicht nur die Offenlegung der für die Investitionsentscheidung der Anleger entscheidenden Informationen, sondern beugt auch Insiderhandel vor. In dieser Arbeit wird die Ad-hoc-Publizität unter der Geltung der MAR untersucht.

2.2. Ziel der Untersuchung

Diese Arbeit untersucht die neuesten Entwicklungen und die Rechtslage bezüglich der Ad-hoc-Publizität in China und Deutschland bzw. der EU, damit der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt geklärt wird.

Die Untersuchung der europäischen/deutschen und chinesischen Rechtslage kann ebenfalls zur Harmonisierung der Rechtsnormen beitragen.

Durch den Vergleich wird auf Defizite in der Gesetzgebung und Rechtsdurchsetzung in China hingewiesen, damit der Gesetzgeber die Rechtsnormen vervollkommen und die Regulierung vervollständigen kann. Dies hilft dem chinesischen Kapitalmarkt bei der Internationalisierung. Umgekehrt können Ausländer mit dieser Arbeit etwas über den chinesischen Kapitalmarkt und das chinesische Kapitalmarktrecht erfahren.

2.3. Gang der Untersuchung

Die Arbeit besteht aus vier Teilen. Im ersten Teil werden sowohl grundsätzliche Faktoren des Kapitalmarktes und des Kapitalmarktrechts sowie Grundlagen der Informationspflichten und die Bedeutung der Ad-hoc-Publizität untersucht. Im nächsten Schritt wird die Rechtslage der Ad-hoc-Publizität in Europa bzw. Deutschland dargestellt. Im dritten Teil werden die Vorgaben der Ad-hoc-Publizität in China untersucht. Die Rechtslage in China und Deutschland wird getrennt erörtert. Im letzten Abschnitt werden die Rechtslagen der Ad-hoc-Publizität in Deutschland und China verglichen.

3. Allgemeines über Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht

3.1. Begriff des Kapitalmarkts

Der traditionellen Ansicht nach ist der Markt ein Ort, an dem Angebot und Nachfrage zusammentreffen, bzw. ein Handelsplatz, an dem Handelsobjekte gekauft und verkauft werden. Dank der Entwicklung der modernen Kommunikationstechnik ist ein Markt heute nicht unbedingt an einen Ort gebunden. Bei einem Markt geht es heutzutage um eine organisierte Möglichkeit bzw. eine Handelsmöglichkeit, bei der das Angebot und die Nachfrage miteinander zusammengeführt werden, um den Handel zu ermöglichen.³⁴

³⁴ Häuser, Börse und Kapitalmarkt, S. 12 ff.

Jedoch gibt es unterschiedliche Auffassungen über den Begriff des Kapitalmarkts. Im weiteren Sinne bezeichnet Kapitalmarkt sämtliche Finanzmärkte, die auf die Aufnahme des kurz-, mittel- und langfristigen Kapitals abzielen.³⁵ Andere meinen, dass der Kapitalmarkt nicht so umfangreich und nur ein Teil des Finanzmarkts ist. Neben dem Kapitalmarkt gehören außerdem noch die Bereiche Geld-, Devisen- sowie Terminmarkt zum Finanzmarkt.³⁶ Unter Berücksichtigung der Funktionen des Kapitalmarkts versteht man den Kapitalmarkt auch als die Gesamtheit der Transaktionen, durch die längerfristige Finanzierungsmittel der Bildung von Sachkapital zugeführt werden.³⁷ Wird der Handelsort hervorgehoben, weist der Kapitalmarkt auf die Börse und andere Handelsplätze hin, wie Börsen für Wertpapiere, Waren und Terminkontrakte.³⁸ Da die meisten gehandelten Finanzinstrumente Wertpapiere sind, ist der Kapitalmarkt in einem engeren Sinn beschränkt auf die Gesamtheit der Wertpapiermärkte, die sich aus dem Aktienmarkt, dem Markt in verzinslichen Wertpapieren und in Wertrechten zusammensetzen.³⁹

In China⁴⁰ ist das Verständnis über den Kapitalmarkt ebenfalls umstritten. Auch im chinesischen Schrifttum unterscheiden sich Kapitalmarkt, Finanzmarkt und Wertpapiermarkt häufig nicht und werden synonym verwendet.⁴¹ Beim Versuch einer Definition des Begriffes Kapitalmarkt verstehen sowohl Wirtschaftswissenschaftler als auch Rechtswissenschaftler Kapitalmarkt als einen Teil des Finanzmarkts.⁴² *Xu* beschränkt den Kapitalmarkt auf den Markt, der ausschließlich langfristige Finanzierung zum Gegenstand hat. Insofern unterscheidet er auch Kapitalmarkt von Geldmarkt und Devisenmarkt.⁴³ *Chen* bejaht ebenfalls diese Beschränkung und sieht den Wertpapiermarkt als den wichtigsten Teil des Kapitalmarkts an.⁴⁴ Eine Minderheit betrachtet den Kapitalmarkt als Oberbegriff, wonach der Kapitalmarkt aus Wertpapiermarkt und Finanzmarkt besteht.⁴⁵

Unabhängig davon, wie man den Begriff versteht, ist der Wertpapiermarkt ein enorm wichtiger Teil des Kapitalmarkts, da der Handel von Wertpapieren der aktivste Handel auf dem Kapitalmarkt ist.⁴⁶ Daher versteht diese Arbeit den Kapitalmarkt im engen Sinn als den Wertpapiermarkt.

³⁵ *Schneider*, Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 27 ff.

³⁶ *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.27.

³⁷ *Häuser*, Börse und Kapitalmarkt, S. 14 ff.

³⁸ *Bröcker* in: Erne u. a. (Hrsg.), Bank- und Börsenrecht, 6, Rn. 1.

³⁹ *Christians*, Finanzierungshandbuch, S. 63; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 66; *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 14.29 f.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 5; *Bruski*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a. (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch Band II, Vor § 104 Rn. 4.

⁴⁰ China bezeichnet in dieser Arbeit nur das Festland der VR China. Der Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit ist ausschließlich die Rechtslage in Festlandchina.

⁴¹ *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 3: *Zhu* ist sogar der Ansicht, dass die gemischte Verwendung vorteilhaft ist, da jeder Begriff einen Charakter hervorhebt: der Kapitalmarkt den Fluss des Kapitals, Wertpapiermarkt den wichtigsten gehandelten Gegenstand bzw. Wertpapiere, und Finanzmarkt die gesamte Struktur des Finanzsystems.

⁴² *Xing* teilt Finanzmarkt in Geld-, Devisen- Finanz- und Goldenmarkt: *Xing*, Vergleichende Untersuchung der chinesischen und ausländischen Kapitalmärkte, S. 4. So etwa *Zhu*, Financial Law, S. 8.

⁴³ *Xu*, Untersuchung über den Kapitalmarkt in China, S. 132.

⁴⁴ *Chen*, Financial Market, S. 6.

⁴⁵ *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 3.

⁴⁶ *Bröcker*, a.a.O. Ebenso in China, vgl. *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 20 ff.

3.2. Kapitalmarktrecht

Wie in angelsächsischen Staaten, in denen das eigenständige Rechtsgebiet des Kapitalmarkts seit langem anerkannt wird, hat das Kapitalmarktrecht heute auch einen eigenständigen Platz in der deutschen Rechtsordnung.⁴⁷ Dabei gibt es allerdings kein umfassendes und einheitliches Kapitalmarktrechtsgesetzbuch, sondern eine Menge von Einzelgesetzen. So ist eine Systematisierung des Kapitalmarktrechts schwierig und wurde bisher nicht durchgeführt. Die Definition des Begriffs ist auch nahezu unmöglich.⁴⁸ Allerdings finden sich Definitionsversuche im Schrifttum.

Hopt bezeichnet Kapitalmarktrecht als die Gesamtheit der Grundsätze und Normen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Finanzinstrumenten befassen, um den Schutz der Kapitalanleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten.⁴⁹ Unter Berücksichtigung der von Kapitalmarktrecht zu regelnden Rechtsbeziehungen und Verhalten bezeichnet das Kapitalmarktrecht nach *Kümpel* hierzu die Gesamtheit der Normen, Geschäftsbedingungen und Standards, mit denen die Organisation der Kapitalmärkte und der auf sie bezogenen Tätigkeiten sowie das marktbezogene Verhalten der Marktteilnehmer geregelt werden soll.⁵⁰

Insofern kann man daraus verstehen, dass Kapitalmarktrecht die Gesamtheit der Regelungen ist, die die Organisation des Marktes, die Beziehungen der Marktteilnehmer und ihre Verhalten regeln, damit der Anlegerschutz und der Funktionsschutz des Kapitalmarkts gewährleistet werden.

Obwohl das Wort Kapitalmarkt („资本市场“) ein sehr häufig gebrauchtes Wort in China ist, klingt das Wort Kapitalmarktrecht („资本市场法“) fremd. Nur in der Literatur über die Rechtslage des ausländischen Kapitalmarkts findet sich dieser Begriff.⁵¹ Die Wörter „Kapitalmarkt“, „Wertpapiermarkt“ und „Fi-

⁴⁷ *Oulds* in: *Kümpel/Wittig* (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Rn. 14.1.; *Möllers*, *AcP* 2008, 1, (14).

⁴⁸ *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht* (2016), Rn. 4.

⁴⁹ *Hopt*, in: *Heldrich/Hopt/Canaris*, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 497, (498 f.).

⁵⁰ *Kümpel* in: *Kümpel/Wittig* (Hrsg.), *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Rn. 1.10. So etwa auch *Lenenbach*, *Kapitalmarktrecht*, Rn. 1.86 f.

⁵¹ Zum Beispiel, das Kapitalmarktrecht in Südkorea, von *Xinyi Dong* übersetzt (übersetzt durch den Verfasser, „董新义<译>: 韩国资本市场法, 知识产权出版社, 2011年“); die neuste Entwicklung des europäischen Kapitalmarktrechts aus dem deutschen Aspekt, von *Lihua Shen, Hai Li* etc. übersetzt (übersetzt durch den Verfasser, „申柳华、李海等<译>: 欧洲资本市场法的最新发展——从德国的视角, 中国政法大学出版社, 2016年“). Das Wort „Kapitalmarktrecht“ wird in China sehr selten verwendet. Der wichtigste Grund ist die Politik. Nach der Begründung der VR China im Jahr 1949 war die Wiederbelebung der Volkswirtschaft die erste Aufgabe. Da die VR China ein sozialistischer Staat ist, muss die Volkswirtschaft ebenfalls sozialistisch sein. Zu diesem Ziel wurde das Wirtschaftssystem nach der Begründung der VR China sofort reformiert, hauptsächlich durch Überführung des Privateigentums in Staatseigentum. Nach der wirtschaftlichen Reform Mitte der 1950er Jahre herrschte sozialistische Planwirtschaft in China. Es gab kein Unternehmen im Privatbesitz, sondern ausschließlich staatseigene Unternehmen. Allokationen wurden einheitlich von der Regierung durchgeführt. Die Grundlage der Existenz und Entwicklung des Kapitalmarkts wurde damals vernichtet. Das Kapitalmarktrecht war unter dem damaligen wirtschaftlichen System nicht nötig. Über die sozialistische Wirtschaftsreform siehe *Li*, *Endlich zum Erfolg*, S. 35 ff. Die sozialistische Weltanschauung spielt hierbei ebenfalls eine Rolle. Der Kapitalismus hat (auch heute) eine negative Bedeutung in sozialistischen Staaten. Kapital und Kapitalist symbolisieren die Ausbeutung der Arbeiterklasse. Viele Begriffe aus westlichen kapitalistischen Staaten werden mit einer chinesischen Prägung aufgenommen, zum Beispiel „die sozialistische Marktwirtschaft mit chinesischer Prägung“. Darüber hinaus dient das Recht nach sozialistischer Theorie der Politik. Daher ist der Begriff „Kapitalmarktrecht“ nicht gebräuchlich. Hierzu *Ke, Huaqing*, Richtiges Verständnis über die politischen und akademischen Eigenschaften der Rechtswissenschaft

nanzmarkt“ sind in China Synonyme. Auch wenn die Begriffe im Schrifttum definiert werden, vermengen sie Fachleute, Aufsichtsbehörden und Wissenschaftler häufig miteinander.⁵² Sobald man den Kapitalmarkt im engen Sinne als Wertpapiermarkt versteht, findet sich das Gesetzesrecht bzw. das Wertpapierrecht der VR China für seine Regulierung. So liegt das Rechtsgebiet „Wertpapierrecht“ in China vor. Das Wertpapierrecht ist die Gesamtheit der rechtlichen Normen, die die Arten der Wertpapiere und die rechtlichen Beziehungen in Bezug auf Emission der Wertpapiere, Wertpapierhandel, Wertpapiermarktaufsicht sowie andere relevante Beziehungen regeln.⁵³ In Bezug auf das Wertpapierrecht untersucht man hauptsächlich die Gegenstände auf dem Wertpapiermarkt, wie die Emission der Aktien und deren Handel, die Übernahme der börsennotierten Unternehmen, die Börse, Wertpapierdienstleistungen und die Marktaufsicht. Insofern ist der Begriff Wertpapierrecht in China vergleichbar mit dem Begriff Kapitalmarktrecht in Deutschland.

Da das wichtigste Recht für den Wertpapiermarkt in China wörtlich auch Wertpapierrecht (Wertpapierrecht der VR China, „中华人民共和国证券法“) heißt, wird der Begriff Kapitalmarktrecht in dieser Arbeit für das Rechtsgebiet verwendet und der Begriff Wertpapierrecht bezeichnet das chinesische Gesetzbuch, nämlich das Wertpapierrecht der VR China.⁵⁴

3.3. Ziele und Aufgaben des Kapitalmarktrechts aus deutscher Sicht

Das Kapitalmarktrecht hat zwei vorrangige Regelungsziele, nämlich Funktionsschutz des Kapitalmarkts und Anlegerschutz. Die beiden Schutzgüter stehen in enger Beziehung. Der Funktionsschutz gewährleistet die Interessen des Anlegerpublikums durch die Leistungsfähigkeit der unterschiedlichen Einrichtungen auf dem Kapitalmarkt. Werden die Interessen des Anlegers effektiv geschützt, investiert der Anleger sein Geld in den Markt. Ohne die Investitionen der Anleger kann die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts nicht verwirklicht werden.⁵⁵ Nach den Kurseinbrüchen am Aktienmarkt in den Jahren 2002/2003 aufgrund des Platzens von „Technik-Blasen“ wurde der Anlegerschutz immer wichtiger. Trotzdem dient nur ein kleiner Teil der kapitalmarktrechtlichen Normen dem Schutz der Individualinteressen des Anlegers. Die Informations- und Verhaltenspflichten nach MAR und WpHG dienen nicht in erster Linie dem Anlegerschutz, sondern hauptsächlich dem Funktionsschutz des Kapitalmarkts,⁵⁶ da die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten öffentlich-rechtliche Regulierungsmaßnahmen sind.⁵⁷

3.3.1. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts dient dem öffentlichen Interesse an effizienten Märkten. Ein funktionsfähiger Kapitalmarkt verstärkt sowohl die internationale Wettbewerbsfähigkeit, als auch die

(übersetzt durch den Verfasser), abrufbar unter: <http://theory.people.com.cn/n1/2018/0827/c40531-30252021.html>, letzter Besuch am 01.09.2018.

⁵² *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 3.

⁵³ *Wan*, Securities Law, S. 21. Über die Definition des Begriffs von Wertpapier gibt es fast keinen Streit in China. So etwa *Zhu*, Financial Law, S. 358; *Wang*, Commercial Law, S. 289; *Ye*, Wertpapierrecht, S. 18 f.

⁵⁴ Die Terminologie wird in dieser Arbeit in diesem Sinn verwendet, obwohl der Begriff Wertpapierrecht in Deutschland für etwas anderes (Wechsel, Scheck, Inhaberpapier, Namenspapier etc.) steht.

⁵⁵ Die beiden Schutzgüter sind so verflochten, dass viele sie als zwei vorrangige Regelungsziele des Kapitalmarktrechts betrachten: *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 25 ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 6 ff.; *Oulds* in: *Kümpel/Wittig* (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.141 ff. Anders *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 1.67 ff.

⁵⁶ Vgl. *Oulds* in: *Kümpel/Wittig* (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.141 f. und 1.30.

⁵⁷ *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, (25).

Volkswirtschaft, weil der Markt die Investoren im In- und Ausland zur Anlage ermutigt und dem Unternehmen eine Finanzierungsquelle bietet.

Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts besteht aus allokativer, operationaler und institutioneller Funktionsfähigkeit.

3.3.1.1. Allokative Funktionsfähigkeit

Unter allokativer Funktionsfähigkeit versteht man die Steuerungsfähigkeit des Kapitalmarkts. Allokationseffizienz bedeutet, dass das anlagefähige Kapital dorthin fließt, wo es am dringendsten und erfolgversprechendsten benötigt wird.⁵⁸ Es geht um zwei Arten von Kapitalfluss: die eine ist der Kapitalfluss von dem privaten Haushalt zum Unternehmen und die andere ist der Kapitalfluss von weniger dringenden Bedarf – normalerweise mit einer niedrigen Rendite – zum dringenderen Bedarf – normalerweise mit einer höheren Rendite.⁵⁹ Dabei ist die ursprüngliche Herkunft des Kapitals stets der Anleger. Die Voraussetzung für die Zurverfügungstellung des Kapitals vom Anleger ist das Vertrauen auf Fairness, Stabilität und Integrität des Markts. Deswegen sind die Transparenz des Markts und der bestmögliche Informationszugang für den Anleger entscheidend. Die Transparenz ist nicht nur auf dem Primärmarkt von Bedeutung, sondern auch auf dem Sekundärmarkt, auf dem die Preisbildung viel von der Qualität der Informationsverarbeitung beeinflusst wird.⁶⁰ Insofern spielen die Publizitätsvorschriften eine wichtige Rolle für die richtige Allokation des Kapitals.

3.3.1.2. Operationale Funktionsfähigkeit

Bei der operationalen Funktionsfähigkeit geht es um die Kosten auf dem Kapitalmarkt. Kapitalsuchende und Kapitalanbieter stehen beide vor dem Problem der Kosten. Der Kapitalsuchende, zum Beispiel der Aktienemittent, hat die Kosten für den Börsengang und die nachfolgenden Kosten für die Erfüllung von zahlreichen Folgepflichten der Börsenzulassung zu tragen. Wenn die Kosten im Vergleich zu dem aufzubringenden Kapital unverhältnismäßig hoch sind, lohnt sich die Emission nicht. Auf der Seite des Kapitalanbieters bilden die Transaktionskosten die hauptsächliche Belastung. Darüber hinaus kann die Beschaffung der erforderlichen Informationen für den Anleger ebenfalls Kosten mit sich bringen. Je höher solche Kosten sind, desto niedriger ist die Rendite, die der Anleger erhalten kann und desto niedriger ist die Attraktivität des Marktes.⁶¹

Die operationale Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hängt daher von der Reduktion der Kosten auf dem Kapitalmarkt ab.⁶² Deshalb sollten die Informationspflichten nicht überlastend sein.

3.3.1.3. Institutionelle Funktionsfähigkeit

Die dritte Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist die sog. institutionelle Funktionsfähigkeit, die sich auf die Sicherstellung der Grundlage für das Funktionieren der Marktmechanismen bezieht. Das ist die Grundlage für die anderen Funktionsfähigkeiten, weil nur wenn der freie Marktzugang für Emittenten und Anleger, die typisierten und umlauffähigen Anlageformen sowie Liquidität bestimmt werden, kann der Kapitalmarkt erst funktionieren.⁶³ Zu solchen Mechanismen gehören das insiderrechtliche Gleich-

⁵⁸ Möllers, AcP 2008, 1, (7).

⁵⁹ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 10.

⁶⁰ Lenenbach, Kapitalmarktrecht, Rn. 1.72 f.

⁶¹ Oulds in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.163 f.

⁶² Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 27.

⁶³ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 12; Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 26.

behandlungsgebot, die Transparenz der Aktionärsstruktur, die Verhaltensregeln für Finanz- und Informationsintermediäre, die staatliche Marktaufsicht.⁶⁴ Sie stärken das Vertrauen des Anlegers in die Integrität und Stabilität des Markts. Folglich investiert der Anleger sein Geld in Finanzinstrumente auf dem Kapitalmarkt.⁶⁵

3.3.2. Anlegerschutz

Der Anleger bringt sein anlagebereites Kapital auf den Kapitalmarkt. Infolge seiner Investition trägt er unterschiedliche Risiken. Drei Risiken sind besonders herauszuheben:

Bestandsrisiko: der Anleger kann seine Anlage vollständig oder teilweise verlieren. Dabei ist für den Anleger besonders riskant, wenn der Emittent in Insolvenz gerät.⁶⁶

Informationsrisiko: der Anleger kann wegen des Mangels an Informationen eine nicht sachgerechte Anlageentscheidung treffen.⁶⁷

Konditionenrisiko: der Anleger kann die Anlagen zu nicht marktgerechten Konditionen erwerben.⁶⁸

Insbesondere mit Blick auf die Bedeutung des Anlegers für den Kapitalmarkt und der ihn betreffenden Risiken ist der Anleger schutzbedürftig. Insofern sind der Schutz des Anlegerpublikums und der individuelle Anlegerschutz zu unterscheiden.

3.3.2.1. Schutz des Anlegerpublikums

Das Anlegerpublikum soll vor allem geschützt werden, damit der einzelne Anleger in die Integrität und Stabilität des Kapitalmarkts vertrauen kann. Dies ist der sog. institutionelle Anlegerschutz. Dieser Schutzzweck steht im engen Zusammenhang mit dem Funktionsschutz, und beide bedingen sich gegenseitig, da der effektive Schutz des Vertrauens des Anlegerpublikums die notwendige Bedingung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist. Umgekehrt kann ein funktionsfähiger Markt zugunsten des Anlegers bestmöglich gewinnbringende Anlagen erzielen.⁶⁹ Nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 musste das beschädigte Vertrauen wieder hergestellt werden.⁷⁰ Die Publizitätspflichten auf dem Kapitalmarkt zielen auf die Optimierung des Vertrauensschutzes.⁷¹

⁶⁴ *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.151.

⁶⁵ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 1.76; *Poelzig*, a.a.O.

⁶⁶ Ein bekannter Fall in der letzten Zeit ist der Konkurs der US-Bank Lehman Brothers. Auch viele deutsche Anleger mussten die Verluste wegen der Investition in die betroffenen Zertifikate tragen: unbekannter Verfasser, Deutsche Anleger verlieren über eine Milliarde Euro, abrufbar unter: https://www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/lehman-pleite-deutsche-anleger-verlieren-ueber-eine-milliarde-euro_aid_441418.html, letzter Besuch am 10.08.2018.

⁶⁷ Es handelt sich vor allem um die Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt, siehe 4.2. Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt.

⁶⁸ Mehr über die Risiken für den Anleger siehe *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, S. 53 f.

⁶⁹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 28; *Buck-Heeb*, a.a.O.

⁷⁰ Neben dem Börsencrash im Jahre 2000 und der Finanzkrise seit 2007 gab es auch in Deutschland eine Reihe von Skandalen auf dem Kapitalmarkt. Das Vertrauen wird dadurch beschädigt. Die Folge ist eine niedrige Quote von Aktionären innerhalb der Bevölkerung. Des Weiteren verzichten viele Anleger auf die hohe Rendite und investieren mehr in Altersversorgung. Die Volkswirtschaft wirkt sich dann negativ aus: kleinen Unternehmen (Start-ups) fehlt das Risikokapital und die internationale Konkurrenzfähigkeit leidet. Siehe *Möllers*, AcP 2008, 1, (3 f.).

⁷¹ *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.171 ff.

3.3.2.2. Individueller Anlegerschutz

Es ist umstritten, ob das Kapitalmarktrecht auch den individuellen Anleger schützen soll. Ab den 60er-Jahren des letzten Jahrhunderts wurde der individuelle Anlegerschutz erstmals durch die Rechtsprechung anerkannt.⁷² Im weiteren Verlaufe wurden Regelungen in das Gesetz eingeführt, die den Anleger einen Schadensersatzanspruch bei der Verletzung bestimmter Pflichten einräumen.⁷³ Sie dienen insofern auch dem individuellen Anlegerschutz.

Fraglich ist, ob die Verhaltensnormen im Kapitalmarktrecht dem individuellen Anlegerschutz dienen. Die Feststellung der Eigenschaft vom Schutzgesetz ist dogmatisch und praktisch von großer Bedeutung, da der Anleger erst dann den Anspruch aus § 823 II BGB geltend machen kann, wenn die einschlägige Norm die Eigenschaft eines Schutzgesetzes erhält. Eine allgemeingültige Aussage findet sich jedoch nicht. Vielmehr muss man jede einzelne rechtliche Norm im Hinblick auf ihre Ausgestaltung und auf ihren Zweck sowie auf ein weiteres Indiz, nämlich Berücksichtigung der ausreichenden Rechtsverfolgung für individuelles Interesse, prüfen und bestimmen, ob sie den Schutz des Interesses des einzelnen Anlegers bezweckt.⁷⁴

3.4. Segmente des Kapitalmarkts

3.4.1. Primär- und Sekundärmarkt

Primärmarkt heißt auch Emissionsmarkt, auf dem die neu emittierten Finanzinstrumente erstmals platziert werden. Das bedeutet, dass die betroffenen Finanzinstrumente erstmals in den Verkehr gebracht werden. Dabei geht es um die Beziehung zwischen den Erstanbietern und –käufern.⁷⁵

Sekundärmärkte sind alle börslichen und außerbörslichen Märkte, auf dem die bereits emittierten Finanzinstrumente hauptsächlich zwischen Anlegern gehandelt werden. Der wichtigste und bekannteste Sekundärmarkt ist die Wertpapierbörse.⁷⁶

Diese Aufteilung hat große Bedeutung für die Informationspflichten, da es sich auf Primär- und Sekundärmarkt um unterschiedliche Informationen handelt. Auf dem Primärmarkt hat man ein stärkeres Bedürfnis nach Informationen über die auszugebenden Finanzinstrumente und deren Emittenten. Umfangreiche Prospektspflichten sind die Folge solcher Informationsbedürfnisse. Auf dem Sekundärmarkt sind Informationen über den aktuellen Zustand der Emittenten, z. B. die Durchführung und Abwicklung der Geschäfte, zentral, die die Grundlage für die Anlageentscheidung bilden. Für dieses Informationsbedürfnis gelten dann Informationspflichten, wie Ad-hoc-Publizitätspflicht, Meldepflicht für Beteiligten und Pflicht zur Regelpublizität.

3.4.2. Organisierte Märkte und andere Handelsplätze

Die Aufteilung in organisierte Märkte und andere Handelsplätze ist eine Unteraufteilung des Sekundärmarkts und richtet sich nach dem Organisationsgrad des Markts. Das Gesetz definiert den organisierten

⁷² Vgl. BGH v. 29.4.1966 – V ZR 147/63, BHGZ 46, 23; *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.176; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 13.

⁷³ Zum Beispiel Prospekthaftung, §§ 21 ff. WpPG; §§ 20 f. VermAnlG; § 306 KAGB und die Haftung wegen fehlerhafter bzw. unterlassener Ad-hoc-Publizität, §§ 97 f. WpHG.

⁷⁴ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 29. Ausführlich *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.176 ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 13 ff.

⁷⁵ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 1.20; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 8.

⁷⁶ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 69; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 9.

Markt. Nach § 2 Abs. 11 WpHG ist ein organisierter Markt ein multilaterales System, das im Inland oder in einem EU- oder EWR-Staat betrieben oder verwaltet wird, das durch staatliche Stellen genehmigt, geregelt und überwacht wird und das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten bzw. unabdingbaren Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, sodass ein Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente zustande kommt.⁷⁷ In Deutschland zählen die durch das BörsG regulierten öffentlich-rechtlichen Wertpapierbörsen zu den organisierten Märkten, die den höchsten Organisationsgrad aufweisen.⁷⁸ Das heißt, dass sie strengen Vorschriften inklusive strengen Publizitäts- und Rechnungslegungspflichten und Verhaltensnormen unterliegen, um die Liquidität zu erhöhen und die Kosten zu senken.⁷⁹

Zu den anderen Handelsplätzen für Finanzinstrumente gehören die multilateralen Handelssysteme und die organisierten Handelssysteme. Bei Ersteren geht es um multilaterale Systeme, in denen die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten auf eine Weise zusammengeführt werden, dass ein Kaufvertrag zustande kommt. Ein multilaterales Handelssystem ist kein organisierter Markt im Sinne des WpHG. Dies bedeutet nicht, dass es gar nicht „organisiert“ wird. Ein multilaterales Handelssystem ist üblicherweise von einer Börse organisiert und kann sich daher mit einem organisierten Markt unter demselben Dach der Börse befinden, wie zum Beispiel der Freiverkehr (Open Market) in Frankfurt am Main.⁸⁰ Der Unterschied eines multilateralen Handelssystems zu einem organisierten Markt liegt lediglich formal darin, dass das multilaterale Handelssystem nicht als organisierter Markt öffentlich-rechtlich genehmigt, geregelt und überwacht, sondern privatrechtlich betrieben wird.⁸¹ Der private Betreiber des multilateralen Handelssystems führt als Vermittler Angebot und Nachfrage im Rahmen des Systems nach festgestellten Bestimmungen ohne eigenen Ermessensspielraum zusammen.⁸²

Durch die Umsetzung der MiFID II wurde das organisierte Handelssystem eingeführt. Ein organisiertes Handelssystem im Sinne von § 2 Abs. 8 S. 1 Nr. 9 WpHG ist ein multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten in einer Weise zusammenführt, die den Vertragsschluss fördert. Anders als der Betreiber des organisierten Markts oder des multilateralen Handelssystems verfügt der Betreiber des organisierten Handelssystems über einen Ermessensspielraum, ob, wann und in welchem Umfang Aufträge innerhalb des Systems zusammengeführt werden.⁸³ Angesichts der Ähnlichkeit mit dem multilateralen Handelssystem wird die Notwendigkeit der Einführung des organisierten Handelssystems bezweifelt.⁸⁴ Um jede Form der organisierten Ausführung und Vereinbarung von Handelsgeschäften zu erfassen, die keinem anderen Handelsplatz zugeordnet werden können, ist die Form grundsätzlich weit zu verstehen.⁸⁵ Dadurch werden sämtliche Systeme erfasst, die keine multilateralen Handelssysteme sind. Hiermit wird eine möglichst umfassende

⁷⁷ Im Sinne vom Europarecht spricht man vom geregelten Markt, Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II.

⁷⁸ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 78.

⁷⁹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.

⁸⁰ Börse Frankfurt, „Grundlagen: Märkte und Segmente, Open Market (Freiverkehr)“, abrufbar unter: <http://www.boerse-frankfurt.de/inhalt/markt-openmarket>, letzter Besuch am 16.08.2018.

⁸¹ *Schwark/Zimmer/Kumpan*, Kapitalmarktrechts-Kommentar: WpHG, § 2 Rn. 119.

⁸² *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 220.

⁸³ ErwGr. 9, MiFIR; *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557, (1563).

⁸⁴ *Funke*, CCZ 2012, 54, (55).

⁸⁵ ErwGr. 8, MiFIR.

Regulierung aller Handelssysteme verwirklicht.⁸⁶ Um gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen, sollen alle Handelssysteme die wesentlichen organisatorischen Anforderungen und die Transparenz sowie die Marktaufsicht gleich halten.⁸⁷ Das spiegelt sich in der Ausweitung des Anwendungsbereichs der MAR wider: die Publizitätspflichten müssen sowohl Emittenten von multilateralen Handelssystemen als auch von organisierten Handelssystemen erfüllen, Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3; Art. 18 Abs. 7; Art. 19 Abs. 4 MAR.⁸⁸

3.4.3. Aufteilung der sekundären Märkte in China

Die sekundären Märkte in China können ebenfalls nach dem Organisationsgrad in unterschiedliche Klassen aufgeteilt werden.⁸⁹ Jedoch benötigen alle eine behördliche Genehmigung.

a) Main-Board-Markt. Der Main-Board-Markt weist auf den von der Wertpapierbörse organisierten Markt hin. Zurzeit gibt es zwei nationale Wertpapierbörsen, nämlich die Shanghaier Börse und die Shenzhener Börse, die den Main-Board-Markt betreiben.⁹⁰

b) Second-Board-Markt. Der Second-Board-Markt wird zurzeit ausschließlich von der Shenzhener Börse betrieben.⁹¹ Die Anforderungen für den Börsengang auf dem Second-Board-Markt sind im Vergleich zum Main-Board-Markt niedriger. Der Second-Board-Markt dient der Finanzierung für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), die über großes Entwicklungspotenzial verfügen, und für Start-up-Unternehmen, die sich mit der Entwicklung und Anwendung von Hightech und Innovation beschäftigen.⁹²

c) Third-Board-Markt. Der Third-Board-Markt dient der Finanzierung für Mittel-, Klein- und Mikrounternehmen. Dabei handelt es sich meist um Innovations- und Start-up-Unternehmen. Ihre Aktienanteile können mit Zulassung auf dem Third-Board-Markt gehandelt werden.⁹³ Der Third-Board-Markt ist ein nationales multilaterales Handelssystem und nur für bestimmte Anleger offen.⁹⁴

⁸⁶ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 107, 141; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 225.

⁸⁷ *Veil/Lerch*, WM 2012, 1557, (1562 f.); *Funke*, CCZ 2012, 54, (55).

⁸⁸ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 469.

⁸⁹ Die Aufteilung ist umstritten. Hier wird eine akademische Aufteilung dargestellt.

⁹⁰ *Ye*, Wertpapierrecht, S. 66. Nach § 102 WR ist die Wertpapierbörse einer selbst verwalteten juristische Person, deren Gründung und Auflösung von dem Staatsrat genehmigt werden muss. Die chinesische Aufsichtsbehörde CSRC hat einmal in einem Jahresbericht dargestellt, dass die Shanghaier Börse eine juristische Person ist, die keinen Gewinn erzielt und von der CSRC unmittelbar verwaltet, und dass die Shenzhener Börse eine selbst verwaltete juristische Person, die von der CSRC überwacht wird: CSRC, Jahresbericht der CSRC im Jahr 2013, S. 77. Vom Wortlaut hat die Shanghaier Börse eine höhere Position im Vergleich mit der Shenzhener Börse. Das Auftreten der Shanghaier Börse hat in eine gewisse Ähnlichkeit mit Behörden. Die beiden Börsen, anders als die Frankfurter Börse, sind nicht von Aktiengesellschaften getrieben. Sie können andere Börsen nicht übernehmen oder von anderen Börsen übernommen oder mit anderen Börsen verschmolzen werden. Vgl. *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 328 ff.

⁹¹ Die Shanghaier Börse plante 2015, einen sog. Strategischen Neu-Markt als Konkurrenten zu eröffnen. Dieser Plan wurde nicht durchgeführt. Siehe *Xu/Su*, Wirtschaften 2016, 42, (42 f.). Am 30.01.2019 führte die Shanghaier Börse ein öffentliches Consulting für den Aufbau eines High-Tech-Innovation-Board-Markt aus, abrufbar unter: http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20190129_4716779.shtml, letzter Besuch am 02.02.2019.

⁹² *Ming*, Handbuch: Einführung in die Investition in Growth Enterprise Board, S. 3.

⁹³ *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 334.

⁹⁴ Die qualifizierten individuellen Anleger sind diejenigen, die über Finanzinstrumente mit einem Wert von mehr als 5 Mio. Yuan (ca. 0,62 Mio. Euro) sowie fachliche Kenntnisse verfügen. Siehe FAQ 1 der CSRC über den Third-Board-Markt, abrufbar unter: http://www.csrc.gov.cn/heilongjiang/xxfw/tzsyd/201603/t20160328_294851.htm, letzter Besuch am 31.08.2018.

d) Fourth-Board-Markt. Der Fourth-Board-Markt dient ebenfalls der Finanzierung für Mittel-, Klein- und Mikrounternehmen. Im Vergleich mit dem Third-Board-Markt sind Fourth-Board-Märkte regionale Märkte in den jeweiligen Provinzen. Das heißt, dass die jeweiligen Märkte nur für die regionalen Unternehmen und Anleger offen sind und von der regionalen Regierung überwacht und verwaltet werden.⁹⁵ Die Anleger werden ebenfalls nach Vermögen und Fachkenntnissen begrenzt.⁹⁶

e) Fifth-Board-Markt. Der Fifth-Board-Markt bezeichnet die Märkte oder Handelsplattformen für den OTC-Handel, die von Wertpapierfirmen betrieben werden.⁹⁷ Der OTC-Handel wird zurzeit hauptsächlich durch von der SAC erlassene Vorschriften geregelt.⁹⁸

3.5. Akteure des Kapitalmarkts

Akteure des Kapitalmarkts, auch Marktteilnehmer genannt, können nach ihrer Rolle und Aufgabe auf dem Kapitalmarkt in verschiedene Kategorien eingeteilt werden. Ob es um eine Vertragspartei eines Geschäfts geht, ist für den Status der Akteure unwesentlich.⁹⁹

3.5.1. Emittenten

Emittenten sind diejenigen, die auf dem Kapitalmarkt das Kapital nachfragen, indem sie Finanzinstrumente ausgeben.¹⁰⁰ Früher war ausschließlich der Aussteller von Wertpapieren der Emittent.¹⁰¹ Heutzutage umfassen Emittenten die Personen, deren Finanzinstrumente gehandelt werden.¹⁰² Während

⁹⁵ Art. 3, 5 Probearbeitsweise für Aufsicht und Verwaltung der regionalen Märkte für Aktienanteile („区域性股权市场监督管理试行办法“). Diese Probearbeitsweise wird von der CSRC erlassen und trat ab 1. Juli 2017 in Kraft. Ein anderes Verständnis über den Fourth-Board-Markt in China siehe *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 337 f.

⁹⁶ Neben institutionellen Anlegern müssen individuelle Anleger Finanzinstrumente im Mindestwert von 0,5 Mio. Yuan (ca. 62.500 Euro) und Fachkenntnisse besitzen, Art. 13 Abs. 2 Nr. 5 Probearbeitsweise für Aufsicht und Verwaltung der regionalen Märkte für Aktienanteile.

⁹⁷ Art. 2 Arbeitsweise für Verwaltung des OTC-Handels bei Wertpapierfirmen (auf Probe) („证券公司柜台市场管理办法 (试行)“). Diese Ordnung wurde von der SAC am 15.08.2014 verkündet, abrufbar unter: http://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201408/t20140819_101873.html, letzter Besuch am 01.09.2018. Die SAC ist ein gemeinnütziger Verein, der eine wichtige Rolle in der Praxis auf dem Kapitalmarkt in China spielt. Die wichtigste Aufgabe der SAC ist die sog. „Selbst-Regulierung“. Im Rahmen der Selbst-Regulierung überwacht die SAC die Einhaltung von Gesetzen, Verordnungen und Ordnungen der Mitglieder. Die SAC kann auch Standards und Ordnungen in Bezug auf Geschäfte von Finanzinstrumenten erlassen. Bei Verstößen gegen Gesetze, Rechtsverordnungen, Bestimmungen und Ordnungen kann die SAC Disziplinarverfahren veranlassen. Ein Überblick über die Aufgaben der SAC ist abrufbar unter: <http://www.sac.net.cn/ljxh/xhjj/>, letzter Besuch am 01.09.2018. Um Wertpapierdienstleistungen anzubieten, muss ein Unternehmen das Mitglied der SAC sein. Darüber hinaus sind Wertpapierbörsen und Betreiber der regionalen Börsen auch Mitglieder der SAC. Die Mitgliederliste der SAC ist abrufbar unter: <http://jg.sac.net.cn/pages/publicity/hydw-list.html>, letzter Besuch am 01.09.2018.

⁹⁸ Kritik und für die Verstärkung der Regulierung: *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 341.

⁹⁹ *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.111.

¹⁰⁰ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 13.

¹⁰¹ *R. Müller* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 15.2.

¹⁰² Das gegenwärtige Gesetz hat den Umfang von Emittenten ausgeweitet, siehe § 2 Abs. 13 – 16 WpHG und § 1 Abs. 3 VermAnlG.

Emittenten vom Kapitalmarkt Kapital erhalten wollen oder bereits erhalten haben, müssen sie zahlreiche Pflichten erfüllen. Darunter finden sich Veröffentlichungs- und Verhaltenspflichten, die der Emittent im Interesse des Anlegers einhalten muss.¹⁰³

3.5.2. Anleger

Anleger unterscheiden sich in institutionelle und Kleinanleger. Institutionelle Anleger sind typischerweise öffentlich-rechtliche Körperschaften, Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungsunternehmen.¹⁰⁴ Im Vergleich zu institutionellen Anlegern verfügen Kleinanleger über weniger Erfahrung und Finanzkraft und können daher sehr schwer die Risiken und Erfolgsaussichten von Anlagen einschätzen. Kleinanleger orientierte Informations- und Transparenzpflichten sind erforderlich, um die stärkere Schutzbedürftigkeit der Kleinanleger zu befriedigen.¹⁰⁵

3.5.3. Finanzintermediäre

Finanzintermediäre erleichtern den Handel zwischen den Emittenten und Anlegern und auch zwischen den Anlegern und erhöhen auf diese Weise die Liquidität auf dem Kapitalmarkt.¹⁰⁶ Beim Handel durch ein Handelssystem zum Beispiel beauftragen die Akteure einen Finanzintermediär, der an dieses System angeschlossen ist.¹⁰⁷ Die wichtigsten Finanzintermediäre sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Sie sind „Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert“.¹⁰⁸ Die Arten von Wertpapierdienstleistungen werden in § 2 Abs. 8 WpHG ausführlich aufgelistet.

3.5.4. Informationsintermediäre

Die Anlageentscheidung des Anlegers basiert auf relevanten Informationen des Marktes. Allerdings gibt es eine immanente Informationsasymmetrie zulasten des Anlegers. Beim Ausgleich der Asymmetrie spielen Informationsintermediäre eine wichtige Rolle. Sie verbreiten die Informationen auf dem Kapitalmarkt und bieten den Zugang zu den Informationen für den Anleger.¹⁰⁹ Diese Aufgabe wird hauptsächlich von den Datenbereitstellungsdiensten übernommen. Auch die Veröffentlichungs- und Meldepflichten im Kapitalmarktrecht werden meistens mithilfe der Datenbereitstellungsdienste erfüllt.¹¹⁰ Zu Informationsintermediären zählen auch Ratingagenturen und Finanzanalysten. Da ihre Tätigkeiten den Kurs stark beeinflussen können, werden sie ebenfalls vom Gesetz reguliert.¹¹¹

¹⁰³ *Oulds* in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.142.

¹⁰⁴ Mittelgroße und große Kapitalgesellschaften können auch nach bestimmten Kriterien als institutionelle Anleger angesehen werden: *Vahldi* in: Boos u. a. (Hrsg.), KWG § 53 Rn. 202 ff.

¹⁰⁵ *Buck-Heeb*, NJW 2015, 2535, (2535).

¹⁰⁶ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 18.

¹⁰⁷ *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 21 Rn. 8a.

¹⁰⁸ § 2 Abs. 10 WpHG.

¹⁰⁹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 19.

¹¹⁰ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 22.

¹¹¹ Ausführlich *Herfurth*, Die Regulierung von Ratingagenturen unter Basel II, S. 66 f.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 13.490.

4. Informationsrelevante Eigenschaften des Kapitalmarkts und Regulierungsbedürfnis

Das Kapitalmarktrecht und die Wirtschaft stehen in enger Beziehung zueinander. Man kann nicht ein reines Rechtssystem ohne Berücksichtigung der Wirtschaft etablieren.¹¹² Ein gut funktionierender Markt ist ein effizienter Markt. Die Kapitalmarkteffizienz ist ein technischer Begriff der Wirtschaftswissenschaft.¹¹³ Zahlreiche Modelle auf dem Kapitalmarkt haben ökonomische Überlegungen als Grundlage. So hat das Kapitalmarktrecht folglich einen interdisziplinären Charakter.¹¹⁴ Während die Rechtswissenschaft analysiert, ob eine Handlung rechtmäßig ist, beschäftigt sich die Wirtschaftswissenschaft vor allem mit Kosten und Nutzen der Handlung.¹¹⁵ Obwohl die Bedeutung einer ökonomischen Herangehensweise für Rechtsfragen methodologische Fragen aufwirft, hat die ökonomische Grundlage im Kapitalmarktrecht eine herausgehobene Stellung, da sich der Gesetzgeber im Kapitalmarktrecht ausdrücklich auf die Funktionsfähigkeit der Märkte beruft¹¹⁶ und den Homo oeconomicus als Anlegerleitbild betrachtet.¹¹⁷ Die Informationspflichten im Kapitalmarktrecht beispielsweise haben ihre wirtschaftstheoretischen Grundlagen, und zwar die Theorie der rationalen Entscheidung und die Markteffizienzhypothese, wonach öffentlich zugängliche Informationen sich sofort nach dem Bekanntwerden im Marktpreis abbilden und zu einer fundamental „richtigen“ Preisbildung führen.¹¹⁸ Im Folgenden werden diese wirtschaftlichen Hypothesen dargestellt.

4.1. Markteffizienzhypothese

Der Engländer *Kendall* untersuchte in den 50er Jahren des letzten Jahrhunderts die Volatilität des durchschnittlichen Preises der Wertpapiere auf dem Markt. Laut dem Ergebnis seiner Untersuchung ist die Volatilität des Preises zufällig, was als Random Walk Theory bezeichnet wird.¹¹⁹ Der Zusammenhang zwischen der Preisvolatilität und den Informationen auf dem Markt wurde erst in den 60er Jahren herausgefunden. *Fama* hat in seiner bekannten Markteffizienzhypothese in der ökonomischen Kapitalmarkttheorie unter Modell-Bedingungen gezeigt, dass sämtliche öffentlich verfügbare Informationen im Marktpreis auf einem vollkommenen Kapitalmarkt zu jeder Zeit korrekt abgebildet sind.¹²⁰

Die Kapitalmarkteffizienz kann dann verwirklicht werden, wenn drei grundlegende Voraussetzungen (Modell-Bedingungen) erfüllt werden: (1) es gibt keine Transaktionskosten auf dem Markt; (2) alle Marktteilnehmer haben den kostenlosen und gleichen Zugang zu sämtlichen Informationen; (3) die An-

¹¹² Möllers, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2264).

¹¹³ Sester, ZGR 2009, 310, (311 f.)

¹¹⁴ Möllers, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2264).

¹¹⁵ Schmidtchen/Weth, Der Effizienz auf der Spur, S. 9, 14.

¹¹⁶ Möllers, AcP 2008, 1, (35).

¹¹⁷ Ausführliches Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, (445 Fn. 46).

¹¹⁸ Möllers/Poppele, ZGR 2013, 437, (445); Möllers, AcP 2008, 1, (7).

¹¹⁹ Kendall/Hill, Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General) 1953, 11, (11); Fama, Financial Analysts Journal 1965, 55, (55 f.).

¹²⁰ Fama, Financial Analysts Journal 1965, 55, (56).

leger haben homogene Erwartung bei der Preisbildung von der Auswirkung der sämtlichen Informationen.¹²¹ Dies ist ein idealtypischer effizienter Kapitalmarkt, dessen Voraussetzungen in der Realität nicht völlig erfüllt werden können.¹²²

4.2. Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt

Auf dem realen Kapitalmarkt finden sich überall Informationsungleichgewichte zwischen Marktteilnehmern, auch Informationsasymmetrie genannt.¹²³ Die Finanzprodukte auf dem Kapitalmarkt sind weder Sachgüter, die vor dem Kauf erkennbar sind, noch Erfahrungsgüter, die bei wiederholtem Kauf durch Erfahrung erlernbar sind. Vielmehr sind sie Vertrauensgüter, deren Erwerb eine Vertrauensinvestition voraussetzt.¹²⁴ Auf dem Kapitalmarkt beherrscht der Emittent als „Hersteller“ die Informationen über seine Produkte bzw. seine Finanzinstrumente. Zugleich mangelt es beim Anleger an bewertungsrelevanten Informationen, die häufig für die Anlageentscheidung notwendig sind. Wenn ein solches Informationsungleichgewicht nicht ausgeglichen wird, droht das Phänomen des sog. „Market for lemons“.¹²⁵

Lemon weist in der Umgangssprache in den USA auf Gegenstände hin, die Fehler haben oder von dem erwarteten Wert oder der Qualität abweichen.¹²⁶ „Market for lemons“ beschreibt folglich einen Markt für solche Gegenstände. *Akerlof* nennt den Markt für gebrauchte Autos als Beispiel, um die Auswirkungen der Informationsasymmetrie zu erklären. Der Verkäufer verfügt über alle Informationen über das zu verkaufende Auto, während der Käufer nur von der von dem Verkäufer gebotenen Information sowie von seiner eigenen Erfahrung das Auto bewerten kann. Den „wahren“ Wert des Autos einzuschätzen, ist in diesem Fall schwer. Deswegen will der Käufer nur den Preis für eine durchschnittliche Qualität des Autos bezahlen. Das hat zur Folge, dass der Verkäufer, der ein Auto mit überdurchschnittlicher Qualität anbietet, sein Auto nicht verkaufen bzw. nicht mit dem entsprechenden Preis verkaufen kann. Dadurch verliert der Verkäufer den Anreiz, sein hochwertiges Auto auf diesem Markt zu verkaufen, da der Verkauf mit einem dem Wert nicht entsprechendem Preis ihm nur Verluste beschert. Langfristig scheiden alle Anbieter hochwertiger Autos aus dem Markt aus und nur noch niedrigwertige Autos werden angeboten. Folglich gewinnt der Käufer den Eindruck, dass es nur schlechte Autos auf dem Markt gibt. Ein Auto mit höherem Wert kann nicht mehr auf dem Markt verkauft werden, da Käufer die Qualität bezweifeln und potenziellen Betrug vermeiden möchten. Es kommt schließlich zu einem Marktversagen.¹²⁷

Wendet man diese Theorie auf dem Kapitalmarkt an, kann Folgendes passieren: Verfügt der Anleger nicht über ausreichende Informationen über die Finanzinstrumente, um deren Wert einzuschätzen, ist er nur bereit, einen durchschnittlichen Preis zu zahlen. In diesem Fall will kein Emittent (mit Blick auf

¹²¹ Näher *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 12 ff.

¹²² *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 31.

¹²³ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 1 Rn. 17.

¹²⁴ *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 542.

¹²⁵ Die Informationsasymmetrie kann auch anderen Gefahren wie „moral hazard“, „shirking“ oder „hold up“ verursachen, hierzu *Schmidt*, Steigerung der Objektivität Interner Revisoren, S. 18 f.

¹²⁶ „If you think that something is a failure, or not as good or as useful as it should be, you can say that it is a lemon“, abrufbar unter: <https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/lemon>, letzter Besuch am 27.08.2018.

¹²⁷ *Akerlof*, *The Quarterly Journal of Economics* 1970, 488, (489 f.). Diese Konsequenz wird von *Simpson* stark kritisiert. Er hat nach *Akerlofs* Lehre unzureichende Konsequenzen auf den Märkten von Autoversicherern und Darlehen abgeleitet, ausführlich *Simpson*, *Markets Don't Fail!*, S. 189 ff.

Risiko und Rendite) hochwertige Finanzinstrumente auf den Markt bringen, da sie nur zu einem durchschnittlichen Preis verkauft werden können. Das heißt, dass der Marktpreis mit dem „wahren“ Wert der jeweiligen Finanzinstrumente nicht übereinstimmt.¹²⁸ Die hochwertigen Finanzinstrumente werden dadurch aus dem Markt gedrängt. Schließlich investiert der Anleger ebenfalls weniger in den Kapitalmarkt und Unternehmen können sich aus dem Kapitalmarkt nicht mehr finanzieren. Die Allokationsfunktion des Markts wird folglich nicht verwirklicht.¹²⁹

4.2.1. Marktmechanismen zum Ausgleich der Informationsasymmetrie und ihre Einschränkungen

Es gibt eine Reihe von Marktmechanismen, die in einem gewissen Maße das Informationsungleichgewicht mindern können. Dazu gehören Signaling (Aussendung glaubwürdiger Qualitätssignale), Screening (Qualitätsüberprüfung), Self-Selection (Bereitstellung von Angebotsalternativen),¹³⁰ sowie Reputationaufbau.¹³¹

4.2.1.1. Signaling

Signaling bezeichnet den gezielten Transfer bestimmter Information (Signale) von der besser informierten Seite an die uninformierte Seite, um Glaubwürdigkeit zu vermitteln.¹³² Dies tritt beispielsweise auf dem Arbeitskraftmarkt auf. Der Arbeitssuchende bietet Informationen über sich selbst, über die der Arbeitgeber nicht verfügt, um seine Arbeitsfähigkeit nachzuweisen.¹³³

Auf dem Kapitalmarkt wird Signaling wesentlich in Form von freiwilliger Publizität gezeigt. Obwohl Informationsasymmetrie auf dem Markt vorliegt, will das gut betriebene Unternehmen nicht auf den wichtigen Finanzierungskanal verzichten. Deswegen gewinnt die freiwillige Publizität bzw. Signaling erkennbar an Bedeutung.¹³⁴ Unternehmen werden sich wegen des Wettbewerbsdrucks der Bedeutung der hochqualitativen Selbstdarstellung bewusst. Sie wird daher nicht als Pflicht oder Belastung, sondern als Gelegenheit verstanden.¹³⁵ In der Wirtschaftspraxis bedeutet dies für das Unternehmen, dass je besser die Geschäfte und die Gewinnerwartung sind, desto mehr Motivation zur Publizität der Informationen besteht, damit die „guten“ Unternehmen sich von „schlechten“ Unternehmen unterscheiden und ihre emittierten Finanzinstrumente zu einem risikoadäquaten Preis veräußern können, weil der Anleger mit den offengelegten Informationen das Unternehmen und seine Finanzinstrumente sachgerecht bewertet.¹³⁶ Wenn einige Unternehmen auf dem Markt als Pioniere mit dem Signaling anfangen, werden die übrigen Unternehmen auch die Informationen offenlegen, weil das Verschweigen in diesem

¹²⁸ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 16.

¹²⁹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 32 f. In einer weiteren Untersuchung wurde herausgefunden, dass der Mangel an Preiseffizienz der Grund für den Ausfall der Allokationsfunktion des Markts ist. Der Kapitalmarkt gilt dann als preiseffizient, wenn die Marktpreise auf einer zutreffenden Einschätzung von Zeitpunkt, Höhe und Risiko der zu erwartenden Zahlungsströme der Finanzinstrumente beruhen. Hierzu *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 17, 85.

¹³⁰ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2017), § 1 Rn. 17.

¹³¹ *Woratschek/Roth*, in: Bruhn, Handbuch Markenführung, 347, (348).

¹³² *Scholtis*, Vertragsgestaltung bei Informationsasymmetrie, S. 81.

¹³³ *Spence*, The Quarterly Journal of Economics 1973, 355, (358 ff.).

¹³⁴ *Pellens*, in: Gerke, Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 1589, (1596 f.).

¹³⁵ *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 423.

¹³⁶ *Penman*, Journal of Accounting Research 1980, 132, (157 f.); *Trueman*, Journal of Accounting and Economics 1986, 53, (70 f.).

Fall von den Marktteilnehmern als Zeichen eines schlechten Betriebszustands gedeutet werden kann. Folglich wird die Informationsasymmetrie reduziert.

Allerdings kann Signaling auch zu einem Überangebot an Informationen führen. Der Emittent kann aus unterschiedlichen Gründen zusätzliche Informationen für die Marktteilnehmer offenlegen. In diesem Fall ist es allerdings möglich, wichtige Informationen, die der Anleger für seine Anlageentscheidung benötigt, durch die Zugabe unwichtiger oder sogar irreführender Informationen „verschüttet gehen“ zu lassen.¹³⁷ Auch die gesetzliche Publizität kann beim Anleger Überinformation erzeugen.¹³⁸ Der durchschnittliche Informationswert wird durch Überinformation beeinträchtigt.¹³⁹ Mit zusätzlich veröffentlichten Informationen sind die Kosten für die Selektion der nützlichen Informationen zu hoch, so dass der Anleger, besonders der Kleinanleger, auf die Suche nach Informationen verzichtet. Ein anderes Problem ist, dass es in bestimmten Bereichen fehlende oder zumindest verringerte Vergleichbarkeit der Daten gibt. Dies kann den Wert der freiwillig offengelegten Informationen im Extremfall völlig entwerten.¹⁴⁰

4.2.1.2. Screening

Der von der Informationsasymmetrie Benachteiligte kann sich selbst Informationen beschaffen und Finanzinstrumente überprüfen, um die Asymmetrie zu reduzieren. Dieser Vorgang heißt Screening.¹⁴¹ Der Anleger hat unterschiedliche Möglichkeiten zur Beschaffung der Informationen. Der Anleger kann diese unmittelbar vom Unternehmen verlangen, oder die benötigten Informationen auf Medien suchen; mittelbar kann der Anleger beispielsweise durch den Kauf bei Informationsintermediären die erforderliche Information besorgen.¹⁴²

Auch das Screening hat seine Grenzen. Screening kann eine neue Informationsasymmetrie zwischen den Anlegern verursachen. Der Kleinanleger kann beeinträchtigt werden, da er ausschließlich nach seiner eigenen Fähigkeit und Intelligenz die personenspezifischen Informationen suchen kann und will.¹⁴³ Die personenspezifischen Informationen sind Informationen, denen Prägungen der Gewohnheiten bei der Informationssuche sowie eigene Beurteilungen über Schlüsselinformationen zugrunde liegen;¹⁴⁴ sie sind daher nicht umfassend und auch von Person zu Person sehr unterschiedlich. Im Gegensatz zum Kleinanleger hat der professionelle Anleger bzw. der institutionelle Anleger Vorteile bei der Informationssuche und –überprüfung, sodass er einen Informationsvorsprung hat. In der Wirtschaftspraxis kann der Informationsvorsprung in einen höheren Gewinn umgewandelt werden; der professionelle Anleger realisiert dann aufgrund des Informationsvorsprungs, tatsächlich höhere Gewinne als der Kleinanleger auf dem Kapitalmarkt.¹⁴⁵

Des Weiteren verursacht die Suche nach Informationen auch Kosten. Je besser die Qualität der gesuchten Informationen ist, desto mehr Kosten muss der Anleger in Kauf nehmen. Letztendlich kann dies

¹³⁷ Merkt, Unternehmenspublizität, S. 424; Weber, Kapitalmarktrecht, S. 278.

¹³⁸ Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1, (6); Merkt, Unternehmenspublizität, S. 424, Fn. 180.

¹³⁹ Merkt, Unternehmenspublizität, S. 424, Fn. 180. Näher Hecker, Informationsüberflutung und deren Vermeidung, S. 41 ff.

¹⁴⁰ Merkt, Unternehmenspublizität, S. 424.

¹⁴¹ Lehmann, Asymmetrische Information und Werbung, S. 67.

¹⁴² Lehmann, Asymmetrische Information und Werbung, S. 67 ff.

¹⁴³ Kroeber-Riel/Weinberg, Konsumentenverhalten, S. 245 ff.

¹⁴⁴ Kuhlmann, Verbraucherpolitik, S. 330.

¹⁴⁵ Lev, The Accounting Review 1988, 1, (6).

dazu führen, dass die Kosten nicht angemessen sind.¹⁴⁶ Der Anleger kann in diesem Fall unter Berücksichtigung der Kosteneffizienz auf die eigene Suche nach Informationen verzichten. Vor diesem Hintergrund ist es ganz typisch, dass der Anleger bevorzugt, den Empfehlungen der Analysten zu folgen, anstatt selbst Informationen zu sammeln und zu bewerten.¹⁴⁷ Dies erhöht die Gefahr des Marktmissbrauchs durch Analysten.¹⁴⁸

4.2.1.3. Self-Selection

Bei Self-Selection handelt sich um die Bereitstellung von Angebotsalternativen seitens der benachteiligten Partei der Informationsasymmetrie. Die andere Partei wird angesichts der verfügbaren Informationen und ihrer bestmöglichen Ausnutzung das vorteilhafteste Angebot zu ihren eigenen Gunsten auswählen. Durch die Auswahl von Angebotsalternativen werden Informationen mittelbar offengelegt.¹⁴⁹ Diese Maßnahme gilt nur für die Minderheit der Fälle auf dem Kapitalmarkt, wie der Bieter bei der Übernahme. Die meisten Anleger, die Finanzinstrumente auf dem Markt erwerben, haben leider keine Möglichkeit, ein alternatives Angebot anzubieten.

4.2.1.4. Reputationsaufbau

Langfristig muss das Unternehmen seine Produkte oder Dienstleistungen mit hochwertiger Qualität anbieten und sich als „ehrlicher Partner“ präsentieren, damit es durch die positive Reputation Erfolg unter den Wettbewerbern haben kann. In einem Markt, der durch starke Konkurrenz geprägt ist, bietet die Reputation oftmals die einzige Möglichkeit, Produkte oder Dienstleistungen zu verkaufen.¹⁵⁰ Die meisten Unternehmen sind nicht kurzfristig. Für sie besteht ein starker Anreiz, Reputation aufzubauen.¹⁵¹ Der Emittent, der sich einer guten Reputation erfreut, kann Reputationseffekte gegenüber dem Anleger realisieren. Das heißt, auch wenn die Informationsasymmetrie tatsächlich nicht aufgehoben wird, entsteht eine positive Bewertung durch den Anleger. Der Anleger investiert in diesem Fall sein Geld in Reputation.¹⁵² Allerdings reduziert die Reputation die Informationsasymmetrie nicht, da der Reputationsaufbau durch hochwertige Produkte oder Dienstleistungen normalerweise keine weitere Information über den Emittenten selbst oder seine Finanzinstrumente bringt. Außerdem ist der Reputationsaufbau sehr abhängig von dem Emittenten selbst. Beim Streben nach bestimmten Profiten kann der Emittent auch seine Reputation missbrauchen.

4.3. Homo oeconomicus

Eine andere wichtige Hypothese in der Wirtschaftswissenschaft ist der sog. „Homo oeconomicus“. Nach dieser Lehre handelt der Mensch als Homo oeconomicus rational und nutzenmaximierend. Auf dem Kapitalmarkt angewandt, soll der Anleger so handeln, dass er möglichst umfangreiche Informationen sammelt und alle verfügbaren Informationen verarbeitet. Auf dieser Grundlage bewertet der Anleger

¹⁴⁶ Hauser, *Kyklos* 1979, 739, (740).

¹⁴⁷ Möllers, *AfP* 2010, 107, (107).

¹⁴⁸ Der Analyst wird daher auch von den Rechtsnormen in Bezug auf Insiderhandel, Marktmanipulation und ordnungsgemäßes Verhalten reguliert, siehe Möllers, *AfP* 2010, 107, (108).

¹⁴⁹ Schmidt, *Steigerung der Objektivität Interner Revisoren*, S. 20.

¹⁵⁰ Lehmann, *Asymmetrische Information und Werbung*, S. 76.

¹⁵¹ Simpson, *Markets Don't Fail!*, S. 194 f.

¹⁵² Lehmann, *Asymmetrische Information und Werbung*, S. 75.

Finanzinstrumente mithilfe der für Risiken und Renditen relevanten Informationen. Nach der Bewertung trifft der Anleger dann seine sachgerechte Anlageentscheidung.¹⁵³ Das Modell des Homo oeconomicus, nämlich das Modell des rationalen Anlegers, liegt dem Kapitalmarktrecht zugrunde. Im Modell werden alle Informationen auf dem Markt rational verarbeitet, sodass der Börsenpreis immer den richtigen Preis widerspiegelt.¹⁵⁴ Zugleich wird die Allokationseffizienz des Kapitals verwirklicht, da das Kapital dorthin gelangt, wo die besten Möglichkeiten zur Gewinnmaximierung bestehen.¹⁵⁵

Das ist jedoch eine Hypothese, die ein ideales Modell darstellt. In der Wirtschaftspraxis wird der Anleger nach früheren Untersuchungen bei der Anlageentscheidung typischerweise von dem Kurs beeinflusst, der als „Noise“ eigentlich nicht zu den bewertungsrelevanten Informationen gehört.¹⁵⁶ Insofern ist es vorstellbar, dass Preisblasen entstehen, etwa durch das „halsstarrige“ Festhalten an einem bereits bestehenden Trend und die unbegründete Überbewertung einschlägiger Finanzinstrumente.¹⁵⁷

Darüber hinaus leidet der Markt derzeit unter der bereits erwähnten Überinformation.¹⁵⁸ Auch wenn der Anleger die Absicht hat, seine Anlageentscheidung nach bewertungsrelevanten Informationen auf der Grundlage von Vernunft zu treffen, ist dies wegen der Überinformation schwer zu verwirklichen. Dies betrifft besonders die Kleinanleger, da ihre Fähigkeit beschränkt ist, Informationen effizient zu sammeln, zu verarbeiten und dann Entscheidungen zu treffen.¹⁵⁹ In diesem Fall verhält sich der Anleger unter Berücksichtigung der Verhaltensökonomie nicht ständig rational und wählt vereinfachte Methoden: anstatt die beste Entscheidung zu treffen, sucht sich der Anleger eine Handlungsalternative, die zufriedenstellend oder ausreichend ist.¹⁶⁰

Darüber hinaus werden Verhaltensanomalien beobachtet, nämlich dass menschliche Entscheidungen nicht vom tatsächlichen Inhalt der Information abhängen, sondern auch von der Art und Weise der Informationsübermittlung, also wie die Information präsentiert wird.¹⁶¹ Eine Anlageentscheidung ohne Berücksichtigung der Informationen und deren Inhalt und der Verarbeitung dieser Informationen kann dazu führen, dass der Anleger die potenziellen Risiken nicht kennt oder sogar ignoriert, auch wenn auf die Risiken deutlich hingewiesen wird.¹⁶² Hierbei soll kein Vorwurf gegen den Anleger erhoben werden, da die kognitive Beschränkung des Anlegers unvermeidlich existiert und der Anleger nicht in jedem Fall diese Beschränkung kennen kann. Trotzdem verliert der Anleger Vertrauen, wenn er schließlich Ver-

¹⁵³ Das wird auch die Theorie der rationalen Entscheidung genannt, siehe *Kunz*, Rational choice, S. 32 ff.; *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, (7); *Nell/Kufeld*, Homo oeconomicus, S. 41 f.

¹⁵⁴ *Möllers*, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2264).

¹⁵⁵ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 35.

¹⁵⁶ *Shiller*, Irrational Exuberance, S. 147 ff.

¹⁵⁷ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 1 Rn. 30; *Möllers*, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2264).

¹⁵⁸ Vor mehr als 20 Jahren wurde die Überinformation auf dem Kapitalmarkt nachgewiesen. Nach der Studie hoffen mehr als die Hälfte der Anleger, dass der Kapitalmarkt weniger Informationen anbieten kann. Hierzu *Bartlett/Chandler*, British Accounting Review 1997, 245, (258).

¹⁵⁹ *Simon*, Administrative behavior, S. 93 f.

¹⁶⁰ *Simon*, The Quarterly Journal of Economics 1955, 99, (99 ff.).

¹⁶¹ Sog. Framing-Effekte, siehe *Tversky/Kahneman*, The Journal of Business 1986, 251, (257 f).

¹⁶² *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 36.

luste zu tragen hat. Langfristig hemmt dies die Entwicklung und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Der Anleger, besonders der Kleinanleger, ist daher angesichts seiner Unerfahrenheit und Unterlegenheit besonders schutzbedürftig.¹⁶³

4.4. Bedürfnis der gesetzlichen Regulierung des Kapitalmarkts

Angesichts der Rolle der Information auf dem Kapitalmarkt konzentriert sich die Rechtspolitik auf eine Optimierung des Umfelds für möglichst informationseffiziente Märkte.¹⁶⁴ Hierfür ist ein konkretes Instrument die Einführung von gesetzlichen Informationspflichten. Auf dem Primärmarkt gelten diese Pflichten vor allem in der Form von Prospektpflichten. Auf dem Sekundärmarkt gelten ebenfalls Informationspflichten, wie die Regelpublizitätspflicht, die Ad-hoc-Publizitätspflicht, die Meldepflichten für erhebliche Beteiligungen und für Eigengeschäfte von Führungskräften. Die Informationspflichten zwingen die Informationsbevorzugten, also vor allem Emittenten, die relevanten Informationen offenzulegen, damit die Informationsasymmetrie reduziert oder abgebaut werden kann. Außerdem können die gesetzlichen Informationspflichten in einem gewissen Ausmaß die Überinformation auf dem Markt vermindern. Zum Beispiel dürfen nicht alle Informationen, sondern ausschließlich diejenigen, die die gesetzlichen Voraussetzungen erfüllen, nach gesetzlicher Art und Weise ad-hoc offengelegt werden. Außerdem ist der Emittent nach der Einführung eines Kurzfinanzberichts verpflichtet, Kurzinformativblätter zu erstellen, in denen die wesentlichen Informationen auf wenigen Seiten zusammengefasst werden.¹⁶⁵ Durch Gesetzeszwang und –sanktionen bei nicht ordnungsgemäßer Offenlegung kann die Offenlegung von irrelevanten oder irreführenden Informationen vermieden werden.¹⁶⁶ Der Wert der Informationen wird dadurch erhöht. Der Anleger wird bei der Gestaltung der Anlageentscheidungen ebenso geleitet, da er weiß, dass die nach dem Gesetz offengelegten Informationen zu den relevantesten zählen. Demnach kann der Anleger sachgerechte Anlageentscheidungen aufgrund richtiger Bewertung treffen. So nähert sich der Marktpreis des Finanzinstruments seinem wahren Wert an.¹⁶⁷

Auch wenn Informationspflichten eingeführt werden, verhält sich der Anleger nicht immer rational. Dies wird als Marktversagen oder Versagen des Informationsmodells angesehen. In diesem Fall soll der Staat in den Markt eingreifen, um die Interessen des Anlegers zu schützen.¹⁶⁸ Zum Beispiel, kann das Bundesfinanzministerium riskante Finanztermingeschäfte durch Rechtsverordnung verbieten, sofern dies zum Schutz des Anlegers notwendig ist;¹⁶⁹ die BaFin kann auch Vermarktung, Vertrieb und Verkauf von Finanzinstrumenten oder strukturierten Einlagen vorübergehend verbieten, wenn ernsthafte Bedenken hinsichtlich des Anlegerschutzes, des ordnungsgemäßen Funktionierens und der Integrität der

¹⁶³ Fuchs, in: Fuchs/Bouchon (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), vor § 31 Rn. 87.

¹⁶⁴ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 37.

¹⁶⁵ Art. 6 PRIIP-VO; § 64 Abs. 2 WpHG.

¹⁶⁶ Früher wurde die Ad-hoc-Publizität nicht selten für Werbeaussagen und beschönigende Mitteilungen missbraucht, siehe Möllers, in: Möllers/Braun (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, § 3 Rn. 13.

¹⁶⁷ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 34.

¹⁶⁸ Akerlof, The Quarterly Journal of Economics 1970, 488, (499). Vor- und Nachteile des staatlichen Eingriffs in den Markt siehe Möllers, AcP 2008, 1, (15 f.). Nach seiner Analyse ist die aufwendige staatliche Überwachung gerechtfertigt.

¹⁶⁹ § 100 WpHG.

Finanzmärkte oder der Stabilität des Finanzsystems bestehen;¹⁷⁰ ebenfalls haben die europäischen Aufsichtsbehörden, und zwar die ESMA und die EBA, solche Befugnisse.¹⁷¹

5. Rechtsnatur und Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts in Deutschland

5.1. Rechtsnatur des Kapitalmarktrechts

In Deutschland existiert kein umfangreiches „Kapitalmarktgesetzbuch“. Vielmehr gibt es unterschiedliche Einzelgesetze, die den jeweiligen Teil des Kapitalmarkts regulieren.¹⁷² Es handelt sich inhaltlich um das Kapitalmarktorganisationsrecht, das Kapitalmarktverhaltens- und das Kapitalmarkttransaktionsrecht.¹⁷³ Der Großteil davon sind öffentlich-rechtliche Normen, die aufsichtsrechtliche Natur haben.¹⁷⁴ Die Regulierung des Kapitalmarkts wird hauptsächlich durch Verbote, Steuern und Informationspflichten verwirklicht.¹⁷⁵ Daneben sind auch strafrechtliche und zivilrechtliche Vorschriften vorhanden. Sie bilden zusammengenommen das Kapitalmarktrecht, welches mithin eine ganze Reihe von Rechtsgebieten umfasst.¹⁷⁶ Deswegen kann man nicht allgemein sagen, ob das Kapitalmarktrecht öffentliches Recht oder Privatrecht ist. Die Natur der Norm bedarf einer Einzelfallprüfung und die jeweilige Sachverhaltsgestaltung ist nach Rechtsprechung für die Prüfung entscheidend.¹⁷⁷ Wegen des Zusammenspiels der unterschiedlichen Rechtsgebiete müssen unterschiedliche methodische Überlegungen für die einzelnen Teilrechtsgebiete berücksichtigt werden. Die Überlegungen dürfen nicht aufeinander angewendet werden. Ansonsten kann es zu einer gespaltenen Auslegung führen.¹⁷⁸

Die Unterscheidung der einzelnen Vorschriften im Kapitalmarktrecht hat Bedeutung für die Praxis. Die öffentlich-rechtlichen Vorschriften gelten beispielsweise als zwingendes Recht und lassen keine davon abweichende Vereinbarung zu. Im Gegensatz dazu beherrscht die Privatautonomie das Privatrecht.¹⁷⁹ Von den aufgezeigten Auswirkungen auf die Praxis aus betrachtet, sind manche Vorschriften, besonders

¹⁷⁰ Art. 42 MiFIR, § 15 WpHG.

¹⁷¹ Aber nur subsidiäre Befugnisse. Das heißt, dass die Ausübung der Befugnisse nur bei Unterlassung oder unzureichende Maßnahmen von nationalen Aufsichtsbehörden möglich ist. Siehe Art. 40, 41 MiFIR.

¹⁷² *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 22.

¹⁷³ *Schwarz*, DStR 2003, 1930, (1930 ff.).

¹⁷⁴ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 41.

¹⁷⁵ *Möllers/Kernchen*, ZGR 2011, 1, (25).

¹⁷⁶ *Hirte/Heinrich* in: *Hirte u. a.* (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, Einl. Rn. 107. Im Schrifttum kann man die Ansicht finden, dass das Kapitalmarktrecht doch das Wirtschaftsrecht ist, denn der Funktionsschutz, den das Kapitalmarktrecht ausübt, ist ein Teil der staatlichen Aufgaben, für Gerechtigkeit und Funktionsfähigkeit einer insgesamt marktwirtschaftlich verfassten Wirtschaftsordnung zu sorgen. Siehe *Bröcker* in: *Erne u. a.* (Hrsg.), *Bank- und Börsenrecht*, § 6 Rn. 2. Heutzutage wird das Wirtschaftsrecht in Deutschland allgemein als eigenständiges Rechtsgebiet erfasst, siehe *Tietje*, in: *Tietje/Götting*, *Internationales Wirtschaftsrecht*, § 1 Rn. 10. Insofern ist das Kapitalmarktrecht ein eigenständiges Unterrechtsgebiet vom Wirtschaftsrecht. Ähnliches Argument in China siehe *Liu*, *Lehrbuch für Wirtschaftsrecht*, S. 281 f.; *Shi*, *Wirtschaftsrecht*, S. 161 f.

¹⁷⁷ *Buck-Heeb*, a.a.O.

¹⁷⁸ *Möllers*, in: *Heldrich/Hopt/Canaris*, *50 Jahre Bundesgerichtshof*, 2247, (2262 f.); *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht* (2016), Rn. 43.

¹⁷⁹ *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht* (2016), Rn. 42; *Poelzig*, *Kapitalmarktrecht*, Rn. 59.

die Verhaltensnormen, sowohl öffentlich- als auch privatrechtlich. In diesem Fall geht es um die Ausstrahlungswirkung des öffentlichen Rechts auf den Privatbereich.¹⁸⁰ Das gilt auch für die Rechtsnormen über Informationspflichten, zum Beispiel die Ad-hoc-Publizitätspflicht.¹⁸¹ Das öffentliche Recht kümmert sich grundsätzlich nicht um das individuelle Interesse. Wenn allerdings öffentlich-rechtliche Informationspflichten verletzt werden, kann dies nicht nur Haftungen aus dem öffentlichen Recht (aufsichtsrechtliche und strafrechtliche Sanktionen), sondern auch aus dem Privatrecht wegen der Ausstrahlungswirkung des öffentlichen Rechts zur Folge haben.¹⁸²

5.2. Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts in Deutschland

Das Kapitalmarktrecht ist ein Mehrebenensystem. Seine Rechtsakte haben drei Rechtsquellen, und zwar nationales Recht, EU-Recht und internationales Recht. Auf jeder Rechtsebene gibt es wiederum verschiedene Vorschriften. Um eine Rechtsfrage in Bezug auf den Kapitalmarkt zu beantworten, muss man manchmal unterschiedliche Rechtsakte auf verschiedenen Ebenen anwenden. Die Rechtsanwendung ist wegen dieser Vielfalt und Vielschichtigkeit nicht einfach.¹⁸³

5.2.1. Rechtsquelle auf nationaler Ebene

Obwohl die Bedeutung des europäischen Kapitalmarktrechts dauerhaft zunimmt und zahlreiche EU-Verordnungen unmittelbar in den Mitgliedstaaten gelten, wird der deutsche Kapitalmarkt zurzeit hauptsächlich vom deutschen Recht geregelt. Allerdings hat das deutsche Kapitalmarktrecht in weiten Teilen eine europäische Prägung.¹⁸⁴

Die Rechtsquelle auf der nationalen Ebene besteht aus unterschiedlichen Rechtsakten. Das wichtigste Gesetz im Kapitalmarktrecht ist das WpHG, das auch als das Grundgesetz des Kapitalmarkts bezeichnet wird.¹⁸⁵ Das WpHG regelt hauptsächlich die Transaktionen auf dem Sekundärmarkt. Es enthält die Verhaltensnormen der Wertpapierdienstleister, ergänzende Vorschriften zur Marktmissbrauchsverordnung, Informationspflichten sowie die Aufsichtsregeln und die Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen Gesetze und EU-Verordnungen.¹⁸⁶ Das WpHG dient vor allem dem Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und der Stärkung des Vertrauens des Anlegers in die Märkte.¹⁸⁷ Die Ad-hoc-Publizität war früher in § 15 WpHG a.F. geregelt. Seitdem die Marktmissbrauchsverordnung aus dem Jahre 2014 am 03.07.2016 (MAR) in Kraft getreten ist, wird die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nunmehr von der MAR in Art. 17 geregelt. Die Vorschriften über die Rechtsfolgen der Verletzung der Pflicht befinden sich sowohl in der MAR als auch im WpHG.¹⁸⁸

¹⁸⁰ Schwark, in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG Vor §§ 31 ff. Rn. 14 f.; Fuchs in: Fuchs/Bouchon (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Vor § 31 Rn. 77. Dagegen Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, (635).

¹⁸¹ Möllers, in: Derleder/Knops/Bamberger, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 6.

¹⁸² Beispiele siehe Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 60; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 44.

¹⁸³ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 39.

¹⁸⁴ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 51.

¹⁸⁵ Schwark in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG Einl. Rn. 28; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 23.

¹⁸⁶ § 1 WpHG.

¹⁸⁷ Buck-Heeb, a.a.O.

¹⁸⁸ Art. 30 MAR; §§ 97, 98, 119, 120 WpHG.

Andere wichtige Rechtsakte im Kapitalmarktrecht sind das WpÜG, das WpPG, das VermAnlG, das KAGB und das BörsG. Manche Rechtsakte aus einem anderen Rechtsgebiet enthalten auch Vorschriften in Bezug auf den Kapitalmarkt, z. B. das StGB¹⁸⁹ und das AktG¹⁹⁰. Zur Verbesserung und Erleichterung der kollektiven Rechtsdurchsetzung wurde ein spezielles Verfahrensgesetz, das KapMuG, im Jahr 2005 eingeführt.¹⁹¹

Neben den oben genannten Gesetzen gibt es eine ganze Reihe von Rechtsverordnungen in Deutschland. Sie konkretisieren die Gesetze und können schnell auf die neuesten Konstellationen auf dem Kapitalmarkt reagieren.¹⁹² Sie stehen im Rang aber unter dem Gesetz.¹⁹³ Dazu zählen z. B. die Börsenzulassungsordnung zur Ergänzung des BörsG, die Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung zur Ergänzung des WpHG.

Ergänzend gibt es noch das Satzungsrecht, das von Anstalten des öffentlichen Rechts erlassen wird. Es ist ein wichtiges Mittel für die Selbstverwaltung. Die Börse kann beispielsweise die Börsenordnung, Gebührensatzung, Prüfungsordnung und Handelsbedingungen aufstellen. Sie sind keine Rechtsverordnung, sondern Satzungen der Börse, die eine wichtige Rolle in der Börsenpraxis spielen.¹⁹⁴

Nennenswert sind schließlich die unterschiedlichen Dokumente, die von der Aufsichtsbehörde veröffentlicht werden. Die BaFin publiziert Rundschreiben, Merkblätter und Berichte. Sie sind Regelungen ohne rechtliche Verbindlichkeit, zeigen allerdings die Aufsichtspraxis der Behörde sowie ihr Verständnis bestimmter gesetzlicher Vorschriften. Ein wichtiges norminterpretierendes Dokument ist der Emittentenleitfaden der BaFin,¹⁹⁵ der praxisrelevante Erläuterungen zum Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation sowie zur Führung von Insiderverzeichnissen enthält. Der Leitfaden bindet das Gericht nicht, aber ist der Ausdruck der Verwaltungspraxis der BaFin.¹⁹⁶ Die Dokumente von der BaFin haben daher erhebliche Bedeutung für die Marktteilnehmer. Sie bilden den Leitfaden, nach dem sich

¹⁸⁹ Zum Beispiel Kapitalanlagebetrug, § 264a StGB.

¹⁹⁰ Das börsennotierte Unternehmen muss mehr Pflichten erfüllen. Zum Beispiel muss das börsennotierte Unternehmen die Information über die Haftungsklage nach ihrer rechtskräftigen Zulassung in den Gesellschaftsblättern bekannt machen, § 149 Abs. 1 AktG.

¹⁹¹ *Möllers/Weichert*, NJW 2005, 2737, (2737 f.).

¹⁹² Auf dem Kapitalmarkt entsteht ständig die sog. Finanzinnovation, die als neue Methode für die Finanzierung entwickelt wird, siehe *Bernstorff*, Finanzinnovationen, S. 5. Solche Finanzinnovationen gehen dem Gesetz vor und können neue Risiken auf dem Kapitalmarkt und das Systemrisiko verursachen, siehe *Schüller*, in: Hausmann (Hrsg.), Theatermarketing, S. 298. Daher ist die schnelle Reaktion seitens der Aufsicht sehr wichtig. Das US-amerikanische Recht ist nicht bekannt für seine Systematisierung oder Kodifikation, sondern für seine schnelle Reaktion auf die neue Entwicklung auf dem Markt, siehe *Möllers*, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2247).

¹⁹³ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 55.

¹⁹⁴ *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, S. 300. Die Rechtsnatur der Handlungsbedingungen (sog. Börsenusancen) der Börse ist umstritten, näher *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, S. 310.

¹⁹⁵ Die letzte Fassung ist der Emittentenleitfaden 2013. Er wird wegen der neusten Gesetzänderungen und europäischen Vorgaben überarbeitet. Die BaFin führt zur Überarbeitung des Leitfadens öffentliche Konsultationen, die neuste Konsultation bis Aug. 2018, siehe *BaFin*: Emittentenleitfaden: BaFin konsultiert weitere überarbeitete Teile, abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2018/meldung_180712_kon_Emittentenleitfaden.html, letzter Besuch am 05.09.2018. Vorübergehend wird der zurzeit nicht mehr unmittelbar anwendbare Emittentenleitfaden 2013 von den FAQs der BaFin ersetzt, siehe *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1202).

¹⁹⁶ *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, (729 f.).

die Marktteilnehmer ordnungsmäßig verhalten können. Das Verschulden eines Marktteilnehmers, der solchen Dokumenten aus Vertrauen auf die Auskunft der Aufsichtsbehörde folgt, kann ausgeschlossen werden.¹⁹⁷ Die Nichteinhaltung kann die Rechtsfolge einer Ordnungswidrigkeit verursachen.¹⁹⁸

5.2.2. Rechtsquelle auf europäischer Ebene

Das europäische Kapitalmarktrecht ist die andere wichtige Rechtsquelle des Kapitalmarktrechts in Deutschland. Man nennt das europäische Recht daher den Motor des deutschen Kapitalmarktrechts.¹⁹⁹ Die Europäisierung des deutschen Kapitalmarktrechts ist angesichts der Dynamik und Internationalität des Kapitalmarkts auch sachgerecht. In letzter Zeit treten immer mehr EU-Verordnungen in Kraft, die unmittelbar in Deutschland anwendbar sind; EU-Richtlinien werden auch immer konkreter, sodass der nationale Gesetzgeber immer weniger Spielraum bei der Umsetzung hat. Bei einem Normenkonflikt hat das europäische Recht den Anwendungsvorrang.²⁰⁰ Das europäische Kapitalmarktrecht ist ein unerlässlicher Teil des deutschen Kapitalmarktrechts.

5.2.2.1. Lamfalussy-Verfahren

Die EU strebt den Aufbau eines Binnenmarktes an, in dem der Kapitalverkehr sowie die einschlägigen Dienstleistungen nicht beschränkt werden.²⁰¹ Das finale Ziel ist die Schaffung einer Kapitalmarktunion.²⁰² Das Recht gewährleistet diese Kapitalmarktunion. Um die Rechtsetzung auf europäischer Ebene zu beschleunigen und effizient und transparent zu machen, ist die europäische Rechtsetzung nach dem Lamfalussy-Bericht von 2001²⁰³, bzw. seit 2002 nach dem sog. Lamfalussy-Verfahren auszuführen.²⁰⁴ Das Verfahren besteht aus vier Stufen.²⁰⁵

Stufe 1: relativ abstrakt formulierte Rahmenrechtsakte in der Form von Richtlinien und Verordnungen zu erlassen.

Stufe 2: die Richtlinien und Verordnungen der Stufe 1 durch Erlass delegierter Rechtsakte zu konkretisieren; technische Regulierungsstandards und technische Durchführungsstandards aufzustellen.

Stufe 3: unverbindliche Empfehlungen und Leitlinien durch die ESMA zu erlassen.²⁰⁶

Stufe 4: die Rechtsumsetzung der Mitgliedstaaten durch die Kommission und die ESMA zu kontrollieren.

¹⁹⁷ *Bülow/Petersen*, NZG 2009, 481, (483).

¹⁹⁸ *Emse*, Verbriefungstransaktionen deutscher Kreditinstitute, S. 138.

¹⁹⁹ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 30.

²⁰⁰ *Schnorbus*, AcP 2001, 860, (862), in Fn. 4 mwn.

²⁰¹ Art. 3 EUV; Art. 63 AEUV.

²⁰² *Weber*, NJW 2018, 995, (995); auch die offizielle Darstellung von der EU, abrufbar unter: https://europa.eu/european-union/topics/single-market_de, letzter Besuch am 10.09.2018.

²⁰³ Der Lamfalussy-Bericht ist abrufbar unter: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf, letzter Besuch am 10.09.2018.

²⁰⁴ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 41.

²⁰⁵ Ausführliches *Schmolke*, NZG 2005, 912, (913 f.); *Veil*, ZGR 2014, 544, (551 ff.).

²⁰⁶ Sie sind die sog. „Soft Laws“. Es dient einer kohärenten, effizienten und wirksamen Aufsichtspraxis und einer einheitlichen Anwendung der verbindlichen Rechtsakte in allen Mitgliedstaaten. Es gilt hier das Prinzip „comply-or-explain“, nach dem die Mitgliedstaaten die Einhaltung der „Soft Laws“ bestätigen und bei Nichteinhaltung die Gründe erklären müssen. Insofern haben die „Soft Laws“ eine faktische Bindungswirkung. Siehe *Veil*, ZGR 2014, 544, (589 ff.); *Walla*, BKR 2012, 265, (267).

5.2.2.2. Richtlinien und Verordnungen

Eine wesentliche Form des europäischen Kapitalmarktrechts ist die Richtlinie. Grundsätzlich gelten EU-Richtlinien nicht unmittelbar in Mitgliedstaaten.²⁰⁷ Sie werden zuerst in nationales Recht umgesetzt und sie werden bei der Auslegung des nationalen Rechts richtlinienkonform berücksichtigt.²⁰⁸ Im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens wurden vier EU-Richtlinien erlassen. Sie sind die europäische Finanzmarkttrichtlinie (MiFID, reformiert mit der Neufassung MiFID II, jetzt ersetzt durch Finanzmarktverordnung (MiFIR)), die Transparenzrichtlinie (TD), die Prospektrichtlinie (PD, ersetzt durch ProspektVO) sowie die Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Market Abuse Directive, MAD). Letztere enthielt die Vorschriften über das Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation und die Ad-hoc-Publizität, die im Jahr 2016 durch die MAR ersetzt wurden. Zu den Rechtsfolgen wird dies durch die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation (CRIM-MAD) ergänzt. Neben den vier Rahmenrechtsakten gibt es noch die Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-RL), die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-RL) und die Übernahmerichtlinie etc.²⁰⁹

Die andere wichtige Form des europäischen Kapitalmarktrechts ist die Verordnung. Die EU-Verordnungen gelten unmittelbar in den Mitgliedstaaten.²¹⁰ Der Vorteil der direkten Anwendbarkeit ist eine möglichst weitgehende Rechtsangleichung zu erreichen sowie die Wettbewerbsgleichheit in den Mitgliedstaaten zu fördern.²¹¹ Neben der MAR gibt es zum Beispiel die Ratingverordnung, die Leerverkaufsverordnung, die Verordnung über OTC-Derivate (EMIR) und die Verordnung zur Regulierung von Benchmarks.²¹²

Die Tendenz der Rechtsetzung auf europäischer Ebene geht klar in die Richtung, dass die EU-Richtlinien allmählich durch die direkt in den Mitgliedstaaten anwendbaren Verordnungen ersetzt werden.²¹³

5.2.2.3. Harmonisierungsgrad

Die Rechtsetzung auf der europäischen Ebene unterscheidet sich mit Blick auf den Harmonisierungsgrad. Unabhängig von der Form der Rechtsakte können EU-Richtlinien und Verordnungen auf Mindest- oder Vollharmonisierung abzielen.²¹⁴ Bei der Mindestharmonisierung handelt es sich um Mindeststandards, die die Mitgliedstaaten im nationalen Recht nicht unter-, aber überschreiten dürfen.²¹⁵ Im Falle einer Vollharmonisierung der Rechtsakte dürfen die Mitgliedstaaten bei deren Umsetzung oder Anwendung keine abweichende oder strengere Regelung aufstellen.²¹⁶ Der Harmonisierungsgrad eines europäischen Rechtsakts ist entweder ausdrücklich vorgeschrieben oder durch Auslegung festzustellen, wobei die Erwägungsgründe des Rechtsakts besonders berücksichtigt werden müssen. Im Allgemeinen

²⁰⁷ Ausnahmsweise ist eine EU-Richtlinie in einem Mitgliedstaat unmittelbar anwendbar. Die Voraussetzungen siehe *Ruffert* in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, Art. 288 Rn. 51.

²⁰⁸ Art. 288 Abs. 3 AEUV. Ausführlich *Schnorbus*, AcP 2001, 860, (862 ff.).

²⁰⁹ Ausführliches in der Datenbank für Kapitalmarktrecht, abrufbar unter: <http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/>, letzter Besuch am 10.09.2018.

²¹⁰ Art. 288 Abs. 2 AEUV.

²¹¹ KOM (2011) 652, S. 6.

²¹² Siehe Fn. 209.

²¹³ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 34.

²¹⁴ *Veil*, ZGR 2014, 544, (569).

²¹⁵ *Korte* in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, AEUV Art. 114, Rn. 31; *Tietje* in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union: EUV/AEUV, AEUV Art. 114 Rn. 41.

²¹⁶ *Tietje* in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der Europäischen Union: EUV/AEUV, AEUV Art. 114, Rn. 39.

wird angenommen, dass Verordnungen auf Vollharmonisierung zielen, da der europäische Gesetzgeber durch Verordnungen eine einheitliche Rechtslage innerhalb der EU schaffen und Regulierungsarbitrage des jeweiligen Mitgliedstaats vermeiden will.²¹⁷ Die Verwirklichung des Ziels der Schaffung einer europäischen Kapitalmarktunion steht unmittelbar. Daher verfolgt der europäische Gesetzgeber zunehmend einen vollharmonisierenden Ansatz.²¹⁸ EU-Richtlinien, die früher als Rechtsakte für Mindestharmonisierung angesehen wurden, sind jetzt zunehmend auf Vollharmonisierung angelegt. Bei der Umsetzung der Transparenzrichtlinie 2013 verfügt der nationale Gesetzgeber beispielsweise kaum über Spielräume; sie ist im Wesentlichen „Eins-zu-Eins“ umzusetzen.²¹⁹ Diese Tendenz ist das Ergebnis des Ziels: Verwirklichung von Kapitalmarktunion und einheitlichem Regelwerk.

5.2.2.4. Ausblick über das europäische Kapitalmarktrecht

Das Lamfalussy-Verfahren zielt auf eine Vollharmonisierung.²²⁰ Mit der Eröffnung des Verfahrens ist die EU auf dem Weg in Richtung Kapitalmarktunion und „Single Rulebook“. Durch das Lamfalussy-Verfahren wird die Regelungsintensität stark erhöht.²²¹ Dies zeigt die jüngste Überarbeitung der kapitalmarktrechtlichen Richtlinien. Auf der einen Seite werden immer mehr EU-Richtlinien durch Verordnungen ersetzt, somit einheitliche Regelungen in den Mitgliedstaaten angewendet werden. Auf der anderen Seite verfügt der nationale Gesetzgeber über immer weniger Spielraum bei der Umsetzung. Darüber hinaus greifen die europäischen Rechtsakte zunehmend in solche Bereiche ein, die traditionell den Mitgliedstaaten überlassen waren, wie die Rechtsdurchsetzung.²²² Dies führt dazu, dass die Eingriffs- und Koordinationsbefugnisse der europäischen Aufsichtsbehörde ausgebaut und die Kernelemente des Aufsichts-, Überwachungs- und Sanktionssystems auf der nationalen Ebene mit den Mindeststandards harmonisiert werden.²²³ Man kann sich vorstellen, dass die Kapitalmarktunion und das einheitliche Europakapitalmarktrecht in der nahen Zukunft verwirklicht werden. Ab diesem Zeitpunkt werden sämtliche Rechtssachen auf dem Kapitalmarkt unter der Anwendung des europäischen Kapitalmarktrechts ausgeführt.²²⁴

5.2.3. Internationales Kapitalmarktrecht

Der Kapitalfluss wird weder von nationalen Grenzen noch von den europäischen Außengrenzen eingeschränkt. Die internationale Aufsichtskooperation und Normenharmonisierung sind daher von großer Bedeutung. Die gegenwärtigen internationalen Normen gelten nicht direkt in den jeweiligen Staaten. Allerdings üben sie einen Einfluss auf die nationalen und europäischen Rechtsetzungen aus. In diesem Zusammenhang bedeutsam ist die IOSCO, eine internationale Vereinigung von Wertpapierregulierungsbehörden, die 1983 in Madrid gegründet wurde. Ziel und Aufgabe der IOSCO ist es, internationale Standards zu entwickeln, mit denen der Anlegerschutz und die Erhaltung fairer, wirksamer und transparenter Märkte weltweit sichergestellt werden. Mehr als 95 % der Märkte auf der Welt werden von ihren Mitgliedern reguliert.²²⁵

²¹⁷ Veil, ZGR 2014, 544, (569).

²¹⁸ Zum Beispiel Erwägungsgrund 5 MAR, Erwägungsgrund 12 Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.

²¹⁹ Weichert/Wenninger, WM 2007, 627, (628).

²²⁰ Möllers, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2261).

²²¹ Möllers, AcP 2008, 1, (14). Kritik an Lamfalussy-Verfahren siehe Schmolke, NZG 2005, 912, (916 f.).

²²² Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 50.

²²³ Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593, (603).

²²⁴ Veil, ZGR 2014, 544, (601 f.).

²²⁵ Ausführlich siehe https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco, letzter Besuch am 11.09.2018. Die deutsche Aufsichtsbehörde sowie die chinesische Aufsichtsbehörde sind Mitglieder der IOSCO.

Die IOSCO hat im Jahr 2000 ihren Mitgliedern die International Accounting Standards (IAS) und International Financial Reporting Standards (IFRS) als Voraussetzung für den Börsengang vorgeschlagen. Sie wurden im Europarecht als Verordnung eingeführt.²²⁶

Zu der Transparenz der Kapitalmärkte hat die IOSCO auch eine ganze Reihe von Standards und Berichten ausgearbeitet. Die Wichtigsten und Bekanntesten sind die Disclosure Standards (Offenlegungsstandards) 1998. Diese wirken sich auch auf die europäische und nationale Rechtsetzung aus.²²⁷

6. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität

6.1. Überblick über die Entwicklung

Das Kapitalmarktrecht entwickelt sich in Europa in den letzten Jahren sehr schnell. Als Baustein eines integren Finanzmarkts²²⁸ sind die Normen in Bezug auf die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität inzwischen ebenfalls geändert worden. Im Folgenden wird die historische Entwicklung der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Gesetz zusammengefasst.

6.1.1. Vor der Einführung der Ad-hoc-Publizität in das Gesetz

Die Idee der Ad-hoc-Publizität fand sich zuerst in einem Bericht im Jahr 1966. Als Durchführung der in dem EWG-Vertrag festgestellten Freiheit des Kapitalverkehrs und der Dienstleistung fing die EWG-Kommission an, die rechtlichen Voraussetzungen für einen europäischen Kapitalmarkt zu schaffen.²²⁹ Die Sachverständigengruppe unter der Leitung von *Claudio Segré* veröffentlichte im Jahr 1966 nach einer Untersuchung im Auftrag der EWG-Kommission, den sog. „Segré-Bericht“. In diesem Bericht werden die Kapitalmärkte in den Mitgliedstaaten untersucht und es wird die Notwendigkeit eines einheitlichen Kapitalmarkts in Europa angesichts der schwachen Märkte in den Mitgliedstaaten erörtert.²³⁰ Zur Verbesserung der Publizität auf den Märkten haben die Sachverständigen in diesem Bericht vorgeschlagen, die „ständige“ Publizität durch die Erstellung von Zwischenberichten zusätzlich zum Jahresabschlussbericht zu verbessern. Unter „ständiger“ Publizität versteht man in diesem Bericht auch die Publizität der Informationen über neue Umstände, die die Verhältnisse oder die Rentabilität des Unternehmens entscheidend beeinflussen können. Diese Information sollte dem Publikum so schnell wie möglich kenntlich gemacht werden.²³¹

Erst nach mehr als 10 Jahren zeigte sich eine Reaktion auf den Bericht. Die EWG-Kommission erließ 1977 unverbindliche Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen.²³² Ein Grundsatz der Wohl-

²²⁶ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 39.

²²⁷ *Gerner-Beuerle*, Die Haftung von Emissionskonsortien, S. 237.

²²⁸ *Büche* bewertet die Stellung der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität in seiner Arbeit hoch und bezeichnet dies im Titel als Baustein des integren Finanzmarkts, siehe *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts.

²²⁹ *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, § 17 Rn. 19.

²³⁰ *Lutter/Bayer/Schmidt*, a.a.O.

²³¹ *Kallmaier*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 29 f.

²³² 77/534/EWG: Empfehlung der Kommission vom 25. Juli 1977 betreffend europäischer Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, Amtsblatt Nr. L 212 vom 20/08/1977 S. 0037 – 0043.

verhaltensregeln ist die Schaffung von zuverlässiger, zutreffender, klarer, ausreichender und rechtzeitiger Information für das Publikum.²³³ Daneben soll die Gleichbehandlung aller Inhaber von Wertpapieren gewährleistet werden.²³⁴ Dies fordert vom Emittenten, neben der regelmäßigen Offenlegung der Informationen über ihre Tätigkeit und finanziellen Lage auch die Informationen über jeden wichtigen Sachverhalt oder Beschluss unverzüglich bekannt zu geben, wenn die Informationen einen erheblichen Einfluss auf den Wertpapierkurs haben können.²³⁵ Die Wohlverhaltensregeln wurden nur als Empfehlung ohne Verbindlichkeit an die Mitgliedstaaten ohne Änderung oder Konkretisierung weitergereicht. Folglich wurden sie kaum beachtet.²³⁶

In Deutschland wurden vor der Veröffentlichung der Wohlverhaltensregeln Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium im Jahr 1970 veröffentlicht.²³⁷ Bei den Empfehlungen handelt es sich im Wesentlichen um eine freiwillige Insiderregelung²³⁸, die jedoch die Ad-hoc-Publizität nicht einschloss. Nach der ersten Veröffentlichung wurden sie in den darauffolgenden Jahren einige Male überarbeitet. Allerdings wurde das Gebot, kursrelevante Informationen ad-hoc zu veröffentlichen, bis zur letzten Überarbeitung dieser freiwilligen Insiderhandelsrichtlinien im Jahr 1988 nicht eingeführt.²³⁹

Zwischenzeitlich, im Jahre 1976, wurde ein Entwurf einer nationalen Regelung vom Arbeitskreis Gesellschaftsrecht vorgelegt. Laut § 21 des Entwurfs soll das börsennotierte Unternehmen enumerativ aufgezählte Ereignisse unverzüglich bekannt geben, sobald ihr Vorstand oder Aufsichtsrat die einschlägigen Beschlüsse gefasst hat.²⁴⁰ Zu solchen Ereignissen zählen beispielsweise Abschluss von Unternehmensverträgen, Strukturmaßnahmen, Kapitalmaßnahmen, Auflösung der Gesellschaft.²⁴¹ Das ist der erste Vorschlag zur Ad-hoc-Publizität in Deutschland, aber dem Entwurf kam letztlich keine praktische Bedeutung zu.²⁴²

6.1.2. Börsenzulassungsrichtlinie und ihre Umsetzung

Mehr als 10 Jahre nach der Veröffentlichung des Segré-Berichts wurde die erste verbindliche europäische Richtlinie mit der Regelung der Ad-hoc-Publizität erlassen. Dies war die Börsenzulassungsrichtlinie von 1979.²⁴³ Art. 4 Abs. 2 dieser Richtlinien schreibt vor, dass der Emittent von zur amtlichen Notierung zugelassenen Wertpapieren verpflichtet ist, die in Schema C oder D im Anhang der Richtlinie aufgeführten Pflichten einzuhalten. Schema C Nr. 5 fordert zusätzliche Informationen: „Die Gesellschaft muss das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in ihrem Tätigkeitsbe-

²³³ Allgemeiner Grundsatz 2, Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen.

²³⁴ Allgemeiner Grundsatz 3, Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen.

²³⁵ Ergänzender Grundsatz 12, Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen.

²³⁶ Assmann, AG 1994, 196, (198); Büche, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts, S. 41.

²³⁷ Abgedruckt in ZfgKW, Beilage zu Nr. 24 vom 15.12.1970, Jg. 23 (1970), siehe Schörner, Gesetzliches Insiderhandelsverbot, S. 27 Fn. 19.

²³⁸ Schörner, Gesetzliches Insiderhandelsverbot, S. 27.

²³⁹ Kallmaier, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 31.

²⁴⁰ Kallmaier, a.a.O.

²⁴¹ Kallmaier, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 31 Fn. 21.

²⁴² Hopt, BFuP 1994, 85, (86).

²⁴³ Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl. EWG Nr. L (Rechtsvorschriften), Ausgabe 66, Jahr 1979, S. 21 – 32.

reich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkung auf ihre Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung der Kurse ihrer Aktien führen können.“ Und Schema D Nr. 4 verlangt zusätzliche Informationen von Emittenten von Schuldverschreibungen: „Das Unternehmen muss das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, die aber erheblich seine Fähigkeit beeinträchtigen können, seinen Verpflichtungen nachzukommen.“²⁴⁴ Die Ad-hoc-Publizitätspflicht wurde hier zum ersten Mal in einem europäischen Rechtsakt festgeschrieben.²⁴⁵ Allerdings macht das Wort „zusätzlich“ und die Stellung nach der Pflicht zur regelmäßigen Publizität deutlich, dass die Ad-hoc-Publizität nur als Ergänzungspublizität zu der regelmäßigen Publizität (Jahresabschluss, Zwischenbericht) eingeführt wurde.²⁴⁶

Die Börsenzulassungsrichtlinie wurde 1986 in deutsches Recht umgesetzt. Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität wurde von § 44a BörsG a.F. übernommen.²⁴⁷ Inhaltlich ist § 44a BörsG a.F. nahezu gleich wie die Regelung in der Richtlinie.²⁴⁸ § 44a BörsG a.F. dient auch wie die Richtlinie der Ergänzung der regelmäßigen Publizität.²⁴⁹ Man nennt die Norm „Papierrecht“, „Law in the books“ oder „Totes Recht“,²⁵⁰ da während der gesamten Geltungsdauer nur von sechs Ad-hoc-Mitteilungen berichtet wurde.²⁵¹ Es gibt mehrere Gründe für diese niedrige Zahl der Ad-hoc-Mitteilungen. Einer davon ist die geringe Strafan drohung für Zuwiderhandlungen: § 90 Abs. 1 Nr. 2 BörsG a.F. schreibt nur ein Bußgeld bis zu 100.000 DM vor.²⁵² Dieses Bußgeld hat keine generalpräventive Wirkung.²⁵³ Ein zusätzlicher Grund ist der Mangel an ausreichender Aufsicht. Damals gab es noch keine zentrale Überwachungsinstanz.²⁵⁴ Schließlich waren deutsche Gesellschaften zurückhaltend und hatten die unbegründete Sorge vor falschen Reaktionen der Öffentlichkeit auf die Publikationen.²⁵⁵ Der Gesetzgeber erkannte schließlich auch die verhältnismäßig geringe Bedeutung dieser Norm.²⁵⁶

²⁴⁴ Abrufbar unter: http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Ka/Europaeisches_Recht/92/Richtlinie_79_279_EWG.htm, letzter Besuch am 18.09.2018.

²⁴⁵ *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, § 17 Rn. 176.

²⁴⁶ So etwa *Brellochs*, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, S. 71.

²⁴⁷ Gesetz zur Einführung eines neuen Marktabschnitts an den Wertpapierbörsen und zur Durchführung der Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 5. März 1979, vom 17. März 1980 und vom 15. Februar 1982 zur Koordinierung börsenrechtlicher Vorschriften (Börsenzulassung-Gesetz) vom 16. Dezember 1986, BGBl. I, S. 2478.

²⁴⁸ Über den unwesentlichen wörtlichen Unterschied siehe *Kallmaier*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 33 Fn. 30; *Voß* in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 2.

²⁴⁹ BT-Drs. 10/4296, S. 16.

²⁵⁰ *Voß* in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 3.

²⁵¹ *Pellens/Fülbier*, DB 1994, 1381, (1385 Fn. 44); *Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 77.

²⁵² *Gehrt*, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, S. 27.

²⁵³ *Voß*, a.a.O.

²⁵⁴ *Hopt*, ZHR 1995, 135, (147); *Voß*, a.a.O.

²⁵⁵ *Happ*, JZ 1994, 240, (241).

²⁵⁶ BT-Drs. 12/6679, S. 35.

6.1.3. Insiderrichtlinie und ihre Umsetzung

Nach der Einführung der Ad-hoc-Publizität durch die Börsenzulassungsrichtlinie stellt die Insiderrichtlinie 1989²⁵⁷ einen weiteren großen Fortschritt dar. Basierend auf Schema C des Anhangs der Börsenzulassungsrichtlinie erweitert Art. 7 der Insiderrichtlinie den Umfang der Adressaten der Pflicht.²⁵⁸ Darüber hinaus wird die Funktion der Ad-hoc-Publizität als präventive Maßnahme zur Bekämpfung des Insiderhandels festgestellt.²⁵⁹

Die Insiderrichtlinie wurde 1995 mit der 2. FFG²⁶⁰ in deutsches Recht umgesetzt. Das Wichtigste bei dieser Umsetzung ist die Kodifikation des WpHG, das als Grundgesetz des Kapitalmarkts betrachtet wird.²⁶¹ Die in § 44a BörsG a.F. geregelte Ad-hoc-Publizität wird seither in § 15 WpHG a.F. geführt. Von der Einordnung von § 15 WpHG a.F. unter Abschnitt 3 Insiderüberwachung²⁶² kann man ausgehen, dass die Funktion der Ad-hoc-Publizität als präventive Maßnahme gegen Insiderhandel hervorgehoben wird.²⁶³

Inhaltlich ist § 15 WpHG a.F. im Vergleich mit § 44a BörsG a.F. im Wesentlichen unverändert geblieben.²⁶⁴ Allerdings wurde das Publizitätsverfahren detailliert.²⁶⁵ Hervorzuheben ist noch § 16 WpHG a.F. Dieser führt die Überwachung durch die Aufsichtsbehörde bzw. das BAWe ein. Außerdem verfügt das BAWe auch über ausreichend Instrumente, um Pflichtverletzungen zu ahnden. Der Bußgeldrahmen in § 39 Abs. 1 Nr. 2 lit. a) iVm § 39 Abs. 3 WpHG a.F. hat sich auf bis zu 3 Millionen DM erhöht. Dadurch wurde eine Schwäche von § 44a BörsG a.F. überwunden. Die Ad-hoc-Publizität wurde dadurch zum Leben erweckt.²⁶⁶ Alleine im Jahr 1995 wurde von 1001 Ad-hoc-Mitteilungen berichtet.²⁶⁷

6.1.4. Das 4. FFG

Das WpHG wurde bis zum Erlass des 4. FFG mehrmals punktuell geändert.²⁶⁸ Der wesentliche Inhalt des Tatbestands blieb unverändert.²⁶⁹ Das 4. FFG²⁷⁰ trat 2002 in Kraft, was weitreichende Änderungen in

²⁵⁷ Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl. L 334 vom 18.11.1989, S. 30–32.

²⁵⁸ *Kallmaier*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 34.

²⁵⁹ *Brellocks*, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, S. 72; *Voß* in: *Just* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 4.

²⁶⁰ Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz – 2. FFG) vom 26. Juli 1994, BGBl., I, S. 1749-1785.

²⁶¹ *Hopt*, ZHR 1995, 135, (163).

²⁶² Unter Abschnitt 3 sind folgende Normen: § 12 Insiderpapiere, § 13 Insider, § 14 Verbot von Insidergeschäften, § 15 Veröffentlichung und Mitteilung kursbeeinflussender Tatsachen, § 16 laufende Überwachung, § 17 Verarbeitung und Nutzung personenbezogener Daten, § 18 Strafverfahren bei Insidervergehen, § 19 Internationale Zusammenarbeit, § 20 Ausnahmen.

²⁶³ *Voß* in: *Just* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 5.

²⁶⁴ Auch bei den weiteren Änderungen bis zur Umsetzung der Marktrichtlinie 2003 wurde der Tatbestand der Ad-hoc-Publizität kaum geändert, siehe *Zimmer/Kruse* in: *Schwark/Beck* (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 15 Rn. 2.

²⁶⁵ *Pellens/Fülbier*, DB 1994, 1381, (1388).

²⁶⁶ *Hopt*, BFuP 1994, 85, (94).

²⁶⁷ *Kallmaier*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 35.

²⁶⁸ Ausführlich *Kallmaier*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 35 Fn. 51.

²⁶⁹ Siehe Fn. 264.

²⁷⁰ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – 4. FFG) vom 21.06.2002, BGBl., I, S. 2010.

Bezug auf die Ad-hoc-Publizität mit sich brachte. Diesmal handelte es sich nicht nur um eine sprachliche Verbesserung. Vielmehr diente das 4. FFG der Konkretisierung sowie der Schaffung der Voraussetzungen für eine effiziente Ahndung des Missbrauchs und der Pflichtverletzung.²⁷¹ Der Hintergrund war, dass die Anzahl an Ad-hoc-Mitteilungen sich seit dem Erlass des WpHG beträchtlich erhöhten und viele davon aber falsche, irreführende und werbende Darstellungen waren. Die Ad-hoc-Publizität wurde in der Praxis missbraucht und war weit von der gewünschten Transparenz der Märkte abgewichen.²⁷² Es sollte verhindert werden, dass der Emittent durch irreführende Zahlen und Prognosen, deren ad-hoc-Veröffentlichung gar nicht geboten gewesen wäre, negative Entwicklungen zu verschleiern versucht.²⁷³ Daher untersagt § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG a.F. die Angaben zu veröffentlichen, die die Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht offensichtlich nicht erfüllen. Darüber hinaus wurde noch eine Pflicht in § 15 Abs. 1 S. 4 eingeführt, und zwar unwahre Tatsachen in einer Ad-hoc-Meldung unverzüglich durch eine Neumeldung zu korrigieren.

Schließlich ist die Einführung der Anspruchsgrundlage für Schadensersatz wegen der Pflichtverletzung in §§ 37b und 37c WpHG a.F. (heute §§ 97, 98 WpHG) von großer Bedeutung. Das ist das erste Mal, dass spezialgesetzliche Anspruchsgrundlagen bezüglich der Ad-hoc-Publizität für den Anleger geschaffen wurden.²⁷⁴ Die Einführung der Anspruchsgrundlage für den Anleger ist erforderlich, da der Anleger bei unterlassenen oder verspäteten Veröffentlichungen unzureichend geschützt ist und zugleich das Publizitätsverhalten einiger Unternehmen starke Mängel aufweist.²⁷⁵ Somit wird die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen deutlich verschärft.²⁷⁶

6.1.5. Marktmissbrauchsrichtlinie und Ihre Umsetzung

2003 wurde die Marktmissbrauchsrichtlinie²⁷⁷ verabschiedet. Die Marktmissbrauchsrichtlinie definiert vor allem in Art. 1 die Insiderinformation. Danach verbietet die Richtlinie in Art. 2 ff. den Handel aufgrund von Insiderinformationen. Weiterhin schreibt die Richtlinie in Art. 6 Abs. 1 vor, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben und auf ihrer Internetseite veröffentlichen.

Zur Konkretisierung der Marktmissbrauchsrichtlinie erließ die Kommission dann Durchführungsvorschriften. In Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizität ist die Richtlinie 2003/124/EG²⁷⁸ zu nennen. Der Begriff der Insiderinformation wird in Art. 1 klargestellt und die Art und Weise der Ad-hoc-Publizität wird in Art. 2 konkretisiert.

²⁷¹ BT-Drs. 14/8601, S. 2.

²⁷² Voß in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 6; Hutter/Leppert, NZG 2002, 649, (653).

²⁷³ BT-Drs. 14/8017, S. 87.

²⁷⁴ Möllers in: Möllers/Braun (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, § 3 Rn. 23.

²⁷⁵ BT-Drs. 14/8017, S. 93.

²⁷⁶ Brellochs, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, S. 36.

²⁷⁷ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (marktmissbrauch), Amtsblatt Nr. L 96 vom 12. April 2003, S. 16-25.

²⁷⁸ Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insiderinformationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, Amtsblatt Nr. L 339 vom 24. Dezember 2003, S. 70-72.

Als Umsetzungsergebnis wurde das Anlegerschutzverbesserungsgesetz²⁷⁹ erlassen. Dies führte zu den Änderungen des WpHG. § 15 WpHG a.F. wurde durch das Gesetz nicht nur umbenannt, sondern auch inhaltlich geändert. Erstens wurde der Anwendungsbereich erweitert. Die Adressaten der Ad-hoc-Publizitätspflicht waren früher Emittenten von Wertpapieren, nach dieser Änderung waren es Emittenten von Finanzinstrumenten und diejenigen, die für ihre Finanzinstrumente einen Antrag auf Zulassung an einem inländischen organisierten Markt gestellt haben. Des Weiteren können auch die von den Emittenten beauftragten oder auf deren Rechnung handelnden Personen die Pflichtträger sein. Zweitens wurde der Umfang der Insiderinformation vergrößert. Früher wurden ausschließlich Insiderinformationen im Tätigkeitsbereich des Emittenten publiziert; nach dieser Änderung müssen alle Insiderinformationen veröffentlicht werden, soweit sie den Emittenten unmittelbar betreffen.²⁸⁰ Bei der Definition von Insiderinformationen in § 13 WpHG a.F. wurde erstmals eine ausdrückliche Anknüpfung an künftige Ereignisse festgestellt.²⁸¹

Eine weitere Änderung war die Vorschrift über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Die Voraussetzungen der Befreiung wurden konkretisiert. Der Antrag auf Befreiung ist nun nicht mehr erforderlich. Eine Selbstbefreiung ist seither nach § 15 Abs. 3 WpHG a.F. möglich.²⁸²

Schließlich wurde die Bestimmung über das Verfahren und die Art der Veröffentlichung aus dem Tatbestand des § 15 WpHG a.F. entfernt. Das Bundesministerium für Finanzen wurde ermächtigt, dies durch Rechtsverordnung zu konkretisieren. Die WpAIV²⁸³ wurde in der Folge erlassen, deren §§ 4-9 die Einzelheiten zu Inhalt, Art und Form der Veröffentlichung, bzw. Mitteilung von Ad-hoc-Meldungen, und die Voraussetzungen für die Befreiung vorschreiben.²⁸⁴

6.1.6. Transparenzrichtlinie und ihre Umsetzung

Die Transparenzrichtlinie²⁸⁵ wurde 2004 verabschiedet. Umgesetzt wurde die Richtlinie durch das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz²⁸⁶ im Jahr 2007. Nach diesem Umsetzungsgesetz wurde der Anwendungsbereich an dem neuen aufgenommenen Begriff von Inlandsemitenten in § 2 Abs. 7 WpHG a.F. angepasst. Der Begriff Inlandsemittent wurde daher auch in § 15 WpHG a.F. aufgenommen. Eine

²⁷⁹ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28. Oktober 2004, BGBl. I, S. 2630-2651.

²⁸⁰ Voß in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 8; Kallmaier, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 37.

²⁸¹ Kallmaier, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, S. 38.

²⁸² Voß in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 9.

²⁸³ Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13. Dezember 2004, BGBl. I, S. 3376-3380.

²⁸⁴ Voß, a.a.O.

²⁸⁵ Richtlinie 2004/109/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, Amtsblatt Nr. L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38-57.

²⁸⁶ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5. Januar 2007, BGBl. I, S. 10-32.

zusätzliche Pflicht zur Übermittlung der Information an Unternehmensregister wurde ebenfalls eingeführt. Ansonsten wurde § 15 WpHG a.F. lediglich sprachlich verfeinert.²⁸⁷ Außerdem gab es noch viele Änderungen in der WpAIV, insbesondere hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung gemäß §§ 3a-3c WpAIV.²⁸⁸ Zum Schluss wurden viele neuen Definitionen in § 2 WpHG a.F. eingeführt. Dies beeinflusste auch die Vorgaben zur Ad-hoc-Publizität, aber nur mittelbar.²⁸⁹

6.1.7. Marktmissbrauchsverordnung

Als eine große Weiterentwicklung hin zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt wurde die Marktmissbrauchsverordnung²⁹⁰ 2014 erlassen. Die Vorgaben zur Ad-hoc-Publizität werden in Art. 17 MAR mit dem Titel „Veröffentlichung von Insiderinformationen“ vorgeschrieben. Zu der Rechtsfolge des Marktmissbrauchs wurde zugleich die strafrechtliche Marktmissbrauchsrichtlinie²⁹¹ erlassen.

Die wesentliche Änderung ist die Erweiterung des Anwendungsbereichs auf Emittenten, deren Finanzinstrumente an einem multilateralen oder organisierten Handelssystem gehandelt werden oder die Fälle, bei denen ein Antrag auf Zulassung seitens des Emittenten gestellt wurde, Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3 MAR. Hinaus folgt, dass auch Emittenten, deren Finanzinstrumente im Freiverkehr gehandelt werden, die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität einzuhalten haben.²⁹² Eine weitere Änderung ist die Einführung eines neuen Grundes für den Aufschub der Ad-hoc-Publizität, und zwar die Stabilität des Finanzsystems zu wahren, wenn der betroffene Emittent Kreditinstitut oder Finanzinstitut ist.²⁹³ Das WpHG wurde entsprechend in seiner Struktur völlig überarbeitet.²⁹⁴ Der Tatbestand der Ad-hoc-Publizitätspflicht wurde vom WpHG ausgenommen und wird nunmehr in einer unmittelbar geltenden EU-Verordnung bzw. in der MAR geregelt. Die Vorschriften über die Rechtsfolgen der Pflichtverletzung bleiben jedoch noch im WpHG erhalten. Allerdings werden sie durch das 1. und 2. FiMaNoG²⁹⁵ erneuert. Da die MAR unmittelbar in allen Mitgliedstaaten gilt, werden die Vorgaben der Ad-hoc-Publizität in der EU vereinheitlicht. Somit wird die rechtliche Komplexität verringert und die Rechtssicherheit entsprechend geschaffen.²⁹⁶

²⁸⁷ Voß in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), § 15 Rn. 11.

²⁸⁸ Brellochs, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, S. 38.

²⁸⁹ Brellochs, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, S. 39.

²⁹⁰ 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 Richtlinie 2003/124/EG und 2004/72/EG der Kommission, Amtsblatt Nr. L 173 vom 12. Juni 2014, S. 1-61.

²⁹¹ Richtlinie 2014/57/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktion bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), Amtsblatt Nr. L 173 vom 12. Juni 2014, S. 179-189.

²⁹² Ritz in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Einl. Rn. 112.

²⁹³ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 133 f.

²⁹⁴ Die letzte Änderung (bis 31.08.2018) durch das Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung und zur Anpassung weiterer Finanzmarktgesetze vom 10. Juli 2018, BGBl. I, S. 1102-1115.

²⁹⁵ Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30. Juni 2016, BGBl. I, S. 1514-1544; Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23. Juni 2017, BGBl. I, S. 1693-1821.

²⁹⁶ Viciano-Gofferje/Cascante, NZG 2012, 968, (968).

Um eine einheitliche Durchführung in der EU zu gewährleisten, hat die Kommission vor dem Inkrafttreten der MAR eine Durchführungsverordnung²⁹⁷ erlassen, in der Art und Inhalt der Ad-hoc-Publizität konkretisiert werden.

6.2. Funktionen der Ad-hoc-Publizität

Zur Verwirklichung der Ziele des Kapitalmarktrechts bilden Informationspflichten immer noch das dominante Instrumentarium.²⁹⁸ Als Teil der Informationspflichten dienen die Funktionen der Ad-hoc-Publizitätspflicht schließlich ebenfalls diesen Zielen. Im Folgenden werden die spezifischen Funktionen der Ad-hoc-Publizität erörtert.

6.2.1. Präventive Maßnahme gegen Insiderhandel

Das Gebot der Ad-hoc-Publizität hat eine enge Beziehung zum Verbot des Insiderhandels, da die Ad-hoc-Publizität eine effektive Präventivmaßnahme gegen den Insiderhandel ist.²⁹⁹ Aufgrund dieser engen Verknüpfung werden sie als zwei Seiten einer Medaille angesehen.³⁰⁰ In den frühen europäischen Rechtsakten wurde die Bekämpfung des Insiderhandels nicht als Ziel der Ad-hoc-Publizität gesetzt.³⁰¹ Vielmehr diente die Ad-hoc-Publizität der Transparenz.³⁰² Auch wenn diese Funktion anfangs nicht ausdrücklich erwähnt wurde, wurde Insiderhandel auf einem transparenten Kapitalmarkt in einem gewissen Ausmaß vorgebeugt.

Die Funktion der Vorbeugung von Insiderhandel wird heutzutage ausdrücklich vom Gesetzgeber anerkannt.³⁰³ Man kann von der Stellung der Ad-hoc-Publizität, die im selben Abschnitt wie die Regelungen zum Verbot des Insiderhandels im WpHG a.F. stehen, diese Funktion ableiten. Auch die MAR erkennt an, dass die Hauptaufgabe der Ad-hoc-Publizität vor allem die Prävention von Insiderhandel ist.³⁰⁴ Je früher Insiderinformationen veröffentlicht werden, desto geringer ist die Gefahr von Insiderhandel.³⁰⁵ Da der Insiderhandel das Vertrauen des Anlegers schädigen kann und damit wiederum die Funktionsfähigkeit des Markts gefährdet, dient die Ad-hoc-Publizität schließlich dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Marktes.³⁰⁶

6.2.2. Ergänzung der Regelpublizität

Wenn der Emittent nur in regelmäßigen Abständen Informationen veröffentlicht, können die wichtigen Informationen während des Betriebs nicht rechtzeitig auf dem Markt offengelegt werden. Bereits in

²⁹⁷ Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission vom 29. Juni 2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates, Amtsblatt Nr. L 173 vom 30. Juni 2016, S. 47-51.

²⁹⁸ Möllers, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2250).

²⁹⁹ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a. (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 133.

³⁰⁰ Monheim, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 19.

³⁰¹ Heidmeier, AG 1992, 110, (113 f.).

³⁰² Ausführlich Fürhoff, AG 2003, 80, (83, Fn. 36).

³⁰³ BT-Drs. 12/6679, S. 48.

³⁰⁴ ErwGr 58 MAR.

³⁰⁵ Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 17 Rn. 18.

³⁰⁶ Erwägungsgrund 4 ff., Richtlinie 89/562/EG; Monheim, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 19; Brellocks, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, S. 71.

den Wohlverhaltensregeln wurde vorgeschlagen, dass das Unternehmen neben der regelmäßigen Publizität alle sechs Monate auch wichtige Sachverhalte oder Beschlüsse unverzüglich bekannt geben soll.³⁰⁷ So ist es auch in der Begründung zum deutschen Börsenzulassungsgesetz, wonach die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG a.F. die laufende Veröffentlichung der Jahresabschlüsse und der Lageberichte ergänzen soll.³⁰⁸

In den späteren Gesetzesänderungen wird diese Funktion nicht mehr explizit dargestellt. Umkehrt erhöht sich die Rolle der Ad-hoc-Publizität als Präventionsmaßnahme gegen Insiderhandel immer weiter. In der Marktmissbrauchsrichtlinie ist der Vorrang des Ziels der Insiderhandelsprävention gegenüber der Funktion der Ergänzung der Regelpublizität statuiert.³⁰⁹ Durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz werden die beiden Regelungsbereiche sodann an einheitliche Definitionen geknüpft³¹⁰ und sind in einem Abschnitt geregelt. Die Doppelfunktion der Ad-hoc-Publizität wird anerkannt.³¹¹ Allerdings ist die Ergänzungsfunktion gegenüber der Prävention des Insiderhandels subsidiär.³¹²

7. Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR

Bisher war die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität im WpHG vorgesehen. Die MAR übernimmt die Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität und ist seit 3. Juli 2016 in Kraft. Laut Art. 17 MAR gibt der Emittent der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, so bald wie möglich bekannt.³¹³ Die Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR entspricht § 15 WpHG a.F., daher können die bisherigen Überlegungen zu § 15 WpHG a.F., der eigentlich auf der europäischen Richtlinie basierte, grundsätzlich auf Art. 17 MAR übertragen werden.³¹⁴ Aus diesem Grund wird in dieser Arbeit auch teilweise auf das Schrifttum in Bezug auf § 15 WpHG a.F. verwiesen.

³⁰⁷ Ergänzender Grundsatz 12, Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen.

³⁰⁸ BT-Drs. 10/4296, S. 16; *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 19.

³⁰⁹ *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, S. 33.

³¹⁰ *Möllers*, ZBB 2003, 390, (391).

³¹¹ *Assmann* in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 6. Teilweise wird davon ausgegangen, dass die Funktion als Ergänzung zur Regelpublizität lediglich einen bloßen Reflex darstellt, siehe *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts, S. 72.

³¹² *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts, S. 68.

³¹³ Ad-hoc ist ursprünglich lateinisch und bedeutet „zu diesem Zweck; aus dem Augenblick heraus“, siehe Duden Online Wörterbuch, abrufbar unter: https://www.duden.de/rechtschreibung/ad_hoc, letzter Besuch am 20.09.2018. Im WpHG a.F., der MAR sowie anderen Rechtsakten findet sich der Begriff „Ad-hoc-Publizität“ nicht. Trotzdem kann dieser Begriff verwendet werden, da § 15 WpHG a.F. sowie Art. 17 MAR eine anlassbezogene, also ad-hoc einsetzende, Emittentenpublizität schaffen, siehe *Klöhn*, AG 2016, 423, (429).

³¹⁴ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 402; *Veil*, ZBB 2014, 85, (91).

7.1. Adressat der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität

Eine wesentliche Änderung der MAR ist die Ausweitung des Umfangs des Anwendungsbereichs. Gemäß Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR erstreckt sich die Ad-hoc-Publizität auf alle Emittenten³¹⁵, deren Finanzinstrumente³¹⁶ zum Handel an einem geregelten Markt in der EU zugelassen sind, sowie auf solche Emittenten, deren Finanzinstrumente im Freiverkehr oder in den Handel über andere multilaterale oder organisierte Handelssysteme zugelassen sind; diejenigen, die nur den Antrag auf die Zulassung gestellt haben, sind auch Adressaten der Pflicht.

Durch die Ausweitung des Anwendungsbereichs werden die Emittenten, deren Finanzinstrumente vorher nur im Freiverkehr³¹⁷ gehandelt werden, auch Adressaten der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität. Der Hintergrund ist die Zunahme des Handels von Finanzinstrumenten in multilateralen Handelssystemen. Daneben gibt es weitere Finanzinstrumente, die ausschließlich in anderen organisierten Handelssystemen gehandelt werden.³¹⁸ Aus der funktionalen Sicht bieten solche Handelsplattformen im Wesentlichen die gleiche Dienstleistung wie der geregelte Markt und machen diesem daher Konkurrenz.³¹⁹ Darüber hinaus kann der Anleger häufig den geregelten Markt vom Freiverkehr nicht unterscheiden. Die Schädigung des Anlegervertrauens wegen Rechtswidrigkeiten im Freiverkehr kann daher den geregelten Markt in Mitleidenschaft ziehen.³²⁰ Daher bedarf es auch hier einer öffentlich-rechtlich zu qualifizierenden Handelsordnung.³²¹ Auf diese Weise soll der Anlegerschutz auf den derartigen Märkten verbessert und ihre Integrität gewahrt werden.³²²

Bei den Adressaten sind noch zwei Fragen zu erklären. Bei der Ersten geht es um Emittenten, die einen Zulassungsantrag für ihre Finanzinstrumente zum Handel gestellt haben. Sie sind Adressaten der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität. Dies kann in der Praxis zum Beispiel beim Börsengang Schwierigkeiten mit sich bringen. Denn es kann sein, dass vor der Veröffentlichung des Prospekts bereits eine Insiderinformation entsteht. Insofern muss der Emittent diese Insiderinformation veröffentlichen. Allerdings kann die Veröffentlichung der Insiderinformation in diesem Zeitraum den berechtigten Interessen des Emittenten zuwiderlaufen und auch die Öffentlichkeit irreführen, im schlimmsten Fall sogar die Durchführung des Börsengangs insgesamt gefährden. In diesem Fall kann der betroffene Emittent die Publizität aufschieben, wenn die Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 erfüllt werden.³²³ Bei der zweiten Frage geht es um die Einbeziehung der Finanzinstrumente an einem Handelsplatz. Die Einbeziehung der Finanzinstrumente in den Freiverkehr ist ohne initiativen Antrag oder Zustimmung ihrer Emittenten möglich. Im

³¹⁵ Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR: „Emittent bezeichnet eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, ...“ Dieser Begriff beschränkt sich ausdrücklich auf juristische Personen. Art. 17 MAR findet keine Anwendung auf Personenhandels-gesellschaften, die Finanzinstrumente wie Schuldtitel ausgeben. Siehe *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2039).

³¹⁶ Ab dem Inkrafttreten von MiFID II sind auch Emissionszertifikate Finanzinstrumente. So müssen auch Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate unter bestimmten Umständen die Veröffentlichungspflichten der MAR erfüllen. In dieser Arbeit wird die Untersuchung in Bezug auf die Emissionszertifikate nicht ausgeführt. Weiteres darüber siehe *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 139; *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2040); *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 472.

³¹⁷ Die gesetzliche Definition des Freiverkehrs findet sich in § 48 BörsG.

³¹⁸ ErWG, 8, MAR.

³¹⁹ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2040).

³²⁰ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 281.

³²¹ Ausführlich *Kumpan* in: *Hopt/Kumpan/Merkt* (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, BörsG § 48 Rn. 3a.

³²² *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 34.

³²³ *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, (734).

Quotation Board des Frankfurter Freiverkehrs können beispielsweise Finanzinstrumente nach Antrag eines Teilnehmers oder von der Deutschen Börse AG ohne Antrag einbezogen werden.³²⁴ Es ist dann für die Emittenten, die ihre Finanzinstrumente nicht auf einem solchen Handelsplatz handeln lassen wollen oder deren Finanzinstrumente nicht auf ihre eigene Initiative oder Zustimmung einbezogen werden, nicht sachgerecht. Denn sie müssen in diesem Fall zusätzliche Pflichten erfüllen und auch die Risiken vor Sanktionen bei Verletzung der Pflichten tragen. Das kann den betroffenen Emittenten dazu veranlassen, über ein Delisting nachzudenken.³²⁵ Es ist dann sachgerecht, dass der Emittent erst verpflichtet ist, Insiderinformationen offenzulegen, wenn er die Zulassung des Finanzinstruments zum Handel beantragt oder genehmigt hat.³²⁶ Insofern sollen Emittenten, deren Finanzinstrumente ausschließlich „passiv“ bzw. auf Betreiben eines Dritten in einen Handelsplatz einbezogen werden, von der Erstreckung der Ad-hoc-Publizität teleologisch ausgeschlossen werden.³²⁷ Allerdings haben Finanzinstrumente eine öffentliche Eigenschaft, sobald sie im Freiverkehr gehandelt werden. Angesichts der Transparenz der Kapitalmärkte und des Anlegerschutzes sollen ihre Emittenten nicht von den Informationspflichten ausgeschlossen werden. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Finanzinstrumente in dem Fall des Betriebens eines Dritten einbezogen werden, kann man eine Wartefrist oder Übergangsfrist einführen. Nach Ablauf der Frist dürfen die Finanzinstrumente gehandelt werden und die betroffenen Emittenten sollen dann auch die gleichen Informationspflichten wie die anderen Emittenten erfüllen. Wenn sie nicht von den Informationspflichten belastet werden möchten, sollen sie das Recht haben, innerhalb dieser Frist die Einbeziehung durch das Betreiben eines Dritten abzulehnen oder das Delisting vorzunehmen.

7.2. Insiderinformationen

Der Begriff Insiderinformation in Art. 17 MAR verweist auf den Begriff in Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR. Die Definition der Insiderinformation hat vier Tatbestandsmerkmale, wonach Insiderinformationen (1) nicht öffentlich bekannte (2) präzise Informationen sind, (3) die Emittenten oder Finanzinstrumente betreffen und (4) die bei einem öffentlichen Bekanntwerden geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener Derivate erheblich zu beeinflussen. Sie werden an späterer Stelle getrennt untersucht.³²⁸ Darüber hinaus stellen Art. 7 Abs. 2 S. 2 und Art. 7 Abs. 3 MAR im Vergleich mit den Vorgängerregelungen offensichtlich klar, dass jeder einzelne Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang als Insiderinformation zu behandeln ist, sofern er für sich genommen die Kriterien einer Insiderinformation im Sinne von Art. 7 Abs. 1 MAR erfüllt.³²⁹

³²⁴ § 10, Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand 03.01.2018, abrufbar unter: <http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/2309590/34a0d0fed7f7cee7ac5a568d5d554010/data/AGB-Freiverkehr-2018-01-03.pdf>, letzter Besuch am 20.09.2018.

³²⁵ *Rubner/Pospiech*, NJW-Spezial 2015, 591, (592).

³²⁶ ErWG. 49 MAR.

³²⁷ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2040).

³²⁸ Allerdings haben die Tatbestandsmerkmale eine gewisse Verflechtung. Das Merkmal der Kursbeeinflussung beispielsweise strahlt auf die Merkmale der präzisen Informationen und des Bezugs auf einen Emittenten oder ein Insiderpapier aus. Je höher das Kursbeeinflussungspotenzial ist, desto eher ist eine präzise Information daher anzunehmen. Siehe *Krause*: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 20. Vgl. auch 15.2.2.2 *Wichtige Ereignisse*.

³²⁹ Dies ist die Übernahme der Auslegungsgrundsätze der GelTI-Rechtsprechung des EuGH zur Marktmissbrauchsrichtlinie (EuGH, Urt. v. 28. Juni 2012 – Rs. C-19/11 (GelTI) = NZG 2012, 784) vom europäischen Gesetzgeber in die MAR.

7.2.1. Präzise Informationen

Insiderinformationen sind zunächst präzise³³⁰ Informationen. Die Verwendung des Plurals stellt klar, dass eine Insiderinformation nicht nur ein einzelner isolierter Informationsgegenstand ist, sondern auch eine Informationslage, die aus mehreren Informationen bestehen kann. Das ist der Fall, wenn die einzelne Information alleine die Voraussetzung für die Insiderinformation nicht erfüllt, aber im Gesamtkontext zur Bildung von Insiderinformationen beiträgt.³³¹

Nach Art. 7 Abs. 2 MAR sind Informationen präzise, wenn sie Umstände oder Ereignisse betreffen, die bereits gegeben oder eingetreten sind, oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein oder eintreten werden, und wenn sie spezifisch genug sind, dass sie einen Schluss auf die möglichen Auswirkungen der Umstände bzw. Ereignisse auf die Kurse der betroffenen Finanzinstrumente oder deren Derivate zulassen. Das heißt, dass sie eine ausreichende Grundlage für die Einschätzung über den zukünftigen Verlauf des Preises eines Finanzinstruments bieten können.³³² Insofern gehört es bereits zum Teil zum Tatbestandsmerkmal der „Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung“. Diese zwei Tatbestandsmerkmale sind daher nicht eigenständig und miteinander verbunden.³³³ Des Weiteren heißt es, dass präzise Informationen nicht so offensichtlich irrelevant sein dürfen, dass ein verständiger Anleger sie bei seiner Anlageentscheidung nicht berücksichtigt.³³⁴ Informationen, die einfach „vage und allgemein“ sind, werden nicht von dem vernünftigen Anleger für seine Anlageentscheidung aufgenommen und lassen generell keinen Schluss auf ihre möglichen Kursauswirkungen zu.³³⁵ Das Merkmal „präzise“ kann daher dazu dienen, dass offensichtlich irrelevante Informationen herausgefiltert werden können, ohne dass eine vollständige Prüfung der Kursrelevanz durchgeführt wird.³³⁶

Zur Qualifizierung einer Information als präzise ist es nicht erforderlich, dass mit einem hinreichenden Maß an Wahrscheinlichkeit aus ihnen abgeleitet werden kann, in welche Richtung sich der Kurs eines Finanzinstruments bewegen wird.³³⁷ Zwei Gründe sind hier vorstellbar. Erstens sind die zu erwartenden Reaktionen des Markts nicht immer vorhersagbar. Zum Beispiel fällt der Kurs trotz besserer Geschäftslage, weil der Markt noch mehr erwartet hat. Zweitens kann der Insider durch die Volatilitätskomponente eines zugrundeliegenden Wertes profitieren. Dies ist unabhängig von der Richtung der Kursbewegung.³³⁸ Zusammenfassend schließt das Merkmal der „präzisen“ Information vage oder allgemeine

³³⁰ Früher wurde der Ausdruck „konkrete Information“ in § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG a.F. verwendet. Das WpHG a.F. wurde nach der Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt. Da in der Marktmissbrauchsrichtlinie der Ausdruck „präzise Information“ verwendet wird, kann man davon ausgehen, dass der deutsche Gesetzgeber „konkret“ und „präzise“ terminologisch als Synonyme ansieht. Hierzu *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 39.

³³¹ Ausführlich *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 43; *Krause* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 22.

³³² *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 43.

³³³ Ausführlich *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 40. Zur vergleichbaren Situation nach der früheren Rechtslage siehe *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, (731).

³³⁴ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2041).

³³⁵ *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 40.

³³⁶ *Klöhn*, NZG 2015, 809, (810). *Ritz* ist der Meinung, dass es keine Information gäbe, die zwar kursrelevant, aber nicht konkret sind, siehe *Ritz* in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 13 Rn. 40; anders siehe *Klöhn*, NZG 2011, 166, (168).

³³⁷ *Klöhn*, NZG 2015, 809, (813); *Hopt/Kumpan*, a.a.O.

³³⁸ *Hopt/Kumpan*, a.a.O.

Informationen aus, die keine Schlussfolgerung über ihre möglichen Auswirkungen auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente zulassen.³³⁹

7.2.1.1. Umstände und Ereignisse

Es ist unklar, was genau der europäische Gesetzgeber unter den Begriffen „Umstände“ und „Ereignisse“ in der MAR versteht.³⁴⁰ Umstände und Ereignisse sind nach der bisherigen Rechtslage alle Tatsachen, und zwar alle der äußeren Wahrnehmung und dem Beweis zugänglichen Geschehnisse und Zustände der Außenwelt und des menschlichen Innenlebens.³⁴¹ Durch die Verwendung dieser Terminologie wird klargestellt, dass Tatsachenwissen nicht die einzig mögliche Erscheinungsform einer Insiderinformation ist.³⁴² Folglich können neben Tatsachen auch überprüfbare Werturteile, Einschätzungen, Absichten und Pläne, Prognosen, Rechtsauffassungen, Ratings, Gerüchte etc. als Umstände oder Ereignisse erfasst werden.³⁴³ Des Weiteren ist das Vorliegen eines wichtigen Grundes im Sinne von § 84 Abs. 3 AktG als ausreichend präzise Information anzusehen, denn dies kann zu einer erheblichen Veränderung für das Unternehmen führen. Der Grund, dass das Vorstandsmitglied seine Pflichten nicht ordnungsgemäß erfüllt hat, kann alleine bereits eine negative Auswirkung auf das Unternehmen ausüben.³⁴⁴ Der ausgesprochene Wunsch eines Vorstandsmitglieds über das Ausscheiden gegenüber dem Aufsichtsrat kann nach der Rechtsprechung auch ein Umstand im Sinne von präziser Information sein.³⁴⁵ Eine schwere Erkrankung eines Vorstandsmitglieds wegen verlorener Arbeitsfähigkeit kann ebenso eine konkrete Information sein.³⁴⁶

7.2.1.2. Künftige Umstände und Ereignisse

Umstände oder Ereignisse, die noch nicht gegeben oder eingetreten sind, können nach Art. 7 Abs. 2 S.1 MAR erst dann als präzise Informationen angesehen werden, wenn man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben oder eingetreten sein werden.³⁴⁷ Fraglich ist, ab wann man zukünftige Umstände oder Ereignisse vernünftigerweise erwarten kann. Dies wird in der MAR nicht klargestellt.³⁴⁸ Nach der Geltl-Rechtsprechung des EuGH muss eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte vorgenommen werden. Auf dieser Grundlage muss nach den Regeln der allgemeinen

³³⁹ *Krause* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 29.

³⁴⁰ *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 41. Dazu hat *Steinrück* einen terminologischen Vergleich mit der bisherigen Rechtslage angestellt und keinen wesentlichen Unterschied gefunden.

³⁴¹ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 44. Über die Frage, ob das menschliche Innenleben Insiderinformationen bilden kann, siehe *Krause* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 23 ff.

³⁴² *Reichert/Ott*, in: Grundmann, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, 2385, (2391).

³⁴³ Ausführlich *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 44; *Grundmann*, Investment Banking I, Art. 7 MAR, Rn. 344; *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 67 ff.

³⁴⁴ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 44.

³⁴⁵ OLG Frankfurt am Main, ZIP 2009, 563 (564).

³⁴⁶ Ausführlich *Fleischer*, NZG 2010, 561, (566 f.); *Bayer*, in: Erle, Festschrift für Peter Hommelhoff, 87, (94 f.).

³⁴⁷ Anders als in § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG a.F. ersetzt hier der Ausdruck „vernünftigerweise erwartet werden kann“ den früheren Ausdruck „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“. Allerdings zieht dieser terminologische Unterschied keine grundlegende Änderung der Rechtslage nach sich, sondern lediglich redaktionelle Anpassung der Formulierung an die anderen Sprachfassungen. Siehe *Poelzig*, NZG 2016, 528, (532); *Teigelack*, BB 2016, 1604, (1605).

³⁴⁸ *Klöhn*, AG 2016, 423, (428); *Poelzig*, a.a.O.

Erfahrung tatsächlich zu erwarten sein, dass Umstände oder Ereignisse in Zukunft existieren oder eintreten werden.³⁴⁹ Ähnlich liegt es bei den Zwischenschritten nach Erwägungsgrund 16 S. 2 MAR, wonach zukünftige Umstände oder Ereignisse dann Insiderinformationen sein können, wenn „auf der Grundlage einer Gesamtbewertung der zum relevanten Zeitpunkt vorhandenen Faktoren eine realistische Wahrscheinlichkeit besteht“, dass Umstände oder Ereignisse eintreten. Die konkreten Voraussetzungen werden vom EuGH nicht explizit angesprochen.³⁵⁰ Eine hohe Wahrscheinlichkeit ist nach der Rechtsprechung des EuGH nicht erforderlich, aber es darf auch nicht unwahrscheinlich sein.³⁵¹ Darüber hinaus hat der EuGH in der Rechtsprechung keine bestimmte Schwelle für die Wahrscheinlichkeit festgestellt.³⁵² Im Ergebnis kommt es auf die überwiegende Wahrscheinlichkeit (mehr als 50%) an.³⁵³ Der BGH hat die Auffassung des EuGH aufgenommen und weiterverarbeitet. Dazu bestätigte der BGH die Ansicht, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses von größer als 50 % erforderlich und ausreichend ist, um eine Insiderinformation anzunehmen. Das ist die sog. „50 % plus x“-Formel.³⁵⁴ Dies ist aus dem Horizont eines verständigen Anlegers in Kenntnis aller öffentlichen Umstände zu beurteilen.³⁵⁵ Das Kriterium ist auch für die Umstände, deren gegenwärtige Existenz unsicher ist, analog anwendbar.³⁵⁶

Bei der Feststellung der Eintrittswahrscheinlichkeit ist der Probability-Magnitude-Test denkbar, wonach sich der Grad der Wahrscheinlichkeit in Abhängigkeit von der Auswirkung des Endereignisses auf den Börsenkurs bestimmt.³⁵⁷ Nach diesem Ansatz könnte eine Eintrittswahrscheinlichkeit im Einzelfall von weniger als 50 % hinreichend sein, wenn das zukünftige Ereignis von besonderer Bedeutung ist.³⁵⁸ Der EuGH hat den Probability-Magnitude-Test abgelehnt und klargestellt, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Ereignisses nicht vom Ausmaß der Auswirkungen auf den Börsenkurs abhängt.³⁵⁹ Der europäische Gesetzgeber hat ebenfalls den „Probability-Magnitude-Test“ abgelehnt. Erwägungsgrund 16 S. 3 MAR betont, dass es für die Einstufung, ob künftige Umstände oder Ereignisse vernünftigerweise erwartet werden können, nicht auf die konkreten Auswirkungen auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente ankommt.³⁶⁰

7.2.1.3. Zwischenschritte im zeitlich gestreckten Vorgang

Zwischenschritte im zeitlich gestreckten Vorgang sind nunmehr ausdrücklich in dem Rechtsakt adressiert, nämlich in Art. 7 Abs. 2 Satz 2 und Abs. 3 MAR. Die Einführung dieser Vorschriften ist eine Reaktion

³⁴⁹ EuGH, Urt. v. 28. Juni 2012 –Rs. C-19/11 (Geltl) = NZG 2012, 784 (Rn. 49).

³⁵⁰ Krause/Brellochs, AG 2013, 309, (312).

³⁵¹ EuGH, Urt. v. 28. Juni 2012 –Rs. C-19/11 (Geltl) = NZG 2012, 784 (Rn. 46, 48).

³⁵² Bingel, AG 2012, 685, (688); Klöhn, ZIP 2012, 1885, (1889); Bachmann, EWIR 2012, 467, (468).

³⁵³ Bachmann, DB 2012, 2206, (2209); Klöhn, ZIP 2012, 1885, (1892); Mennicke, ZBB 2013, 244, (249 f.); Schall, ZIP 2012, 1286, (1288); Poelzig, a.a.O.; Kumpan, DB 2016, 2039, (2041). Gegen die überwiegende Wahrscheinlichkeit: Mock, Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD 2012, 286, (289 f.); Möllers/Seidenschwann, NJW 2012, 2762, (2764); Apfelbacher/Polke, CFL 2012, 275, (277).

³⁵⁴ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 62.

³⁵⁵ Fleischer, NZG 2007, 401, (405); Harbarth, ZIP 2005, 1898, (1901).

³⁵⁶ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 45.

³⁵⁷ Weiteres über den „Probability-Magnitude-Test“ siehe Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 63 Fn. 159 mwn.

³⁵⁸ Fleischer, a.a.O.

³⁵⁹ EuGH, Urt. v. 28. Juni 2012 –Rs. C-19/11 (Geltl) = NZG 2012, 784 (Rn. 50).

³⁶⁰ Krause, CCZ 2014, 248, (251); Poelzig, NZG 2016, 528, (531).

auf das *Geltl/Daimler-Urteil*.³⁶¹ Ein zeitlich gestreckter Vorgang ist ein mehrstufiger Geschehensverlauf, der einen gewissen Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll. Ein Beispiel sind Entscheidungsprozesse, bei denen mehrere Entscheidungsträger eingebunden sind und zustimmen müssen, oder Sachverhalte, bei denen ein verwaltungsrechtliches Genehmigungsverfahren erforderlich ist, wie die Zulassung neuer Medikamente. Nicht nur der endgültige Umstand oder das Endergebnis kann zu einer Insiderinformation über zukünftige Umstände zählen, nach Art. 7 Abs. 2 und Abs. 3 MAR können auch die erreichten Zwischenschritte Insiderinformationen über gegenwärtige Umstände sein, wenn sie für sich genommen bereits sämtliche Kriterien einer Insiderinformation erfüllen. Das heißt, dass sie hinreichend präzise und kursbeeinflussend sind.³⁶² Darüber hinaus kann ein zukünftiger Zwischenschritt auch als Insiderinformation betrachtet werden, wenn nach einer Gesamtbewertung aller Faktoren bereits eine realistische Wahrscheinlichkeit besteht, dass er entstehen bzw. eintreten wird.³⁶³

Fraglich ist, ob der endgültige Umstand oder das Endergebnis eine Sperrwirkung für die insiderrechtliche Beurteilung von Zwischenschritten hat. Mit der Sperrwirkung kann das Endergebnis die Prüfung der Zwischenschritte überflüssig machen. Die Sperrwirkung wird daher in der Literatur abgelehnt.³⁶⁴ Der EuGH hat dies ebenfalls abgelehnt. Zur Begründung hat der EuGH darauf hingewiesen, dass es auf der einen Seite die informationelle Gleichbehandlung von Anlegern beeinträchtigt und die in Art. 3 Abs. 1 RL 2003/124/EG aufgeführten Insiderinformationen auf der anderen Seite zum Teil Zwischenritte sind.³⁶⁵ Daher gilt ein Zwischenschritt als Insiderinformation unabhängig davon, ob es dann schließlich tatsächlich zu dem Endergebnis kommt.³⁶⁶ Jedoch wird in der MAR nicht klargestellt, ob und unter welchen Voraussetzungen ein Zwischenschritt berücksichtigt werden darf oder muss. Auch die *Geltl-Entscheidung* bringt insofern keine abschließende Klärung.³⁶⁷ Im Schrifttum wird vorgeschlagen, die zukünftigen Umstände erst dann zu berücksichtigen, wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit über 50 % liegt.³⁶⁸ Nach anderer Ansicht sind mögliche zukünftige Umstände ebenfalls zu berücksichtigen, wenn ihr Eintritt nicht überwiegend wahrscheinlich ist.³⁶⁹ Diese Frage darf nicht so allgemein beantwortet werden. Denn die Kursrelevanz eines Zwischenschritts ist aus dem Horizont des verständigen Anlegers zu beurteilen. Ein verständiger Anleger wird den Zwischenschritt mit den vorher zur Verfügung stehenden Informationen berücksichtigen. Der Zwischenschritt wird somit in seinem jeweiligen Kontext beurteilt. Die mögliche Kursrelevanz des Zwischenschritts kann nur und gerade aus dem Beurteilungszeitpunkt der absehbaren zukünftigen Entwicklung abgeleitet werden. Soweit diese zukünftige Entwicklung zum Beurteilungszeitpunkt nicht durch bereits eingetretene Tatsachen vorgezeichnet ist, wird sich der

³⁶¹ *Langenbucher*, NZG 2013, 1401, (1404); *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 532. Eine tiefergehende Studie über die Einstufung der Zwischenschritte als Insiderinformation nach der bisherigen Rechtslage siehe *Kallmaier*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten.

³⁶² *Krause*, a.a.O.; *Poelzig*, NZG 2016, 528, (532); *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 46.

³⁶³ ErWG 16 MAR.

³⁶⁴ *Fleischer*, NZG 2007, 401, (404); *Klöhn*, NZG 2011, 166, (170 f.); *Langenbucher*, BKR 2012, 145, (146).

³⁶⁵ Informationen über die laufende Verhandlung sowie Informationen über die Entscheidung des Geschäftsführungsorgans, die noch der Zustimmung eines anderen Organs bedarf. EuGH, Urt. v. 28. Juni 2012 –Rs. C-19/11 (*Geltl*) = NZG 2012, 784 (Rn. 32).

³⁶⁶ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 294.

³⁶⁷ *Krause* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 74.

³⁶⁸ *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, (2840); *Bachmann*, DB 2012, 2206, (2209).

³⁶⁹ Aber nur relevant bei besonders hoher Kursrelevanz des Endergebnisses, siehe *Klöhn*, ZIP 2012, 1885, (1892).

verständige Anleger an seinen eigenen Erfahrungen orientieren.³⁷⁰ Dazu wird eine Reihe von Beispielen im Folgenden genannt. Im Falle des Ausscheidens eines Vorstandsvorsitzenden ist das Ausscheiden von der Zustimmung des Aufsichtsrats abhängig. Der Beschluss des Aufsichtsrats macht das Ausscheiden als Endereignis überwiegend wahrscheinlich und ist mithin kursrelevant.³⁷¹ Im Falle von M&A wird ein erster „Letter of Interest“ oder „Letter of Intent“ alleine von dem verständigen Anleger nicht als kursrelevant angesehen. Dafür reichen möglicherweise eine allseits zufrieden stellende Due-Diligence-Prüfung und noch anschließende erfolgreiche Verhandlungen mit Großaktionären.³⁷² Auch in dem Fall der Aufstellung des Jahresabschlusses, die eine Zustimmung des Aufsichtsrats benötigt, liegt eine Insiderinformation bereits vor, wenn der Vorstandsbeschluss rechtliche Eigenrelevanz hat.³⁷³

Weitere typische Zwischenschritte, die als Insiderinformation gelten können, sind zum Beispiel der Stand von Vertragsverhandlungen; vorläufig in Vertragsverhandlungen vereinbarte Bedingungen; die Möglichkeit der Platzierung von Finanzinstrumenten; die Umstände, unter denen Finanzinstrumente vermarktet werden; vorläufige Bedingungen für die Platzierung von Finanzinstrumenten; die Prüfung der Aufnahme eines Finanzinstruments in einen wichtigen Index oder die Streichung eines Finanzinstruments aus einem solchen Index.³⁷⁴

7.2.1.4. Exkurs: Gerüchte

Gerüchte sind Nachrichten, deren Wahrheitsgehalt ungewiss ist, und die einen gewissen Verbreitungsgrad haben.³⁷⁵ Es ist empirisch nachgewiesen, dass Gerüchte Einfluss auf den Kurs von Finanzinstrumenten ausüben können.³⁷⁶ Der Wahrheitsgehalt der Gerüchte ist nicht entscheidend. Soweit sie einen ernst zu nehmenden Kern haben und verlässlich erscheinen, stellen sie präzise Informationen dar und sind dann eben kursrelevant, wenn ein verständiger Anleger auf dieser Grundlage seine Anlageentscheidung trifft.³⁷⁷ Daher können Gerüchte als Insiderinformationen gelten.³⁷⁸

Nach Inkrafttreten der MAR können Gerüchte grundsätzlich als präzise Informationen über Ereignisse und Umstände gemäß Art. 7 Abs. 2 MAR eingestuft werden.³⁷⁹ Dies ergibt sich indirekt auch aus Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR. Demnach ist die Offenlegung einer Insiderinformation nicht aufzuschieben, wenn Gerüchte über die geheim gehaltene Information ausreichend präzise sind, dass die Vertraulichkeit dieser Information vermutlich nicht mehr gewährleistet ist.³⁸⁰

³⁷⁰ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 74.

³⁷¹ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 376. Nur die Mitteilung über den Willen des Ausscheidens an den Aufsichtsrat ist nicht hinreichend, da die erforderliche Aufsichtsratszustimmung durch das Veto eines einzelnen Aufsichtsratsmitglieds verhindert werden kann. Siehe Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 387. Dagegen Ihrig, in: Baldamus, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012, 113, (124).

³⁷² Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 48; Kocher/Widder, a.a.O.; auch BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 33.

³⁷³ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 49.

³⁷⁴ ErWG 17 MAR.

³⁷⁵ Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841, (842); Ekkenga, ZGR 1999, 165, (192).

³⁷⁶ Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841, (843).

³⁷⁷ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 50.

³⁷⁸ So etwa Merkner/Sustmann, NZG 2005, 729, (731); Fleischer/Schmolke, AG 2007, 841, (846 f.). Dagegen Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 52 mwn.

³⁷⁹ Hopt/Kumpan, a.a.O.

³⁸⁰ Krause, CCZ 2014, 248, (255 f.).

Ob ein Gerücht die tatbestandlichen Voraussetzungen von Art. 7 Abs. 2 MAR erfüllt, hängt von der Verlässlichkeit der Information ab.³⁸¹ Zur Feststellung der Verlässlichkeit kann man folgende Faktoren berücksichtigen: die Quelle des Gerüchts, die ihm zugrundeliegenden nachprüfbaren Tatsachen, die Verfassung der Märkte im Allgemeinen und des Segments des Emittenten im Besonderen und schließlich die wirtschaftliche Situation des betroffenen Unternehmens.³⁸² Unzuverlässig sind daher rein subjektive Gerüchte ohne konkrete Vorgänge, zum Beispiel bloße Aussagen von Autoritäten wie Vorstandsvorsitzenden.³⁸³

Problematisch ist, ob der von dem Gerücht betroffene Emittent ad-hoc-publizitätspflichtig ist. Wird dies bejaht, so schließt sich die Folgefrage an, ob und inwieweit der Emittent das ihn betreffende Gerücht als Ad-hoc-Mitteilung verbreiten oder richtigstellen muss. Die Antwort auf diese Frage ist je nach Gerücht unterschiedlich. Die Gerüchte, deren Natur als Gerücht öffentlich bekannt ist oder die nicht kursrelevant sind, werden nicht von dem Emittenten ad-hoc mitgeteilt, um sie richtigzustellen oder zu kommentieren.³⁸⁴ Im gegenteiligen Fall wird ein Gerücht als Insiderinformation eingestuft. Bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht kommt es darauf an, ob dem Gerücht zugängliche Umstände oder Ereignisse zugrunde liegen, die den Emittenten unmittelbar betreffen und kursrelevant sind. Dies ist dann der Fall, der in Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR vorgesehen ist.³⁸⁵ Ein weiteres Problem sind die objektiv unwahren Gerüchte, deren Inhalt im Fall der Wahrheit ad-hoc-publizitätspflichtig wäre.³⁸⁶ Hierzu kann es insbesondere bei einer informationsgestützten Marktmanipulation kommen: die Person, nicht unbedingt der Emittent, die ein Gerücht verbreitet, weiß oder muss gewusst haben, dass diese Information falsch oder irreführend ist, wobei diese Information geeignet ist, falsche oder irreführende Signale zu senden oder eine künstliche Preisbildung herbeizuführen.³⁸⁷ Man kann nach dem Wortlaut von Art. 7 Abs. 2 MAR davon ausgehen, dass unwahre Informationen keine Insiderinformationen sind.³⁸⁸ Wenn die unwahre Information einen Emittenten unmittelbar betrifft, wird dieser Emittent in aller Regel wissen, ob das Gerücht zutreffend ist.³⁸⁹ In diesem Fall kann sich eine Veröffentlichungspflicht nach der bisherigen Rechtslage bzw. § 15 Abs. 1 WpHG a.F. ergeben, nämlich dass der Emittent den Umstand der Unwahrheit im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen muss, wenn das unwahre Gerücht nicht nur potenziell kurserhebliche Umstände enthält, sondern auch wenn es tatsächlich bereits zu erheblichen Kursverzerrungen geführt hat.³⁹⁰ Angesichts des Sinns und Zwecks der MAR soll sich auch eine solche Veröffentlichungspflicht aus Art. 17 Abs. 1 MAR ergeben können.³⁹¹

³⁸¹ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 55.

³⁸² Krause, a.a.O.; Hopt/Kumpan, a.a.O.

³⁸³ Krause, a.a.O.

³⁸⁴ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 477; Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 17 Rn. 29.

³⁸⁵ Langenbucher, a.a.O.; Poelzig, a.a.O.; Hopt/Kumpan, a.a.O.

³⁸⁶ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformationen, S. 231.

³⁸⁷ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 428 f.

³⁸⁸ Ausführlich Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 371.

³⁸⁹ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformationen, S. 232.

³⁹⁰ Neumann, Gerüchte als Kapitalmarktinformationen, S. 233 mwn.

³⁹¹ ErWG. 47 MAR.

7.2.2. Keine öffentliche Bekanntheit

Als Insiderinformationen im Sinn von Art. 17 Abs. 1 lit. a) MAR muss eine Information „nicht öffentlich bekannt“ sein, ansonsten liegt die Natur der Insiderinformation nicht mehr vor.³⁹² Die MAR hat nicht definiert, was öffentliche Bekanntheit ist.³⁹³

Nach bisheriger Rechtslage (§ 13 Abs. 1 WpHG a.F.) galt die sog. Bereichsöffentlichkeit. Danach ist eine Information öffentlich bekannt, wenn sie unter den unmittelbaren Marktteilnehmern, nämlich institutionellen und professionellen Anlegern, verbreitet ist.³⁹⁴ Mithin war erforderlich und ausreichend, dass eine unbestimmte Zahl von institutionellen und professionellen Marktteilnehmern Kenntnis von der Information nehmen kann und es zu erwarten ist, dass diese Information in den Kurs einpreist. Ob die Information tatsächlich zur Kenntnis genommen wird oder in den Kurs einpreist, ist nicht maßgeblich.³⁹⁵

Fraglich ist, ob das Konzept der Bereichsöffentlichkeit unter der Geltung der MAR ebenfalls gilt. Die Wirkung der öffentlichen Bekanntheit ist der Entfall des spezifischen Informationsvorsprungs des Insiders.³⁹⁶ Insofern ließe sich argumentieren, man könne unter der Geltung der MAR an dem bisher geltenden Konzept festhalten, da in diesem Fall die Information den Status als Insiderinformation ebenfalls verliert.³⁹⁷

Allerdings deutet der Begriff „Öffentlichkeit“³⁹⁸ in der MAR auf ein weites Verständnis hin. Es wird durch die Vorschriften der MAR bestätigt, da in Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 MAR auf Art. 21 Transparenzrichtlinie verwiesen wird, wo von einer Veröffentlichung „on a non-discriminatory basis“ die Rede ist.³⁹⁹ Darüber hinaus kann das in Erwägungsgrund 24 MAR erklärte Ziel, nämlich der Schutz der Integrität des Finanzmarktes durch Gleichbehandlung der Investoren, nach dem vorherigen Konzept aufgrund von Arbitragemöglichkeiten einer kleineren vorab informierten Gruppe von professionellen Anlegern verteilt werden.⁴⁰⁰ Die BaFin hat vorher auch auf die breite Öffentlichkeit abgestellt.⁴⁰¹ Die Kommission und die ESMA haben ebenfalls ein weites Verständnis der Öffentlichkeit im Sinne des „breiten Anlegerpublikums“, weil sie in Bezug auf die öffentliche Verbreitung der Information durch den Emittenten gemäß Art. 17 MAR von einer „möglichst breiten Öffentlichkeit“⁴⁰² und „allen Kategorien von Anlegern“⁴⁰³ und von „dissemination to as wide as possible public“⁴⁰⁴ sprechen. In der Praxis sind nicht nur professionelle

³⁹² Lösler in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 49.

³⁹³ Klöhn, ZHR 2016, 707, (710).

³⁹⁴ Schwark/Kruse in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 13 Rn. 30 ff.; Assmann, ZGR 1994, 494, (511); Caspari, ZGR 1994, 530, (539).

³⁹⁵ Klause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 76. Näher Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 52 Fn. 1.

³⁹⁶ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 52.

³⁹⁷ Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 35 ff.

³⁹⁸ „Public“ in der englischen Fassung.

³⁹⁹ Hopt/Kumpan, a.a.O.; Klöhn, ZHR 2016, 707, (716 f.).

⁴⁰⁰ Klause in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 6 Rn. 79; so etwa auch Klöhn, ZHR 2016, 707, (718 f., 725 f.).

⁴⁰¹ „Ausreichend, aber auch erforderlich ist, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum zeitgleich zugänglich ist.“ BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 34.

⁴⁰² Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) i) der Durchführungsverordnung 2016/1055.

⁴⁰³ ErwG 1 S.2 der Durchführungsverordnung 2016/1055.

⁴⁰⁴ ESMA Final Report, ESMA/2015/1455, 28. September 2015, S. 43 Rn. 185.

Marktteilnehmer, sondern auch das breite Anlegerpublikum an Ad-hoc-Mitteilungen interessiert.⁴⁰⁵ Daher ist die Bereichsöffentlichkeit nach der MAR nicht mehr ausreichend. Zusammenfassend ist eine Information öffentlich bekannt, wenn sie von einer unbestimmten Anzahl von Personen zur Kenntnis genommen und zutreffend eingeschätzt werden kann.⁴⁰⁶

Es ist noch fraglich, ob auf die räumliche Reichweite der öffentlichen Bekanntheit der Information in der gesamten EU angesichts der einheitlichen Geltung der MAR hingewiesen wird. Gemäß Art. 20 Abs. 1 Transparenzrichtlinie können Ad-hoc-Mitteilungen ausschließlich in der Sprache veröffentlicht werden, die von der Aufsichtsbehörde des Herkunftsstaates akzeptiert wird, wenn die Wertpapiere lediglich zum Handel in diesem Mitgliedstaat zugelassen sind. Nach § 3b Abs. 2 S. 1 WpAIV, der diese Regelung der Transparenzrichtlinie umsetzt, können Emittenten, deren Herkunftsland Deutschland ist und deren Finanzinstrumente lediglich zum Handel an einem geregelten Markt in Deutschland zugelassen werden, ihre Ad-hoc-Mitteilungen in deutscher Sprache veröffentlichen. Würde eine zulässige auf Deutsch verfasste Ad-hoc-Mitteilung als in sämtlichen Mitgliedstaaten bekannt angesehen, damit sie als öffentlich bekannt gilt, entstünde eine Rechtsunsicherheit für die Marktteilnehmer, die mit der Zielsetzung der MAR kaum vereinbar wäre.⁴⁰⁷ Jedoch verliert die Information mit der Ad-hoc-Mitteilung bereits den Status der Insiderinformation. Deswegen ist eine Information der Öffentlichkeit bekannt, wenn sie in einem Mitgliedstaat veröffentlicht wird; der Zugang zu der Information für das breite Anlegerpublikum in der gesamten EU ist nicht erforderlich.⁴⁰⁸

Bei der Prüfung, ob eine Information in der Praxis öffentlich bekannt ist, wird aus objektiver Perspektive beurteilt.⁴⁰⁹ Irrelevant ist, wer die Insiderinformation öffentlich bekannt macht.⁴¹⁰ Einen rein theoretischen Zugang zu der Information für die gesamte Öffentlichkeit ist für die öffentliche Bekanntheit im Sinne von Art. 7 Abs. 1 lit. a) allerdings nicht ausreichend.⁴¹¹ Es genügt also nicht, wenn eine Information auf einem für alle bedingungslos zugänglichen Internetforum offengelegt wird. Da das Internetforum jedoch nur theoretisch für alle bedingungslos zugänglich ist, hat tatsächlich nur ein beschränkter Kreis von Personen die Möglichkeit zur Teilnahme, insbesondere wenn das Internetforum selbst nur einen kleinen Nutzerkreis hat.⁴¹² Ebenso wenig ausreichend ist die Veröffentlichung einer Information auf der offiziellen Webseite des Emittenten, weil die Information dadurch nicht aktiv verbreitet wird, sondern ausschließlich als passive Information vorhanden ist, die zuerst durch den Anleger abgerufen werden muss.⁴¹³ Aus demselben Grund lehnt die ESMA es ab, über soziale Medien verbreitete Informationen

⁴⁰⁵ Klöhn, ZHR 2016, 707, (715 f.).

⁴⁰⁶ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 297.

⁴⁰⁷ Klöhn, ZHR 2016, 707, (721).

⁴⁰⁸ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 83.

⁴⁰⁹ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 133.

⁴¹⁰ Klöhn, a.a.O.; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 296; Lösler in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 2 Rn. 50.

⁴¹¹ Klöhn, ZHR 2016, 707, (730).

⁴¹² Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 92.

⁴¹³ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 136; BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 34; ESMA Final Report, ESMA/2015/1455, 28. September 2015, S. 44 Rn. 188. Man kann von der Anforderung einer fünfjährigen Anzeige der Insiderinformation auf der Webseite der Emittenten nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 3 MAR nicht ableiten, dass die Veröffentlichung auf der Webseite der Emittenten hinreichend für die öffentliche Bekanntheit ist. Vielmehr soll man diese Vorschrift so verstehen, dass Emittenten neben der Veröffentlichung durch geeignete Medien auch auf ihrer Webseite die Information veröffentlichen müssen. *Hopt/Kumpfan* sind der Ansicht, dass die Veröffentlichung einer Information auf der

als öffentlich bekannt anzusehen.⁴¹⁴ Ähnlich ist die Mitteilung im Rahmen einer offenen Pressekonferenz, einer Analystenkonferenz, einer Hauptversammlung, eines Fest- oder Fachvortrags ebenso wenig ausreichend, auch wenn sie live im Internet übertragen wird und alle maßgeblichen Presseorgane vertreten sind.⁴¹⁵ Darüber hinaus ist eine Gerichtsöffentlichkeit⁴¹⁶ oder eine Veröffentlichung in Regional- und Lokalmedien nicht hinreichend, den Zugang für ein breites Anlegerpublikum zu schaffen.⁴¹⁷

Von den oben genannten Konstellationen kann man ableiten, dass der Auswirkungsumfang der Informationsintermediäre oder die Weise der Verbreitung für die öffentliche Bekanntheit entscheidend ist. Der Auswirkungsumfang soll sicherstellen, dass das Anlegerpublikum gleichzeitig über die Information verfügen kann und dadurch gleichbehandelt wird. Bundesweit erscheinende Printmedien, Rundfunk, Fernsehsendungen, elektronische Medien (zum Beispiel Portale einer bundesweiten Zeitung, einer großen Nachrichtenagentur wie Reuters) sowie ein anderes allgemein zugängliches, elektronisches Informationsverbreitungssystem haben einen solchen Auswirkungsumfang. Wird eine Information durch diese veröffentlicht, gilt sie als dem Anlegerpublikum bereitgestellt.⁴¹⁸

7.2.3. Betroffenheit der Emittenten oder der Finanzinstrumente

Als Insiderinformation muss sich eine präzise Information gemäß Art. 7 Abs. 1 Buchst. a MAR direkt oder indirekt auf einen oder mehrere Emittenten oder auf die Finanzinstrumente beziehen. Bei der Einstufung einer Information als Insiderinformation ist daher ein mittelbarer Emittentenbezug ausreichend.⁴¹⁹

Webseite der Emittenten jedenfalls öffentlich bekannt ist, wenn die Information sich so verbreitet, dass von ihrer „Einarbeitung“ in den Kurs ausgegangen werden kann. Siehe *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 53 mwN.

⁴¹⁴ ESMA, a.a.O.

⁴¹⁵ *Hopt/Kumpan*, a.a.O.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 298. *Klöhn* ist der Auffassung, dass die Information auch öffentlich bekannt ist, sofern die Analystengespräche oder Pressekonferenzen zeitgleich von einer unbestimmten Anzahl von Personen im Internet verfolgt werden können und die Übertragung mit dem Hinweis auf die Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen angekündigt worden ist, siehe *Klöhn*, ZHR 2016, 707, (730).

⁴¹⁶ *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 139. Eine Ausnahme in diesem Fall liegt vor, wenn Medienvertreter dabei sind, die dann durch ihre Veröffentlichungen die Öffentlichkeit herstellen, siehe *Frowein* in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 19.

⁴¹⁷ *Klöhn*, ZHR 2016, 707, (726).

⁴¹⁸ *Hopt/Kumpan*, a.a.O.; *Krause* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 89; *Klöhn*, a.a.O.

⁴¹⁹ Im Vergleich dazu ist ein unmittelbarer Emittentenbezug erforderlich für eine ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformation, Art. 17 Abs. 1 MAR, siehe 7.3. Unmittelbare Betroffenheit der Emittenten.

Die eigenständige Abgrenzungsfunktion dieses Tatbestandsmerkmals ist nicht unumstritten. Erstens sind Umstände kaum vorstellbar, die hinreichend konkret und kurserheblich sind, sich aber nicht einmal mittelbar auf den Emittenten oder das Finanzinstrument beziehen. Siehe *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 54. Auch wenn solche Informationen existieren, die kursrelevant sind und zugleich vermeintlich keinen mittelbaren oder unmittelbaren Bezug zum jeweiligen Emittenten oder Finanzinstrument haben, schädigt der Insiderhandel aufgrund dieser Informationen das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Integrität des Kapitalmarkts eben nicht. Siehe *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 123. Zweitens ist die Abgrenzung zwischen Emittenten- und Finanzinstrumentenbezug nicht immer deutlich, zum Beispiel bei Informationen über eine Dividendenerhöhung oder die Kaufempfehlung eines Finanzanalysten. Siehe *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 381. Somit wird die Rechtssicherheit wegen unterschiedlichen Auffassungen unnötigerweise gefährdet. Daher wird im Schrifttum dafür plädiert, auf dieses Tatbestandsmerkmal gänzlich zu verzichten. Siehe *Assmann*, ZGR 1994, 494, (514).

Typische Informationen mit dem unmittelbaren Emittentenbezug sind Kapitalherabsetzung, Abschluss von Beherrschung- und Gewinnabführungsverträgen, wesentliche Satzungsänderungen, besonders wichtige Erfindungen, Entdeckungen oder Vertragsabschlüsse.⁴²⁰ Entscheidend ist hier, dass es sich um die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage, den allgemeinen Geschäftsverlauf oder die personelle oder organisatorische Struktur des Emittenten handelt.⁴²¹ Der mittelbare Emittentenbezug beschreibt Fälle wie Marktdaten oder Marktinformationen (Zinsbeschlüsse von Notenbanken, Devisenkurse, Rohstoffpreise, statistische Daten der entsprechenden Branche), Gesetzesänderungen usw., die auf den Preis des Finanzinstruments Einfluss haben.⁴²²

Bei den auf Finanzinstrumente bezogenen Informationen geht es um Änderung des Dividendensatzes, Kurspflagemassnahmen, Kursaussetzung, Aufnahme in oder Ausscheiden aus einem Index.⁴²³ Der mittelbare Bezug auf Finanzinstrumente kann eine Konstellation sein, die den gesamten Markt betrifft. Dazu gehören zum Beispiel politisch oder gesamtwirtschaftlich wichtige Entscheidungen, die nicht nur vom Gesetzgeber, sondern auch von der Politik oder dem Gericht getroffen werden.⁴²⁴

7.2.4. Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial

Eine Information hat erst dann den Rang einer Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 lit a) MAR, wenn sie im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens dazu geeignet wäre, den Kurs eines Finanzinstruments erheblich⁴²⁵ zu beeinflussen. Laut Art. 7 Abs. 4 MAR liegt eine solche Information vor, wenn ein verständiger Anleger sie wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.

Das erhebliche Kursbeeinflussungspotenzial wird in Art. 7 Abs. 4 MAR adressiert. Gleichwohl bleibt eine Reihe von Auslegungsfragen zu klären. Dabei handelt es sich um den maßgeblichen Zeitpunkt, den verständigen Anleger sowie informationelle Grundlagen für Anlageentscheidungen.

7.2.4.1. Maßgeblicher Zeitpunkt

Für die Aufnahme einer Information als Grundlage der Anlageentscheidung ist es entscheidend, ob die Information geeignet wäre, den Kurs des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.⁴²⁶ Dabei wird die Kursrelevanz einer Information in zeitlicher Hinsicht aus der Ex-ante-Perspektive ermittelt. Diese Erforderlichkeit einer Ex-ante-Bewertung ergibt sich aus dem Erwägungsgrund 14 MAR. Der verständige Anleger stützt seine Anlageentscheidung auf Informationen, die ihm vorab zur Verfügung stehen, sog. Ex-ante-Informationen; bei der Prüfung der Grundlage für seine Anlageentscheidung werden diese Informationen berücksichtigt.⁴²⁷ Daher ist es unwesentlich, ob es nach der erfolgten Veröffentlichung der Information auch tatsächlich zu einer Kursänderung des einschlägigen Finanzinstruments kommt.⁴²⁸ Al-

⁴²⁰ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 51.

⁴²¹ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 286.

⁴²² *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 287.

⁴²³ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 286.

⁴²⁴ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 50.

⁴²⁵ Der europäische Gesetzgeber verwendet den Ausdruck „spürbar zu beeinflussen“ in Art. 7 Abs. 4 MAR, aber „erheblich zu beeinflussen“ in Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR. Spürbarkeit ist deutlich schwächer als Erheblichkeit. Hier könnte es um einen Redaktionsfehler gehen. Näher *Langenbacher*, NZG 2013, 1401, (1405).

⁴²⁶ Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR.

⁴²⁷ ErwG 14 S. 1 und 2 MAR.

⁴²⁸ *Assmann* in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 13 Rn. 55.

lerdings kann ein tatsächlich eingetretener Kursausschlag im zeitlichen Zusammenhang mit dem Bekanntwerden der Informationen als Indiz dafür gesehen werden, dass die Information geeignet war, eine entsprechende Reaktion hervorzurufen.⁴²⁹ Dazu müssen vor allem alle anderen Umstände ausgeschlossen werden, die als Ursache der Kursveränderung in Betracht kommen.⁴³⁰ Der europäische Gesetzgeber ist auch der Ansicht, dass die Einschätzung, dass eine Ex-ante-Information kurserheblich war, anhand von Ex-post-Informationen bzw. Informationen, die im Nachhinein vorliegen, überprüft werden kann.⁴³¹ Die Richtung, in die sich der Kurs nach dem Bekanntwerden der Information bewegt, spielt für die Prüfung der Kursrelevanz keine Rolle, da auch Insider nicht immer die Richtung richtig vorhersagen können.⁴³² Daher lässt eine andere Richtung der Kursänderung als erwartet oder keine wesentliche Schwankung des Kurses nach dem Bekanntwerden einer Information nicht den Umkehrschluss zu, dass keine Insiderinformation vorliegt.⁴³³

7.2.4.2. Verständiger Anleger

Ob eine Information als Grundlage für die Anlageentscheidung aufgenommen wird, ist aus der Sicht eines verständigen Anlegers zu beurteilen. Insofern ist das Begriffsverständnis des verständigen Anlegers sehr wichtig. Wie man diesen Begriff definieren kann, ist allerdings weder explizit dem Gesetzestext der MAR noch dessen Erwägungsgründen zu entnehmen.⁴³⁴ Im Erwägungsgrund 14 MAR wird lediglich klargestellt, dass der verständige Anleger seine Anlageentscheidung auf Informationen stützt, die ihm vorab zur Verfügung stehen. Er verfügt also über die notwendige Sachkunde. Der Grad von Erfahrung und Professionalität bleibt jedoch unklar, ebenso wie die Frage inwiefern er rational handelt.⁴³⁵

In der Wirtschaftspraxis kann der verständige Anleger nicht immer rational (im Sinne einer Ausrichtung allein auf die Fundamentaldaten des Emittenten) handeln, sondern er berücksichtigt auch irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer.⁴³⁶ Bei der Prüfung der Kursrelevanz einer Information kann man aber nicht das Verständnis der Wirtschaftspraxis zugrunde legen, sondern muss den verständigen Anleger im Sinne von Art. 7 Abs. 4 MAR so verstehen, dass er stets rational ist und somit ausschließlich auf der Grundlage der fundamentalwertbezogenen Informationen seine Anlageentscheidung trifft.⁴³⁷ Ansonsten hätte der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 MAR auch solche Informationen ad-hoc mitzuteilen, die zwar nicht den Fundamentalwert des jeweiligen Finanzinstruments betreffen, aber eine Reaktion des Marktpreises erwarten lassen.⁴³⁸ Solche Ad-hoc-Mitteilungen würden nur in die Irre führen und Irrationalitäten verursachen und die Abgrenzung zwischen der Information und der Insiderinformation erschweren und zu willkürlichen Entscheidungen führen.⁴³⁹ Dies kann schließlich die Integrität des Kapitalmarkts untergraben bzw. dem Sinn und Zweck des Art. 17 MAR zuwiderlaufen.⁴⁴⁰ Außerdem erhöht

⁴²⁹ Assmann, a.a.O.; Schwark/Kruse in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 13 Rn. 44.

⁴³⁰ Kumpan, DB 2016, 2039, (2042).

⁴³¹ ErWG 15 MAR.

⁴³² Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 54.

⁴³³ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 103.

⁴³⁴ Langenbucher, a.a.O.

⁴³⁵ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 55.

⁴³⁶ BGH, Urt. v. 13. Dezember 2011 – Az. XI ZR 51/10 (IKB) = NZG 2012, 263 (Rn. 44); Mennicke, ZBB 2013, 244, (248 f.).

⁴³⁷ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 15 Rn. 44.

⁴³⁸ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 252.

⁴³⁹ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 116 mwn.

⁴⁴⁰ Klöhn, a.a.O.

dieses Verständnis des verständigen Anlegers die Rechtssicherheit, weil die Kursrelevanz einer Information somit nicht von Reaktionen irrationaler Marktteilnehmer abhängig ist.⁴⁴¹ Die Ziele des Kapitalmarktrechts sollte die hier befürwortete Interpretation des verständigen Anlegers daher nicht konterkarieren.

Darüber hinaus dient die Interpretation des verständigen Anlegers dazu, zu ermitteln, welche Informationen die Kursreaktion hervorrufen. Dies stellt auf die Frage ab, ob so viele Marktteilnehmer handeln werden, dass eine Marktreaktion zu erwarten ist. Folglich soll der Begriff des verständigen Anlegers ein Sammelbegriff sein. Der verständige Anleger ist dann ein Stellvertreter der gesamten Anleger.⁴⁴² So werden die Eigenschaften der gesamten Anleger objektiv interpretiert und die individuellen Eigenschaften, die man einem Anleger immer zuschreiben kann, sind entsprechend irrelevant.⁴⁴³

Angesichts der bisher genannten Gründe kann der verständige Anleger zum Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation als Personifizierung eines effizienten Marktes im Sinne der halbstrengen Variante der Effizienzmarkthypothese⁴⁴⁴ verstanden werden. Das heißt, dass er auf der Grundlage sämtlicher öffentlich verfügbarer Informationen handelt und sich stets rational verhält. Dieses Verständnis über den verständigen Anleger passt eben den Vorschriften der MAR, besonders Art. 7 Abs. 4 und Erwägungsgrund 14 MAR.⁴⁴⁵ Insofern wird dann untersucht, was für eine Information auf einem effizienten Markt im Sinne der halbstrengen Variante der Effizienzmarkthypothese kursrelevant ist.

7.2.4.3. Informationelle Grundlage der Anlageentscheidungen

Laut Art. 7 Abs. 4 MAR wird die Information, die den Kurs eines Finanzinstruments erheblich beeinflussen kann, von einem verständigen Anleger als Grundlage für seine Anlageentscheidung aufgenommen. Die Frage, welche Information den Kurs eines Finanzinstruments erheblich beeinflussen kann, kann daher in die Frage nach der Entscheidungserheblichkeit der Information umgesetzt werden. Als Grundlage der Anlageentscheidungen hat die Information die Eigenschaften von Eignung zur Kursbeeinflussung und Erheblichkeit der Kursbeeinflussung.

7.2.4.3.1. Eignung zur Kursbeeinflussung

Als Grundlage für Anlageentscheidungen muss die Information zuerst geeignet sein, im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs eines Finanzinstruments zu beeinflussen. Wie bereits dargestellt, wird die Eignung zur Kursbeeinflussung aus der Ex-ante-Perspektive und aus der Sicht des verständigen Anlegers beurteilt. Das Kriterium für die Eignung zur Kursbeeinflussung ist die Auswirkung der Information auf den Fundamentalwert des jeweiligen Finanzinstruments.⁴⁴⁶ Ein effizienter Kapitalmarkt im Sinne der halbstrengen Variante der Effizienzmarkthypothese ist dadurch gekennzeichnet, dass der Marktpreis sämtliche öffentlich verfügbare Informationen widerspiegelt. Der verständige Anleger, der die Personifikation auf einem derartigen Markt ist, würde erst dann eine neue Information als Grundlage

⁴⁴¹ Krause, a.a.O.

⁴⁴² Hopt/Kumpan, a.a.O.

⁴⁴³ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 258 f.

⁴⁴⁴ Hierzu Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 15 ff.

⁴⁴⁵ Hopt/Kumpan, a.a.O.; Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 252.

⁴⁴⁶ Ausführlich Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 179 ff.

für seine Anlageentscheidung aufnehmen, wenn diese Information eine neue Beurteilung des Fundamentalwerts des jeweiligen Finanzinstruments verursachen würde.⁴⁴⁷

Der Fundamentalwert eines Finanzinstruments, ein Begriff aus der ökonomischen Theorie, ist der Wert, auf den sich alle Marktteilnehmer in Kenntnis aller öffentlich verfügbarer Informationen einigen würden. Innerhalb der ökonomischen Modell-Welt ist der Fundamentalwert eines Finanzinstruments der wahre, innere oder eigentliche Wert eines Finanzinstruments. Er ist von zwei Variablen abhängig, und zwar den zukünftigen Zahlungsströmen, die das Finanzinstrument erwarten lässt, sowie dem Risiko, das mit der Anlage verbunden ist.⁴⁴⁸ Ändert sich die Erwartung der zukünftigen Zahlungsströme oder das verbundene Risiko, ändert sich deswegen auch der Fundamentalwert des Finanzinstruments. Eine neue Information ist insofern dann fundamentalwertrelevant, wenn sich wegen dieser Information entweder die zu erwarteten Auszahlung des betroffenen Finanzinstruments oder das mit dem Finanzinstrument verbundene Risiko ändert. Nach diesem ökonomischen Modell kommt es zu einer Kursveränderung, wenn das Gesamtbild wegen der neuen Information den bisherigen Erwartungen nicht mehr vollständig entspricht und es bei dem verständigen Anleger zu einer Erwartungsänderung kommt.⁴⁴⁹ Das heißt auch, dass eine kursrelevante Information dem Markt eine Überraschung bereiten kann. Je größer die Überraschung, desto kursrelevanter ist die Information.⁴⁵⁰ Insofern ist auch eine öffentlich unbekannt wichtige Information nicht kursrelevant, wenn sie vom Markt bereits erwartet wird und der Marktpreis des jeweiligen Finanzinstruments diese unbekannt Information bereits widerspiegelt.⁴⁵¹ Zusammenfassend lässt sich sagen, dass hier das Gebot einer anderen Bewertung des Finanzinstruments entscheidend ist.⁴⁵²

Bei der Prüfung einer neuen Bewertung eines Finanzinstruments wegen einer Information sind alle zu dem jeweiligen Ex-ante-Zeitpunkt öffentlich bekannten Informationen zu würdigen.⁴⁵³ Zugleich wird gefordert, dass neben der Information und deren Auswirkung auf den Emittenten selbst alle im Prognosezeitpunkt bekannten Marktverhältnisse zu berücksichtigen sind.⁴⁵⁴ Außerdem sind die voraussichtlichen Auswirkungen der Information zu bedenken, wobei besonders die Gesamttätigkeit des Emittenten, die Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstige Marktvariablen, die das Finanzinstrument

⁴⁴⁷ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 179; Schwark/Kruse in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 13 Rn. 46.

⁴⁴⁸ Klöhn, WM 2014, 537, (538).

⁴⁴⁹ Schwark/Kruse, a.a.O.; Klöhn, a.a.O.

⁴⁵⁰ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 169.

⁴⁵¹ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 168.

⁴⁵² Klöhn, WM 2014, 537, (538).

⁴⁵³ Angesichts des Verständnisses über den verständigen Anleger als Personifizierung eines effizienten Marktes im Sinne der halbstrengen Variante der Effizienzmarkthypothese, ist kursrelevant demnach, was auf einem derartigen Markt den Kurs bewegt. Aufgrund dieser Orientierung am effizienten Markt wurde der Probability-Magnitude-Test für die Bestimmung der Kursrelevanz, besonders der Kursrelevanz eines Zwischenschritts, herangezogen. Die strenge Anwendung des Probability-Magnitude-Tests könnte allerdings dazu führen, dass bereits ein sehr früh entstandener Zwischenschritt eines gestreckten Entscheidungsprozesses eine Insiderinformation sein kann, auch wenn der Eintritt des Endereignisses noch völlig offen oder vielleicht sogar unwahrscheinlich ist, weil das Endergebnis, wenn es eintritt, ganz besonders erhebliche Auswirkung auf den Kurs haben kann. Der EuGH und der BGH haben in der Rechtsprechung die Anwendung der Probability-Magnitude-Formel abgelehnt. Näher Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 110 ff.; Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 55; Klöhn, WM 2014, 537, (537); Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 51 f.

⁴⁵⁴ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 108.

unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürften, in Betracht zu ziehen sind.⁴⁵⁵ Weiterhin hat CESR, der Vorgänger der ESMA, zuvor in den Hinweisen auf die Vorgängervorschriften ein paar zu berücksichtigende Indikatoren in Bezug auf die Feststellung der erheblichen Beeinflussung gegeben, wie z. B. die Größe des Emittenten, jüngste Entwicklungen, das Marktsentiment in Bezug auf den Emittenten, die Branche des Emittenten. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, ob die Informationsquelle verlässlich ist, welche Marktvariablen den Kurs der Wertpapiere des Emittenten beeinflussen, ob die Information vergleichbar mit Informationen aus der Vergangenheit ist, die schon einmal kursrelevant waren, ob es Analystenberichte gibt, die nahelegen, dass die Information kursrelevant sein könnte, und ob die Gesellschaft vergleichbare Ereignisse schon einmal als Insiderinformation behandelt hat.⁴⁵⁶

Gerüchte könnten auch geeignet sein, den Kurs eines Finanzinstruments zu beeinflussen. Dazu dienen als maßgebliche Kriterien die Quelle des Gerüchts, die diesem zugrundeliegenden nachprüfbaren Fakten, die Verfassung des Markts im Allgemeinen und des Segments des betroffenen Emittenten sowie dessen wirtschaftliche Situation.⁴⁵⁷

7.2.4.3.2. Erheblichkeit der Kursbeeinflussung

Auch wenn eine Information den Kurs beeinflussen kann, muss die Beeinflussung weiterhin noch erheblich sein, damit die Information als Insiderinformation einzustufen ist. Das wirft die Frage auf, ab welchem Ausmaß eine Kursbeeinflussung erheblich ist.

Das Erfordernis der Erheblichkeit der Kursbeeinflussung dient dem Zweck, Bagatellfälle auszuschließen.⁴⁵⁸ In den Bagatellfällen ist der Kursauschlag so niedrig, dass die Chance, aus der Verwendung der Information Gewinne zu ziehen, so gering ist, dass die potenziellen Gewinne die erwarteten Handelskosten nicht decken können; es gibt auch Verlustrisiken wegen des Eingriffs von anderen kursrelevanten Faktoren.⁴⁵⁹ Wegen des Mangels an wirtschaftlichen Vorteilen hat der verständige Anleger in solchen Fällen keinen Handelsanreiz. Man kann demnach davon ausgehen, dass die Erheblichkeit der Kursbeeinflussung den Handelsanreiz bietet.⁴⁶⁰ Insofern tritt das Kriterium eines Handelsanreizes häufig in der Literatur auf. Demnach ist eine öffentlich unbekannt Information dann kurserheblich, wenn diese Information nach ihrem Bekanntwerden einen Kauf- oder Verkaufsanreiz für den verständigen Anleger bieten kann, also sich das Geschäft für den verständigen Anleger lohnt. Dies ist der sog. subjektive Ansatz.⁴⁶¹ Das ist besonders der Fall, wenn die erwartete Rendite abzüglich der unmittelbaren und mittelbaren Transaktionskosten sowie der Opportunitätskosten das eingesetzte Kapital übersteigt. Dann wird der verständige Anleger die Information als Grundlage für seine Anlageentscheidung im Sinne von Art. 7 Abs. 4 MAR verwenden.⁴⁶² Das Kernelement ist, dass die Information eine Möglichkeit zur Arbitrage

⁴⁵⁵ ErwG 14 S. 3 MAR.

⁴⁵⁶ Näher CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive of the market, CESR /06-562, S. 6 Rn. 1.13 f.

⁴⁵⁷ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 301; *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, (846).

⁴⁵⁸ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 54.

⁴⁵⁹ *Hopt/Kumpan*, a.a.O.; *Krause* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 118.

⁴⁶⁰ *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 53.

⁴⁶¹ *Schwark/Kruse* in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 13 Rn. 49; *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 198. Früher, nach Inkrafttreten des § 13 WpHG a.F., gab es Stimmen in der Literatur, dass in Anlehnung an die Kennzeichnungspflicht von Kursmaklern jede zum Zeitpunkt der Vornahme des Insidergeschäfts zu erwartende Kursänderung von mindestens 5 % erheblich sei. Siehe *Assmann*, ZGR 1994, 494, (514 f.); *Caspari*, ZGR 1994, 530, (541).

⁴⁶² *Klöhn*, a.a.O.

(gerade unter Auswirkung der Information) bieten kann. Daher ist eine Information auch dann kurserheblich, wenn ihr öffentliches Bekanntwerden zwar nur geringe Kursausschläge nach sich zieht, sie aber gleichwohl die Realisierung eines möglicherweise kleinen, jedoch sicheren Gewinns erwarten lässt, sofern die erwartete Rendite die mit dem Geschäft verbundenen Kosten und die Opportunitätskosten deckt.⁴⁶³ Dagegen sind die Höhe sowie die Sicherheit der Rendite irrelevant, da jede Ausnutzung eines Informationsvorsprungs bereits geeignet ist, das Vertrauen des Anlegers in die Integrität des Kapitalmarkts zu gefährden.⁴⁶⁴

Die Aufsichtsbehörde stellt auch ein objektives Kriterium für die Erheblichkeit einer Information in Rechnung. Die Aussage des damaligen Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel und der Deutschen Börse AG von vor ca. 20 Jahren ist nach der heutigen Ansicht noch sachgerecht: Es liegt die Erheblichkeit der Kursbeeinflussung vor, wenn eine das übliche Maß der Schwankungen deutlich übersteigende Kursänderung zu erwarten ist, wobei rein marktbedingte Kursbewegungen zu eliminieren sind.⁴⁶⁵

Die BaFin führt in ihrem Emittentenleitfaden für die bisherige Rechtslage eine gemischt objektiv-subjektive Zweistufenprüfung für die Ermittlung der Kurserheblichkeit durch. Auf der ersten Stufe wird untersucht, ob der betreffende Umstand für sich allein ex-ante nach allgemeiner Erfahrung ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial haben kann (objektives Element); auf der zweiten Stufe wird sodann geprüft, ob im Zeitpunkt des Handels vorliegende oder absehbare konkrete Umstände des Einzelfalls den Handelsanreiz erhöhen oder vermindern können (subjektives Element).⁴⁶⁶ Daneben gibt die BaFin in

⁴⁶³ Krause in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 6 Rn. 121.

⁴⁶⁴ Schwark/Kruse in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 13 Rn. 49; Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 13 Rn. 199; Steinrück, a.a.O.

⁴⁶⁵ Hopt/Kumpan, a.a.O.

⁴⁶⁶ Zahlreiche Beispiele für die zu prüfenden Umständen auf der ersten und zweiten Stufe siehe BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 35 f.

ihrem Emittentenleitfaden einen Beispielkatalog⁴⁶⁷ für die Fallkonstellationen mit erheblichem Kursbeeinflussungspotenzial. Dies ist für die Rechtssicherheit von großer Bedeutung und eine erhebliche Hilfe für die Praxis.⁴⁶⁸

7.3. Unmittelbare Betroffenheit der Emittenten

Nicht alle Insiderinformationen sind ad-hoc zu veröffentlichen. Nach Art. 17 Abs. 1 MAR veröffentlicht der Emittent ausschließlich die Insiderinformationen, die ihn unmittelbar⁴⁶⁹ betreffen. Daher fallen In-

⁴⁶⁷ BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 53. Folgende Konstellationen sind nach der Ansicht der BaFin in der Regel kurserheblich:

- Veräußerung von Kerngeschäftsfeldern, Rückzug aus oder Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern,
- Verschmelzungsverträge, Eingliederungen, Ausgliederungen, Umwandlungen, Spaltungen sowie andere wesentliche Strukturmaßnahmen,
- Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträge,
- Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen,
- Übernahme- und Abfindungs-/Kaufangebote,
- Kapitalmaßnahmen (inkl. Kapitalberichtigung),
- wesentliche Änderung der Ergebnisse der Jahresabschlüsse oder Zwischenberichte gegenüber früheren Ergebnissen oder Marktprognosen,
- wesentliche Änderung des Dividendensatzes,
- bevorstehende Zahlungseinstellung/Überschuldung, Verlust nach § 92 AktG/kurzfristige Kündigung wesentlicher Kreditlinien,
- Verdacht auf Bilanzmanipulation, Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschlusstests durch den Wirtschaftsprüfer,
- erhebliche außerordentliche Aufwendungen (z. B. nach Großschäden oder Aufdeckung krimineller Machenschaften) oder erhebliche außerordentliche Erträge,
- Ausfall wesentlicher Schuldner,
- Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse (einschließlich Kooperationsabkommen),
- Restrukturierungsmaßnahmen mit erheblichen Auswirkungen auf die künftige Geschäftstätigkeit,
- bedeutende Erfindungen, Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger (aktiver/passiver) Lizenzen,
- maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle,
- Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung,
- überraschende Veränderungen in Schlüsselpositionen des Unternehmens (z. B. Vorstandsvorsitzender, Aufsichtsratsvorsitzender, überraschender Ausstieg des Unternehmensgründers),
- überraschender Wechsel des Wirtschaftsprüfers,
- Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung zum organisierten Markt, wenn nicht noch an einem anderen inländischen organisierten Markt eine Zulassung aufrechterhalten wird,
- Lohnsenkungen oder Lohnerhöhungen, die nur den Emittenten betreffen,
- Beschlussfassung des Vorstandes, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen.

⁴⁶⁸ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 15 Rn. 47; Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 56.

⁴⁶⁹ In Art. 17 Abs. 1 MAR wird das Wort „unmittelbar“ und in Art. 7 Abs. 1 lit. a) das Wort „direkt“ verwendet. Die beiden Wörter sollen deckungsgleich sein. Untersucht man den Text der MAR in anderen Sprachen, kann man hier von einem Übersetzungsfehler ausgehen. Es sollte hier keine inhaltliche Differenzierung geben. Siehe Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 47 Fn. 105.

siderinformationen, die den Emittenten nur mittelbar betreffen, oder die ausschließlich die Finanzinstrumente des Emittenten betreffen, zwar unter die Insiderhandelsverbote, lösen aber keine Publizitätspflicht für den Emittenten aus. Insofern ist es für die Ad-hoc-Publizitätspflicht sehr wichtig, das Kriterium der unmittelbaren Betroffenheit klarzustellen.

7.3.1. Zweck

Zweck dieses zusätzlichen Tatbestandsmerkmals ist die sinnvolle Eingrenzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht.⁴⁷⁰ Die Eingrenzung kann sich ursprünglich aus der Funktion des Kapitalmarkts ergeben. Die Operations- und Allokationsfunktion des Markts verlangt nach niedrigen Marktkosten. Die Offenlegungspflicht soll die Informationskosten senken und die Informations-, Bewertungs- und Allokationseffizienz auf dem Markt steigern. Insofern sollen diejenigen, die mit den niedrigsten Kosten Informationen schaffen oder analysieren können, die entsprechenden Informationen bieten. Für die noch nicht öffentlich bekannten und kursrelevanten Informationen, die sich auf einen Emittenten beziehen, trägt dieser Emittent normalerweise die deutlich geringeren Kosten als andere Marktteilnehmer, weil dieser Emittent meistens nichts Spezielles dafür tut und während seiner Tätigkeit die Informationen zur Verfügung hat.⁴⁷¹ Wegen des Kostenvorteils soll der Emittent die relevanten Informationen bekannt geben. Umgekehrt ist es zugleich auch für Marktteilnehmer entsprechend einfacher, die Informationen zu finden, zu bewerten und einzupreisen, wenn diese Informationen durch denjenigen zu veröffentlichen sind, auf den sie sich beziehen. Folglich senkt dies die gesamten Informations- und Transaktionskosten auf dem Markt und erhöht die operationale Effizienz.⁴⁷²

Darüber hinaus werden die Kosten für den Emittenten zur Informationsverarbeitung durch das Kriterium der unmittelbaren Betroffenheit reduziert, da die Informationspflicht des Emittenten sachlich begrenzt ist. Also ist der Emittent nicht verpflichtet, Informationen zu veröffentlichen, die sich lediglich auf die von ihm emittierten Finanzinstrumente, oder allgemein auf Veränderungen der Konjunktur oder auf die Branche des Emittenten beziehen. Ansonsten würde die Zahl der Information erheblich steigen und Informationspflichten wegen Überinformation würden von ihrem eigentlichen Zweck abweichen.⁴⁷³

Faustregel hier ist, dass der Emittent hinsichtlich solcher Informationen der „least cost information provider“ ist.⁴⁷⁴

7.3.2. Rein finanzinstrumentsbezogene Insiderinformationen

Von dem Wortlaut von Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR ist abzuleiten, dass eine Insiderinformation, die lediglich ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft, vom Emittenten nicht ad-hoc-publizitätspflichtig bekannt zu geben ist. In der Literatur ist häufig die Stimme zu hören, dass es nicht genügt, über die Insiderverbote hinaus eine Ad-hoc-Publizitätspflicht auszulösen, wenn die Information lediglich Finanzinstrumente des Emittenten betrifft.⁴⁷⁵ Gegenteilige Ansichten kann man jedoch auch finden. Es wird

⁴⁷⁰ Voß in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 57; Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 46; Klöhn, NZG 2017, 1285, (1287 f.).

⁴⁷¹ Veil/Brüggemeier, a.a.O.; Klöhn, WM 2010, 1869, (1878).

⁴⁷² Klöhn, a.a.O.

⁴⁷³ Ausführlich Möllers/Kernchen, ZGR 2011, 1, (11 ff.); Veil/Brüggemeier, a.a.O.

⁴⁷⁴ Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 55; Veil/Brüggemeier, a.a.O.

⁴⁷⁵ Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 48; Schwark/Kruse in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 15 Rn. 34; Koch in: Veil/Brinckmann (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 45; Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 475.

vertreten, dass eine Betroffenheit der Finanzinstrumente mit der Betroffenheit des Emittenten selbst gleichgesetzt werden kann. Unter Berücksichtigung der Funktion der Ad-hoc-Mitteilung zur Prävention des Insiderhandels mag man die möglichst weitgehende Angleichung der Anwendungsbereiche rechtspolitisch begrüßen.⁴⁷⁶

Allerdings liegt der Zweck des Merkmals der unmittelbaren Emittentenbetroffenheit gerade in der Eingrenzung des Anwendungsbereichs der Vorschrift. Die Gleichstellung macht eine Unterscheidung zwischen Finanzinstruments- und Emittentenbetroffenheit in Art. 7 Abs. 1 lit. a) bedeutungslos und führt dadurch zur Umgehung der Funktion dieses Tatbestandsmerkmals als Vorfilter. So ergibt sich die Folge, dass der Emittent auch Informationen veröffentlichen muss, die zwar seine Finanzinstrumente, aber den Emittenten selbst nur mittelbar betreffen. Somit wäre dieses Tatbestandsmerkmal in der Praxis überflüssig.⁴⁷⁷ Darüber hinaus widerspräche diese Auslegung als Gleichstellung dem Wortlaut der Vorschrift. Angesichts der Sanktionen wegen der unrechtmäßigen Ad-hoc-Publizität besteht hier nach Art. 103 Abs. 2 GG ein Analogieverbot.⁴⁷⁸ Ein spezieller Fall in der Praxis ist, dass eine Information primär die Finanzinstrumente betrifft, zugleich aber auch den Emittenten selbst unmittelbar. In diesem Fall ist der betroffene Emittent verpflichtet, die Information bekannt zu geben.⁴⁷⁹ Dies ist der Fall, wenn eine börsennotierte Bank die Kundenaufträge für eigene Aktien der Bank selbst kommissionsweise ausführt. Wenn es bei dem Kundenauftrag um Aktien von anderen Emittenten gehen würde, wäre es dem einschlägigen Emittenten im Vergleich zu den Marktteilnehmern nicht leichter und kostengünstiger, die Information aufzudecken oder zu analysieren.⁴⁸⁰

Zusammenfassend sind lediglich die den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformationen im Hinblick auf den Zweck der Anforderung der unmittelbaren Betroffenheit und auf die Rechtssicherheit unverzüglich bekannt zu geben. Insiderinformationen, die den Emittenten mittelbar oder lediglich die von ihm emittierten Finanzinstrumente betreffen, sollen von dem Umfang der Ad-hoc-Publizität ausgenommen werden.

7.3.3. Unmittelbare Emittentenbetroffenheit im Tätigkeitsbereich

Die MAR sowie die frühere MAD 2003 enthalten keine Konkretisierung der Unmittelbarkeit.⁴⁸¹ Nach der älteren Rechtslage liegt eine unmittelbare Betroffenheit des Emittenten insbesondere vor, wenn die Information im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintritt, § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG a.F.

Das Wort „insbesondere“ stellt klar, dass auch Informationen außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten ihn unmittelbar betreffen können.⁴⁸² Die Darstellung über die unmittelbare Betroffenheit

⁴⁷⁶ *Simon*, DK 2005, 13, (15); *Ziemons*, NZG 2004, 537, (541); *Assmann* in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 56 f., allerdings nicht in Bezug auf derivative Finanzinstrumente; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 56 f., unter dem Aspekt vom Fundamentalwert. Er ist der Meinung, dass im Falle einer fundamentalwertbezogenen Information der Emittent dann der „least cost information provider“ ist. Daher ist der Emittent verpflichtet, die Information bekannt zu geben. Er nennt dazu die Änderung der in einer Aktie verbrieften Rechte als Beispiel. Schließlich wird die Schwierigkeit der Trennung von lediglich finanzinstrumentsbezogenen und emittentenbezogenen Insiderinformationen hingewiesen. Eine trennscharfe Abgrenzung könnte zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit führen.

⁴⁷⁷ *Schwark/Kruse*, a.a.O.

⁴⁷⁸ *Schwark/Kruse*, a.a.O.

⁴⁷⁹ *Schwark/Kruse*, a.a.O.; *Veil/Brüggemeier*, a.a.O.

⁴⁸⁰ *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 56.

⁴⁸¹ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 388.

⁴⁸² *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 24; *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, (735).

in § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG a.F. wird von Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR nicht aufgenommen. Trotzdem kann man sagen, dass Informationen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintreten, weiterhin zum zentralen Teil der Informationen gehören, die den Emittenten unmittelbar betreffen.⁴⁸³ Informationen im Tätigkeitsbereich des Emittenten sind alle unternehmensinternen Ereignisse, bei denen es typischerweise um Geschäftsabschlüsse, Kapital- oder Strukturmaßnahmen, die Stellung eines Insolvenzantrages, Compliance-Verstöße oder Vorstands- oder Aufsichtsratsbeschlüsse geht.⁴⁸⁴ In Bezug auf die Insiderinformationen im Tätigkeitsbereich des Emittenten sind Emittenten „least cost information provider“ und der Kapitalmarkt kann zur Reduzierung von Informationserwerbskosten auch die Veröffentlichung durch den Emittenten berechtigterweise erwarten.⁴⁸⁵

7.3.4. Unternehmensexterne Umstände

Nach der bisherigen Rechtslage kann auch die unternehmensexterne Information den Emittenten unmittelbar betreffen. Die Darstellung von § 15 Abs. 1 S. 3 WpHG a.F. wird von Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR nicht aufgenommen. So ist der Umfang der zu veröffentlichenden Insiderinformationen nach dem Wortlaut von Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR noch klarer, es heißt nämlich, dass sich die zu veröffentlichenden Insiderinformationen nicht auf die Insiderinformationen des Tätigkeitsbereichs des Emittenten beschränken. Mithin werden auch solche Informationen erfasst, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten entstanden sind. Der Grund ist, dass in bestimmten Fällen der verständige Anleger die Veröffentlichung der Information berechtigterweise erwarten darf.⁴⁸⁶

Die meisten unternehmensexternen Informationen betreffen den Emittenten mittelbar, nur ein kleiner Teil davon betrifft ihn unmittelbar im Sinne von Art. 17 Abs. 1 MAR. Manche unternehmensexternen Umstände haben die Eigenschaft, dass sie einen hinreichend konkreten Zusammenhang mit dem Emittenten haben, der diesen individualisiert und aus der Gruppe der vergleichbaren, am Markt notierten Emittenten heraushebt.⁴⁸⁷ Grundsätzlich ist eine Auswirkung auf die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage oder ein allgemeiner Effekt auf den Geschäftsverlauf erforderlich.⁴⁸⁸ Die unternehmensexternen Informationen haben dadurch eine unmittelbare Betroffenheit für einen bestimmten Emittenten,⁴⁸⁹ z. B. wenn sich dieser mit einer Klage konfrontiert sieht oder wenn ein Bußgeldbescheid einer Behörde gegen ihn vorliegt.⁴⁹⁰

Daher sind allgemeine Marktdaten, wie Veränderung des Leitzinses, Arbeitslosenzahlen, Rohstoffpreise usw., grundsätzlich kein Gegenstand der Ad-hoc-Publizität.⁴⁹¹ Bei der Beschaffung solcher Informationen hat der Emittent in der Regel keinen komparativen Kostenvorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern.⁴⁹² Würden solche Informationen von dem Emittenten im Rahmen von Ad-hoc-Publizität bekannt

⁴⁸³ *Buck-Heeb*, a.a.O.; *Grundmann* in: Grundmann, Investment Banking I, MAR Art. 17 Rn. 498.

⁴⁸⁴ *Grundmann*, a.a.O.; *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 140 mwn.

⁴⁸⁵ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 49.

⁴⁸⁶ *Veil/Brüggemeier*, a.a.O.

⁴⁸⁷ *Veil/Brüggemeier*, a.a.O.

⁴⁸⁸ *Grundmann*, a.a.O.

⁴⁸⁹ *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 73; *Frowein* in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 30; *Hopt/Kumpan*, a.a.O.

⁴⁹⁰ *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 59 f.

⁴⁹¹ *Koch* in: *Veil/Brinckmann* (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, § 19 Rn. 41; *Voß* in: *Just* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 68.

⁴⁹² *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 60, 73.

gegeben werden, würden dieselben Informationen im engen zeitlichen Zusammenhang von unterschiedlichen Emittenten nacheinander veröffentlicht werden. Dies kann der informationellen aber auch der operationalen Effizienz des Markts schaden.⁴⁹³ Allerdings können auch allgemeine Marktdaten einen Emittenten spezifisch betreffen. Sie sind in diesem Fall die emittentenspezifischen Insiderinformationen. Wenn sie den Emittenten unmittelbar betreffen, lösen sie auch die Ad-hoc-Publizitätspflicht aus. Zum Beispiel zwingt die nicht ad-hoc-pflichtige Erhöhung des Leitzinses aber einen Emittenten zu einer ad-hoc-pflichtigen Gewinnwarnung.⁴⁹⁴ Weitere Beispiele der unternehmensexternen ad-hoc-publizitätspflichtigen Umstände sind die Abgabe eines Übernahmeangebots gegenüber dem Emittenten als Zielgesellschaft, die Mitteilung des Großaktionärs an den Emittenten über die Durchführung eines Squeeze-Out (Änderung der Aktionärsstruktur).⁴⁹⁵

Nach der gegenwärtigen Ansicht im Schrifttum ist die Auswirkung auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten auch nicht mehr erforderlich. Soweit eine Insiderinformation den Emittenten unmittelbar betrifft, ist sie ad-hoc-publizitätspflichtig.⁴⁹⁶ Ein Beispiel ist die Einstufung einer Bank als systemrelevant von der Aufsichtsbehörde.⁴⁹⁷

7.3.5. Kataloge der typischen Umstände

Als Hinweise für die Praxis erließ die CESR Leitlinien, in denen Beispiele für unmittelbar den Emittenten betreffende Umstände und mittelbar den Emittenten betreffende Umstände aufgeführt werden.⁴⁹⁸ Die Richtlinien der CESR oder der ESMA sind sog. „Soft Laws“ und rechtlich unverbindlich für die nationalen Aufsichtsbehörden. Die Umstände⁴⁹⁹, die in den Richtlinien genannt werden, sind nicht unbedingt Insi-

⁴⁹³ Koch, a.a.O.; Voß, a.a.O.

⁴⁹⁴ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 74; Voß in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 69. Ähnlich ist die Anpassung der Gewinnprognose wegen der deutlich negativen Wirtschaftsdaten, siehe Veil/Brügemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 58.

⁴⁹⁵ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 390 f.; Frowein, a.a.O., mit weiteren Beispielen wie staatsanwaltliche Ermittlungen gegen den Emittenten. Dagegen Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 58 mwn.

⁴⁹⁶ Hopt/Kumpan in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 140.

⁴⁹⁷ Cichy/Behrens, WM 2014, 438, (448).

⁴⁹⁸ CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, CESR/06-562b, S. 6 ff.; CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002, CESR/02-089d, S. 11 ff. Sie sollen demnächst von der ESMA überarbeitet werden.

⁴⁹⁹ CESR nennt folgende Beispiele für die unmittelbare Emittentenbetroffenheit:

- Operative Geschäftsentwicklung;
- Wechsel der Kontrolle und Änderungen von Beherrschungsverträgen;
- Änderungen im Vorstand oder Aufsichtsrat;
- Wechsel der Abschlussprüfer oder andere Informationen, die sich auf die Tätigkeit der Abschlussprüfer beziehen;
- Kapitalmaßnahmen, die Ausgabe von Schuldverschreibungen und Rechten zum Bezug von Wertpapieren;
- Entscheidungen über eine Kapitalerhöhung oder –herabsetzung;
- Verschmelzungen, Abspaltungen und Ausgliederungen;
- Erwerb oder Veräußerung von Beteiligungen, anderer bedeutender Vermögensgegenstände oder Unternehmensanteile;
- Restrukturierungen oder Reorganisationen, die einen Effekt auf die Vermögenslage, die Verbindlichkeiten, die Finanzlage oder Gewinn und Verlust haben;

derinformationen. Es muss immer im Einzelfall geprüft werden, ob die Voraussetzungen für eine Insiderinformation erfüllt werden. Darüber hinaus kann der Katalog nicht alle Umstände, die in der Praxis vorkommen, auflisten. Daher ist er nicht abschließend und entfaltet nur eine indikative Wirkung.⁵⁰⁰ Die

-
- Entscheidungen über Rückkaufprogramm oder Transaktionen mit anderen börsennotierten Finanzinstrumenten;
 - Änderungen der mit den Aktien des Emittenten verbundenen Rechte;
 - Insolvenzanträge oder die Eröffnung des Insolvenzverfahrens;
 - Rechtsstreitigkeiten;
 - Kündigung von Kreditlinien durch eine oder mehrere Banken;
 - Auflösung der Gesellschaft oder Feststellung eines Aufhebungsgrundes;
 - Veränderungen der Bewertung von Vermögensgegenständen;
 - Insolvenz wesentlicher Schuldner;
 - Wertverlust bei Grundstücken;
 - Untergang nicht versicherter Güter;
 - Neue Lizenzen, Patente, eingetragene Warenzeichen;
 - Wertänderungen von gehaltenen Finanzinstrumenten;
 - Wertminderung von Patenten, Rechten oder immateriellen Vermögensgegenständen aufgrund von Marktinnovationen;
 - Eingang von Erwerbsangeboten für wesentliche Vermögensgegenstände;
 - Innovative Produkte oder Prozesse;
 - Produkthaftungs- oder Umweltschadensprozesse;
 - Veränderungen der Gewinn- oder Verlusterwartung;
 - Erhaltene Kundenaufträge, deren Kündigung oder Änderung;
 - Rückzug von oder Eintritt in neue Kerngeschäftsfelder;
 - Veränderungen der Investitionspolitik des Emittenten;
 - Datum der Dividendenzahlung, dessen Änderung, die Höhe der Dividende;
 - Veränderungen der Dividendenpolitik.

Und Beispiele für die mittelbare Emittentenbetroffenheit:

- Von öffentlichen Institutionen veröffentlichte Daten und Statistiken;
- Bevorstehende Veröffentlichung von Berichten von Rating-Agenturen;
- Bevorstehende Veröffentlichung von Studien, Empfehlungen oder Vorschlägen, die den Wert von börsennotierten Finanzinstrumenten betreffen;
- Entscheidungen der Zentralbank über Leitzins;
- Entscheidungen der Regierung hinsichtlich Steuern, Regulierung, Schuldenmanagement, etc.;
- Entscheidungen über die Veränderung von Richtlinien für Markt-Indizes, insbesondere im Hinblick auf ihre Zusammensetzung;
- Entscheidungen von geregelten und ungeregelten Märkten hinsichtlich der geltenden Marktregeln;
- Entscheidungen der Wettbewerbs- und Marktaufsichtsbehörden hinsichtlich börsennotierter Gesellschaften;
- Wichtige Anordnungen von Regierungen, regionalen oder lokalen Behörden oder anderen öffentlichen Organisationen;
- Veränderungen des Handelsmodus (beispielsweise Informationen, nach denen die Finanzinstrumente eines Emittenten zukünftig in einem anderen Marktsegment gehandelt werden oder Informationen über einen Wechsel des Handelsmodells, beispielsweise vom fortlaufenden Handel in das Einzelauktionsmodell);
- Veränderungen der Bedingungen für Market Maker oder Händler;

Siehe CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007, CESR/06-562b, S. 7 ff. Ursprünglich ist es auf Englisch verfasst. Übersetzt ins Deutsche von *Veil/Brüggemeier*, siehe *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 52 f.

⁵⁰⁰ *Grundmann* in: Grundmann, Investment Banking I, MAR Art. 17 Rn. 502.

BaFin ergänzt noch weitere Umstände⁵⁰¹ in ihrem Emittentenleitfaden 2013. In Hinsicht auf das erhebliche Kursbeeinflussungspotenzial nennt die BaFin hier noch einen langen Katalog von Umständen, die in der Praxis besonders zur Ad-hoc-Publizität berücksichtigt werden müssen.⁵⁰²

Alle Kataloge hier sind nicht abschließend und enthalten nur indikative Angaben. Bis zur Veröffentlichung der neuen Richtlinien und des neuen Emittentenleitfadens können die bisherigen Kataloge noch eine Hilfestellung für die Praxis bieten.⁵⁰³

7.4. Berichtigungspflicht

Gemäß § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG a.F. ist der Emittent verpflichtet, eine unwahre Information zu berichtigen, die vorher im Rahmen der Ad-hoc-Publizität veröffentlicht worden ist. Nach der Auslegung des früheren Rechts wird die Berichtigungspflicht ausgelöst, unabhängig davon, ob die Voraussetzungen für eine Ad-hoc-Publizität wiederum erfüllt werden. Unerheblich ist auch, ob die Unwahrheit der Information inzwischen öffentlich bekannt geworden ist.⁵⁰⁴

Die Berichtigungspflicht ist in der MAR nicht ausdrücklich vorgeschrieben. Allerdings kann diese Pflicht aus anderen Vorschriften der MAR abgeleitet werden. Gemäß Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 MAR soll der Emittent sicherstellen, die Insiderinformationen so zu veröffentlichen, dass die Öffentlichkeit sie vollständig, korrekt und rechtzeitig bewerten kann. Eine korrekte und vollständige Bewertung der Insiderinformation setzt voraus, dass die zu bewertenden Insiderinformationen selbst korrekt und vollständig sind. Bei einer Insiderinformation mit einem im Wesentlichen unwahren Teil ist dies offensichtlich nicht der Fall. Der Zweck der Ad-hoc-Publizität kann in diesem Fall erst durch eine Berichtigung verwirklicht werden. Zugleich werden die Informationsverifizierungskosten sowie die Gefahr der Marktirreführung reduziert. Daher kann sich eine derartige Berichtigungspflicht aus Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 ergeben.⁵⁰⁵

⁵⁰¹ Zur Anpassung mit der MAR arbeitet die BaFin nun an dem neuen Emittentenleitfaden. In dem Emittentenleitfaden 2013 werden folgende weitere Umstände der unmittelbaren Emittentenbetroffenheit genannt:

- Abgabe eines Übernahmeangebots gegenüber der Zielgesellschaft;
- Mitteilung eines Großaktionärs über die Durchführung eines Squeeze-out-Verfahrens;
- Beim Unternehmen eintretende Folgen einer Gerichts- oder Behördenentscheidung, zum Beispiel die Bildung von Rückstellungen oder eine Prognosekorrektur aufgrund einer Entscheidung von Gerichten oder Verwaltungsbehörden.

weitere Umstände der mittelbaren Emittentenbetroffenheit:

- Informationen über allgemeine Wirtschaftsdaten, politische Ereignisse, Arbeitslosenzahlen, Naturereignisse oder Ölpreisentwicklung;
- Information über eine für den Emittenten relevante Veränderung der Situation des Konkurrenten (zum Beispiel bevorstehende Insolvenz eines Konkurrenten);
- Informationen, die nur das Finanzinstrument selbst betreffen, zum Beispiel Erwerb oder Veräußerung eines größeren Aktienpaketes im Rahmen von außerbörslichen Transaktionen ohne strategische Zielsetzungen;
- Aktiensplits.

Siehe BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 51 f.

⁵⁰² Siehe Fn. 467.

⁵⁰³ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 141.

⁵⁰⁴ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 393.

⁵⁰⁵ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 182.

Aus einer anderen Perspektive kann man auch von einer Berichtigungspflicht ausgehen. Die unwahre Information findet sich in einer Ad-hoc-Mitteilung des Emittenten. Insofern betrifft die Ad-hoc-Mitteilung mit unwahrer Information stets unmittelbar den Emittenten.⁵⁰⁶ Unter Berücksichtigung der anderen Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität, insbesondere wenn die Differenz zwischen der veröffentlichten fehlerhaften Information und der tatsächlichen Information kursrelevant ist,⁵⁰⁷ soll der Emittent die unwahre Insiderinformation in der Form der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR berichtigen.⁵⁰⁸

Da die Berichtigungspflicht aus Art. 17 MAR abgeleitet werden kann, ist keine ausdrückliche Vorschrift dafür in MAR notwendig. Die Vorschrift § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG a.F. hat insoweit ausschließlich eine klarstellende Bedeutung.⁵⁰⁹ Aber es muss klar gemacht werden, dass die Berichtigungspflicht keine eigenständige Ad-hoc-Publizitätspflicht ist,⁵¹⁰ da strengere nationale Vorschriften hier aufgrund des der MAR zugrundeliegenden Prinzips der Vollharmonisierung ausgeschlossen sind.⁵¹¹ Schließlich ist eine Publizität der Berichtigung insbesondere als Berichtigungsveröffentlichung kenntlich zu machen, um den Zweck der Berichtigung zu erreichen.⁵¹² Dies wird von den neuen Regeln der WpAV nach der Anpassung an MAR aufgenommen.⁵¹³

8. Spezielle Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR

Neben der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR schreibt Art. 17 Abs. 8 MAR eine spezielle Ad-hoc-Publizität vor.⁵¹⁴ Nach dieser Vorschrift sind Insiderinformationen zu veröffentlichen, wenn sie von einem Emittenten oder von einer in dessen Auftrag oder für dessen Rechnung handelnden Person im Zuge der normalen Ausübung ihres Berufs oder ihrer Arbeit oder der normalen Erfüllung ihrer Aufgaben gemäß Art. 10 Abs. 1 MAR gegenüber einem Dritten offengelegt werden und der Informationsempfänger nicht zur Verschwiegenheit verpflichtet ist.

⁵⁰⁶ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2042).

⁵⁰⁷ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 181. Das Erfordernis der korrekten und vollständigen Bewertung in Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 MAR setzt hier eine Grenze für die Berichtigungspflicht. Somit werden nur die unwahren Informationen berichtigt, die sich auf die korrekte und vollständige Informationsbewertung beziehen. Die irrelevanten Fehler zur Informationsbewertung werden deswegen von der Berichtigungspflicht ausgeschlossen. Dieses Kriterium kann auch bei der Frage gelten, ob der Emittent nach der Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet ist, die Informationen zu aktualisieren. Wenn der neu entstandene Umstand wiederum die Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR auslöst, muss der Emittent diese Insiderinformation ad-hoc mitteilen oder die Veröffentlichung aufschieben. Eine gesetzliche Anforderung an die weitere Information für den Emittenten liegt nicht vor. Ansonsten würde es zu einer deutlichen Ausweitung des Umfangs der Publizitätspflicht kommen, was dem Emittenten erhebliche Mehrkosten bringen würde; die informationelle Effizienz auf dem Markt würde daneben auch wegen des Übermaßes der Informationen geschädigt. Siehe *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 179 ff.

⁵⁰⁸ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 140; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2016), Rn. 394.

⁵⁰⁹ *Buck-Heeb*, a.a.O.

⁵¹⁰ Näher *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 401.

⁵¹¹ *Veil*, ZBB 2014, 85, (92); *Buck-Heeb*, a.a.O.

⁵¹² *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 182.

⁵¹³ § 4 Abs. 3 WpAV.

⁵¹⁴ Das ist keine neue Regelung durch die MAR. Über die bisherige Rechtslage siehe Art. 6 Abs. 3 MAD und § 15 Abs. 1 S. 4, 5 WpHG a.F.

Diese Publizitätspflicht kann eine selektive, nicht kontrollierbare Informationsweitergabe an Einzelne verhindern.⁵¹⁵ Dadurch dient sie dem gleichberechtigten Informationszugang aller Kapitalmarktteilnehmer und der Sicherstellung des Vertrauens der Kapitalmarktteilnehmer in die Ordnungsgemäßheit des Kapitalmarkts.⁵¹⁶

8.1. Praktische Bedeutung

Da der Emittent grundsätzlich die Insiderinformation, die ihn unmittelbar betrifft, nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR so bald wie möglich veröffentlichen muss, greift die Veröffentlichung der Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 8 MAR erst dann, wenn der Emittent die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR wegen Vorliegens berechtigter Interessen im Sinne von Art. 17 Abs. 4 MAR oder zur Wahrung der Finanzmarktstabilität gemäß Art. 17 Abs. 5 MAR aufgeschoben hat oder der Emittent nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR nicht ad-hoc-publizitätspflichtig ist, weil die Insiderinformation ihn nicht unmittelbar betrifft.⁵¹⁷

Für den ersten Fall hat die Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 8 MAR nur geringe Bedeutung, weil diese Ad-hoc-Publizität erst vorliegt, wenn der Informationsempfänger nicht zur Verschwiegenheit verpflichtet ist. Aber genau aus diesem Grund ist die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr im Sinne von Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR gewährleistet. Folglich muss die Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 iVm Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 1 MAR veröffentlicht werden.⁵¹⁸ Wenn man hier die Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 8 MAR als speziell gegenüber der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR ansieht,⁵¹⁹ gilt bei diesem Fall Art. 17 Abs. 8 MAR vorrangig. Bei einer absichtlichen Offenlegung muss die Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 8 S. 1 MAR „zeitgleich“ veröffentlicht werden.⁵²⁰ So muss sich der Emittent zugleich auf eine Offenlegung für die Öffentlichkeit vorbereiten, wenn er eine Insiderinformation an einem Dritten offenlegt, der nicht zur Verschwiegenheit verpflichtet ist.⁵²¹

Der zweite Fall hat größere praktische Bedeutung. Die Insiderinformation, die den Emittenten nicht unmittelbar betrifft, löst keine Ad-hoc-Publizität im Sinne von Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR aus, wohl aber eine Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 8 MAR. Dadurch unterscheidet sich die spezielle Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR von der allgemeinen Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR.⁵²² Allerdings sind viele Insiderinformationen, die Emittenten ausschließlich mittelbar betreffen, wie zum Beispiel die Veränderung der Zinssätze, nicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR öffentlich bekannt zu machen, da sie in der Regel bereits von der Öffentlichkeit zur Kenntnis genommen

⁵¹⁵ Zimmer/Kruse in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 15 Rn. 85.

⁵¹⁶ Klöhn, WM 2010, 1869, (1869); Bumke, Die Verwaltung 2008, 227, (232 f.); Leuring, NZG 2005, 12, (14).

⁵¹⁷ Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 184.

⁵¹⁸ Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 71.

⁵¹⁹ Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 69.

⁵²⁰ Während Art. 17 Abs. 1 und 7 MAR nur eine so bald/schnell wie mögliche Veröffentlichung verlangen, ist hier eine zeitgleiche Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 8 MAR gefordert. Insofern kann man die Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 8 als eine Verschärfung der Nachholungspflicht aus Art. 17 Abs. 1 und Abs. 7 MAR ansehen. Siehe Voß in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 258.

⁵²¹ Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 72.

⁵²² Statt der unmittelbar den Emittenten betreffenden Insiderinformationen ist in Art. 17 Abs. 8 MAR nur die Rede von Insiderinformation. Eine Einschränkung der Informationen liegt hier nicht vor. Siehe Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 505.

werden, ehe sie von Emittenten weitergegeben werden können.⁵²³ Daher ist die praktische Bedeutung dieser speziellen Ad-hoc-Publizitätspflicht eher gering.⁵²⁴

8.2. Adressat der speziellen Ad-hoc-Publizitätspflicht

Anders als bei der allgemeinen Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 1 MAR sind neben Emittenten auch in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen in dem Anwendungsbereich dieser Pflicht erfasst, Art. 17 Abs. 8 S. 1 MAR. Der Verweis auf Art. 10 Abs. 1 MAR zeigt, dass die fremdnützige Erfüllung von Aufgaben auf Veranlassung des Emittenten insgesamt erfasst ist. Die jeweiligen Personen sind nach Art. 18 MAR in die Insiderliste aufzunehmen. Für ihre Offenlegung ist die Veranlassung durch den Emittenten nicht erforderlich.⁵²⁵

Im Vergleich mit der allgemeinen Ad-hoc-Publizität wird der Kreis des Adressaten auf diejenigen erweitert, die im Auftrag der Emittenten oder auf Rechnung von Emittenten handeln. Die Ausdehnung des Anwendungsbereichs hier ist nicht überzeugend. Die Veröffentlichung der den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformation durch den Emittenten selbst kann von den Kapitalmarktteilnehmern berechtigterweise erwartet werden. Aber die Veröffentlichung durch Dritte wie Rechtsanwälte oder Berater ist aus Sicht des Marktes ex-ante unzumutbar.⁵²⁶ Zugleich kann die Veröffentlichung dieser Berufsgruppen gegen berufliche Verschwiegenheitspflichten verstoßen.⁵²⁷ Darüber hinaus hat die Information, die durch Dritte veröffentlicht wird, nur dann eigenen Wert, wenn sie spätestens mit der Veröffentlichung durch den Emittenten veröffentlicht wird. Denn der Emittent ist in diesem Fall ebenso verpflichtet, die Insiderinformation zu veröffentlichen. Auch wenn der Dritte vor dem Emittenten die Information veröffentlicht, ist hier lediglich eine selektive Informationsverarbeitung im Markt zu erwarten, die von dem Ziel einer informationellen Chancengleichheit abweicht.⁵²⁸

8.3. Tatbestände der speziellen Ad-hoc-Publizität

8.3.1. Insiderinformationen

Die weitergegebene Information muss eine Insiderinformation sein. Die Einstufung einer Information als Insiderinformation wird nach Art. 7 MAR festgestellt. Da Art. 17 Abs. 8 MAR keinen unmittelbaren Emittentenbezug der Insiderinformation verlangt, unterscheidet sich die hier gemeinte Insiderinformation von derjenigen in Art. 17 Abs. 1 MAR. Es geht hier also auch um Insiderinformationen mit lediglich mittelbarem Emittentenbezug.

8.3.2. Weitergabe an Dritte

Die Insiderinformation muss im Rahmen der normalen Erfüllung von Aufgaben gegenüber Dritten offengelegt werden. Dritter ist nicht jede Person, sondern nur derjenige, der dem Emittenten weder wirtschaftlich noch rechtlich zuzuordnen ist. Eine unternehmensinterne Offenlegung löst somit keine Veröffentlichungspflicht im Sinne von Art. 17 Abs. 8 MAR aus.⁵²⁹ Personen, die wirtschaftlich oder rechtlich

⁵²³ *Simon*, DK 2005, 13, (18), der gar keinen Anwendungsbereich erkennen will; *Zimmer/Kruse* in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 15 Rn. 86.

⁵²⁴ *Frowein* in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 56.

⁵²⁵ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 185.

⁵²⁶ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 186.

⁵²⁷ *Widder/Gallert*, NZG 2006, 451, (452).

⁵²⁸ *Veil/Brüggemeier*, a.a.O.

⁵²⁹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 503.

dem Emittenten zuzuordnen sind, werden nach den allgemeinen gesellschaftsrechtlichen und zivilrechtlichen Maßstäben festgestellt.⁵³⁰ Die Übrigen können als Dritte im Sinne von Art. 17 Abs. 8 MAR eingestuft werden. Zu den Dritten im Sinne von Art. 17 Abs. 8 MAR zählen in der Praxis typischerweise Großaktionäre, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und auch die Druckerei, welche die Unternehmensbroschüren herstellt.⁵³¹

8.3.3. Offenlegung im Rahmen der Aufgabenerfüllung

Die spezielle Ad-hoc-Publizitätspflicht wird dann ausgelöst, wenn die Offenlegung im Zuge der normalen Ausübung der Arbeit oder des Berufs oder der normalen Erfüllung der Aufgaben gemäß Art. 10 Abs. 1 MAR gegenüber einem Dritten stattfindet, Art. 17 Abs. 8 S. 1 MAR. Art. 14 Buchst. c MAR verbietet unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen; nach dem Wortlaut von Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR ist eine Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Dritten grundsätzlich unrechtmäßig, es sei denn, dass diese im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben geschieht.⁵³² Insofern erfasst die Offenlegung im Sinne von Art. 17 Abs. 8 MAR die rechtmäßige Offenlegung. Folglich löst eine rechtmäßige Offenlegung die spezielle Ad-hoc-Publizitätspflicht aus.⁵³³

⁵³⁰ Insbesondere analog von §§ 31, 278, 831 BGB, siehe *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 188.

⁵³¹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 503; *Simon*, DK 2005, 13, (18); *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 375. Unter der bisherigen Rechtslage (§ 15 Abs. 1 S. 4 WpHG a.F.) wurde noch viel diskutiert, ob eine Insiderinformationsweitergabe innerhalb eines Konzerns zu der Weitergabe an Dritte eingestuft werden sollte. Es gibt eine Ansicht, wonach Unternehmen von einem Konzern verbundene Unternehmen sind. Auch wenn sie rechtlich voneinander getrennt sind, haben sie einen wirtschaftlichen Interessengleichlauf, sodass man nicht von einer Insiderinformationsweitergabe an Dritten sprechen kann. *Veil* und *Brüggemeier* finden diese Begründung nicht überzeugend. Sie haben so argumentiert: da die verbundenen Unternehmen rechtlich selbstständig sind, sind sie Rechtsträger der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Die Auslagerung der Erfüllung von Aufgaben auf ein anderes Unternehmen reduziert einfach die Kontroll- und Einflussmöglichkeiten im Vergleich mit einer eigenen Aufgabenerfüllung innerhalb des Unternehmens. Diese Reduktion der Kontroll- und Einflussmöglichkeiten erhöht die Risiken, dass die weitergegebene Insiderinformation für die rechtswidrigen Geschäfte ausgenutzt wird. Darüber hinaus ist der scheinbare partielle wirtschaftliche Interessengleichlauf kein maßgebliches Kriterium für die Publizitätspflicht. Soweit der Informationsempfänger nicht mit einer rechtlichen Absicherung der Verschwiegenheit verbunden ist, soll er nicht von der Publizitätspflicht dadurch ausgenommen werden, dass er nicht als Dritter eingeordnet wird. Also, maßgeblich sind hier die rechtlich abgesicherten Möglichkeiten der Kontrolle sicherzustellen. Daher ist die am Anfang gewährte Ansicht nicht überzeugend. Siehe *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 189; *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 375.

⁵³² Eine ähnliche Ansicht vertritt der EuGH. Rechtmäßig ist es, wenn die Offenlegung für die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder für die Erfüllung einer Aufgabe unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet. EuGH, Urte. v. 22. November 2005 – C-384/02 = NZG 2006, 60 (61, Rn. 34).

⁵³³ *Buck-Heeb* ist der Auffassung, dass ein Wille zur Weitergabe nicht erforderlich ist. Daher genügt es, wenn der Emittent die Unterlagen mit Insiderinformationen verliert oder ein Gespräch bezüglich Insiderinformationen gewollt oder ungewollt von einem Dritten mitgehört wird. Siehe *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 503. Eine solche Erweiterung ist nicht zutreffend, da es auch die Offenlegung außerhalb der normalen Ausübung der Arbeit oder des Berufs oder der normalen Erfüllung der Aufgabe erfassen kann. Eine andere Ansicht ist, dass die spezielle Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 8 MAR im Wege einer analogen Anwendung ebenfalls auf Fälle der rechtswidrigen Offenlegungen angewendet werden soll. Siehe *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 70 Fn. 254 mwn. Dagegen *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 503; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 505 mwn.

8.4. Ausschluss der Pflicht wegen Verschwiegenheitspflicht

Trägt der Dritte eine Verschwiegenheitspflicht zur Insiderinformation, ist die Ad-hoc-Publizitätspflicht ausgeschlossen; die Verschwiegenheitspflicht kann sich aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergeben, Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR.

Fraglich ist, ob das allgemeine insiderrechtliche Verbot der Informationsoffenlegung gemäß Art. 14 Buchst. c MAR ausreichend ist, um eine Verschwiegenheitspflicht im Sinne von Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR zu begründen. Teilweise wird es als rechtliche Verpflichtung zur Vertraulichkeit anerkannt.⁵³⁴ Allerdings gibt es auch die Meinung, dass ein solches allgemeines Verbot nicht ausreichend ist. Zwar verbietet MAR die unrechtmäßige Offenlegung und sichert das Verbot durch erhebliche Bußgeld- und Strafsanktionen ab, jedoch kann das Offenlegungsverbot nicht als Pflicht zur Verschwiegenheit anerkannt werden. Ansonsten wäre die Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 8 MAR faktisch leer.⁵³⁵ Darüber hinaus ist der Adressat eines für jedermann geltenden Offenlegungsverbots nicht genügend spezifisch.⁵³⁶ Daher sind immer spezielle Vorschriften, Satzungsregelungen oder vertragliche Vereinbarungen erforderlich, um die Vertraulichkeit sicherzustellen und die Verschwiegenheitspflicht zu begründen.⁵³⁷

Die Personen, die zu bestimmten Berufsgruppen gehören, unterliegen ihren beruflichen Standesregeln, wie § 43a Abs. 2 BRAO für Rechtsanwälte und § 43 Abs. 1 WPO für Wirtschaftsprüfer. Sie haben auch eine gesetzliche Verschwiegenheitspflicht, die zu den typischen gesetzlichen Pflichten im Sinne von Art. 17 Abs. 8 MAR gehört, da eine solche Verschwiegenheitspflicht zu den zentralen Pflichten dieser Berufsgruppen zählt und bei Verletzung stark bestraft wird, § 203 StGB. Aus diesem Grund kann die tatsächliche Befolgung in einem hohen Maß erwartet werden.⁵³⁸

Schließlich ist zu klären, welche Anforderungen an die vertragliche Vertraulichkeitsvereinbarung zu stellen sind. Teilweise wird eine konkludent vereinbarte Nebenpflicht für ausreichend erachtet.⁵³⁹ Allerdings gibt es auch viele Stimmen in der Literatur, die eine spezielle vertragliche Vereinbarung als erforderlich ansehen.⁵⁴⁰ Es wird argumentiert, dass der Informationsempfänger die besondere Sensibilität einer Insiderinformation sowie die mit dem Verstoß verbundenen Konsequenzen klar kennen muss, um die Vertraulichkeit abzusichern. Eine spezielle Vertraulichkeitsvereinbarung stellt daneben auch die Zwecke der Ad-hoc-Publizität effektiv sicher.⁵⁴¹ Aber eine vertragliche Strafe wird nach dem Emittentenleitfaden 2013 zu § 15 Abs. 1 S. 4 WpHG a.F. nicht als notwendig angesehen.⁵⁴² Dies soll auch unter der Geltung der MAR gelten.

⁵³⁴ Zimmer/Kruse in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 15 Rn. 89.

⁵³⁵ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 504; Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 193.

⁵³⁶ Poelzig, a.a.O.; Leuring, NZG 2005, 12, (15).

⁵³⁷ Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 193.

⁵³⁸ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 504; Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 195.

⁵³⁹ Simon, DK 2005, 13, (18); Frowein in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 65.

⁵⁴⁰ Veil/Brüggemeier in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 195; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948, (1952); Leuring, NZG 2005, 12, (16); Kuthe, ZIP 2004, 883, (885).

⁵⁴¹ Veil/Brüggemeier, a.a.O.

⁵⁴² BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 54.

8.5. Rechtsfolge und Beispiele

Je nachdem, ob die Offenlegung der Insiderinformation gegenüber dem Dritten absichtlich oder unabsichtlich erfolgt, muss die Veröffentlichung entweder zeitgleich oder unverzüglich erfolgen, Art. 17 Abs. 8 S. 1 MAR. Die Veröffentlichung muss vollständig und wirksam nach den Anforderungen von Art. 17 Abs. 1 MAR erfolgen.⁵⁴³ Der Aufschieb ist in diesem Fall nicht mehr möglich, da die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr im Sinne von Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR sichergestellt wird.

Wegen der seltenen Anwendungsfälle für die spezielle Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 8 MAR wird ihre Bedeutung in der Praxis als gering erachtet.⁵⁴⁴ Die folgenden Fallkonstellationen sind jedoch häufig in der Praxis geschehen, die die spezielle Ad-hoc-Publizität nach Art. 17. Abs. 8 MAR auslösen könnten: der Großaktionär wird von dem Vorstandsvorsitzenden über eine positive Gewinnprognose informiert; der Gewerkschaftsvorsitzende wird über einen bevorstehenden Personalabbau informiert; ein potenzieller Investor nimmt im Rahmen einer Due-Diligence Kenntnis von kursrelevanten Informationen.⁵⁴⁵

9. Aufschieb der Veröffentlichung

Art. 17 Abs. 4 und Abs. 5 MAR bieten die Möglichkeit für den Emittenten, unter bestimmten Voraussetzungen auf eigene Verantwortung die Veröffentlichung der Insiderinformationen aufzuschieben. Bei Abs. 4 geht es um den Aufschieb unter Berücksichtigung der berechtigten Interessen der Emittenten, und bei Abs. 5 um den speziellen Aufschieb der Kredit- und Finanzinstitute zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems. Das Letztere ist eine Reaktion auf die Finanzkrise.⁵⁴⁶

9.1. Aufschieb hinsichtlich berechtigter Interessen der Emittenten

Nach Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR kann der Emittent die Offenlegung der Insiderinformation aufschieben, solange (1) der Aufschieb zum Schutz seiner berechtigten Interessen geeignet ist und (2) der Aufschieb keine Irreführung der Öffentlichkeit verursacht und (3) der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation sicherstellen kann. Hier ist eine zeitweilige Selbstbefreiung durch die Emittenten vorgeschrieben, daher ist ein Behördenantrag für den Aufschieb nicht erforderlich.⁵⁴⁷

9.1.1. Berechtigte Interessen

Art. 17 Abs. 4 MAR schreibt das Kriterium für die Beurteilung der berechtigten Interessen des Emittenten nicht vor. Bei der Umsetzung der MAD 2003 wurde eine abstrakte Definition der berechtigten Interessen in das nationale Recht eingeführt. Dies war eine Abwägung mit den Interessen des Kapitalmarkts. Nach § 6 S. 1 WpAIV a.F. ist ein Aufschieb berechtigt, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarkts an einer vollständigen und zeitnahen Information überwiegen. Dies wird nach der Anpassung zur MAR in § 6 S. 1 WpAV beibehalten. Da sich ein solches Abwägungskriterium in MAR nicht findet, hängt der Aufschieb nach einer Ansicht im Schrifttum ausschließlich von den Interessen der Emittenten ab.⁵⁴⁸ *Veil* und *Brüggemeier* vertreten unter dem

⁵⁴³ ESMA, Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, S. 43 Rn. 182.

⁵⁴⁴ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 506.

⁵⁴⁵ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 505.

⁵⁴⁶ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 93.

⁵⁴⁷ *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 32.

⁵⁴⁸ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2043); *Poelzig*, NZG 2016, 761, (764); *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1202); *Klöhn*, AG 2016, 423, (430 f.).

Aspekt des Normzwecks eine andere Ansicht. Aus der normzweckorientierten Auslegung soll der Emittent bei der Entscheidung über den Aufschub der Offenlegung der Insiderinformation berücksichtigen, dass der Marktteilnehmer ein Interesse an der Offenlegung kursrelevanter Informationen hat. Daran wird auch der Begriff der berechtigten Interessen rechtsdogmatisch festgemacht.⁵⁴⁹ Ein weiteres Argument dafür ist, dass es kein eigenes Interesse des Emittenten gibt, wie es keinen (von langfristigen kollektiven Interessen der Aktionäre unterschiedlichen) eigenen Willen des Unternehmens gibt. Die sog. Interessen des Emittenten sind eine Zusammensetzung der Interessen von individuellen Aktionären. Daher betrachtet man die Interessen der Aktionäre bei der Feststellung der Interessen des Emittenten.⁵⁵⁰ Dies wird auch von der MAR und ebenso den auf der MAR aufbauenden Leitlinien der ESMA anerkannt.⁵⁵¹ Da man bei der Entscheidung über den Aufschub auch die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre berücksichtigt, sind die Interessen der Marktteilnehmer bzw. des Kapitalmarkts in einem gewissen Ausmaß zu berücksichtigen. Darüber hinaus stellt der Ausdruck „die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden würde“ in Erwägungsgrund 50 MAR deutlich eine Berücksichtigung der Interessen des Kapitalmarkts beim Aufschub der Veröffentlichung dar. Allerdings wird auch anerkannt, dass die Interessen des Kapitalmarkts hinreichend sichergestellt werden, wenn die weiteren Voraussetzungen für den Aufschub der Veröffentlichung vorliegen.⁵⁵² So hat der Streit hier mehr dogmatische als praktische Bedeutung.

Dabei ist der Begriff der berechtigten Interessen ein unklarer Rechtsbegriff, den der Emittent nicht selbst endgültig feststellen darf; es besteht mithin keine Einschätzungsprärogative. Im Streitfall wird dies von Seiten des Gerichts beurteilt.⁵⁵³ Die folgenden Konstellationen, die in unterschiedlichen Rechtsakten genannt werden, haben eine hilfreiche indikative Bedeutung für die Praxis.

9.1.1.1. Konstellationen in der MAR

Im Erwägungsgrund 50 MAR werden Konstellationen in Bezug auf die berechtigten Interessen des Emittenten genannt.

Es handelt sich bei der ersten Konstellation um Verhandlungen oder damit verbundenen Umständen, deren Ergebnis oder deren normaler Ablauf durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich beeinträchtigt werden würde.⁵⁵⁴ Die ESMA nennt für diese Fallgruppe folgende, aber nicht abschließende Beispiele: Verhandlungen über Fusionen, Übernahmen, Aufspaltungen und Spin-offs, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte oder Unternehmenszweige, Umstrukturierungen und Reorganisationen.⁵⁵⁵

Die zweite Konstellation bezieht sich auf die Gefährdung der finanziellen Überlebensfähigkeit. Befindet sich der Emittent in einer schwierigen finanziellen Lage, könnte eine unverzügliche Veröffentlichung

⁵⁴⁹ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 97. Eine andere Ansicht ist, dass ein Aufschub voraussetzt, dass die vorübergehende Geheimhaltung der Information auch im Interesse des Kapitalmarkts liegt: *Kersting*, ZBB 2011, 442, (442 ff.).

⁵⁵⁰ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 98n mwn.

⁵⁵¹ ErwG 50 MAR; ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 8 lit. b).

⁵⁵² *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 100.

⁵⁵³ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 103.

⁵⁵⁴ ErwG 50 MAR; auch § 6 S. 2 Nr. 1 WpAV.

⁵⁵⁵ ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 8 lit. a).

einer laufenden Verhandlung beispielsweise mit den finanzierenden Banken oder den wichtigen Lieferanten den Verhandlungserfolg gefährden. Dies kann die berechtigten Interessen des Emittenten bzw. der vorhandenen und potenziellen Aktionäre erheblich beeinträchtigen.⁵⁵⁶ Bei Veröffentlichung negativer Informationen soll der Emittent außerdem besonders vorsichtig sein, da dies die Gefahr des Domino-Effekts enthält und weitere negative Konsequenzen wie Kreditkündigungen verursachen kann.⁵⁵⁷ Der Aufschub bei diesem Fall dient daher der finanziellen Erholung des Emittenten. Unklar ist aber, ob eine langfristige finanzielle Erholung oder bereits eine kurzfristige finanzielle Erholung des Emittenten den Aufschub der Veröffentlichung begründen kann.⁵⁵⁸ Eine Ertragskrise des Emittenten ist hier nicht ausreichend, da der Aufschub der Veröffentlichung in diesem Fall nur das endgültige Scheitern hinauschieben würde.⁵⁵⁹

Des Weiteren ist die Konstellation in Bezug auf den zeitlich gestreckten Vorgang darzustellen. Die einzelnen Zwischenschritte in einem zeitlich gestreckten Vorgang können bereits als Insiderinformation eingestuft werden und somit veröffentlichungspflichtig sein. Der Aufschub der Veröffentlichung in diesem Fall ist nach Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 2 MAR ebenso möglich, wenn die Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR vorliegen. Typischerweise sind dies vom Geschäftsführungsorgan des Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge⁵⁶⁰, deren Wirksamkeit⁵⁶¹ von der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten abhängig ist. Die Veröffentlichung vor der Zustimmung kann die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden.⁵⁶² Eine solche Veröffentlichung bezieht sich außerdem ebenso auf die berechtigten Interessen des Emittenten, da der unternehmensinterne Entscheidungsfindungsprozess dadurch beeinträchtigt zu werden droht, dass von dem bereits öffentlich gewordenen Vorhaben nicht mehr ohne Glaubwürdigkeitsverlust abgerückt werden kann.⁵⁶³ Die Tatsache alleine, dass einer Entscheidung von zwei oder sogar mehreren Organen

⁵⁵⁶ ErwG 50 MAR; auch ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 8 lit. b).

⁵⁵⁷ *Kocher/Widder*, NZI 2010, 925, (929).

⁵⁵⁸ Die MAR betrachtet eine langfristige finanzielle Erholung als erforderlich, siehe ErwG 50 MAR. So etwa auch *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1203 Fn. 28.). Dagegen ist eine kurzfristige finanzielle Erholung nach Ansicht der ESMA für die Begründung des Aufschubs der Veröffentlichung ausreichend: ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130 Rn. 58. In den MAR-Leitlinien ESMA/2016/1478 DE vom 20.10.2016 wird diese Frage offengelassen.

⁵⁵⁹ *Zetzsche* in: Hatje u. a. (Hrsg.), Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, § 7 C Rn. 185.

⁵⁶⁰ Bei Personalmaßnahmen betreffs des Vorstands ist dies in der Praxis auch häufig der Fall, bei dem zwei oder mehrere Organe involviert sind. Näher *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 110. Allerdings hat die ESMA die berechtigten Interessen abgelehnt, wenn nach der Niederlegung des Amtes eines Vorstandsvorsitzenden noch kein Nachfolger festgestellt wird, ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, Annex IV Rn. 126.

⁵⁶¹ Erwägungsgrund 50 MAR sowie die Leitlinien der ESMA (ESMA/2016/1478 DE Rn. 8 lit. c.) halten hier die Zustimmung des anderen Organs für die Voraussetzung der Wirksamkeit einer Entscheidung oder eines Vertrags für notwendig. Jedoch ist es nicht immer so. Die Zustimmung des Aufsichtsrats nach § 111 Abs. 4 AktG ist kein Wirksamkeitserfordernis, sondern Erfordernis für die Vornahme. Angesichts des Zwecks des Aufschubs der Veröffentlichung soll ein Aufschub in einem solchen Fall möglich sein. Die Leitlinie sollte daher den Fall berücksichtigen, wenn eine Maßnahme erst mit Zustimmung des Aufsichtsrats vorgenommen werden darf, siehe *Veil/Brüggemeier*, a.a.O.

⁵⁶² ErwG 50 MAR; ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 15 f., Rn. 61 ff.

⁵⁶³ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 490.

zugestimmt wird, ist nicht ausreichend für die Begründung des Aufschubs der Veröffentlichung.⁵⁶⁴ Die ESMA verlangt in diesem Zusammenhang das Vorliegen von zwei Voraussetzungen. Erstens muss die korrekte Einschätzung der Öffentlichkeit durch die sofortige Veröffentlichung gefährdet werden. Zweitens muss gewährleistet werden, dass die ausstehende Entscheidung bzw. Zustimmung so schnell wie möglich erfolgt.⁵⁶⁵ Dies entspricht auch der Verwaltungspraxis der BaFin.⁵⁶⁶

9.1.1.2. Weitere Konstellationen in den Leitlinien der ESMA

Art. 17 Abs. 11 MAR ermächtigt die ESMA, eine indikative Liste in Bezug auf die berechtigten Interessen sowie die Konstellationen des Aufschubs der Veröffentlichung in Leitlinien zu erstellen. In den von der ESMA erlassenen Leitlinien kann man neben den oben genannten Konstellationen noch folgende weitere Konstellationen finden.

Es handelt sich dabei zunächst um Neuentwicklungen von Produkten und Erfindungen. Wurde beim Emittenten ein Produkt entwickelt oder eine Erfindung gemacht, kann die unverzügliche Offenlegung dieser Information die Rechte des geistigen Eigentums des Emittenten gefährden.⁵⁶⁷ In einem solchen Fall muss die Information für den Zeitraum geheim gehalten werden, in dem die Bekanntgabe sich auf die Wettbewerbsposition des Emittenten nachteilig auswirken kann, solange kein hinreichender Schutz durch Patente oder Gesetze besteht. Die zu frühe Veröffentlichung schädigt den Investitionsanreiz des Emittenten.⁵⁶⁸ Somit können berechnete Interessen für den Aufschub der Veröffentlichung bei der Gefährdung der Rechte des geistigen Eigentums vorliegen.

Weiterhin gibt es die Konstellation über den Erwerb oder Verkauf wesentlicher Beteiligungen. Bei der Vorbereitung von Übernahmeangeboten kann eine Insiderinformation bereits zu einem frühen Zeitpunkt, auch vor den Verhandlungen, vorliegen. Die berechtigten Interessen können vorliegen, wenn die Offenlegung dieser Information aller Wahrscheinlichkeit nach die Durchführung dieses Plans gefährden kann.⁵⁶⁹ Daher hat die Möglichkeit zum Aufschub der Veröffentlichung eine große praktische Bedeutung für den Bieter. Die Zielgesellschaft hat in diesem Fall auch die Möglichkeit, die Veröffentlichung aufzuschieben, da die Leitlinien nicht abschließend sind.⁵⁷⁰

Drittens geht es um behördliche Genehmigungen. In der Praxis sind manche angekündigten Geschäfte von einer behördlichen Genehmigung abhängig. Eine unverzügliche Offenlegung kann es den Emittenten erschweren, die weiteren Anforderungen für die Genehmigung zu erfüllen, und somit wiederum

⁵⁶⁴ ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 16, Rn. 68.

⁵⁶⁵ ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 16, Rn. 64 ff.; ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 8 lit. c).

⁵⁶⁶ BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 61.

⁵⁶⁷ ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 8 lit. d); ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 16, Rn. 70 f.

⁵⁶⁸ Klöhn in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 177.

⁵⁶⁹ ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 17, Rn. 73 ff.; ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 8 lit. e).

⁵⁷⁰ Hopt/Kumpan, ZGR 2017, 756, (783 f., 821). Allerdings im Rahmen dessen, dass der Bieter seine Entscheidung zur Abgabe eines Angebots noch nicht nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG veröffentlicht hat, siehe *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729, (736 f.).

den Erfolg des Geschäfts gefährden. In diesem Fall kann der Emittent auch über berechnigte Interessen an einem Aufschnub der Veröffentlichung verfügen.⁵⁷¹

Die ESMA hat in den Leitlinien ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die indikative Liste nicht abschließend ist.⁵⁷² Bei der Prüfung der berechtigten Interessen des Emittenten im Einzelfall wird, neben den aufgelisteten Konstellationen in der Praxis, besonders berücksichtigt, ob unternehmerische Ziele oder Entwicklungen des Emittenten durch die Veröffentlichung der Information vereitelt, gefährdet oder erheblich beeinträchtigt werden können.⁵⁷³ Ein durch die Veröffentlichung drohender Reputationsverlust alleine, die Befürchtung über eine aus der eigenen Sicht des Emittenten unzutreffende Reaktion auf die Veröffentlichung oder die Notwendigkeit einer Analyse der ad-hoc zu veröffentlichenden Finanzinformationen oder von Prognoseänderungen – diese Fälle stellen allerdings typischerweise keine berechtigten Interessen dar.⁵⁷⁴

9.1.2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 lit. b) MAR verlangt für den Aufschnub der Veröffentlichung des Weiteren, dass der Aufschnub nicht dazu geeignet ist, die Öffentlichkeit irreführen. Während der Emittent über die Insiderinformation verfügt, können die übrigen Marktteilnehmer erst nach der Veröffentlichung Kenntnis von den Insiderinformationen erhalten. Somit besteht eine Informationsasymmetrie, sobald diese Informationen nicht veröffentlicht werden. Dies alleine ist aber keine ausreichende Begründung der Irreführung der Öffentlichkeit. Ansonsten ist ein Aufschnub niemals möglich.⁵⁷⁵ Eine Irreführung der Öffentlichkeit liegt vor, wenn der Emittent die informationelle Asymmetrie noch vergrößern oder das Publikum durch aktive Signale in die Irre führen wird⁵⁷⁶ oder wenn die konkrete Information bereits im Markt „gehandelt“ wird⁵⁷⁷ oder Fehlvorstellungen durch den Aufschnub entstehen, die sich erheblich von der tatsächlichen Lage unterscheiden.⁵⁷⁸

⁵⁷¹ ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 17 f., Rn. 77 ff.; ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschnub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 8 lit. f).

⁵⁷² ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschnub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 2; ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 14, Rn. 52.

⁵⁷³ *Simon*, DK 2005, 13, (19); *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2044).

⁵⁷⁴ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 99, 101, 121.

⁵⁷⁵ *Zimmer/Kruse* in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 15 Rn. 67; OLG Stuttgart vom 22.04.2009 – 20 Kap 1/08, ZIP 2009, 962, (970).

⁵⁷⁶ Das Verhalten verwirklicht bereits den Tatbestand der Marktmanipulation. Daher hat die ESMA diese Konstellation nicht in die Leitlinien aufgenommen: ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 19, Rn. 86. Zum Beispiel verneint der Vorstand die Gespräche mit einem potenziellen Übernahmekandidaten, dann liegt eine Irreführung der Öffentlichkeit vor, wenn die Gespräche wiederum aufgenommen werden und eine so weitgehende Konkretisierung aufgetaucht ist, dass eine Insiderinformation vorliegt. Denn die geweckte Erwartung im Markt entspricht der Tatsache nicht. Daher darf der Emittent während des Aufschnubs der Veröffentlichung keine aktiven Signale setzen, die der noch nicht veröffentlichten Insiderinformation nicht entsprechen. Siehe *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 447; *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1204); *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107 Rn. 156; *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 128.

⁵⁷⁷ OLG Stuttgart vom 22.04.2009 – 20 Kap 1/08, ZIP 2009, 962, (970).

⁵⁷⁸ *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 297.

Die ESMA hat ebenfalls eine nicht abschließende⁵⁷⁹ indikative Liste zur Feststellung der Irreführung der Öffentlichkeit durch den Aufschub erstellt.⁵⁸⁰ Die ESMA gebietet hier eine unverzügliche und angemessene Veröffentlichung, sobald eine der aufgelisteten Konstellationen vorliegt.⁵⁸¹ Insofern ist die Liste hier nicht nur indikativ.⁵⁸² Drei konkrete Umstände werden von der ESMA genannt.

Der erste Umstand bezieht sich auf wesentliche Unterschiede zu früheren Ankündigungen des Emittenten. Die Insiderinformation, deren Offenlegung von dem Emittenten aufgeschoben werden soll, unterscheidet sich wesentlich von der früheren öffentlichen Ankündigung dieses Emittenten hinsichtlich des Gegenstands, auf den sich die Insiderinformation bezieht.⁵⁸³

Bei dem zweiten von der ESMA genannten geht es um das Abweichen von kommunizierten Gewinn- und Verlusterwartungen. Die Insiderinformation, deren Offenlegung von dem Emittenten aufgeschoben werden soll, betrifft die Tatsache, dass die finanziellen Ziele dieses Emittenten aller Wahrscheinlichkeit nach nicht erreichbar sind, wobei diese Ziele vorher bereits veröffentlicht worden waren.⁵⁸⁴

Konzeptioneller Bezugspunkt sind in beiden Fällen Erwartungen des Marktes. Die Insiderinformation, deren Offenlegung von dem Emittenten aufgeschoben werden soll, darf nicht im Gegensatz zu den von dem Emittenten zuvor geweckten Markterwartungen stehen, die vorher durch Aktionen wie Interviews, Roadshows oder jede andere Art der von dem Emittenten organisierten oder genehmigten Kommunikation gestaltet worden sind.⁵⁸⁵ Da die Markterwartungen schwierig zu bestimmen sind,⁵⁸⁶ soll der Emittent auch die Marktstimmung, wie den Konsensus von Finanzanalysten, berücksichtigen.⁵⁸⁷

Schließlich behandelt die ESMA den Umgang mit Gerüchten erklärt. Man kann hier bemerken, dass alle Beispiele von der ESMA an die vorangegangene Kommunikation des Emittenten anknüpfen. Es wird empfohlen, dass der Emittent die Gerüchte weder bestätigt noch dementiert, solange sie nicht auf die

⁵⁷⁹ „[...] the list is not meant to be exhaustive as there may be other situations where the delay in the disclosure is likely to mislead the public.“, ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 18, Rn. 85.

⁵⁸⁰ ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 18 f., Rn. 82 ff. sowie Annex V Rn. 95.

⁵⁸¹ „[...] the above situations are examples where immediate and appropriate disclosure is ALWAYS necessary and mandatory.“, ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 18, Rn. 85.

⁵⁸² *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 124.

⁵⁸³ ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 9 lit. a); ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 18., Rn. 82 lit. a).

⁵⁸⁴ ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 9 lit. b); ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 18., Rn. 82 lit. b).

⁵⁸⁵ ESMA, MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, 20.10.2016, ESMA/2016/1478 DE, Rn. 9 lit. c); ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 18, Rn. 82 lit. c).

⁵⁸⁶ ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, Annex III Rn. 39.

⁵⁸⁷ ESMA, Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.07.2016, ESMA/2016/1130, S. 18, Rn. 84.

Kommunikation der Emittenten zurückzuführen sind, um den Vorwurf einer Irreführung zu vermeiden.⁵⁸⁸ Das bloße Verschweigen begründet keine Irreführung der Öffentlichkeit.⁵⁸⁹

9.1.3. Sicherstellung der Geheimhaltung der Insiderinformation

Die letzte Voraussetzung für den Aufschub der Veröffentlichung ist die Sicherstellung der Geheimhaltung der Insiderinformation. Zu der Sicherstellung der Geheimhaltung ist die Etablierung einer bestimmten Compliance-Struktur nicht vorgeschrieben, aber Emittenten sollen die erforderlichen organisatorischen Maßnahmen (Chinese Walls beispielsweise) intern und gegenüber Dritten ergreifen. Dies zielt darauf ab, den Zugang zu Insiderinformationen durch andere Personen als diejenigen zu verhindern, die sie für die normale Ausübung ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben beim Emittenten benötigen.⁵⁹⁰ Hieraus folgt insbesondere, dass die Zahl der Insider sowie der potenziellen Insider möglichst beschränkt werden soll.⁵⁹¹ Die Personen, die den Zugang zu Insiderinformationen haben, sollen über die bestehenden Pflichten in Bezug auf die Insiderinformationen sowie die entsprechenden Sanktionen unterrichtet werden, Art. 18 Abs. 2 MAR. Die Sicherstellung der Geheimhaltung ist kaum vorstellbar, wenn der Insider sich nicht über seine Pflichten und die Sanktionen bei einem Verstoß gegen diese Pflichten bewusst ist.⁵⁹²

Auch wenn der Emittent die erforderlichen Maßnahmen durchführt, können trotzdem Details der Umstände, die den Insiderinformationen zugrunde liegen, unerwartet im Markt bekannt werden. Allerdings muss der Emittent nicht in jedem Fall eine Ad-hoc-Publizität nachholen. Vielmehr ist der Emittent publizitätspflichtig, wenn auf dem Markt vorliegende Gerüchte bezüglich der Insiderinformation so präzise sind, dass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet ist, Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR.⁵⁹³ Es gibt kein europaweit einheitliches Kriterium zur Feststellung des Ausmaßes der Präzision. Nach der Ansicht der BaFin ist ein Gerücht dann ausreichend präzise, wenn die daraus abzuleitende Information darauf schließen lässt, dass ein Informationsleck entstanden ist.⁵⁹⁴ Da das Verständnis der BaFin über die Präzision ebenso wenig „präzise“ ist, wird in der Literatur weiter konkretisiert, dass ein ausreichend präzises Gerücht vorliegt, wenn es einen hohen Grad an Genauigkeit und Substanz hat.⁵⁹⁵ Wenn das Gerücht bereits den wesentlichen Inhalt der noch nicht angekündigten Insiderinformation enthält, der eigentlich von einer Ad-hoc-Publizität veröffentlicht würde, ist von der hinreichenden Präzision auszugehen.⁵⁹⁶ Daher ist der Inhalt eines Gerüchts für die Präzision entscheidend, nicht die Verbreitung des Gerüchts. So kann auch ein willkürliches Streuen eines Gerüchtes die ausreichende Präzision nicht begründen.⁵⁹⁷ Ebenso wenig relevant ist der Ursprung des Gerüchts. Es ist

⁵⁸⁸ *Veith*, NZG 2005, 254, (257); *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 841, (850 f.).

⁵⁸⁹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 491.

⁵⁹⁰ Art. 4 Abs. 1 lit. c) i) VO (EU) 2016/1055.

⁵⁹¹ *Krause*, CCZ 2014, 248, (252); *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1204).

⁵⁹² *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1204); *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 130.

⁵⁹³ Bei der bisherigen Rechtslage wurde die Gewährleistung der Vertraulichkeit jedoch nicht ausgeschlossen, sofern sich die Vertraulichkeitslücke dem Emittenten nicht zurechnen ließe. In diesem Fall könnte der Aufschub weiterhin in Anspruch genommen werden. Siehe *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2015), § 17 Rn. 44 mwn.

⁵⁹⁴ BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, III, 3; siehe auch *Poelzig*, NZG 2016, 761, (765).

⁵⁹⁵ Ausführlich *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1204 f.).

⁵⁹⁶ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2044).

⁵⁹⁷ BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, III, 3.

unerheblich, ob das Gerücht der Sphäre des Emittenten zuzurechnen ist oder nicht.⁵⁹⁸ Folglich muss der Emittent die Insiderinformation unverzüglich bekannt geben, sobald die Vertraulichkeit der Insiderinformationen nicht mehr gewährleistet ist, Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 1 MAR, auch wenn der Emittent alle erforderlichen organisatorischen Vorkehrungen getroffen hat.⁵⁹⁹

9.2. Aufschieb hinsichtlich der Finanzsystemstabilität

Art. 17 Abs. 5 MAR bietet neben dem allgemeinen Aufschieb die Möglichkeit für Kreditinstitute und Finanzinstitute, zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen aufzuschieben.

Im Bereich des Bankwesens sind Domino-Effekte wegen der Systemrelevanz zahlreicher Institute in besonderem Maße zu befürchten. Die Krise einer Bank kann eine Reihe von Kettenreaktionen auslösen, die andere Kreditinstitute und Finanzinstitute ebenfalls in Mitleidenschaft ziehen und schließlich sogar das gesamte Finanzsystem gefährden können.⁶⁰⁰ Vor allem können negative Informationen eine Bank in die Krise bringen, besonders wenn sich die negativen Informationen auf die Solvenz der Bank beziehen. Dies kann den Marktteilnehmer veranlassen, schnell in einer kurzen Zeit und in einem großen Umfang Mittel abzuziehen. In diesem Fall kann ein sog. Schaltersturm („Bank Run“) entstehen, sodass sich eine Solvenzkrise aus einer Liquiditätskrise entwickeln kann.⁶⁰¹ Art. 17 Abs. 5 MAR erlaubt daher Kredit- und Finanzinstituten die Information im Zusammenhang mit einem zeitweiligen Liquiditätsproblem und insbesondere in Bezug auf den Bedarf an zeitweiliger Liquiditätshilfe durch die Zentralbank oder einen letztinstanzlichen Kreditgeber unter bestimmten Voraussetzungen aufzuschieben. Wie bei dem allgemeinen Aufschieb ist die Geheimhaltung sicherzustellen. Darüber hinaus setzt der spezielle Aufschieb zusätzlich die Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems, den Schutz der öffentlichen Interessen sowie die Zustimmung der zuständigen Behörde voraus. Anders als der Aufschieb nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist die Befürchtung der Irreführung der Öffentlichkeit hier nicht erheblich.⁶⁰²

9.2.1. Gefährdung der finanziellen Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems

Art. 17 Abs. 5 lit. a) MAR sieht als erste Voraussetzung vor, dass die Offenlegung der Insiderinformation das Risiko in sich birgt, dass die finanzielle Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems untergraben wird. Hier wird das Wort „UND“ verwendet. Dies führt zu dem Eindruck, dass der spezielle Aufschieb die Gefährdung der Stabilität der beiden, nämlich des Emittenten und des Finanzsystems, voraussetzt. Allerdings haben sie ein sehr unterschiedliches Gewicht. Der spezielle Aufschieb dient hauptsächlich der Wahrung der Stabilität des Finanzsystems. Die finanzielle Stabilität des Emittenten wird in Art. 17 Abs.

⁵⁹⁸ BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, III, 3. Somit kann eine möglichst zügige Informationsveröffentlichung gewährleistet werden und auch die langwierigen Ermittlungen vermieden werden. Siehe *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 131; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 492. Es ist unterschiedlich zu der bisherigen Rechtslage, vgl. Fn. 593.

⁵⁹⁹ ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 53, Rn. 243.

⁶⁰⁰ Hierzu *Paroush*, The Journal of Finance 1988, 1207, (1207 ff.).

⁶⁰¹ ErWG 52, MAR. Die Einführung des speziellen Aufschiebs basiert auf den europäischen Erfahrungen mit der jüngsten Finanzkrise: *Veil/Koch*, WM 2011, 2297, (2303).

⁶⁰² *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2045); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 452. Es entsteht daher auch das Risiko, dass ein Institut den speziellen Aufschieb ausnutzt, um den Markt irrezuführen: *Klöhn*, ZHR 2017, 746, (749). Eine andere Ansicht ist, dass die Voraussetzung „Aufschieb im öffentlichen Interesse“ bereits „keine Irreführung der Öffentlichkeit“ enthält: *Grundmann* in: *Grundmann*, Investment Banking I, MAR Art. 17 Rn. 513.

5 MAR aufgenommen, da die Krise des Emittenten wohl, wie oben dargestellt, einen Domino-Effekt auslösen kann. Die Wahrung der finanziellen Stabilität des Emittenten dient schließlich wiederum der Stabilität des gesamten Finanzsystems. Daher berücksichtigt man bei diesem speziellen Aufschub vor allem die Stabilität des Finanzsystems. Dieses Verständnis steht auch im Einklang mit der weiteren Voraussetzung für den speziellen Aufschub, und zwar dem Aufschub im öffentlichen Interesse.⁶⁰³ Vor diesem Hintergrund kann man die folgende extreme Konstellation einfacher und besser verstehen. Das endgültige Scheitern und die Notwendigkeit der Abwicklung eines Instituts stehen bereits fest. Die finanzielle Stabilität des Emittenten wird in diesem Fall nicht durch die Offenlegung untergraben. Der Aufschub der Offenlegung ist jedoch gerechtfertigt, wenn die Offenlegung die Stabilität des Finanzsystems gefährden kann. Erst dadurch wird die Wahrung der Stabilität des Finanzsystems erreicht.⁶⁰⁴

Auch wenn der Domino-Effekt im Finanzbereich nicht selten ist, kann man solche Informationen, die die Stabilität des Finanzsystems gefährden können, in der Regel nur bei großen und systemrelevanten Instituten finden.⁶⁰⁵ Die Information von einem kleinen und systemirrelevanten Institut, deren Offenlegung nicht die Stabilität des Finanzsystems gefährden kann, sondern offensichtlich nur die finanzielle Stabilität des Emittenten, ist nicht nach Art. 17 Abs. 5 MAR aufzuschieben. In diesem Fall ist der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR jedoch denkbar.⁶⁰⁶ Im umgekehrten Fall, nämlich dass erhebliche Anhaltspunkte dafür bestehen, dass die finanzielle Stabilität des Finanzsystems durch die Offenlegung der Insiderinformation untergraben wird, dies aber nur geringe Risiken für den Emittenten verursacht, kann der Aufschub nach Art. 17 Abs. 5 MAR dennoch gerechtfertigt werden.⁶⁰⁷

Weder die MAR noch die technischen Hinweise der ESMA haben die Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems klar definiert.⁶⁰⁸ Fest steht, dass der Emittent nicht selbst eine solche Gefährdung einschätzen und feststellen darf. Vielmehr wird dies von der zuständigen Behörde geprüft.⁶⁰⁹ Das wird aber problematisch bei letzterer Konstellation, nämlich dass die Offenlegung der Insiderinformation die finanzielle Stabilität des Emittenten nur gering, aber die Stabilität des Finanzsystems erheblich beeinträchtigen kann. Da es kein klares Kriterium zur Beurteilung der Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems für den Emittenten gibt, kann ein Institut eine solche Insiderinformation ad-hoc veröffentlichen, ohne die potenzielle Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems zu berücksichtigen.⁶¹⁰ Daher wäre

⁶⁰³ So etwa ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 55, Rn. 251.

⁶⁰⁴ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 147.

⁶⁰⁵ *Hopt/Kumpan* in: Schimansky/Bunte/Lwowski u. a., Bankrechts-Handbuch Band II, § 107, Rn. 161.

⁶⁰⁶ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 451.

⁶⁰⁷ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 146.

⁶⁰⁸ *Klöhn*, ZHR 2017, 746, (758).

⁶⁰⁹ Nicht nur Aufsichtsbehörden, es können auch die Zentralbank, makroprudenzielle Behörde sein. Siehe ErWG 52 f. und Art. 17 Abs. 5 lit. d) MAR.

⁶¹⁰ Wenn das Institut bei einem solchen Fall die Offenlegung aufzuschieben beabsichtigt, muss es zusätzliche Maßnahmen und Dokumentationspflichten erfüllen. Der Anreiz für das Institut zum Aufschub ist wohl eine Eigenschaft im Finanzbereich. Die Offenlegung der Insiderinformation hat wohl am Anfang keine erhebliche Beeinflussung auf dieses Institut und zuerst nur unmittelbar auf das Finanzsystem, aber später entstehen auch für dieses Institut selbst wieder erheblichen Risiken wegen der hohen Vernetzung an den Finanzmärkten und die Interdependenz zwischen den einzelnen Instituten. Siehe *Veil/Brüggemeier*, a.a.O. Während der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR als Recht des Emittenten angesehen wird (*Veil/Brüggemeier*, in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10, Rn. 96), ist es nicht klar, ob ein Institut in einem solchen Fall das Recht oder die Pflicht hat, die Offenlegung aufzuschieben. Nähere Untersuchung siehe *Klöhn*, ZHR 2017, 746, (773).

eine Definition oder ein Kriterium für die Praxis und die Aufsicht hilfreich. Aus der ökonomischen Perspektive ist die Stabilität des Finanzsystems relativ klar,⁶¹¹ während die rechtswissenschaftliche Erschließung der Stabilität des Finanzsystems noch in ihren Anfängen begriffen ist. Allerdings erscheint eine umfassende, abstrakte Definition kaum möglich.⁶¹²

9.2.2. Aufschub im öffentlichen Interesse

Des Weiteren muss der Aufschub im öffentlichen Interesse liegen, Art. 17 Abs. 5 lit. b) MAR. Dies wird ebenfalls von der zuständigen Behörde geprüft.⁶¹³ Entscheidend ist hier, dass die öffentlichen und wirtschaftlichen Interessen am Aufschub der Offenlegung gegenüber den Interessen des Markts am Erhalt der (wegen des Aufschubs) nicht veröffentlichten Information überwiegen.⁶¹⁴ Diese Voraussetzung hat nur geringe Bedeutung, da das Finanzsystem selbst wichtige öffentliche Aufgaben wahrnimmt. Somit ist der Aufschub immer zugunsten des öffentlichen Interesses, soweit die Veröffentlichung der Insiderinformation die Stabilität des Finanzsystems gefährdet.⁶¹⁵

9.2.3. Gewährleistung der Geheimhaltung

Darüber hinaus muss die Geheimhaltung der betreffenden Information gewährleistet werden können, Art. 17 Abs. 5 lit. c) MAR. Bis auf einen wörtlichen Unterschied, „gewährleisten“ in Abs. 5 und „sicherstellen“ in Abs. 4, gibt es keine inhaltlichen Differenzen.

9.2.4. Zustimmung der zuständigen Behörde

Das Vorliegen der Voraussetzungen für den Aufschub überprüft die zuständige Behörde zuerst und stimmt dann dem Aufschub zu, Art. 17 Abs. 5 lit. d) MAR. Die Zustimmung der zuständigen Behörde weist auf ein starkes Indiz für die Rechtmäßigkeit des Aufschubs hin, während der Emittent auf eigene Verantwortung die Offenlegung der Insiderinformation aufschiebt.⁶¹⁶

Dazu enthält Art. 17 Abs. 6 MAR besondere verfahrensmäßige Vorgaben, wonach die zuständige Behörde sicherstellen muss, dass der Aufschub nur für den im öffentlichen Interesse erforderlichen Zeitraum gewährt wird. Daher muss die zuständige Behörde mindestens wöchentlich bewerten, ob die Voraussetzungen des Aufschubs noch vorliegen, Art. 17 Abs. 6 Unterabs. 2 MAR. Sobald die zuständige Behörde den Aufschub ablehnt oder dem Aufschub nicht mehr zustimmt, muss die betreffende Insiderinformation unverzüglich veröffentlicht werden, Art. 17 Abs. 6 Unterabs. 3 MAR. Allerdings kann der Emittent nach Art. 17 Abs. 4 MAR die Offenlegung aufschieben, sobald die Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 vorliegen.

Die zuständige Behörde in Deutschland ist nach Art. 6 VO (EU) 2016/522 die BaFin.

⁶¹¹ Zum Beispiel die Definition von der europäischen Zentralbank, EZB, Financial Stability Review, November 2016, S. 3.

⁶¹² Ein Versuch siehe *Klöhn*, ZHR 2017, 746, (758 ff.).

⁶¹³ ErWG 53, MAR. Da der Aufschub nach Art. 17 Abs. 5 MAR auch in diesem Fall auf eigene Verantwortung des Emittenten erfolgt und die zuständige Behörde mit der Erteilung der Zustimmung nur im öffentliche Interesse tätig ist, ist daher eine staatliche Haftung nach § 839 BGB ausgeschlossen. Siehe *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2045).

⁶¹⁴ ErWG 52, MAR.

⁶¹⁵ *Klöhn*, AG 2016, 423, (432); *Kumpan*, a.a.O.

⁶¹⁶ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 155.

9.3. Verfahren des Aufschubs

9.3.1. Entscheidung der Emittenten

Bevor die MAR in Kraft trat, war es noch umstritten, ob der Aufschiebung der Offenlegung bzw. die Befreiung von der Publizitätspflicht automatisch eintritt oder dafür eine Entscheidung des Emittenten erforderlich ist.⁶¹⁷ Wenn die Entscheidung nicht erforderlich wäre, wäre dies in den Fällen problematisch, in denen der Emittent aus eigenen Interessen die Offenlegung der Insiderinformation absichtlich verzögern würde, ohne zu berücksichtigen, ob die Voraussetzungen für den Aufschiebung eigentlich vorliegen.⁶¹⁸

Die MAR hat diese Frage nicht direkt durch ihre Vorschriften beantwortet. Allerdings sieht Art. 17 Abs. 4 MAR vor, dass der Emittent auf eigene Verantwortung die Offenlegung der Insiderinformation für die Öffentlichkeit aufschieben kann. Von dem Wortlaut „auf eigene Verantwortung“ sowie „kann“ ergibt sich die Erforderlichkeit einer aktiven Entscheidung des Emittenten.⁶¹⁹ Art. 17 Abs. 5 MAR ist ebenso formuliert. Darüber hinaus setzt der Aufschiebung zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems die Zustimmung der zuständigen Behörde voraus. Dies verlangt offensichtlich eine aktive Handlung des Emittenten und lehnt den automatischen Eintritt eines derartigen Aufschiebungs ab. Zusammenfassend tritt der Aufschiebung nicht automatisch ein. Dies wird von der BaFin, der ESMA sowie der Verordnung der Kommission bestätigt.⁶²⁰ So wird auch das obengenannte Problem gelöst: eine verzögernde Offenlegung der Insiderinformation ohne bewusste Entscheidung über den Aufschiebung kann eine aufsichtsrechtliche Sanktion auslösen, auch wenn die Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR tatsächlich vorliegen.⁶²¹

Im Falle eines zeitlich gesteckten Vorgangs, der aus mehreren Schritten besteht, kann eine Entscheidung bereits vorsorglich in einem frühen Stadium getroffen werden.⁶²² Aber vorformulierte Vorratsbeschlüsse ohne Zusammenhang mit einem konkreten Umstand sind nach h.M. nicht erlaubt.⁶²³

9.3.2. Emittenteninternes zuständiges Organ für die Entscheidung

Die Entscheidung über einen Aufschiebung gehört zu den Leitungsangelegenheiten. Daher ist grundsätzlich der Vorstand des Emittenten für die Entscheidung zuständig. Allerdings kann auch ein dem Vorstand

⁶¹⁷ Für den automatischen Eintritt: *Assmann* in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz*, § 15 Rn. 165a; *Klöhn* in: *Hirte u. a.* (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, § 15 Rn. 315 ff.; *Zimmer/Kruse* in: *Schwark/Beck* (Hrsg.), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, WpHG § 15 Rn. 54. Für die Erforderlichkeit einer Entscheidung des Emittenten: *Pattberg/Bredol*, *NZG* 2013, 87, (87 f.); *Mennicke*, *NZG* 2009, 1059, (1061); *Frowein* in: *Habersack u. a.* (Hrsg.), *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, § 10 Rn. 74; *Harbarth*, *ZIP* 2005, 1898, (1906); *Parmentier*, *NZG* 2007, 407, (415); sowie BaFin, *Emittentenleitfaden* 2013, S. 59.

⁶¹⁸ *Poelzig*, *Kapitalmarktrecht*, Rn. 494.

⁶¹⁹ *Veil*, *ZBB* 2014, 85, (93); *Poelzig*, *NZG* 2016, 761, (765). Dagegen wird davon ausgegangen, dass der Ausdruck „auf eigene Verantwortung“ alleine nicht für eine aktive Entscheidung hinreichend überzeugend ist. Siehe *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht* (2017), Rn. 431 mwn.

⁶²⁰ BaFin, *Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs)*, Stand: 22.05.2018, III, 1; ESMA, *Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 52, Rn. 239; Art. 4 Abs. 1 lit. a) ii), lit. b) i) *Verordnung (EU) 2016/1055*.

⁶²¹ Aber ein Anspruch auf Schadensersatz wegen Mangels an Kausalität ist auszuschließen, *Poelzig*, *Kapitalmarktrecht*, Rn. 498.

⁶²² *Ihrig*, in: *Baldamus*, *Gesellschaftsrecht in der Diskussion* 2012, 113, (132).; *Ihrig/Kranz*, *BB* 2013, 451, (457); *Kocher/Widder*, *NZI* 2010, 925, (928).

⁶²³ *Ihrig/Kranz*, *BB* 2013, 451, (456) mwn.

untergeordnetes Gremium ermächtigt werden, diese Aufgabe zu übernehmen.⁶²⁴ Angesichts der Wichtigkeit der Erfüllung der Publizitätspflicht sowie der strengen Sanktionen bei deren Verletzung muss jedoch mindestens ein Vorstandsmitglied an der Entscheidung teilnehmen und sie vorsorglich treffen.⁶²⁵

Das Problem ist, dass für einige Angelegenheiten ausschließlich der Aufsichtsrat über die Zuständigkeit verfügt. In manchen Fällen kennt der Vorstand die Angelegenheit nicht, wie zum Beispiel Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern oder Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gegen Vorstandsmitglieder, da das Interesse der Geheimhaltung gegenüber dem Vorstand vorliegt. Somit ist der Aufsichtsrat für die Entscheidung zuständig.⁶²⁶ In diesem Fall kann die Entscheidung ebenfalls von einem vorläufigen Gremium vorbereitet werden.⁶²⁷

Nach Ansicht der ESMA ist es unerheblich, wer die Entscheidung über den Aufschub seitens des Emittenten trifft, sobald derjenige nach den internen Regelungen zuständig und immer erreichbar ist.⁶²⁸

9.3.3. Dokumentationspflichten

Für den Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR muss der Emittent auch zahlreiche Dokumentationspflichten erfüllen, die in Art. 4 Verordnung (EU) 2016/1055 vorgeschrieben sind. Es handelt sich hauptsächlich um das Datum und die Uhrzeit des erstmaligen Vorliegens der Insiderinformation, der Entscheidung über den Aufschub, der wahrscheinlichen Bekanntgabe, Art. 4 Abs. 1 lit. a); die Identität der Personen, die für die Entscheidung über den Aufschub, die Gewährleistung der fortlaufenden Überwachung und die Vorlage der geforderten relevanten Informationen und schriftliche Erläuterung bei der zuständigen Behörde zuständig sind, Art. 4 Abs. 1 lit. b); sowie Nachweise für die Maßnahmen zur Geheimhaltung und die Vorbereitung einer schnellstmöglichen Bekanntgabe der einschlägigen Insiderinformationen, Art. 4 Abs. 1 lit. c).

Die Dokumentationspflichten sind so umfangreich, dass sie für den Emittenten auch Belastungen verursachen können. Der Emittent hat angesichts der potenziellen Belastungen die Möglichkeit abzuwägen, ob er den Aufschub in Anspruch nimmt.⁶²⁹

9.3.4. Fortlaufende Überwachung der Bedingungen für den Aufschub

Da der Emittent die Beweislast für das Vorliegen der Voraussetzungen für den Aufschub trägt, muss er während des Aufschubs fortlaufend dieses Vorliegen überwachen.⁶³⁰ Da laut Art. 4 Abs. 1 lit. b) ii) Verordnung (EU) 2016/1055 die Identität der Person für die Gewährleistung der fortlaufenden Überwachung dokumentiert wird, kann man davon ausgehen, dass für diese Aufgabe der Emittent bestimmte Personen einsetzen muss. Es wird besonders überwacht, ob die Geheimhaltung der Insiderinformation fortlaufend sichergestellt wird.⁶³¹ Sobald die Vertraulichkeit der Insiderinformation (vermutlich) nicht

⁶²⁴ *Frowein* in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 75.

⁶²⁵ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2043); BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, III, 1; ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 52, Rn. 239.

⁶²⁶ *Kocher/Schneider*, ZIP 2013, 1607, (1611); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 432 mwn.

⁶²⁷ *Kocher/Schneider*, ZIP 2013, 1607, (1609 f.).

⁶²⁸ ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 52, Rn. 239; *Graßl*, DB 2015, 2066, (2069).

⁶²⁹ *Schneider*, BB 2005, 897, (900).

⁶³⁰ *Schneider*, BB 2005, 897, (902).

⁶³¹ *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1206); *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 310.

mehr gewährleistet wird, muss der Emittent die Insiderinformation so schnell wie möglich offenlegen, Art. 17 Abs. 7, MAR. Das gilt ebenso, wenn man bei der fortlaufenden Überwachung feststellt, dass eine der Voraussetzungen für den berechtigten Aufschub wegfällt.⁶³²

9.3.5. Verfahren des Aufschubs zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems

Das Verfahren des Aufschubs nach Art. 17 Abs. 5 MAR ist nicht identisch mit dem nach Art. 17 Abs. 4 MAR, da die zuständige Behörde vor dem Aufschub eingreift. Das Verfahren hier ist ausführlich und selbsterklärend in Art. 17 Abs. 6 MAR vorgesehen. Art. 17 Abs. 7 MAR gilt ebenfalls für den Aufschub nach Art. 17 Abs. 5 MAR. Das heißt, sobald die Vertraulichkeit der Insiderinformation (vermutlich) nicht mehr gewährleistet wird, muss der Emittent die Insiderinformation so schnell wie möglich offenlegen.

Darüber hinaus ist hervorzuheben, dass der Emittent die Insiderinformation nicht durch eigene Einschätzung des Wegfalls der Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems offenlegen darf. Eine falsche Einschätzung des Emittenten und die anschließende Offenlegung können ansonsten die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Diese Folge weicht von dem Sinn und Zweck des speziellen Aufschubs ab. Daher wird bereits bei dem Aufschub die Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems von der zuständigen Behörde festgestellt und die Zustimmung erteilt. Die zuständige Behörde übernimmt ebenso die Aufgabe der fortlaufenden Überwachung, und zwar mindestens wöchentlich das Vorliegen der Voraussetzungen zu bewerten, Art. 17 Abs. 6 Unterabs. 2 MAR.

9.4. Rechtliche Wirkung des Aufschubs

Art. 17 Abs. 4 sowie Abs. 5 MAR schreiben vor, dass der Emittent beim Vorliegen der Voraussetzungen die Offenlegung der Insiderinformation aufschieben kann. Das Wort „aufschieben“ weist deutlich darauf hin, dass die Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR nicht befreit wird. Vielmehr ist die Pflicht zeitweilig ausgesetzt. Eine Höchstfrist ist nicht gesetzt. Solange die Voraussetzungen erfüllt werden, kann der Emittent die Offenlegung aufschieben.

9.5. Nachholung der Offenlegungspflicht

9.5.1. Offenlegung der Insiderinformation

Der Aufschub der Offenlegungspflicht hat ausschließlich eine zeitlich beschränkte Wirkung. Art. 17 Abs. 7 MAR schreibt ausdrücklich vor, dass der Emittent die einschlägige Insiderinformation so schnell wie möglich offenlegen soll, sobald die Vertraulichkeit der Insiderinformation (vermutlich) nicht mehr gewährleistet ist. Die MAR hat hier nur die Nachholung der Offenlegung wegen des Mangels an Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation vorgeschrieben. Der Emittent muss die Insiderinformation unverzüglich veröffentlichen, wenn eine der Voraussetzungen, irrelevant welche, wegfällt.⁶³³ Diese Auslegung ergibt sich klar aus dem systematischen Zusammenspiel der grundsätzlichen Publizitätspflicht mit dem Aufschubtatbestand.⁶³⁴

Eine der Voraussetzungen für den Aufschub kann jederzeit wegfallen. Der Emittent muss Personal für die fortlaufende Überwachung des Vorliegens der Voraussetzungen einsetzen, Art. 4 Abs. 1 lit. b) ii) VO

⁶³² ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 53, Rn. 242 f.; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 32.

⁶³³ *Langenbucher*, a.a.O.

⁶³⁴ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 162.

(EU) 2016/1055. Daneben muss der Emittent bereits während des Aufschubs der Veröffentlichung Vorkehrungen treffen, die die schnellstmögliche Bekanntgabe der einschlägigen Insiderinformation sicherstellen können, sofern eine der Voraussetzungen wegfällt, Art. 4 Abs. 1 lit. c) ii) VO (EU) 2016/1055. Würde der Emittent beim Wegfall der Voraussetzung die Insiderinformation nicht rechtzeitig offenlegen, käme dies einer Verzögerung einer Ad-hoc-Publizität gleich.⁶³⁵

Bei der Nachholung der Offenlegung ist zu beachten, dass der Inhalt der Insiderinformation wegen Geschehnissen im Zeitraum des Aufschubs nicht immer identisch mit dem Inhalt beim Zeitpunkt des Vorliegens der Insiderinformation ist. Eine erhebliche Änderung ist auch denkbar. Dies kann insbesondere bei einem zeitlich gestreckten Sachverhalt der Fall sein. Die Offenlegung der „alten“ Insiderinformation kann die Öffentlichkeit irreführen und die effiziente Preisbildung stören;⁶³⁶ es entsteht insofern ebenfalls das Risiko der Verletzung der Publizitätspflicht. Daher ist der aktuelle Sachstand bei der nachzuholenden Offenlegung zu berücksichtigen.⁶³⁷ Vor diesem Hintergrund fordert die BaFin, einen Entwurf der „Notfall-Ad-hoc-Mitteilung“ anzufertigen und ihn stetig zu aktualisieren.⁶³⁸ Insofern ist ausschließlich das Endereignis der zeitlich gestreckten Sachverhalte nachholend zu veröffentlichen, aber nicht jeder Zwischenschritt, dessen Offenlegung aufgeschoben wurde.⁶³⁹

Es gibt Sachverhaltskonstellationen, in denen das Tatbestandsmerkmal der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR während des Aufschubs nicht mehr vorliegt. In diesen Fällen ist die (vormalige, aber aktuell nicht mehr zutreffende) Insiderinformation nicht nachholend zu veröffentlichen.⁶⁴⁰ Denn eine solche Veröffentlichung kann irreführende Signale in den Markt bringen. Folglich kann der Anleger eine falsche Bewertung aufgrund der Information vornehmen.

9.5.2. Mitteilung an die zuständige Behörde

Nach Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 MAR muss der Emittent unmittelbar nach der nachgeholten Offenlegung der Insiderinformation die zuständige Behörde über den Aufschub und die Nachweise für das Vorliegen der Voraussetzungen dieses Aufschubs informieren.

Art. 4 Abs. 3 VO (EU) 2016/1055 erstellt eine Liste von Informationen, die die Mitteilung enthalten soll. Dies verursacht beim Emittenten keine zusätzliche Belastung, da der Emittent bei der Erfüllung der Dokumentationspflicht nach Art. 4 Abs. 1 VO (EU) 2016/1055 die aufgeführten Informationen bereits vorbereitet haben sollte. Zugleich erhält § 7 WpAV zusätzliche Anforderungen an die Mitteilung nach Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 MAR, wobei es hauptsächlich um den Zeitpunkt der Überprüfung der Gerüchte und die Kontaktdaten der Personen geht, die sich an der Entscheidung über den Aufschub beteiligt haben.⁶⁴¹

In der Praxis in Deutschland kann die Mitteilung über den Aufschub der Offenlegung und die Erläuterung mit der Vorab-Mitteilung gleichzeitig bei der BaFin abgegeben werden. Die BaFin sieht die Formulierung „unmittelbar nach“ in Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 MAR als Regel für den Unverzöglichkeit an. Der

⁶³⁵ *Retsch*, NZG 2016, 1201, (1205); *Frowein* in: Habersack u. a. (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, § 10 Rn. 121.

⁶³⁶ *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 163.

⁶³⁷ *Klöhn* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, § 15 Rn. 325; sowie BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 65.

⁶³⁸ BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, IV, 6.

⁶³⁹ *Heider/Hirte*, GWR 2012, 429, (431).

⁶⁴⁰ BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 59 f.

⁶⁴¹ Kritisch vom Aspekt der Europarechtskonformität *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 141.

Emittent muss darauf aufpassen, wenn er die Offenlegung der aufgeschobenen Information nicht gleichzeitig mit der Information an die BaFin vornimmt, dass er nicht in Verzug kommt. Er hat dann nach dem Maßstab der BaFin nur sehr wenig Zeit die Mitteilung über den Aufschub und dessen Erläuterung unverzüglich einzureichen. Die Mitteilung, die erst Stunden nach der Veröffentlichung eingeht, wird in der Regel nach der Ansicht der BaFin nicht rechtzeitig sein. In diesem Fall ist es nur ausnahmsweise mit besonderen Begründungen rechtzeitig.⁶⁴² Um es zu schaffen, muss der Emittent nach der Entscheidung über den Aufschub sofort alle geforderten Informationen vorbereiten und danach auch aktualisieren.⁶⁴³

Wenn die veröffentlichungspflichtige Insiderinformation während des Aufschubs entfällt, ist die Veröffentlichung nicht nachzuholen und es erfolgt auch keine Mitteilung an die BaFin.⁶⁴⁴

10. Die Art und Weise der Ad-hoc-Mitteilung

Die Art und Weise der Ad-hoc-Mitteilung basiert auf der Idee vom effektiven Anlegerschutz, insbesondere von der Herstellung der Chancengleichheit zwischen den Marktteilnehmern.⁶⁴⁵ Die wichtigsten Regeln über die Art und Weise der Ad-hoc-Mitteilung werden im Folgenden dargestellt.

10.1. Vorab-Mitteilung

Vor der Veröffentlichung der Insiderinformation muss der Emittent die zu veröffentlichende Insiderinformation der BaFin und den Geschäftsführungen der Handelsplätze mitteilen, an denen die Finanzinstrumente des Emittenten zugelassen oder in denen sie einbezogen sind, § 26 Abs. 1 WpHG.⁶⁴⁶ Dies ist die sog. Vorab-Mitteilung. Sie dient unter dem Aspekt der Aufsicht der Erleichterung der Überwachung der Ad-hoc-Mitteilungen.⁶⁴⁷ Zugleich ermöglicht die Mitteilung an die Geschäftsführungen der Handelsplätze die potenzielle Aussetzung des Handels bezüglich der betroffenen Finanzinstrumente.⁶⁴⁸

10.2. Allgemeine Regeln in Art. 17 MAR

Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR verpflichtet den Emittenten, die ihn unmittelbar betreffenden Insiderinformationen so bald wie möglich zu veröffentlichen. Das heißt, dass die Veröffentlichung ohne schuldhaftes Zögern zu erfolgen ist.⁶⁴⁹ Die Veröffentlichung sowie die oben genannte Vorab-Mitteilung sind nicht abhängig von der Handelszeit der Börse, sondern jederzeit zu veranlassen. Daher ist der Emittent

⁶⁴² BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, IV, 4.

⁶⁴³ Diese strengen Anforderungen bei der Kontrolle der rechtmäßigen Anwendung des Aufschubs zielt auf die Gewährleistung einer effektiven Durchsetzung des Regimes der Ad-hoc-Publizität ab. Hierzu *Veil/Brüggemeier*, in: *Fleischer/Kalss/Vogt, Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2015*, 277, (282 ff.).

⁶⁴⁴ BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 59.

⁶⁴⁵ *Langenbucher*, *Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018)*, § 17 Rn. 51 f.

⁶⁴⁶ Die Mitteilung an die Handelsplätze, an denen die einschlägigen Finanzinstrumente nicht zugelassen oder einbezogen sind, kann ein Verstoß gegen das Offenlegungsverbot nach Art. 14 lit. c) MAR sein. Siehe BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, II, 5.

⁶⁴⁷ *Poelzig*, *Kapitalmarktrecht*, Rn. 484.

⁶⁴⁸ *Veil/Brüggemeier* in: *Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht*, § 10 Rn. 172.

⁶⁴⁹ BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 70.

verpflichtet, organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine notwendige Veröffentlichung unverzüglich durchzuführen.⁶⁵⁰

Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 MAR schreibt allgemein vor, dass der Emittent die Insiderinformation so veröffentlichen muss, dass die Öffentlichkeit die Möglichkeit hat, die offengelegten Insiderinformationen schnell zu finden und vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten. Daneben muss der Emittent die Ad-hoc-Mitteilung auf seiner eigenen Webseite für mindestens fünf Jahren zeigen, Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 3 MAR. In Bezug auf die Anzeige auf der Webseite sieht Art. 17 Abs. 9 MAR vor, dass der Emittent, dessen Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, Ad-hoc-Mitteilungen auf der Webseite des Handelsplatzes anstatt der Webseite des Emittenten zeigen kann, solange der Handelsplatz diese Möglichkeit eröffnet. Dies spricht den Emittenten des KMU-Wachstumsmarkts nicht von der Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR frei, sondern bietet ausschließlich eine Erfüllungsalternative zur Anzeigenpflicht auf der eigenen Webseite. Es soll der Reduktion der zusätzlichen Belastungen und einer Erleichterung der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt für kleine und mittlere Unternehmen dienen. Aber inwieweit die Erleichterung für kleine und mittlere Unternehmen dadurch geschaffen wird, ist fragwürdig.⁶⁵¹

Schließlich verbietet Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 2 MAR den Emittenten ausdrücklich, die Veröffentlichung der Insiderinformation mit Werbe- und Marketingmaßnahmen zu verbinden.

10.3. Konkretisierung

Die ESMA arbeitet gemäß Art. 17 Abs. 10 lit. a) MAR Entwürfe technischer Durchführungsstandards zur Feststellung der technischen Mittel für die angemessene Ad-hoc-Mitteilung aus und veröffentlichte den Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation,⁶⁵² dessen Inhalt von der Durchführungsverordnung VO (EU) 2016/1055 übernommen wird. Auf nationaler Ebene konkretisiert die WpAV nach der Anpassung mit der MAR statt der WpAIV die Vorgaben der Ad-hoc-Mitteilung. Die wichtigsten Regeln für die Ad-hoc-Mitteilungen werden im Folgenden zusammenfassend dargestellt.

10.3.1. Art der Ad-hoc-Mitteilung

Die Ad-hoc-Mitteilung soll mithilfe technischer Mittel bekannt gegeben werden, damit die Insiderinformation einer möglichst breiten Öffentlichkeit in einer nicht diskriminierenden Weise, unentgeltlich und zeitgleich in der gesamten Europäischen Union zur Verfügung gestellt wird, Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) VO (EU) 2016/1055.⁶⁵³

Darüber hinaus ist die Insiderinformation an die Medien zu übermitteln, bei denen die Öffentlichkeit vernünftigerweise davon ausgeht, dass sie die Informationen tatsächlich verbreiten, Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. b) VO (EU) 2016/1055. Das entspricht dem, was bislang als Veröffentlichung über allgemein

⁶⁵⁰ Näher über die Vorkehrungen siehe BaFin, a.a.O.

⁶⁵¹ *Kumpfan*, ZGR 2016, 2, (22).

⁶⁵² „7 Technical means for public disclosure of inside information and delays“, siehe ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 294 ff.

⁶⁵³ Nach dem alten Recht war in § 5 Satz 1 Nr. 1 WpAIV die Herstellung einer Bereichsöffentlichkeit ausreichend. Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) i) VO (EU) 2016/1055 schreibt nunmehr „nicht diskriminierend an eine möglichst breite Öffentlichkeit“ vor. Dies spricht für einen weiteren Personenkreis. Die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit ist nicht mehr ausreichend. § 5 WpAIV ist daher zur Anpassung der MAR in WpAV weggefallen. Das Ausreichen einer Bereichsöffentlichkeit wurde bereits bei der alten Rechtslage kritisiert, siehe *Klöhn*, AG 2016, 423, (426 f.). Bestehen auf die Bereichsöffentlichkeit siehe *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 481.

zugängliche Informationssysteme bezeichnet wurde, wie z. B. Bloomberg, Reuter und vor allem die Börsenpflichtblätter.⁶⁵⁴ Daher ist die Veröffentlichung in einer Regionalzeitung, eine Kundgabe auf einer Presse- oder Analystenkonferenz, in der Hauptversammlung, über soziale Medien oder alleine auf der Webseiten der jeweiligen Emittenten nicht hinreichend.⁶⁵⁵

In Bezug auf die Anzeigen auf den eigenen Webseiten der jeweiligen Emittenten müssen die Anzeigen nach Art. 3 VO (EU) 2016/1055 ebenfalls diskriminierungsfrei und unentgeltlich zugänglich sein; die Anzeigen werden zugleich in chronologischer Reihenfolge aufgelistet und in einem leicht auffindbaren Abschnitt der Webseite zur Verfügung gestellt.

10.3.2. Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung

Die Anforderung an den Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung ergibt sich aus Art. 2 Abs. 1 lit. b) VO (EU) 2016/1055, wonach die folgenden Punkte unmissverständlich klar sein müssen: i) die übermittelten Informationen sind Insiderinformationen; ii) die Identität des Emittenten; iii) die Identität der mitteilenden Person; iv) der Gegenstand der Insiderinformationen; v) Datum und Uhrzeit der Übermittlung an die Medien.

§ 4 WpAV hat diesen Mindestinhalt weiter konkretisiert. Zum Beispiel verlangen § 4 Abs. 1 Nr. 6 und Nr. 7 eine Erklärung, inwieweit die Information den Emittenten unmittelbar betrifft und aus welchen Gründen die Information geeignet ist, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Dies ist nicht in den europäischen Verordnungen vorgeschrieben, kann aber von der Darstellung der „vollständigen, korrekten und rechtzeitigen“ Informationsbewertung im Sinne von Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR abgeleitet werden.⁶⁵⁶ Des Weiteren kann es auch aus der Anforderung, dass der Emittent bei zeitlich gestreckten Vorgängen ebenfalls Angaben zur Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses machen muss, hergeleitet werden.⁶⁵⁷ Außerdem hebt § 4 Abs. 1 S. 2 WpAV hervor, dass die Veröffentlichung kurz gefasst werden soll. Dies soll die Informationsüberlastung auf dem Markt vermeiden.⁶⁵⁸

Neben dem Mindestinhalt ergänzt der Emittent häufig die Hinweise auf Risiken, um seine eigene Haftung zu begrenzen, besonders wenn es beim Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung um Prognosen geht. Die rechtliche Bedeutung eines solchen Hinweises ist im europäischen und deutschen Recht nicht geklärt, aber grundsätzlich aus haftungsrechtlicher Hinsicht bedeutungslos. Zugleich können solche Hinweise den Markt irreführen.⁶⁵⁹ Angesichts der geringen Bedeutung und der möglichen Irreführung sollten solche Hinweise nicht erlaubt werden.

10.3.3. Sprache der Ad-hoc-Mitteilung

Bei der Sprache der Ad-hoc-Mitteilung verweist die BaFin auf § 3b WpAV. Dies gilt sowohl für den Emittenten eines geregelten Markts, als auch MTF- und OTF-Emittenten.⁶⁶⁰ Nach § 3b Abs. 2 WpAV muss der Emittent mit Sitz in Deutschland die Information in deutscher Sprache veröffentlichen, wenn die

⁶⁵⁴ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 426; *Poelzig*, a.a.O.

⁶⁵⁵ *Kumpan*, DB 2016, 2039, (2043); ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 44, Rn. 188.

⁶⁵⁶ *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, S. 67.

⁶⁵⁷ *Teigelack*, BB 2016, 1604, (1606); *Voß* in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 306.

⁶⁵⁸ *Voß* in: Just (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, § 15 Rn. 301.

⁶⁵⁹ Ausführlich *Veil/Brüggemeier* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 10 Rn. 175 ff.

⁶⁶⁰ BaFin, Art. 17 MAR – Veröffentlichung von Insiderinformationen (FAQs), Stand: 22.05.2018, IV, 3.

Finanzinstrumente nur in Deutschland zum Handel zugelassen sind; werden die Finanzinstrumente zusätzlich in anderen EU- oder ERW-Mitgliedstaaten gehandelt, ist die Information in der deutschen oder englischen Sprache und nach Wahl des Emittenten in einer von den betroffenen nationalen Aufsichtsbehörden akzeptierten oder in englischer Sprache zu veröffentlichen. Der Emittent mit dem Sitz im Ausland kann die Information ausschließlich in der englischen Sprache veröffentlichen, § 3b Abs. 1 WpAV. Der Emittent soll darauf aufpassen, dass die Übersetzung die Veröffentlichung nicht verzögern darf, wenn die Insiderinformation in mehreren Sprachen veröffentlicht wird.⁶⁶¹

10.4. Eintragung in das Unternehmensregister

Schließlich muss die Insiderinformation unverzüglich nach der Veröffentlichung in dem amtlich bestellten System, in Deutschland dem Unternehmensregister nach § 8b HGB, veröffentlicht werden. Laut Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 MAR ist diese Anforderung nur für den Emittenten gültig, dessen Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Dies gilt eigentlich nicht für Emittenten, deren Finanzinstrumente ausschließlich auf MTFs oder OTFs gehandelt werden. Da MAR die Adressaten der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf MTF- und OTF-Emittenten erweitert, ist die ESMA der Ansicht, dass sie auch vergleichbaren Standards unterliegen sollten, damit vertraute Informationskanäle geboten werden können.⁶⁶² § 26 Abs. 1 WpHG erweitert dies nun auf MTF- und OTF-Emittenten.

11. Rechtsfolge bei der Verletzung der Ad-hoc-Publizität

Das Kapitalmarktrecht enthält zahlreiche Pflichten, insbesondere Informationspflichten. Die Pflichten müssen erfüllbar sein und auch tatsächlich von Adressaten erfüllt werden. Nur so ist das Kapitalmarktrecht nicht ausschließlich „law in the books“. Um dies zu gewährleisten, sind die Sanktionsmechanismen des Zivil-, Straf- und öffentlichen Rechts die entsprechenden Mittel.⁶⁶³ Das Kapitalmarktrecht setzt sich aus öffentlich-rechtlichen, strafrechtlichen und zivilrechtlichen Strukturen zusammen.⁶⁶⁴ Die Verletzung der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR kann verwaltungs-, straf- und zivilrechtliche Haftungen auslösen. Im Folgenden werden die Haftungen bei der Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht untersucht.

11.1. Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen

Verstöße gegen Art. 17 MAR sind nach § 120 Abs. 15 Nr. 6-11 WpHG ordnungswidrig und werden mit einem Bußgeld sanktioniert.

Die objektiven Tatbestände der Ordnungswidrigkeit sind in § 120 Abs. 15 Nr. 6-11 WpHG festgelegt. Ordnungswidrig handelt demnach, wer die Insiderinformation, die nach Art. 17 MAR ad-hoc veröffentlicht werden soll, nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht rechtzeitig, nicht in gesetzlicher Art und Weise veröffentlicht, oder ihre Veröffentlichung nicht sicherstellt. Dies gilt auch für den Fall des Aufschubs einer Offenlegung. Ordnungswidrig ist ebenfalls, wenn die Veröffentlichung der Vermarktung dient.

⁶⁶¹ BaFin, Emittentenleitfaden 2013, S. 70.

⁶⁶² ESMA, Final Report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28.09.2015, ESMA/2015/1455, S. 43, Rn. 186.

⁶⁶³ Möllers, AcP 2008, 1, (5).

⁶⁶⁴ Möllers, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2259).

Bei dem subjektiven Tatbestand ist der Vorsatz oder mindestens Leichtfertigkeit erforderlich, § 120 Abs. 15 WpHG.⁶⁶⁵ Leichtfertig handelt, wer die gebotene Sorgfalt in außergewöhnlich hohem Maß verletzt.⁶⁶⁶

Bei Verstößen sollen natürliche Personen mit Geldbußen von bis zu 1 Mio. Euro und juristische Personen mit Geldbußen von bis zu 2,5 Mio. Euro oder 2 Prozent des jährlichen Gesamtumsatzes belangt werden, § 120 Abs. 18 S. 1 und 2 WpHG. Darüber hinaus schreibt § 120 Abs. 18 S. 3 WpHG vor, dass Geldbußen ebenfalls das bis zu Dreifache des aus dem Verstoß erzielten wirtschaftlichen Vorteils ausmachen können.⁶⁶⁷ Somit kann die Höchstgrenze für natürliche und juristische Personen überschritten werden.⁶⁶⁸ Zu beachten ist, dass auch gegen Organmitglieder bei dieser Ordnungswidrigkeit, als Nebenfolge gegen der Haftung der Gesellschaft, Geldbußen verhängt werden können, § 30 OWiG.⁶⁶⁹

Neben den Geldbußen ist die BaFin auch ermächtigt, verwaltungsrechtliche Maßnahmen bei der Verletzung der Ad-hoc-Publizität zu ergreifen. Die verwaltungsrechtlichen Maßnahmen nach Art. 30 Abs. 2 Unterabs. 1 lit. a)-g) MAR sind a) Anordnung zur Einstellung der Verhaltensweise und Absehen von einer Wiederholung, etwa Untersagungsverfügungen zu erlassen; b) Einzug der infolge des Verstoßes erzielten Gewinne oder der vermiedenen Verluste, etwa Einzug der aufgrund der unterlassenen oder fehlerhaften Ad-hoc-Publizität erzielten Gewinne oder vermiedenen Verluste; c) öffentliche Warnung; d) Entzug oder Aussetzung der Zulassung einer Wertpapierfirma; e), f) und g) Verbot der vorübergehenden oder dauerhaften die Übernahme der Führungsaufgaben von bestimmten Personen innerhalb des ad-hoc-publizitätspflichtigen Emittenten sowie vorübergehendes Verbot der Eigengeschäfte von bestimmten Personen. Die entsprechende Ermächtigung für die Anordnungen, wie Tätigkeitsverbote, Warnungen, Einstellung von bestimmten Handlungen, in dem nationalen Recht findet sich in § 6 Abs. 6 ff. WpHG.

Laut Art. 34 Abs. 1 MAR sowie § 125 Abs. 1 WpHG ist die BaFin verpflichtet, jede Entscheidung über Maßnahmen und Sanktionen, die wegen Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht erlassen wurde, unverzüglich nach der Informierung der Adressaten auf der Webseite der BaFin bekannt zu machen. Das ist das sog. „Naming and Shaming“.⁶⁷⁰ Die Bekanntmachung der Entscheidung kann grundsätzlich erst 5 Jahre nach der Bekanntmachung gelöscht werden, Art. 34 Abs. 3 MAR, § 125 Abs. 5 WpHG. Art und Charakter des Verstoßes sowie die Identität der verantwortlichen Personen sollen grundsätzlich bekanntzumachen sein, Art. 34 Abs. 1 Unterabs. 1 S. 2 MAR, § 125 Abs. 2 WpHG. Ausnahmsweise wird die Entscheidung in anonymisierter Form bekannt gegeben, aufgeschoben oder sogar davon abgesehen, wenn es im Einzelfall unverhältnismäßig ist, oder wenn die laufende Ermittlung oder die Stabilität der Finanzmärkte gefährdet wird, Art. 34 Abs. 1 Unterabs. 3 MAR, § 125 Abs. 3 WpHG. Angesichts der Auswirkungen auf die Praxis hat Naming and Shaming für die Verwirklichung einer Abschreckung von großer Bedeutung. Aber gleichzeitig könnte es einen weit überproportionalen Schaden für Täter oder auf dem Kapitalmarkt verursachen.⁶⁷¹ Die BaFin muss daher in einem Ermessensraum entscheiden, wie

⁶⁶⁵ Weiteres über die Beurteilung des Vorsatzes siehe *Dinter/David*, ZIP 2017, 893, (893 ff.).

⁶⁶⁶ *Schwark/Kruse* in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 14 Rn. 68. Eine ausführliche Untersuchung darüber siehe auch *Buttlar/Hammermaier*, ZBB 2017, 1, (1 ff.).

⁶⁶⁷ Über die Bußgeldbemessung siehe auch BaFin, WpHG-Bußgeldleitlinien II, Stand: Februar 2017.

⁶⁶⁸ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 506.

⁶⁶⁹ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 496.

⁶⁷⁰ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 122.

⁶⁷¹ *Bachmann/Prüfer*, ZRP 2005, 109, (113); *Fleischer*, ZGR 2004, 437, (476).

Naming and Shaming vorzunehmen ist. Allerdings kann es zumindest die Geltendmachung von zivilrechtlichen Ansprüchen durch die Kenntnis der Verstöße erleichtern.⁶⁷² Im Allgemeinen ist Naming and Shaming in Hinsicht auf die ökonomisch intendierte Interessenabwägung eine erfolgreiche Maßnahme.⁶⁷³

11.2. Strafrechtliche Sanktionen

Die Ad-hoc-Publizität hat eine große Bedeutung für das Vertrauen in den Markt sowie für die Prävention von Insiderhandel. Ob die Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht strafbewehrt sein sollte, hängt davon ab, ob die verwaltungsrechtlichen Sanktionen für die Gewährleistung der Erfüllung der Pflicht ausreichend sind. Die Strafe als Ultima Ratio schreckt besonders ab, weil sie das Unwerturteil der Geldbuße oder dem zivilrechtlichen Anspruch gegenüber bestmöglich darstellen kann.⁶⁷⁴ Wenn die gegenwärtigen verwaltungsrechtlichen Sanktionen die Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität nicht hinreichend abschrecken können, dann sind strafrechtliche Sanktionen erforderlich und gerecht.⁶⁷⁵

Der Rahmen der verwaltungsrechtlichen Geldbuße setzt bis zu sehr hohen Beträgen. Das spielt bereits eine Rolle für die Abschreckung. Aus der Praxis lässt sich ablesen, dass der Adressat der Ad-hoc-Publizitätspflicht seine Erfüllung der Pflicht ernst genommen hat, denn ansonsten gäbe es eine Vielzahl von verhängten Geldbußen.⁶⁷⁶ Darüber hinaus liegen die Überwachung der Einhaltung der Ad-hoc-Publizitätspflicht sowie die Verfolgung und Ahndung der verwaltungsrechtlichen Sanktionen in der Hand der BaFin. Dies gewährleistet einheitliche Maßstäbe bei der Überwachung und Sanktionierung.⁶⁷⁷ Des Weiteren sollte man noch den Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität in Rechnung stellen. Sie dient hauptsächlich der Bekämpfung des Insiderhandels. Ein Insiderhandel sowie ein Versuch eines Insiderhandels selbst sind bereits strafbar.⁶⁷⁸ Im Vergleich dazu könnte es schließlich gegen das Rechtsstaatsprinzip bzw. die Verhältnismäßigkeit sein, wenn der Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizität alleine ebenfalls strafbar wäre.⁶⁷⁹ Daher ist eine spezielle Strafbarkeit für Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht derzeit nicht notwendig. Diese Einschätzung könnte sich aber im Laufe der Zeit, aufgrund aktuellerer Erfahrungen in der Praxis, die eine erneute Überprüfung notwendig machen, ändern.⁶⁸⁰

⁶⁷² *Fleischer*, ZGR 2004, 437, (477); *Möllers*, ZBB 2003, 390, (498).

⁶⁷³ *Möllers*, AcP 2008, 1, (35).

⁶⁷⁴ *Möllers*, AcP 2008, 1, (33).

⁶⁷⁵ *Fürhoff*, Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizität zur Vermeidung von Insiderkriminalität, S. 232.

⁶⁷⁶ *Fürhoff*, a.a.O.

⁶⁷⁷ *Fürhoff* hat dieses Ergebnis unter Berücksichtigung der Praxis des BAWe herausbekommen. Da die BaFin der Nachfolger des BAWe ist, soll dies ebenso heute gelten. Vgl. *Fürhoff*, a.a.O.

⁶⁷⁸ § 119 Abs. 3 und 4 WpHG. Weiteres siehe *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 376 ff.

⁶⁷⁹ Das Kapitalmarktrecht in den USA schreibt eine Freiheitsstrafe von bis zu 25 Jahren vor. Dies kann eine erhebliche Abschreckungswirkung ausüben. Allerdings entspricht dies der Verhältnismäßigkeit nicht, die der Grundsatz des Rechtsstaats ist. Eine solche erhebliche Abschreckung führt dazu, dass qualifizierte Personen die Führungsaufgaben eines Emittenten nicht übernehmen wollen, oder nur unter den Bedingungen einer dem Risiko entsprechenden Vergütung. Die Vergütung der Führungskräfte in Deutschland ist niedriger als in den USA. In Amerika wird auch über die Geeignetheit der hohen Vergütung der Führungskräfte diskutiert. Hierzu *Möllers*, AcP 2008, 1, (33 f.).

⁶⁸⁰ *Fürhoff*, a.a.O. Dagegen sieht es *Hahn* als Fehlwertung an, dass Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht nur einen geringen Unwertgehalt haben. Er ist für die Strafbarkeit wegen der Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht angesichts der Bedeutung der Ad-hoc-Publizität und des drohenden Schadens. Siehe *Hahn*, Neue Ansätze im Anlegererschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 203 f.

Auch wenn es keine originäre strafrechtliche Haftung wegen Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität gibt, kann die Ad-hoc-Publizität als Mittel für andere Straftaten ausgenutzt werden. Sie kann vor allem informationsgestützte Marktmanipulationen im Sinne von Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR gestalten. Die Manipulation kann durch eine aktive Ad-hoc-Publizität von unwahrer Information oder unvollständiger Information oder durch eine Unterlassung der Ad-hoc-Publizität verwirklicht werden.⁶⁸¹ Außerdem kann Ad-hoc-Publizität für den Insiderhandel im Sinne von Art. 8 und Art. 14 MAR ausgenutzt werden. Zum Beispiel kann der Täter durch die Unterlassung oder die verspätete Erfüllung der Ad-hoc-Publizität Zeit für den Insiderhandel gewinnen.⁶⁸² Des Weiteren ist die unrichtige Darstellung im Sinne von § 400 AktG wegen einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung ebenfalls denkbar.⁶⁸³ Schließlich kann die Ad-hoc-Publizität auch für den Betrug im Sinne von § 243 StGB und Kapitalanlagebetrug im Sinne von § 243a StGB missbraucht werden.⁶⁸⁴ Für diejenigen, die für eine originäre Strafe wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität sind, können die oben genannten Strafnormen nur einen geringen Trost bieten.⁶⁸⁵

Hierzu kommt, dass ausschließlich Organmitglieder bestraft werden können, da der Emittent als juristische Personen keine strafrechtliche Handlungs- und Schuldfähigkeit hat.⁶⁸⁶ Unternehmen und Betriebe können also nach dem deutschen Strafrecht keine Straftaten begehen. Sie können demnach ebenso wenig in Strafverfahren beschuldigt, schuldig gesprochen oder bestraft werden.⁶⁸⁷ Allerdings können gegen Organmitglieder als Nebenfolge im Zusammenhang mit begangenen Straftaten auch Geldbußen verhängt werden, § 30 OWiG.

11.3. Zivilrechtliche Haftung

Die Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht kann ebenfalls zivilrechtliche Haftung auslösen. Der geschädigte Anleger kann bei Verstößen nach dem geltenden Gesetz Schadensersatzansprüche geltend machen. Die zivilrechtliche Rechtsdurchsetzung bietet neben dem öffentlichen Recht bzw. Aufsichtsrecht auch eine effiziente Abschreckungswirkung für die Überwachung der Erfüllung der Informationspflicht auf dem Kapitalmarkt.⁶⁸⁸

In der MAR ist keine spezielle Schadensersatzpflicht wegen der fehlenden oder fehlerhaften Ad-hoc-Publizität vorgeschrieben. Es gelten weiterhin die nationalen Regeln, in Deutschland §§ 97, 98 WpHG,

⁶⁸¹ Ausführlich *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 427 ff.; *Wilga* in: Möllers/Braun (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, § 12 Rn. 4 ff.; *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 255 f.; *Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 206 f.

⁶⁸² Näher *Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 209 f.

⁶⁸³ *Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 208; *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 257 ff.; *Wilga* in: Möllers/Braun (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, § 12 Rn. 69 ff.; *Möllers*, in: Derleder/Knops/Bamberger, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, 1751, (1764 f.).

⁶⁸⁴ Darüber *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 261 ff.; *Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 204; *Wilga* in: Möllers/Braun (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, § 12 Rn. 90 ff.; *Möllers*, in: Derleder/Knops/Bamberger, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, 1751, (1765 f.).

⁶⁸⁵ *Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, S. 204.

⁶⁸⁶ *Wilga* in: Möllers/Braun (Hrsg.), Ad-hoc-Publizität, § 12 Rn. 2.

⁶⁸⁷ *Monheim*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 255.

⁶⁸⁸ Sog. private enforcement, siehe *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 134; *Möllers*, AcP 2008, 1, (33).

die zwei spezialgesetzlich geregelte eigenständige Anspruchsgrundlagen bieten. Sie sollen die berechtigten Erwartungen des Anlegers auf die Einhaltung der Publizitätspflicht nach Art. 17 MAR vonseiten des Emittenten schützen.⁶⁸⁹ Die Ansprüche richten sich grundsätzlich gegen den Emittenten, ggf. auch gegen Organe der Emittenten. Im Folgenden werden die Ansprüche gegen Emittenten entsprechend ihrer Organe untersucht.

11.3.1. Haftung der Emittenten nach §§ 97, 98 WpHG

§ 97 WpHG erfasst die Schadensersatzpflicht des Emittenten bei der unterlassenen oder verspäteten Ad-hoc-Publizität, § 98 WpHG bei der Veröffentlichung von unwahren Informationen. Sie sind unabhängig voneinander, aber in der Struktur vergleichbar formuliert.

11.3.1.1. Regelungszweck

Die Schadensersatzpflicht des Emittenten wegen der Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht wurde erst 2002 in das WpHG eingeführt, zuvor in §§ 37b, 37c WpHG a.F. Zuvor bestand ein privatrechtliches Sanktionsdefizit für unterlassene oder fehlerhafte Veröffentlichungen mit Blick auf die zahlreichen Pflichtverletzungen auf dem Neuen Markt. Vor diesem Hintergrund wurden diese beiden Anspruchsgrundlagen ins WpHG eingeführt.⁶⁹⁰ Der genaue Sinn und Zweck ist allerdings umstritten geblieben. Dieser dogmatische Streit hat große Bedeutung für die Praxis. Er bezieht sich besonders auf die Kausalität und die Haftungsausfüllung.

Nach einer Auffassung dienen §§ 97 und 98 WpHG dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und dem Schutz des Vertrauens des Anlegers in die marktgerechte Preisbildung.⁶⁹¹ Nach dieser Auffassung gilt: Das Vertrauen des Anlegers basiert darauf, dass alle relevanten Marktinformationen in den Marktpreis der Finanzinstrumente richtig Eingang finden. Die Preisbildung soll daher nicht von unzutreffenden Veröffentlichungen beeinflusst werden. Aus der MAR kann man ebenfalls diesen Normzweck ableiten. Laut Erwägungsgrund 49 MAR dient die Ad-hoc-Publizität der Vorbeugung von Insidergeschäften und Irreführung von Anlegern. Die Vorbeugung von Irreführung bedeutet nicht den Schutz der Integrität der Willensbildung des Anlegers, sondern den Schutz des Vertrauens des Anlegers in die richtige Preisbildung. Angesichts der unmittelbaren Verbindung mit Art. 17 MAR ist der Normzweck der §§ 97, 98 WpHG daher, den Schaden des Anlegers auszugleichen, den die fehlerhafte Preisbildung verursacht.⁶⁹² Im Falle von § 98 WpHG geht es insofern nicht um das Vertrauen des Anlegers in die Richtigkeit der unrichtigen Information, sondern um das Vertrauen in die richtige Preisbildung.⁶⁹³ Nach diesem Verständnis kann der Anleger nach §§ 97, 98 WpHG ausschließlich den Ersatz des Kursdifferenzschadens verlangen. Der Anleger hat hier nur die Kausalität zwischen der fehlenden oder fehlerhaften Veröffentlichung und dem unzutreffenden Preis zu beweisen.

⁶⁸⁹ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 456.

⁶⁹⁰ *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 14 ff.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 510.

⁶⁹¹ *Möllers/Leisch* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 7; *Zimmer/Grotheer* in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 37c Rn. 5; *Engelhardt*, BKR 2006, 443, (448); *Schäfer*, NZG 2005, 985, (991).

⁶⁹² *Mülbert/Sajnovits*, ZfPW 2016, 1, (26); *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 17. Zur bisherigen Rechtslage siehe *Hopt/Voigt* in: Hopt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, S. 131.

⁶⁹³ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 512.

Die Gegenansicht betont den Schutz des einzelnen Anlegers in seiner freien Willensbildung.⁶⁹⁴ Dieser Normzweck wurde seitens des BGH in seiner Rechtsprechung zu § 15 WpHG bestätigt. Nach der Ansicht des BGH wird der Anleger geschützt, damit er sachgerechte Anlageentscheidungen treffen kann.⁶⁹⁵ Folglich hat der Anleger die Möglichkeit zur Rückgängigmachung der Anlageentscheidungen. Entsprechend muss der Anleger in diesem Fall die Kausalität zwischen der unzutreffenden Veröffentlichung und den Anlageentscheidungen beweisen.

11.3.1.2. Dogmatische Einordnung

Die dogmatische Einordnung der §§ 97, 98 WpHG ist umstritten. Zum Teil wird von einer gesetzlichen Vertrauenshaftung ausgegangen.⁶⁹⁶ Nach dieser Ansicht gibt es eine Sonderverbindung bzw. eine enge Beziehung zwischen Emittenten und Anlegern durch die fortlaufende Informationspflicht. Allerdings, anders als bei der Prospekthaftung, liegt keine unmittelbare (vertragliche) Beziehung zwischen Emittenten und Anlegern auf dem Sekundärmarkt vor, sondern die Informationspflicht betrifft vielmehr den gesamten Markt.⁶⁹⁷ Das Vertrauen des Anlegers in die Einhaltung der Informationspflichten der Emittenten ist nicht hinreichend, eine solche enge Beziehung zu begründen.⁶⁹⁸ Darüber hinaus nimmt der Emittent das Vertrauen nicht in Anspruch und die Voraussetzungen für ein typisiertes Vertrauen, wie etwa ein umfassend informierender Prospekt in Zusammenhang mit der Einwerbung von Kapital, liegen ebenso wenig vor. Insofern ist die enge Beziehung zwischen Emittenten und Anlegern auf dem Sekundärmarkt nur schwer zu begründen.⁶⁹⁹

Die Haftung nach §§ 97, 98 WpHG ist nach der h.M. eine besondere deliktische Haftung, die an eine kapitalmarktrechtliche Verkehrspflicht anknüpft.⁷⁰⁰ Dies wird von der bisherigen Gesetzgebung bestätigt, da der Gesetzgeber §§ 37b, 37c WpHG a.F. mit dem Hintergrund geschaffen hatte, dass § 15 WpHG a.F. kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB ist. Ob die Eigenschaft eines Schutzgesetzes von Art. 17 MAR gegeben ist, wird vom Gesetzgeber nicht näher bestimmt, aber ihre Schutzgesetzeigenschaft wird derzeit nach h.M. abgelehnt.⁷⁰¹ §§ 97, 98 WpHG sollen daher eine deliktsrechtliche Schutzlücke schließen.⁷⁰² Auch durch die systematische Stellung des ausschließlichen Gerichtsstands für die Klagen gemäß §§ 97, 98 WpHG in § 32b ZPO kann abgeleitet werden, dass der Gesetzgeber vom deliktsrechtlichen Charakter der §§ 97, 98 WpHG ausgeht.⁷⁰³ Folglich sind §§ 823 ff. BGB als allgemeines Deliktsrecht ergänzend anwendbar, soweit das WpHG keine besondere Bestimmung enthält.

⁶⁹⁴ Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 11.

⁶⁹⁵ BGHZ 192, 90 = NJW 2012, 1800 (1806) – IKB-Urteil.

⁶⁹⁶ Zimmer/Grotheer in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG § 37c Rn. 6 ff.; Casper, BKR 2005, 83, (86); Mülbart/Steup, WM 2005, 1633, (1637 f.); Veil, BKR 2005, 91, (92 f.).

⁶⁹⁷ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 133.

⁶⁹⁸ Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 14.

⁶⁹⁹ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 513.

⁷⁰⁰ Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 12 ff.; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 459; Wolf/Wink in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 21 mwn.

⁷⁰¹ Buck-Heeb, a.a.O.

⁷⁰² Wolf/Wink in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 22.

⁷⁰³ Wolf/Wink, a.a.O.

11.3.1.3. Voraussetzungen der Ansprüche nach §§ 97, 98 WpHG

11.3.1.3.1. Anspruchsgegner

Der Anspruchsgegner nach §§ 97, 98 WpHG ist der Emittent, der nach Art. 17 MAR ad-hoc-publizitätspflichtig ist, §§ 97 Abs. 1, 98 Abs. 1 WpHG. Hieraus folgt, dass auch der Emittent, dessen Finanzinstrumente ausschließlich im Freiverkehr gehandelt oder zum Handel beauftragt oder einbezogen werden, nach dem Inkrafttreten der MAR zu den tauglichen Anspruchsgegnern von §§ 97, 98 WpHG eingestuft wird, soweit er zur Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet war.⁷⁰⁴

Da ein Unternehmen selbst nicht handlungsfähig ist, wird die Ad-hoc-Publizität von dem Organ des Unternehmens, normalerweise dem Vorstand, vorgenommen. Die Handlungen des Organs werden nach § 31 BGB dem Unternehmen zugerechnet. Fraglich ist, ob §§ 97, 98 WpHG analog auf Organmitglieder anwendbar sind. Dies muss verneint werden. Der Gesetzgeber hatte zuvor eine direkte Haftung von Organmitgliedern gegenüber Anlegern in einem Entwurf aufgenommen. Insofern entsteht in §§ 97, 98 WpHG keine planwidrige Regelungslücke.⁷⁰⁵

11.3.1.3.2. Pflichtverletzung

Der Emittent ist schadensersatzpflichtig, wenn er die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 MAR verletzt hat. Je nach der Art der Pflichtverletzung ist die Anspruchsgrundlage in § 97 bzw. § 98 WpHG vorgesehen.

§ 97 WpHG enthält die Anspruchsgrundlage beim Unterlassen der unverzüglichen Veröffentlichung. Das erfasst unterlassene sowie verspätete Ad-hoc-Publizität.⁷⁰⁶ In beiden Fällen ist entscheidend, dass der Emittent die Informationspflicht nicht unverzüglich erfüllt. Daher ist der Emittent nicht nach § 97 WpHG haftbar, wenn die Ad-hoc-Publizität nach § 17 Abs. 4 MAR aufgeschoben wird.⁷⁰⁷ Ist der Aufschub nicht gerechtfertigt, etwa wegen einer fehlerhaften Beurteilung des Vorliegens der Voraussetzungen für den Aufschub, so ist der Emittent hingegen schadensersatzpflichtig.⁷⁰⁸ Unwesentlich ist, ob es bei der nicht oder verspätet veröffentlichten Insiderinformation um positive oder negative Informationen für den Emittenten geht.⁷⁰⁹ Eine unverzügliche Ad-hoc-Publizität, die aber die formalen Anforderungen der WpAV nicht erfüllt, wird als Unterlassung der Informationspflicht betrachtet.⁷¹⁰ Veröffentlicht der Emittent aus leichter Fahrlässigkeit unwahre Insiderinformationen im Sinne von § 98

⁷⁰⁴ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 136.

⁷⁰⁵ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 460 mwn. Im Schrifttum wird überlegt, ob der Anwendungsbereich der §§ 97, 98 WpHG über § 830 Abs. 1 S. 1 und Abs. 2 BGB auf Organmitglieder zu erstrecken ist. Es wird wegen des Mangels an einem bewussten und gewollten Zusammenwirken mit dem Emittenten zur Herbeiführung des Verletzungserfolgs jeweils wegen der Handlungsunfähigkeit einer Gesellschaft verneint. Siehe *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 461; *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 21; *Zimmer/Grotheer* in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 130 ff.

⁷⁰⁶ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 138.

⁷⁰⁷ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 139; *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, (114); *ders.* Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 116.

⁷⁰⁸ *Langenbucher*, a.a.O.

⁷⁰⁹ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 138.

⁷¹⁰ Zum Beispiel Veröffentlichung der Insiderinformationen ausschließlich auf der Webseite des Emittenten, *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 28.

WpHG, haftet er ebenfalls nach § 97 WpHG, wenn die Berichtigung der veröffentlichten unwahren Insiderinformationen unterlassen oder verspätet vorgenommen wird.⁷¹¹

§ 98 WpHG enthält die Anspruchsgrundlage für den Anleger wegen der Veröffentlichung von unwahren Insiderinformationen. Auslöser der Haftung ist, dass das Publikum durch das aktive Tun des Emittenten irregeführt wird.⁷¹² Die unwahre Information ist die Information, die inhaltlich mit der Realität nicht übereinstimmt; oder die zwar inhaltlich mit der Realität übereinstimmt, aber unvollständig ist.⁷¹³ Die Abweichung von der Realität oder die Unvollständigkeit muss geeignet sein, das Publikum irrezuführen. Dies wird nach einem objektiven Empfängerhorizont in Hinsicht auf das Verständnis des durchschnittlichen Anlegers bewertet.⁷¹⁴ Daher haftet der Emittent nach § 98 WpHG nicht, wenn ausschließlich unwesentliche Informationen fehlen oder die der Tatsache nicht entsprechenden Informationen irrelevant sind.

§§ 97, 98 WpHG gelten nach einhelliger Auffassung nicht analog für Verstöße gegen Regelpublizitätspflichten sowie andere fehlerhafte Veröffentlichung einer Kapitalmarktinformation, etwa durch Sozialmedien oder Pressemitteilungen.⁷¹⁵ Eine allgemeine Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen durch das Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz war aus rechtspolitischer Erwägung gescheitert. Der Gesetzgeber beschränkt die Haftungen nach §§ 97, 98 WpHG daher absichtlich auf Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht. Eine planwidrige Regelungslücke liegt hier nicht vor.⁷¹⁶

11.3.1.3.3. Anspruchsberechtigter

Nicht jeder Anleger kann den Anspruch nach §§ 97, 98 WpHG geltend machen, auch wenn er die einschlägigen Finanzinstrumente erworben oder veräußert hat. Anspruchsberechtigt sind diejenigen, die bei dem Fall im Sinne von § 97 WpHG die Finanzinstrumente nach der Unterlassung erwerben und bei dem Bekanntwerden der Insiderinformation noch Inhaber der Finanzinstrumente sind oder die Finanzinstrumente vor dem Entstehen der Insiderinformation erwerben und nach der Unterlassung veräußern, die bei dem Fall im Sinne von § 98 WpHG die Finanzinstrumente nach der Veröffentlichung erwerben und bei dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Insiderinformation noch Inhaber der Finanzinstrumente sind oder die Finanzinstrumente vor der Veröffentlichung erwerben und vor dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Insiderinformation veräußern.

Kurz gesagt heißt es, dass der Anleger die Finanzinstrumente zu teuer erworben oder zu billig veräußert hat.⁷¹⁷

Zu teuer erworben wurde, wenn der Anleger die Finanzinstrumente zu einem Preis erworben hat, der bei (gedachter) Erfüllung der Publizitätspflicht in seiner Höhe nicht gerechtfertigt war.⁷¹⁸ Anders ausgedrückt ist der Wert der Finanzinstrumente überbewertet.⁷¹⁹ Zum Beispiel: der Emittent veröffentlicht

⁷¹¹ Vgl. *Wolf/Wink*, a.a.O.

⁷¹² *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 463.

⁷¹³ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2017), § 17 Rn. 140.

⁷¹⁴ *Langenbucher*, a.a.O. mwn; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 515.

⁷¹⁵ *Möllers/Leisch* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 125.

⁷¹⁶ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 144; *Möllers*, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2260).

⁷¹⁷ Fälle in der Praxis siehe *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 16.

⁷¹⁸ Vgl. *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 146.

⁷¹⁹ Vgl. *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 507.

eine negative Insiderinformation nicht, mit deren Veröffentlichung der Kurs des einschlägigen Finanzinstruments sinken würde. Der Anleger hat das Finanzinstrument zu teuer erworben, wenn er nach dem Zeitpunkt, in dem der Emittent die Insiderinformation zu veröffentlichen hätte, das Finanzinstrument erworben hat und nach der Veröffentlichung dieser Information das Finanzinstrument noch als Inhaber hält, § 97 Abs. 1 Nr. 1 WpHG. Oder der Emittent veröffentlicht eine unwahre positive Insiderinformation. Aus diesem Grund steigt der Kurs des betroffenen Finanzinstruments. Der Anleger hat das Finanzinstrument zu teuer erworben, wenn er nach dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Insiderinformation das Finanzinstrument noch als Inhaber hält, § 98 Abs. 1 Nr. 1 WpHG.⁷²⁰

Zu billig zu veräußern wurde, wenn der Anleger das Finanzinstrument zu einem Preis veräußert hat, der bei (gedachter) Erfüllung der Publizitätspflicht nicht so niedrig wäre.⁷²¹ Das heißt, dass der Wert des Finanzinstruments unterschätzt worden ist.⁷²² Zum Beispiel: der Emittent veröffentlicht die positive Insiderinformation nicht, mit deren Veröffentlichung der Kurs des einschlägigen Finanzinstruments steigen würde. Der Anleger hat das Finanzinstrument zu billig veräußert, wenn er vor dem Zeitpunkt, in dem der Emittent die Insiderinformation zu veröffentlichen hätte, das Finanzinstrument erworben und es vor der Veröffentlichung dieser Information bereits veräußert hat, § 97 Abs. 1 Nr. 2 WpHG. Oder der Emittent veröffentlicht eine unwahre negative Insiderinformation. Aus diesem Grund fällt der Kurs des betroffenen Finanzinstruments. Der Anleger hat das Finanzinstrument zu billig veräußert, wenn er vor dem Zeitpunkt, in dem der Emittent die unwahre Insiderinformation veröffentlicht, das Finanzinstrument erworben und es nach dieser Veröffentlichung aber vor dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Insiderinformation wieder veräußert hat, § 98 Abs. 1 Nr. 2 WpHG.⁷²³

Der Erwerb und die Veräußerung weisen hier auf die Transaktion hin. Eine Order zum Erwerb oder zur Veräußerung an den Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu erteilen alleine ist daher nicht hinreichend. Maßgeblich ist das Vorliegen eines verbindlichen Geschäfts.⁷²⁴ Ohne Transaktion wird der Anleger nicht nach § 97 WpHG oder § 98 WpHG geschützt. Es beschreibt den Fall, dass der Anleger das Finanzinstrument behält, weil der Emittent eine unwahre positive Insiderinformation veröffentlicht hat. Gleiches gilt im Falle, dass der Anleger von dem Erwerb oder von der Veräußerung Abstand nimmt.⁷²⁵ Darüber hinaus muss die Transaktion in dem vorgeschriebenen Zeitraum nach §§ 97, 98 WpHG stattgefunden haben. Der Anleger, der während der Phase der Des- oder Fehlinformation sowohl das Erwerbs- als auch das Veräußerungsgeschäft getätigt hat, erlitt keinen Schaden wegen des Verstoßes gegen die Publizitätspflicht. Der Anleger wird in diesem Fall nicht von §§ 97, 98 WpHG geschützt.⁷²⁶

11.3.1.3.4. Haftungsbegründende Kausalität

Hoch umstritten ist das Tatbestandsmerkmal der Kausalität zwischen der Pflichtverletzung und der Verletzung des geschützten Rechtsguts. Unklar ist, welches Rechtsgut §§ 97, 98 WpHG schützen. Insofern kommt es, wie dargelegt, auf den Normzweck an.

Nimmt man als Normzweck den Schutz der marktgerechten Preisbildung durch §§ 97, 98 WpHG an, ist die Kausalität zwischen der Pflichtverletzung und der unrichtigen Marktpreisbildung für den Anspruch

⁷²⁰ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 148 ff.

⁷²¹ Vgl. Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 152.

⁷²² Vgl. Poezig, a.a.O.

⁷²³ Vgl. Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 156 f.

⁷²⁴ Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 220.

⁷²⁵ Wolf/Wink in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 16.

⁷²⁶ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 145 mit kritischem Verweis.

erforderlich. Die Preisbildung ist fehlerhaft, wenn wegen des Verstoßes gegen die Informationspflicht nicht alle relevanten Informationen zur Verfügung stehen bzw. die veröffentlichten Informationen unzutreffend sind.⁷²⁷ Folglich hat der Anleger mit einem solchen unrichtig gebildeten Preis das Finanzinstrument erworben oder veräußert.

Haben die §§ 97, 98 WpHG hingegen den Normzweck, die Anlageentscheidungen des Anlegers vor unlauteren Einflussnahmen zu schützen, muss die unterlassene oder falsche Ad-hoc-Publizität ursächlich für die Anlageentscheidungen des Anlegers gewesen sein.⁷²⁸

§§ 97, 98 WpHG enthalten keine Vermutung eines haftungsbegründenden Kausalzusammenhangs. Daher muss der Anleger die Kausalität beweisen.⁷²⁹ Mit dem Verständnis des Normzwecks zum Schutz der richtigen Preisbildung muss der Anleger nur beweisen, dass die Preisbildung aufgrund der Verletzung der Pflicht nach Art. 17 MAR fehlerhaft und der Pflichtverstoß für die Transaktion zu dem tatsächlichen Preis ursächlich war. Wenn also die Informationspflicht ordentlich erfüllt worden wäre, hätte der Anleger zum Zeitpunkt der tatsächlichen Transaktion das Finanzinstrument mit einem vorteilhaften Preis erwerben oder veräußern können.⁷³⁰ Maßgeblich ist, dass der „richtige“ Marktpreis aufgrund vom Verstoß gegen die Informationspflicht am Markt nicht gebildet wurde.

Ist Normzweck der Schutz der einzelnen Anlageentscheidung durch §§ 97, 98 WpHG, so muss der Anleger hingegen beweisen, dass er seine Anlageentscheidungen getroffen hat, weil er auf die Richtigkeit oder das Fehlen einer Information vertraut hat.⁷³¹ Das Vertrauen auf das Fehlen einer Information für die Anlageentscheidung ist problematisch. Es ist fraglich, wie der Anleger eine noch nicht veröffentlichte Information für ihre Anlageentscheidung aufnimmt bzw. wie er auf das „Fehlen“ einer nicht veröffentlichten Information vertrauen kann. Vielmehr muss der Anleger in dem Fall nach § 97 WpHG beweisen, dass er eine andere Anlageentscheidung getroffen hätte, wenn die Insiderinformation ordentlich veröffentlicht worden wäre.

Dadurch überspannt man die Anforderungen an den Nachweis der Kausalität. Für die Preisbildung und die Gestaltung der Anlageentscheidung spielen normalerweise zahlreiche Faktoren eine Rolle.⁷³² Der Anleger hat zu beweisen, dass der Verstoß der Informationspflicht die Preisbildung oder die Gestaltung der Anlageentscheidung beeinflusst hat. Darüber hinaus stammen viele nützliche Informationen für den Nachweis aus der Sphäre des Emittenten.⁷³³ Daher werden häufig unterschiedliche Möglichkeiten zur Erleichterung der Beweislast im Schrifttum diskutiert. Allerdings werden sie alle in der Rechtsprechung

⁷²⁷ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 465 mwn. *Beck-Heeb* ist aber selbst der Ansicht, dass der Wortlaut der §§ 97, 98 WpHG, „durch die Unterlassung“ jeweils „dadurch entsteht, dass der Dritte auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut“, deutlich klarstellt, dass der Kausalzusammenhang zwischen der unterlassenen oder unwahren Ad-hoc-Mitteilung und den Anlageentscheidungen des Anlegers notwendig ist. Dagegen weisen *Wolf* und *Wink* darauf hin, dass diese Formulierung klarstellen soll, dass der Anleger auf die Effizienz des Kapitalmarkts und eine ordnungsgemäße Preisbildung vertraut hat: *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 40 mwn.

⁷²⁸ *Buck-Heeb*, a.a.O.

⁷²⁹ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 158.

⁷³⁰ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 521.

⁷³¹ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 519.

⁷³² *Poelzig*, a.a.O.

⁷³³ *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 44.

abgelehnt.⁷³⁴ Die Ansprüche nach §§ 97, 98 WpHG werden aus diesem Grund sehr wenig in der Praxis verwirklicht.⁷³⁵

11.3.1.3.5. Verschulden

Laut §§ 97 Abs. 2, 98 Abs. 2 WpHG haftet der Emittent nur dann, wenn er die Ad-hoc-Publizitätspflicht vorsätzlich oder grob fahrlässig verletzt hat.⁷³⁶ Nach dem Wortlaut der §§ 97 Abs. 2 und § 98 Abs. 2 WpHG muss der Emittent selbst beweisen, dass er nicht mit Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit gegen die Pflicht verstoßen hat. Das Verschulden des Emittenten wird daher vermutet. Im Vergleich zu der Kausalität wird die Beweislast des Anlegers erleichtert.

Da der Emittent als juristische Person weder handlungs- noch verschuldensfähig ist, ist das Verschulden der Organe, die für die Ad-hoc-Publizität verantwortlich sind, dem Emittenten nach § 31 BGB zuzurechnen.⁷³⁷ Ebenso gelten bürgerrechtliche Regelungen für die Beurteilung des Vorsatzes sowie der groben Fahrlässigkeit.⁷³⁸

In der Praxis kann der Fall vorliegen, dass der Emittent die Voraussetzungen für den Aufschub der Veröffentlichung irrtümlich angenommen und daher die Insiderinformation nicht unverzüglich veröffentlicht hat. In diesem Fall ist der Emittent nach der teleologischen und systematischen Auslegung erst dann schadensersatzpflichtig nach §§ 97, 98 WpHG, wenn der Irrtum mindestens grob fahrlässig verschuldet ist.⁷³⁹

11.3.1.3.6. Haftungsausschluss und Mitverschulden

Die Ansprüche nach §§ 97, 98 WpHG sind ausgeschlossen, wenn der Anleger die nicht oder nicht rechtzeitig veröffentlichte Insiderinformation nach § 97 Abs. 3 WpHG oder die Unrichtigkeit der veröffentlichten Insiderinformation nach § 98 Abs. 3 WpHG bei der Vornahme seiner Anlageentscheidung gekannt hat. Mit der Kenntnis der nicht veröffentlichten Information oder der Unrichtigkeit der veröffent-

⁷³⁴ Zum Beispiel über die Beweislastumkehr durch eine analoge Beweislastumkehr der Prospekthaftung: *Möllers/Leisch* in: Hirte u. a. (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, §§ 37b, 37c Rn. 347; *Fleischer*, NJW 2002, 2977, (2980); *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht* (2017), Rn. 466; BGHZ 192, 90, (116) = NJW 2012, 1800, (1807) – IKB-Urteil. Über die Übertragung der Theorie der Anlagestimmung: *Möllers*, JZ 2005, 75, (78); *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht* (2017), Rn. 467; *Langenbacher*, *Aktien- und Kapitalmarktrecht* (2018), § 17 Rn. 163; *Möllers/Leisch*, a.a.O.; BGHZ 192, 90 = NJW 2012, 1800, (1807) – IKB-Urteil. Über die Beweislastumkehr nach den Grundsätzen der Vermutung des aufklärungsrichtigen Verhaltens: *Buck-Heeb*, a.a.O.; BGHZ 192, 90, (116) = NJW 2012, 1800, (1807) – IKB-Urteil. Über die Erleichterung der Beweislast nach der Theorie eines allgemeinen Markt Betrugs (frand on the market Doktrin): *Klöhn*, ZHR 2014, 671, (679 ff.); *Langenbacher*, *Aktien- und Kapitalmarktrecht* (2018), § 17 Rn. 163; BGH NZG 2007, 269.

⁷³⁵ Vgl. *Möllers*, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2260).

⁷³⁶ Die Begrenzung der Haftung dient der Vermeidung eines unberechenbaren Haftungsrisikos für den Emittenten, da der Emittent häufig in einem knappen Zeitraum zu beurteilen hat, ob eine bestimmte Information als Insiderinformation im Sinne von Art. 7 MAR eingestuft werden kann und er somit veröffentlichungspflichtig ist. Genauso wird die verwaltungsrechtliche Haftung beim Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht beschränkt. Siehe *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), *Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht*, § 31 Rn. 41. Ob eine solche Begrenzung der Haftung auf die grobe Fahrlässigkeit und den Vorsatz europarechtskonform ist, siehe *Hellgardt*, AG 2012, 154, (166).

⁷³⁷ *Möllers/Leisch* in: Hirte u. a. (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpHG*, §§ 37b, 37c Rn. 167.

⁷³⁸ *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), *Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht*, § 31 Rn. 42.

⁷³⁹ *Poelzig*, *Kapitalmarktrecht*, Rn. 523.

lichten Information könnte der Anleger eigentlich eine andere Anlageentscheidung treffen, um den potenziellen Schaden zu vermeiden. Daher ist der Anleger in diesem Fall nicht schutzwürdig.⁷⁴⁰ Der Ausschluss der Haftung ist insofern ein spezieller Fall des Mitverschuldens des Anlegers im Sinne von § 254 BGB.⁷⁴¹ Allerdings ist unklar, inwieweit die Haftung des Emittenten ausgeschlossen wird. Im Hinblick auf den Sinn und Zweck des Art. 17 MAR kann man davon ausgehen, dass der Anleger auf die Einhaltung der Ad-hoc-Publizitätspflicht von dem Emittenten sowie die Richtigkeit der veröffentlichten Informationen vertrauen kann. Das heißt, dass der Anleger keine eigenen Erkundigungen einholen muss.⁷⁴² Daher ist die Haftung nach §§ 97 Abs. 3, 98 Abs. 3 WpHG nur dann auszuschließen, wenn der Anleger die Insiderinformation oder die Unrichtigkeit der veröffentlichten Information positiv in Kenntnis genommen hat. Selbst grob fahrlässige Unkenntnis des Anlegers ist unschädlich.⁷⁴³

Fraglich ist, ob sich der Anleger auch in anderen Fällen (außerhalb von §§ 97 Abs. 3, 98 Abs. 3 WpHG) Mitverschulden im Sinne von § 254 BGB anrechnen lassen muss, zum Beispiel wenn der Anleger Anlageentscheidungen mit hohen Risiken trifft, wie etwa bewusste Investition in hochspekulative Finanzinstrumente oder Investitionen mit Leverage. Dies mindert die Schadensersatzpflicht des Emittenten nicht, da der Emittent durch die Informationspflichtverletzung ein anderes Risiko als das Risiko der Aktienspekulation verursacht hat.⁷⁴⁴

Umstritten ist außerdem, ob den Anleger nach § 254 Abs. 2 S. 1 BGB die Obliegenheit trifft, den Schaden zu mindern. Diese Frage ist besonders bedeutungsvoll, wenn eine negative Information nachholend veröffentlicht wird oder die Unrichtigkeit einer Information bekannt wird. In solchen Fällen fällt der Kurs der einschlägigen Finanzinstrumente normalerweise. Die Schadensminderungsobliegenheit des Anlegers wird im Schrifttum abgelehnt, da sich der Kurs nicht unbedingt in eine bestimmte Richtung entwickelt.⁷⁴⁵

11.3.1.4. Umfang des Schadensersatzes

§§ 97, 98 WpHG regeln nicht, wie der zu ersetzende Schaden bestimmt wird. Um den Anspruch geltend zu machen, muss zuerst der Umfang des Schadens ermittelt werden. Wie bei der Kausalität kommt es hier entscheidend auf den Normzweck der §§ 97, 98 WpHG an.

Schützen §§ 97, 98 WpHG die gerechte Preisbildung am Markt, kann der Anleger in diesem Fall nur den Ersatz für den Kursdifferenzschaden verlangen, der dadurch entstanden ist, dass der Anleger die Finanzinstrumente zu teuer erworben oder zu billig veräußert hat. Im Schrifttum wird häufig vorgeschlagen, den Umfang des zu ersetzenden Schadens auf den Kursdifferenzschaden zu begrenzen.⁷⁴⁶ Der Kursdifferenzschaden ist der Differenzbetrag zwischen dem Preis, zu dem der Anleger die Finanzinstrumente tatsächlich erworben oder veräußert hat, und dem Soll-Preis, der durch die ordentliche Erfüllung der Informationspflicht gebildet werden soll. Der Soll-Preis ist also die Widerspiegelung des hypothetisch

⁷⁴⁰ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 469.

⁷⁴¹ *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 31.

⁷⁴² *Möllers/Leisch* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 438.

⁷⁴³ *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, Rn. 528; *Wolf/Wink*, a.a.O.

⁷⁴⁴ *Möllers/Leisch* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 439.

⁷⁴⁵ *Möllers/Leisch* in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 366.

⁷⁴⁶ *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2018), § 17 Rn. 167, 173; *Reichert/Weller*, ZRP 2002, 49, (55). Studien haben Argumente dafür vom Aspekt der Gesetzesbegründung, Sinn und Zweck von Art. 17 MAR sowie dem Ausmaß des Schutzbedürfnisses des Anlegers geliefert. Siehe *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 35 mwN.

angemessenen wahren Werts der Finanzinstrumente.⁷⁴⁷ Daher muss dieser hypothetische Preis zu dem Zeitpunkt des Erwerbs oder der Veräußerung des Anlegers ermittelt werden, als hätte der Emittent die Informationspflicht ordnungsmäßig erfüllt.⁷⁴⁸ Bei der Berechnung des hypothetischen Preises sind finanztheoretische Methoden in Rechnung zu stellen, insbesondere das *Capital Asset Pricing Model*, wonach der Kurs, der sich nach dem öffentlichen Bekanntwerden der Insiderinformation bei der unterlassenen Publizität bzw. nach dem öffentlichen Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Information bei der Veröffentlichung der unwahren Insiderinformation entwickelt, auf den Zeitpunkt des Erwerbs oder der Veräußerung der Finanzinstrumente zurückzurechnen ist. Da hier die Kursänderung durch die Verletzung der Informationspflicht zu ermitteln ist, muss der Einfluss von anderen Faktoren ausgeschlossen werden. Bei Schwierigkeiten kann der Richter die Höhe des Schadens nach § 287 ZPO feststellen.⁷⁴⁹

Wenn man den Schutz der Gestaltung der Anlageentscheidung des einzelnen Anlegers als Normzweck annimmt, kann der Anleger insofern die Naturalrestitution durch Rückgängigmachung des Geschäfts verlangen.⁷⁵⁰ Der BGH hat erstmals in der Infomatec-Entscheidung den Schadensersatz in der Form von Naturalrestitution nach § 826 BGB zugesprochen.⁷⁵¹ Er hat später in der IKB-Entscheidung, nach dem Sinn und Zweck der Vorschriften, den Schutz des individuellen Anlegers und seiner Anlageentscheidung bestätigt; daneben wird die teleologische Begrenzung auf den Kursdifferenzschaden abgelehnt.⁷⁵² In dem Fall der Naturalrestitution kann der Anleger die Erstattung des Entgelts für den Erwerb Zug um Zug gegen Übertragung der Finanzinstrumente verlangen. Falls der Anleger die Finanzinstrumente zwischenzeitlich bereits veräußert hat, kann der Anleger den Differenzbetrag zwischen dem Wert der veräußerten Finanzinstrumente und dem Verkaufspreis verlangen.⁷⁵³

Nach der Rechtsprechung hat der Anleger mithin ein Wahlrecht, entweder den Ersatz für den Kursdifferenzschaden oder die Rückgängigmachung des Geschäfts geltend zu machen. Entsprechend muss der Anleger im ersten Fall den Kausalzusammenhang zwischen der Pflichtverletzung und der fehlerhaften Preisbildung und im zweiten Fall zwischen der Pflichtverletzung und der Anlageentscheidung beweisen. Die Berechnung des Schadens ist je nach der Wahl konsequent zu beachten. Der BGH sieht den Kursdifferenzschaden als Mindestschaden an. Wenn der Anleger lediglich die unzutreffende Preisbildung

⁷⁴⁷ Hutter/Leppert, NZG 2002, 649, (654 f.); Zimmer/Grotheer in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 86 ff.

⁷⁴⁸ Zimmer/Grotheer in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 91.

⁷⁴⁹ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 525 mwn.

⁷⁵⁰ Möllers/Leisch, BKR 2002, 1071, (1072 ff.).

⁷⁵¹ BGH NJW 2004, 2668, (2669) – Infomatec II – Urteil; BGH NJW 2005, 2450, (2451) – EM.TV-Urteil.

⁷⁵² Eines der Hauptargumente des BGH weist darauf hin, dass die Gewährung von Schadensersatz sich nach den §§ 249 ff. BGB richtet, die grundsätzlich von dem Gedanken der Totalreparation ausgehen. Aus den Normen der §§ 15, 37b, 37c WpHG (damalige Rechtslage) kann sich kein zwingender Grund herleiten, von diesem Grundsatz abzuweichen. BGHZ 192, 90 = NJW 2012, 1800, (1806 Rn. 53 ff.) – IKB-Urteil. Im Schrifttum gibt es jedoch auch teilweise Kritik daran. Ein zentrales Argument der kritischen Ansicht ist, dass der Emittent bei der Naturalrestitution einseitig das Risiko fallender Kurse trägt. Das allgemeine Anlagerisiko soll nicht vom Schutzbereich der §§ 97, 98 WpHG erfasst werden. Eine solche einseitige Risikoübernahme ist daher unzutreffend. Die Naturalrestitution nach § 826 BGB ist noch akzeptabel, da eine vorsätzliche sittenwidrige Handlung vorliegt. Siehe Klöhn, AG 2012, 345, (352 ff.); Hutter/Stürwald, NJW 2005, 2428, (2430); Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 473. Ein Vorschlag über eine abgewandelte Naturalrestitutionslösung siehe Baums, ZHR 2003, 139, (185 f.).

⁷⁵³ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 491. Zur Berechnung siehe Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 331.

durch die Pflichtverletzung beweisen kann, kann der Anleger demnach einen Ersatz auf den Mindestschaden, also den Kursdifferenzschaden, verlangen.⁷⁵⁴

Schließlich muss der Anleger sich andere Vorteile, zum Beispiel Dividenden, Steuervorteile sowie Zinszahlungen, auf den Schaden anrechnen lassen.⁷⁵⁵

11.3.2. Haftung aus anderen Anspruchsgrundlagen

Die Haftung des Emittenten ist auf die vorsätzliche oder grob fahrlässige Handlung begrenzt, wenn der Anleger seine Ansprüche nach §§ 97, 98 WpHG geltend macht, §§ 97 Abs. 2, 98 Abs. 2 WpHG. Bei einfacher Fahrlässigkeit wird der Emittent nicht nach §§ 97, 98 WpHG haften. In diesem Fall bieten §§ 97 Abs. 5, 98 Abs. 5 WpHG dem Anleger die Möglichkeit, Schadensersatz aus anderen Anspruchsgrundlagen geltend zu machen.

Andere Anspruchsgrundlagen können vor allem § 823 Abs. 2 BGB und § 826 BGB sein. Vor allem muss geklärt werden, dass die Ansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB sowie § 826 BGB einem Tun oder Unterlassen einer natürlichen Person zugrunde liegen. Erst wenn das Tun oder das Unterlassen der Organmitglieder dem Emittenten nach § 31 BGB zuzurechnen ist, haftet der Emittent nach § 823 Abs. 2 BGB oder § 826 BGB.⁷⁵⁶

11.3.2.1. Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB

Bei § 823 Abs. 2 BGB geht es um eine allgemeine deliktische Haftung. Dies setzt den Verstoß gegen eine Regelung voraus, die Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB ist. Schutzgesetze können etwa strafrechtliche oder aktienrechtliche Regelungen sein. Schutzgesetz sind Ge- oder Verbotsnormen, die dem Individualschutz dienen.⁷⁵⁷ Es muss im Einzelfall untersucht werden, ob ein Verstoß gegen das Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB festzustellen ist.⁷⁵⁸ Im Folgenden wird die Schutzgesetzeigenschaft der potenziellen Rechtsnormen untersucht. Die üblichen allgemeinen Voraussetzungen der jeweiligen Anspruchsgrundlagen werden hier nicht erörtert.

11.3.2.1.1. Art. 17 MAR

Fraglich ist zunächst, ob Art. 17 MAR selbst Schutzgesetz ist. Über die Schutzgesetzeigenschaft der Vorgängernorm des Art. 17 MAR, nämlich § 15 WpHG a.F., ist im Schrifttum intensiv diskutiert worden. Da § 15 WpHG a.F. nach der Begründung des Regierungsentwurfs ausschließlich der Sicherung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte sowie dem Schutz des Anlegerpublikums dienen sollte,⁷⁵⁹ wurde die Schutzgesetzeigenschaft des § 15 WpHG a.F. wegen Mangels an Charakter für den individuellen Schutz nach h.M. abgelehnt.⁷⁶⁰ Die Frage stellt sich mit dem Inkrafttreten der MAR erneut, und zwar ist zu klären, ob Art. 17 MAR als Nachfolger von § 15 WpHG a.F. ebenso wenig Schutzgesetz ist.

Überblickt man die historische Entwicklung der Gesetzgebung, kann man davon ausgehen, dass der Gesetzgeber sich heutzutage offensichtlich mehr um den Anlegerschutz kümmert. Dies lässt sich an den Änderungen der gesetzlichen Formulierungen aufzeigen. Zum Beispiel ist in der MAD 2003 angezeigt, dass Marktmissbrauch die Integrität der Finanzmärkte verletzt und das Vertrauen der Öffentlichkeit

⁷⁵⁴ BGHZ 192, 90 = BGH NJW 2012, 1800, (1807 Rn. 67) – IKB-Urteil.

⁷⁵⁵ *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 38.

⁷⁵⁶ *Wolf/Wink* in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 13.

⁷⁵⁷ Hierzu *Staudinger* in: Schulze/Dörner, Bürgerliches Gesetzbuch, § 823 Rn. 143 ff.

⁷⁵⁸ *Möllers* in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 81 Rn. 30.

⁷⁵⁹ BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

⁷⁶⁰ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 480 mwn.

untergräbt.⁷⁶¹ Von dieser Formulierung kann man ableiten, dass der europäische Gesetzgeber bei der Aufstellung der MAD 2003 den Schutz der Marktintegrität sowie das allgemeine Vertrauen des Anlegers in den Mittelpunkt stellt. Heutzutage ist der europäische Gesetzgeber der Ansicht, dass die Veröffentlichung von Insiderinformationen von wesentlicher Bedeutung ist, um Insidergeschäften und Irreführung von Anlegern vorzubeugen.⁷⁶² Dem allgemeinen Vertrauen des Anlegers in die Marktintegrität gegenüber wird hier die Vorbeugung einer konkreten Irreführung des Anlegers hervorgehoben. Darüber hinaus wird die Verstärkung des Anlegerschutzes als Ziel der MAR in Art. 1 MAR ausdrücklich betont.⁷⁶³ Außerdem hat der EuGH die Absicht, die volle wirksame Durchsetzung der Ordnungsregelung durch die Verstärkung der privatrechtlichen Ansprüche zu gewährleisten.⁷⁶⁴ Aus diesen Gründen könnte man Art. 17 MAR als Schutzgesetz einstufen.⁷⁶⁵

Gegen die Einstufung des Art. 17 MAR als Schutzgesetz spricht man vor allem, dass der europäische Gesetzgeber die zivilrechtliche Haftung in MAR nicht aufgenommen und zugleich die verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionen für Verstöße gegen das europäische Marktmissbrauchsrecht verschärft hat. Hinaus lässt sich ableiten, dass der europäische Gesetzgeber mit einer gewissen Absicht die Aufgabe der Ausgestaltung der zivilrechtlichen Haftung den nationalen Gesetzgebern überlassen will.⁷⁶⁶ Die Haftung für den Verstoß gegen Art. 17 MAR ist mithin in Deutschland im nationalen Gesetz bzw. §§ 97, 98 WpHG vorgeschrieben. Die zivilrechtliche Haftung mit den verschärften verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionen für Marktmissbrauch bildet bereits ein ausreichendes Haftungssystem.⁷⁶⁷ Die Vorbeugung der Irreführung von Anlegern durch die Veröffentlichung der Insiderinformationen deutet darauf hin, dass es nach wie vor nicht dem Individualschutz dient, sondern dem Schutz des Anlegerpublikums.⁷⁶⁸ Schließlich darf man angesichts § 26 Abs. 3 S. 1 WpHG Art. 17 MAR nicht als Schutzgesetz einstufen. Ansonsten verlieren §§ 97, 98 WpHG, insbesondere die Einschränkungen auf das Verschulden des Emittenten und auf die Anspruchsberechtigten, durch die Anwendung der § 823 Abs. 2 BGB iVm Art. 17 MAR ihre Bedeutung.⁷⁶⁹ Daher ist im Ergebnis die Schutzgesetzeigenschaft des Art. 17 MAR abzulehnen.⁷⁷⁰

11.3.2.1.2. § 400 AktG

§ 400 Abs. 1 AktG stellt die unrichtige oder verschleiernde Wiedergabe von Gesellschaftsverhältnissen unter Strafe. Diese Rechtsnorm dient dem Schutz Dritter, die mit dem Unternehmen in Verbindung stehen oder eine solche Verbindung anbahnen wollen, wie etwa Anleger und potenzielle Anleger. § 400

⁷⁶¹ ErWG 2, 12 MAD 2003.

⁷⁶² ErWG 49 MAR.

⁷⁶³ *Poelzig*, NZG 2016, 492, (501).

⁷⁶⁴ *Hellgardt*, AG 2012, 154, (165).

⁷⁶⁵ Weitere Argumente siehe auch *Seibt*, ZHR 2013, 388, (424); *Hellgardt*, AG 2012, 154, (164 f.); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, (607).

⁷⁶⁶ *Schmolke*, NZG 2016, 721, (723).

⁷⁶⁷ Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 481.

⁷⁶⁸ *Buck-Heeb*, a.a.O.

⁷⁶⁹ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 480.

⁷⁷⁰ Offenlassend *Möllers* in: *Derleder u. a.* (Hrsg.), *Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht*, § 84 Rn. 37; *Krause*, CCZ 2014, 248, (260).

AktG ist daher Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB.⁷⁷¹ Die Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht kann in bestimmten Fällen den Tatbestand erfüllen. Zum Beispiel kann die Veröffentlichung einer fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilung in einem konkreten Fall die Verschleierung oder die falsche Wiedergabe der Gesellschaftsverhältnisse in Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand im Sinne von § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG bilden. Dies ist etwa der Fall bei der Mitteilung eines Halbjahresberichts oder einer Zwischenmitteilung per Ad-hoc-Mitteilung. Die Veröffentlichung einzelner Geschäftsabschlüsse alleine ist nicht ausreichend, da entweder die Übersichten über den Vermögensstand oder die Darstellungen über den Vermögensstand im Sinne der § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG einen gewissen Gesamtüberblick über die wirtschaftliche Information des Unternehmens enthalten müssen.⁷⁷²

11.3.2.1.3. §§ 263, 264a StGB

§ 264a StGB (Kapitalanlagebetrug) ist grundsätzlich Schutzgesetz im Sinne von § 826 Abs. 2 BGB. Ähnlich wie § 400 AktG sind Darstellungen oder Übersichten über den Vermögensstand notwendig. Das heißt, dass die Mitteilung die umfangreichen Informationen über den Emittenten enthalten muss. Darüber hinaus müssen die Darstellungen oder Übersichten einen Zusammenhang mit einer konkreten Vertriebs- oder Kapitalmaßnahme haben.⁷⁷³

§ 263 StGB (Betrug) ist ebenfalls Schutzgesetz im Sinne von § 826 Abs. 2 BGB. Allerdings scheitert der Anspruch nach § 823 Abs. 2 BGB iVm § 263 StGB in Bezug auf Ad-hoc-Mitteilungen in der Regel wegen Mangels an der notwendigen Stoffgleichheit von Vermögensvorteil und Schaden. Denn nicht der ad-hoc-publizitätspflichtige Emittent oder seine Organmitglieder erlangen den unmittelbaren Vermögensvorteil, sondern der Dritte, gegenüber dem der Anleger die Finanzinstrumente zu teuer erworben oder zu billig veräußert hat. Also sind sie nicht spiegelbildlich.⁷⁷⁴

11.3.2.2. Haftung aus § 826 BGB

Noch denkbar ist die Anspruchsgrundlage nach § 826 BGB. Laut § 826 BGB soll der Emittent dem Anleger den Schaden ersetzen, wenn der Emittent vorsätzlich auf eine sittenwidrige Weise dem Anleger Schaden zufügt.

11.3.2.2.1. Sittenwidrigkeit

Zentrales Tatbestandsmerkmal des 826 BGB ist, dass eine sittenwidrige Handlung vorliegt. Der Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht ist nicht unbedingt sittenwidrig. Sittenwidrigkeit liegt vor, wenn das konkrete Verhalten gegen das Anstandsgefühl aller billig und gerecht Denkenden verstößt.⁷⁷⁵ Ein aktives Tun als auch eine Unterlassung kann sittenwidrig sein, da die Veröffentlichungsbedürftigkeit der Information offenkundig ist.⁷⁷⁶ Im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Mitteilung spielen insofern haupt-

⁷⁷¹ Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 444; Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 31.

⁷⁷² Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 32 ff.

⁷⁷³ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 35; Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 460.

⁷⁷⁴ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 36; Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 509.

⁷⁷⁵ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 486.

⁷⁷⁶ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 12. Die Konstellation der Unterlassung für unmöglich gehalten: Rützel, AG 2003, 69, (73).

sächlich zwei Fallgruppen eine Rolle, die Fallgruppe der bewusst unrichtigen Auskunft und die Fallgruppe der leichtfertigen Irreleitung der Dritten durch Fehlinformationen.⁷⁷⁷ Im konkreten Fall muss man eine Gesamtbetrachtung anstellen. Zu berücksichtigen sind die angestrebten Ziele der Täter, die eingesetzten Mittel, die zutage tretende Gesinnung, die eingetretenen Folgen.⁷⁷⁸

Der BGH hat die Sittenwidrigkeit in einem Fall bejaht, in welchem das Vorstandsmitglied des Emittenten das Anlegerpublikum durch wiederholt grob unrichtige Ad-hoc-Mitteilungen vorsätzlich und aus eigennützligen Interessen beeinflusst hat.⁷⁷⁹ In diesem Fall ist das verantwortliche Vorstandsmitglied zugleich der Aktionär des Emittenten gewesen. Das Vorstandsmitglied konnte daher von der Kursentwicklung, die durch die unrichtige Mitteilung verursacht wurde, profitieren.⁷⁸⁰ Die eigennützige Handlung der Organmitglieder ist allerdings keine erforderliche Tatbestandsvoraussetzung für die Sittenwidrigkeit.⁷⁸¹ In einer anderen Entscheidung hat der BGH die Sittenwidrigkeit festgestellt, obwohl die Falsch- oder Nichtinformation nicht aus eigennützligen Interessen erfolgte.⁷⁸² Eine direkt vorsätzliche unlautere Beeinflussung des Sekundärmarktpublikums durch eine grob unrichtige Veröffentlichung von Insiderinformationen ist ebenso sittenwidrig.⁷⁸³

11.3.2.2.2. Vorsatz

Des Weiteren muss der Vorsatz zur Schädigung vorliegen. Der Täter kennt den Eintritt des Schadens durch seine Handlung entweder positiv oder hat sich dieser Kenntnis bewusst verschlossen. Vom genauen (erwarteten) Schaden braucht der Täter keine spezifischen Kenntnisse zu haben, wie zum Beispiel von den geschädigten Anlegern, dem Umfang des Schadens, da die vorherige Feststellung des genauen Schadens unmöglich ist. Hinreichend ist, dass sich der Täter bewusst ist, dass die Ad-hoc-Mitteilung Einfluss auf Anlageentscheidungen des Anlegers ausübt und die Geschäfte daher auf der fehlerhaften Tatsachengrundlage ausgeführt werden.⁷⁸⁴

Anders als bei der Geltendmachung der Ansprüche aus §§ 97, 98 WpHG (wobei das Verschulden des Emittenten vermutet wird), muss der geschädigte Anleger hier den Vorsatz des Täters beweisen.⁷⁸⁵

11.3.2.2.3. Kausalität und Umfang des Schadensersatzes

Im Rahmen des § 826 BGB kann der geschädigte Anleger nach der Rechtsprechung des BGH den Ersatz auf Kursdifferenz- oder Vertragsabschlussschaden verlangen.⁷⁸⁶ Anders als §§ 97, 98 WpHG dient § 826 BGB als Deliktsrecht nicht der gerechten Preisbildung auf dem Kapitalmarkt, sondern (unstrittig) der unbeeinflussten Willensbildung des einzelnen Anlegers. Daher ist die haftungsbegründende Kausalität

⁷⁷⁷ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 9.

⁷⁷⁸ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 8.

⁷⁷⁹ BGH NJW 2004, 2971, (2973 f.) – Infomatec II.

⁷⁸⁰ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 11.

⁷⁸¹ Vgl. Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 415.

⁷⁸² BGH NJW 2012, 1800, (1803) – IKB.

⁷⁸³ BGH NZG 2004, 907, (909) – Infomatec.

⁷⁸⁴ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 486; Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 13.

⁷⁸⁵ Über die Schwierigkeit des Beweises des Vorsatzes in der Praxis: Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 14.

⁷⁸⁶ BGH NZG 2005, 672, (673) – EM.TV.

die Kausalität zwischen der fehlerhaften oder unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung und der Anlageentscheidung.⁷⁸⁷ Es ist unabhängig davon, welchen Schadensersatz der geschädigte Anleger vor Gericht verlangt.

Der geschädigte Anleger muss die haftungsbegründende Kausalität beweisen. Sie ist allerdings in der Praxis häufig sehr schwer nachzuweisen, besonders in dem Fall, wenn der Anleger auf die beabsichtigte Transaktion verzichtet hat.⁷⁸⁸ Es liegt keine Beweiserleichterung vor. Die Möglichkeiten der Beweiserleichterungen aus unterschiedlichen Theorien werden alle vom BGH abgelehnt.⁷⁸⁹

11.3.3. Organhaftung

Der Adressat der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist der Emittent. Die Organmitglieder des Emittenten tragen daher keine Haftung nach §§ 97, 98 WpHG. Eine analoge Haftung nach §§ 97, 98 WpHG wird ebenfalls abgelehnt.⁷⁹⁰ Allerdings greift die Organhaftung in bestimmten Fällen gleichwohl. Anderenfalls müssen die anderen Aktionäre die Folge aus dem Verschulden der Organmitglieder tragen; bei Insolvenz des Emittenten gehen die Ansprüche sodann ins Leere.⁷⁹¹ Die Organhaftung wird unterschieden in externe Haftung, und zwar Haftung gegenüber dem Anleger, sowie interne Haftung, nämlich Haftung gegenüber dem Emittenten.

11.3.3.1. Externe Haftung

Die Ansprüche aus §§ 97, 98 WpHG direkt gegenüber den Organmitgliedern scheiden aus. Man kann trotzdem nach dem Wortlaut sowie dem Sinn und Zweck der §§ 97, 98 WpHG davon ausgehen, dass sie nicht abschließend sind.⁷⁹² Denkbar laut §§ 97 Abs. 4, 98 Abs. 4 WpHG sind Ansprüche aufgrund von Verträgen oder vorsätzlichen unerlaubten Handlungen. Ansprüche des Anlegers aufgrund von Verträgen den Organmitgliedern gegenüber spielen hier keine Rolle, da keine Verträge zwischen Anlegern und Emittenten auf dem Sekundärmarkt abgeschlossen werden. Ansprüche aus culpa in contrahendo sind ebenfalls wegen fehlender rechtsgeschäftlicher Kontakte oder eines sonstigen Näherverhältnisses ausgeschlossen. Insofern kommen ausschließlich deliktische Haftungen in Betracht. § 823 Abs. 1 BGB ist zuerst auszuschließen, da das Vermögen nicht das zu schützende Rechtsgut von § 823 Abs. 1 BGB ist. Daher sind schließlich noch §§ 823 Abs. 2, 826 BGB zu berücksichtigen.⁷⁹³

Die Voraussetzungen der Ansprüche aus §§ 823 Abs. 2, 826 BGB wurden vorher erörtert. Noch zu beachten ist, dass der Emittent und seine Organmitglieder gesamtschuldnerisch die Haftung verschulden, wenn die Handlung der Organmitglieder dem Emittenten nach § 31 BGB zuzurechnen ist.⁷⁹⁴

⁷⁸⁷ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 18; Zimmer/Grotheer in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 117.

⁷⁸⁸ Es gibt keine Beschränkung für den Umfang der Anspruchsberechtigten wie §§ 97 Abs. 1, 98 Abs. 1 WpHG. Vgl. Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 16.

⁷⁸⁹ Eine ausführliche Zusammenfassung: Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 18 ff.

⁷⁹⁰ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 460, 499.

⁷⁹¹ Vgl. Baums, ZHR 2002, 375, (379); Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 533: es ist keine planwidrige Rechtslücke.

⁷⁹² Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 498.

⁷⁹³ Wolf/Wink in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 51. Vgl. auch Möllers, in: Heldrich/Hopt/Canaris, 50 Jahre Bundesgerichtshof, 2247, (2254 f.).

⁷⁹⁴ Wolf/Wink in: Meyer u. a. (Hrsg.), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, § 31 Rn. 73; Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 43.

11.3.3.2. Interne Haftung

Vorstandsmitglieder müssen an der Ausführung der Angelegenheiten der Gesellschaft mit der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters arbeiten. Das ist eine gesetzliche organschaftliche Pflicht aus § 93 Abs. 1 AktG. Wenn der Emittent die Ad-hoc-Publizitätspflicht verletzt – Vorstandsmitglieder sind normalerweise dafür verantwortlich – und dadurch schadensersatzrechtlich nach §§ 97, 98 WpHG haftet, soweit das Vorstandsmitglied dafür organschaftliche Pflichten verletzt hat, kann der Emittent nach § 93 Abs. 2 AktG seine Organmitglieder in Regress nehmen. Aufsichtsratsmitglieder können ebenfalls nach § 116 S. 1 AktG zum Schadensersatz verpflichtet sein, wenn sie ihre Kontrollpflicht nach § 111 Abs. 1 AktG verletzt haben.⁷⁹⁵

Nach §§ 97 Abs. 5, 98 Abs. 5 WpHG ist eine vorherige Vereinbarung zwischen dem Emittenten und seinen Vorstandsmitgliedern über die Ermäßigung oder den Erlass der Haftung der Organmitglieder unwirksam. Dies soll vermeiden, Vorstandsmitglieder im Vorfeld von ihrer Verantwortung zu befreien. Ansonsten liegt die Gefahr vor, dass sich Vorstandsmitglieder ohne eigene Haftung im Namen des Emittenten rechtswidrig verhalten.⁷⁹⁶ Davon kann man die Konsequenz ableiten, dass ein Erlass oder eine Ermäßigung nach Eintritt des Schadens im Rahmen des Aktienrechts möglich ist.⁷⁹⁷ Dies gilt wegen vergleichbarer Sachlage analog auch für Aufsichtsratsmitglieder, obwohl §§ 97 Abs. 5, 98 Abs. 5 WpHG wörtlich ausschließlich Vorstandsmitglieder vorsehen.⁷⁹⁸

12. Rechtsnatur und Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts in China

12.1. Rechtsnatur des Kapitalmarktrechts

Die Rechtsnatur des Kapitalmarktrechts ist in China umstritten. Es ist nicht allgemein anerkannt, dass das Kapitalmarktrecht ein eigenständiges Rechtsgebiet ist. In China wird das Kapitalmarktrecht meistens als Privatrecht eingestuft. In der Literatur wird darauf verwiesen, dass es kein Handelsgesetzbuch in China gibt. Aus diesem Grunde sollte das Kapitalmarktrecht dem Zivilrecht statt dem Handelsrecht untergeordnet sein. Das Kapitalmarktrecht stellt sich demnach als Spezialinteresse des Zivilrechts dar.⁷⁹⁹ Das Gegenargument ist, dass der chinesische Gesetzgeber das Handelsrecht nicht in Form eines einzelnen Gesetzbuches, wohl aber in Form von einzelnen Gesetzen erlassen hat. Das Kapitalmarktrecht ist demnach ein wichtiger Teil des Handelsrechts und gehört zum speziellen Handelsrecht.⁸⁰⁰ Diese zwei unterschiedlichen Einstufungen des Kapitalmarktrechts sind im Wesentlichen davon abhängig, wie man das Handelsrecht bestimmt. Nach der ersten Ansicht ist das Kapitalmarktrecht gerade wegen des fehlenden Handelsrechts das spezielle Zivilrecht. Ansonsten wird das Kapitalmarktrecht jedoch als spezielles Handelsrecht angesehen. Aber im Kapitalmarktrecht finden sich auch viele Aufsichtsregelungen, die öffentlich-rechtliche zwingende Wirkung haben. Darüber hinaus ist das Kapitalmarktrecht am sozialen Gemeininteresse orientiert. Daher gehört das Kapitalmarktrecht zum Wirtschaftsrecht.⁸⁰¹ Nach einer eklektischen Ansicht ist das Kapitalmarktrecht so speziell, dass es selbstständig ist und ein eigenes

⁷⁹⁵ Möllers in: Derleder u. a. (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, § 84 Rn. 40.

⁷⁹⁶ Poelzig, Kapitalmarktrecht, Rn. 540.

⁷⁹⁷ Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht (2017), Rn. 475; Poelzig, a.a.O.

⁷⁹⁸ Zimmer/Grotheer in: Schwark/Beck (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, WpHG §§ 37b, 37c Rn. 124; Möllers/Leisch in: Hirte u. a. (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, §§ 37b, 37c Rn. 517.

⁷⁹⁹ Ye, Wertpapierrecht, S. 29. So etwa auch Zhao, Wertpapierrecht, S. 13 f.

⁸⁰⁰ Wang, Commercial Law, S. 289; Dong, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 15.

⁸⁰¹ Zhu, Financial Law, S. 7.

Rechtsgebiet bildet.⁸⁰² Eine Minderheit ist wegen des Einflusses aus Großbritannien der Ansicht, dass das Kapitalmarktrecht eine Erweiterung des Deliktsrechts ist. Also ist das Kapitalmarktrecht eine Mischung von Vertragsrecht und Deliktsrecht.⁸⁰³ Zurzeit ist das Kapitalmarktrecht in China nach der herrschenden Meinung nicht selbstständig und dem Handelsrecht untergeordnet.⁸⁰⁴ Jedoch besteht ein auffälliger Eingriff der Behörde im chinesischen Kapitalmarktrecht, insbesondere bei Erlass der verwaltungsrechtlichen Normen und Durchsetzung des Kapitalmarktrechts.⁸⁰⁵ Die Geltendmachung des Anspruchs aus WR ist folglich teilweise von der behördlichen Entscheidung abhängig.⁸⁰⁶

12.2. Rechtsquelle des Kapitalmarkts in China

Das Kapitalmarktrecht auch in China ist ein Mehrebenensystem. Jedoch ist das Regelungssystem äußerst ungeordnet. Der wichtigste Grund dafür ist die erforderliche Konkretisierung des gegenwärtigen WR, in dem die Regelungen zu allgemein aufgestellt werden. Die Konkretisierung wird von unterschiedlichen behördlichen Organen durchgeführt. Wegen des Kampfs zwischen unterschiedlichen Aufsichtsbehörden um Kompetenzen und Aufsichtsbefugnisse wird die Regelungskonformität bei der Konkretisierung häufig nicht sichergestellt.⁸⁰⁷ Zugleich gibt es zahlreiche Verwaltungsnormen auf unterschiedlichen Ebenen. Im Folgenden wird nur das Wichtigste dargestellt.

12.2.1. Internationale Rechtsquelle

Bereits vor dem Erlass des WR 1998 wurde die CSRC 1995 Mitglied des IOSCO.⁸⁰⁸ Da China ebenfalls als ein Teil der Weltwirtschaft partizipieren möchte, beteiligt es sich auch an der internationalen Aufsichtskooperation und der Harmonisierung von Normen.⁸⁰⁹ Die internationalen Normen der IOSCO haben Einfluss auf die Gesetzgebung in Bezug auf den Kapitalmarkt in China ausgeübt.⁸¹⁰ Aber die Auswirkungen sind zurzeit kaum erkennbar. Ein Grund ist, dass es an relevanten Untersuchungen mangelt.⁸¹¹

⁸⁰² *Li/Wang*, Untersuchung über das Wertpapierrecht, S. 20 f.

⁸⁰³ *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 12.

⁸⁰⁴ Das kann auch von der Einstufung in dem offiziellen Lehrbuch für die Vorbereitung auf das juristische Staatsexamen abgeleitet werden. Bei strittigen Rechtsfragen werden ausschließlich herrschende Meinungen in dem Lehrbuch aufgenommen. In der Gesetzessammlung wird das Kapitalmarktrecht als Handelsrecht eingestuft: Redaktionskommission für Lehrbuch für die Vorbereitung auf das juristische Staatsexamen, Gesetzessammlung für das juristische Staatsexamen 2010, Peking, 2010, S. 21 ff.

⁸⁰⁵ *Wan*, Securities Law, S. 37.

⁸⁰⁶ Siehe 16.2.1. Zivilrechtliche Haftung.

⁸⁰⁷ Der Kampf findet hauptsächlich zwischen der CSRC und der China Banking Regulatory Commission (verschmolzen mit der China Insurance Regulatory Commission im Jahr 2018) statt: *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, 24 f. Trotzdem wird das System des deutschen Kapitalmarktrechts als zu kompliziert angesehen und kritisiert: *Ye*, Wertpapierrecht, S. 23.

⁸⁰⁸ Abrufbar unter: http://www.csrc.gov.cn/pub/xiamen/xxfw/sxyw/200903/t20090304_98530.htm, letzter Besuch am 14.11.2018.

⁸⁰⁹ Die Ziele und Aufgaben sowie die Beiträge von IOSCO siehe auch 5.2.3. Internationales Kapitalmarktrecht.

⁸¹⁰ Zum Beispiel wurden bei der Bearbeitung des WR im Jahr 2005 neue Maßnahmen unter Berücksichtigung von Art. 8 Objectives and Principles of Securities Regulation von der IOSCO zur Ermittlung der Verstöße gegen das Recht in Art. 180 WR eingeführt.

⁸¹¹ Vgl. *Qi*, Sammelwerk der Konferenz „Internationales Recht im Jahr 2020“ am 14.05.2011 in Wuhan, 135, (137 ff.).

12.2.2. Nationale Rechtsquelle

12.2.2.1. Gesetze

Der höchste nationale Gesetzgeber in China ist der Nationale Volkskongress und sein Ständiger Ausschuss. Sie bearbeiten Gesetzentwürfe und erlassen Gesetze („法律“).⁸¹² Das wichtigste Gesetz in Bezug auf den Kapitalmarkt ist das WR. Das WR ist ein umfassendes Gesetz, das die Normen über Emission und Handel der Wertpapiere, Übernahme, Börse, Wertpapierdienstleistung, Übertragung und Abwicklung sowie Überwachung enthält. Insofern ist das WR das „Grundgesetz“ des Kapitalmarktrechts in China. Die grundlegenden Rechtsnormen über die Ad-hoc-Publizität finden sich im WR. Da sich meiste Rechtsnormen im WR auf einem sehr hohen Abstraktionsniveau bewegen, müssen sie zuerst konkretisiert werden, bevor sie in der Praxis angewendet werden. Diese Aufgabe erfüllen der Staatsrat und die Aufsichtsbehörde, manchmal mehrere Ministerien gemeinsam.⁸¹³ Daneben stellen die Rechtsnormen in Bezug auf die Aktiengesellschaft im Gesellschaftsrecht ebenfalls in einem engen Zusammenhang mit dem Kapitalmarktrecht.

12.2.2.2. Verwaltungsrechtsnormen

Der Staatsrat kann nach der Ermächtigung von Verfassung und Gesetzen Verwaltungsrechtsnormen („行政法规“) ausarbeiten und erlassen.⁸¹⁴ Verwaltungsrechtsnormen haben hauptsächlich zwei Funktionen. Erstens werden Verwaltungsrechtsnormen erlassen, wenn die Gesetzgebung aus theoretischen und/oder praktischen Aspekten noch nicht so weit ist. In diesem Fall werden Verwaltungsrechtsnormen statt Gesetze erlassen und gelten vorübergehend bis zu dem Erlass des einschlägigen Gesetzes.⁸¹⁵ Solche Verwaltungsrechtsnormen kann man normalerweise an dem Titel erkennen. Im Jahre 1993 z. B., erließ der Staatsrat die *Vorläufige* Verwaltungsordnung für Emission und Handel von Aktien. Zweitens sollen Verwaltungsrechtsnormen Gesetze konkretisieren, damit die Gesetze in der Praxis durchsetzbar sind.⁸¹⁶ Nach dem Erlass des WR 1998 wurden zahlreiche Verwaltungsrechtsnormen vom Staatsrat erlassen, um das Recht zu konkretisieren und zu ergänzen. Dazu gehören zum Beispiel die Verwaltungsverordnung für Termingeschäfte, die Verwaltungsverordnung für Wertpapierunternehmen, die Verordnung zum Umgang mit Risiken für Wertpapierunternehmen. Im Vergleich mit Verwaltungsrechtsnormen haben Gesetze Anwendungsvorrang.⁸¹⁷ Trotzdem haben Verwaltungsrechtsnormen besondere Bedeutung, da die Zahl der Verwaltungsrechtsnormen in China viel größer als die Zahl der Gesetze ist und sie auf nationaler Ebene gelten.⁸¹⁸

12.2.2.3. Abteilungsregeln

Abteilungsregeln („部门规章“) sind Regelungen, die von Ministerien und Kommissionen des Staatsrats, der Chinesischen Volksbank, dem Rechnungshof oder den dem Staatsrat direkt unterstellten Organen mit Verwaltungskompetenzen innerhalb ihrer Befugnisse nach den Gesetzen und Verwaltungsrechtsnormen, Entscheidungen und Weisungen des Staatsrats ausgearbeitet werden.⁸¹⁹ Abteilungsregeln die-

⁸¹² Art. 7 ff. Gesetz über die Gesetzgebung.

⁸¹³ Zhu, W., Wertpapierrecht, S. 10.

⁸¹⁴ Art. 65 Gesetz über die Gesetzgebung.

⁸¹⁵ Vgl. Art. 65 Abs. 3 Gesetz über die Gesetzgebung.

⁸¹⁶ Vgl. Art. 65 Abs. 2 Gesetz über die Gesetzgebung.

⁸¹⁷ Reihenfolge des Anwendungsvorrangs der unterschiedlichen Arten von Normen siehe Art. 87 ff. Gesetz über die Gesetzgebung.

⁸¹⁸ Xie, Tribune of Political Science and Law 2018, 100, (100).

⁸¹⁹ Art. 80 Abs. 1 Gesetz über die Gesetzgebung.

nen der Durchsetzung von Gesetzen und Verwaltungsrechtsnormen sowie Entscheidungen und Weisungen des Staatsrats.⁸²⁰ Die Abteilungsregeln unterscheiden sich in Verordnungen („条例“), Vorschriften („规定“), Methoden („办法“), Ausführungsbestimmungen („实施细则“), Ordnungen („规则“), Mitteilungen („通知“) etc. Verwaltungsrechtsnormen haben im Vergleich mit Abteilungsregeln Anwendungsvorrang. Abteilungsregeln gelten auf nationaler Ebene und sind rechtlich verbindlich. In Bezug auf den Kapitalmarkt gibt es zahlreiche Abteilungsregeln, die hauptsächlich von der CSRC alleine oder mit anderen qualifizierten Organen ausgearbeitet werden.⁸²¹ Der Inhalt der unterschiedlichen Abteilungsregeln deckt sich manchmal miteinander und ist manchmal nicht regelkonform; viele Begriffe werden nicht einheitlich definiert.⁸²² Dies macht die Rechtsdurchsetzung und die akademische Untersuchung in manchen Fällen sehr schwierig.

In Bezug auf die Ad-hoc-Publizität spielt die VIBU eine entscheidende Rolle. Sie konkretisiert die zu allgemein gefassten Normen für Informationspflichten im WR.

12.2.2.4. Normierende Dokumente

Neben Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln gibt es in China noch sog. „andere normierende Dokumente“ („其他规范性文件“). Sie werden von staatlichen Verwaltungsorganen oder ermächtigten Organisationen im Rahmen ihrer entsprechenden Zuständigkeiten ausgearbeitet, um die Angelegenheiten auf einem bestimmten Gebiet oder die Organisationen selbst zu regulieren.⁸²³ In Bezug auf den Kapitalmarkt sind normierende Dokumente hauptsächlich die sog. „Selbstregulierenden Normen“ („自律规范“), die von der Börse oder SAC – den sog. Selbstregulierten Organisationen – ausgearbeitet werden.⁸²⁴

⁸²⁰ Art. 80 Abs. 2 S. 1 Gesetz über die Gesetzgebung.

⁸²¹ Die geltenden Abteilungsregeln sind auf der Webseite der CSRC veröffentlicht, wonach es in Bezug auf allgemeine Bestimmungen 14, in Bezug auf Emission 14, in Bezug auf börsennotierte Unternehmen 14, in Bezug auf Handel auf dem Markt 9, in Bezug auf Wertpapierunternehmen 13, in Bezug auf Institute für Wertpapierdienstleistungen 1, in Bezug auf Kapitalanlage 19 und in Bezug auf Termingeschäfte 12 Abteilungsregeln gibt, insgesamt sind es 96 Abteilungsregeln, abrufbar unter: <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/bmgz/>, letzter Besuch am 17.11.2018.

⁸²² Vergleiche beispielsweise die von der CSRC ausgearbeiteten Abteilungsregeln: Leitlinien zur Feststellung der Manipulation auf dem Wertpapiermarkt (auf Probe), Leitlinien zur Feststellung des Insiderhandels auf dem Wertpapiermarkt (auf Probe), Verwaltungsmethode für die Informationsveröffentlichung der börsennotierten Unternehmen, mit der von der Verwaltungskommission für das Staatsvermögen ausgearbeiteten Abteilungsregel: Mitteilung über die relevanten Probleme in Hinsicht auf die Verstärkung der Verwaltung der Insiderinformationen durch Staatsunternehmen als Aktionäre der börsennotierten Unternehmen.

⁸²³ Vgl. *Jiang*, Verwaltungsrecht und Verwaltungsprozessrecht, S. 171.

⁸²⁴ *Ye*, Wertpapierrecht, S. 27. Aber es ist umstritten, ob solche normierende Dokumente rechtlich verbindlich sind. Der Grund dafür ist die Unklarheit der Rechtsnatur der Börse und SAC. Siehe *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 32 ff. Normierende Dokumente sind in dem Gesetz über die Gesetzgebung nicht vorgesehen. Insofern sollen sie anders als Gesetze, Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln, und daher nicht rechtlich verbindlich sein. Das Oberste Volksgericht hat in einer Auslegung klargestellt, dass sich das Gericht auch auf andere normierende Dokumente als Grundlage eines Urteils berufen kann, siehe Art. 62 S. 2 Klärung einiger Fragen in der Durchsetzung des Verwaltungsprozessrechts. Nach dieser Auslegung sind normierende Dokumente rechtsverbindlich. Jedoch ist es problematisch, da die Rechtsnatur der Auslegung der Justiz selbst unklar und umstritten ist. Aber angesichts der tatsächlichen Verbindlichkeit für die einschlägigen Beteiligten sowie Organisationen auf dem Markt werden normierende Dokumente in der Literatur teilweise als Rechtsquelle angesehen, zum Beispiel *Ye*, a.a.O.

12.2.2.5. Auslegungen der Justiz

Auslegungen der Justiz sind keine Gesetze, sondern Dokumente mit Verbindlichkeit, die von dem Obersten Volksgericht und/oder der Obersten Volksstaatsanwaltschaft erlassen werden. Sie dienen dazu, Unklarheiten und Fragen bei der Rechtsanwendung klarzustellen und faktisch verbindlich zu adressieren. Weil viele Normen im WR nicht konkret sind, hat das Oberste Volksgericht Auslegungen veröffentlicht, um das WR richtig und einheitlich anzuwenden. Angesichts der Bedeutung und der faktischen Verbindlichkeit für alle Betroffenen werden Auslegungen der Justiz häufig als Rechtsquelle betrachtet.⁸²⁵ Im Zusammenhang mit der Ad-hoc-Publizität verkündete das Oberste Volksgericht im Jahr 2003 eine wichtige Auslegung über die Geltendmachung des zivilrechtlichen Anspruchs, nämlich die BOG.

12.2.2.6. Regionale Gesetze und Ordnungen

In der ersten Zeit der Entwicklung des Kapitalmarkts in der Volksrepublik spielten regionale Gesetze und Ordnungen eine entscheidende Rolle. Die regionalen Regierungen in Shanghai und Shenzhen verkündeten viele „Ordnungen“, die bald das Vorbild für die nationale Gesetzgebung wurden. Nach dem Erlass des national einheitlichen Wertpapierrechts sind regionale Gesetze und „Ordnungen“ nicht mehr von Bedeutung. Die Meisten wurden abgeschafft.

13. Ziele und Grundsätze des Wertpapierrechts in China

Es ist üblich bei der Gesetzgebung in China, die Ziele und Grundsätze eines geschriebenen Gesetzes in den ersten Paragraphen zu formulieren.⁸²⁶ So wurde auch im Falle des WR verfahren, sodass sich der Rechtsanwender in China insofern an Grundzügen orientieren kann, die unmittelbar vom Gesetzgeber kommen.

13.1. Ziele des Wertpapierrechts

§ 1 WR schreibt ausdrücklich vor, dass das WR zu erlassen ist, um (1) die Emission und (2) den Handel der Wertpapiere zu regulieren, (3) die rechtmäßigen Interessen des Anlegers zu schützen, (4) die sozial wirtschaftliche Ordnung und (5) soziale Gemeininteressen zu gewährleisten, (6) die sozialistische Marktwirtschaft zu fördern. Die ersten drei Ziele sind direkte Ziele und die Ziele (1) und (2) dienen dem Ziel (3). Die Ziele (4), (5) und (6) sind indirekte Ziele, die durch das Erreichen der direkten Ziele verwirklicht werden.⁸²⁷

Die Regulierung der Emission und des Handels der Wertpapiere ist unter Berücksichtigung der Komplexität der Beteiligung an dem Kapitalmarkt sowie der Spezialität der Handelsgegenstände und –regeln als direktes Ziel des WR gesetzt. Nur eine spezielle Gesetzgebung, also die Erlasse des WR, kann daher eine effektive gesetzliche Aufsicht über den Kapitalmarkt verwirklichen.⁸²⁸ Darüber hinaus ist der Schutz des Anlegers ebenfalls das Ziel des WR, da der chinesische Gesetzgeber auch anerkennt, dass der Anleger die Grundlage für die dauerhafte Entwicklung des Kapitalmarkts ist. Allerdings ist der Anleger die schwächere Partei auf dem Markt und daher besonders schutzbedürftig.⁸²⁹ In Hinsicht auf die indirekten Ziele kann ein vollkommener Kapitalmarkt erforderliche und notwendige Finanzierung für Unterneh-

⁸²⁵ Vgl. Ye, a.a.O.

⁸²⁶ Ye, Wertpapierrecht, S. 56.

⁸²⁷ Wang, Commercial Law, S. 291.

⁸²⁸ Ye, Wertpapierrecht, S. 54.

⁸²⁹ Ye, Wertpapierrecht, S. 54 f.

men bieten. Dies kann schließlich die Volkswirtschaft bzw. die wirtschaftliche Entwicklung der gesamten Gesellschaft fördern. In diesem Sinn ist der Staat verpflichtet, die Ordnung auf dem Kapitalmarkt inklusive dem Zugang zu den Informationen für den Anleger zu gewährleisten.⁸³⁰

13.2. Grundsätze des Wertpapierrechts

Neben den Zielen von Gesetzen diskutiert man auch viel über deren Grundsätze.⁸³¹ Während § 1 WR die Ziele des Gesetzes vorsieht, sind §§ 3 bis 6 WR abstrakte und allgemeine Normen, die die Grundsätze des Gesetzes sein können. Ob alle Paragraphen von §§ 3 bis 6 WR Grundsätze enthalten, ist umstritten.⁸³² Nach dem Wortlaut sollen ausschließlich §§ 3 und 4 WR die Grundsätze des Gesetzes vorschreiben.⁸³³

13.2.1. Grundsätze der Transparenz, Gerechtigkeit und Gleichheit

Laut § 3 WR müssen die Grundsätze der Transparenz, Gerechtigkeit und Gleichheit bei Emission und Handel von Wertpapieren eingehalten werden.

Der Grundsatz der Transparenz steht an erster Stelle vor allen anderen in der Rechtsnorm, da dieser sowohl der grundlegende als auch der einzige spezielle Grundsatz des WR ist. Die übrigen kann man auch im chinesischen Zivilrecht finden.⁸³⁴ Der Grundsatz der Transparenz gebietet die Wahrheit, die Klarheit und die Vollständigkeit bei der Veröffentlichung der jeweiligen Informationen in Bezug auf Emission und Handel von Wertpapieren.⁸³⁵ Mit den Informationen soll der Anleger seine Anlageentscheidungen treffen und der Marktpreis der Wertpapiere sachgerecht gebildet werden. Die Informationsveröffentlichung ist die wichtigste Maßnahme zur Regulierung des Kapitalmarkts und zum Schutz der Interessen des Anlegers.⁸³⁶ Aus diesem Grund ist eine Reihe von Informationspflichten im WR vorgeschrieben, die in der Literatur als „Faden“ symbolisiert werden, der alle Normen im WR verbindet.⁸³⁷ Die Ad-hoc-Publizität ist ein Ausdruck des Grundsatzes der Transparenz.⁸³⁸

Der Grundsatz der Gerechtigkeit bezieht sich auf die Aufsichtsbehörde, wonach diese sich neutral verhalten muss. Das heißt, dass es Aufgabe der Aufsichtsbehörde ist, bei der Überwachung des Marktes

⁸³⁰ *Ye*, Wertpapierrecht, S. 55 f.

⁸³¹ *Wan*, Securities Law, S. 31; *Ye*, Wertpapierrecht, S. 57. In China sind Grundsätze eines Gesetzes abstrakte gesetzliche Normen, die die Wertorientierung und den Sinn des Gesetzes widerspiegeln. Jedes chinesische Gesetz hat seine Grundsätze und sie sind immer in den ersten Normen des jeweiligen Gesetzes ausdrücklich vorgeschrieben. Die Grundsätze eines Gesetzes sind von großer Bedeutung. Sie sind Leitlinien für die Gesetzgebung, Durchsetzung sowie Auslegung des jeweiligen Gesetzes. Vgl. *Wang*, Commercial Law, S. 294 f.; *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 18.

⁸³² *Wan* ist der Ansicht, dass alle Paragraphen von §§ 3 bis 6 WR die Grundsätze vorschreiben: *Wan*, Securities Law, S. 32 ff. Viele andere sind der Ansicht, dass ausschließlich §§ 3 und 4 WR die Grundsätze des Gesetzes vorschreiben. Jedoch weisen sie auf andere unterschiedliche Grundsätze hin, die im WR nicht ausdrücklich oder als Ziel des Gesetzes vorgeschrieben sind: *Wang*, Commercial Law, S. 295 ff.; *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 18 f.; *Zhu*, Financial Law, S. 358 f.; *Ye*, Wertpapierrecht, S. 56 ff.

⁸³³ So etwa *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 13 f.

⁸³⁴ Aus diesem Grund ist *Zhu* der Ansicht, dass im WR ausschließlich der Grundsatz der Transparenz sinnvoll ist: *Zhu*, *J.*, Wertpapierrecht, S. 92 ff.

⁸³⁵ *Ye*, Wertpapierrecht, S. 57.

⁸³⁶ *Wang*, Commercial Law, S. 295. Dazu kann man den folgenden Satz in fast allen chinesischen Lehrbüchern über das Wertpapierrecht finden: „Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.“ Dieser Satz stammt ursprünglich von *Brandeis*, *Other People's Money and how the Bankers use it*, S. 92.

⁸³⁷ *Zhu*, *W.*, Wertpapierrecht, S. 1, 12.

⁸³⁸ *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 14.

sowie bei der Rechtsdurchsetzung Gerechtigkeit walten zu lassen und zugleich alle Verstöße gegen das Kapitalmarktrecht zu verbieten.⁸³⁹ In einem weiteren Sinne fordert der Grundsatz der Gerechtigkeit auch Gerechtigkeit bei der Legislative und Judikative, weil das gerechte Gesetz die Grundlage und die Justiz die letzte Sicherstellung für die gerechte Rechtsdurchsetzung sind.⁸⁴⁰

Der Grundsatz der Gleichheit ist sowohl ein rechtliches als auch ein soziales Kriterium, das die Handlungen auf dem Kapitalmarkt und die relevante Gesetzgebung bewerten kann. Die Gleichheit bezeichnet insbesondere die Chancengleichheit. Dazu gehören beispielsweise die Gleichheit der Anlagechancen zwischen Anlegern, des Zugangs zu Information, der Verhängung von Sanktionen bei Rechtsverstößen. Durch seine Verwirklichung wird schließlich die Gerechtigkeit des Verfahrens und des Ergebnisses erreicht. Jedoch bedeutet Gleichheit nicht die absolute Gleichheit. Differenzierende Behandlung ist unter bestimmten Bedingungen gerechtfertigt, wenn zum Beispiel Anleger aufgrund der unterschiedlichen Anlageerfahrung unterschiedlich behandelt werden.⁸⁴¹ In Hinsicht auf die Ad-hoc-Publizität sollen die Informationspflichten so erfüllt werden, dass alle Anleger den gleichen Zugang zu den Informationen haben; zugleich sollen Sanktionen für die Emittenten bei fehlerhafter Ad-hoc-Publizität von der Aufsichtsbehörde nach einheitlichen Kriterien verhängt werden.

13.2.2. Grundsätze der Gleichstellung, Freiwilligkeit, Gegenleistung und Redlichkeit

§ 4 WR schreibt die Grundsätze der Gleichstellung, Freiwilligkeit, Gegenleistung und Redlichkeit vor.

Gleichstellung ist ein zivilrechtlicher Grundsatz, wonach die Parteien im Zivilrechtsverkehr rechtlich gleichgestellt sind. In der Zeit der Planwirtschaft waren Verstöße gegen Gleichstellung nicht selten. Heutzutage ist der Grundsatz der Gleichstellung daher absichtlich im Gesetz hervorgehoben und ausdrücklich vorgesehen.⁸⁴² Dieser Grundsatz im WR lautet, dass alle Marktteilnehmer im Rechtsverkehr gleichgestellt werden. Es ist unwesentlich, ob die eine Partei ein staats- oder privateigenes Unternehmen ist.

Der Grundsatz der Freiwilligkeit wird von der Privatautonomie abgeleitet. Die Marktteilnehmer können nach ihrem eigenen Willen gestalten, ob und auf welcher Weise sie am Kapitalmarkt teilnehmen, welche Wertpapiere sie handeln. Sie dürfen nicht gezwungen oder beeinflusst werden.⁸⁴³

Der Grundsatz der Gegenleistung weist auf die Symmetrie von Recht und Pflicht hin. Auf dem Primär- als auch Sekundärmarkt soll die Transaktion der Wertpapiere gegen Zahlung des Preises ausgeführt werden. Niemand darf mithilfe seiner speziell persönlichen oder sozialen Position das Vermögen oder die Interessen von anderen ohne Gegenleistung erwerben oder sich aneignen.⁸⁴⁴

Den Grundsatz der Redlichkeit stammt aus dem Zivilrecht, nach welchem man sich im Zivilrechtsverkehr redlich verhalten und in einer angemessenen und geeigneten Weise Pflichten erfüllen soll, nach dem man das Recht nicht missbrauchen und sich den gesetzlichen oder vereinbarten Pflichten nicht entziehen darf.⁸⁴⁵ Der Grundsatz der Redlichkeit ist für den Kapitalmarkt von großer Bedeutung. Der Großteil des Handels auf dem Kapitalmarkt wird durch die Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsaufträgen

⁸³⁹ Xu, Untersuchung einiger Rechtsfragen auf dem Wertpapiermarkt, S. 211.

⁸⁴⁰ Vgl. Ye, Wertpapierrecht, S. 59; Wang, Commercial Law, S. 296.

⁸⁴¹ Ye, Wertpapierrecht, S. 60.

⁸⁴² Liang, Allgemeines Teil des Zivilrechts, S. 42.

⁸⁴³ Wan, Securities Law, S. 33.

⁸⁴⁴ Wan, a.a.O.

⁸⁴⁵ Wang, Neue Untersuchung über das Vertragsrecht, S. 116.

ausgeführt. In der Regel kennen die beiden Vertragsparteien sich nicht. Der Handel basiert auf gegenseitigen Vertrauen und Vertrauen auf das Handels- und Verrechnungssystem. Insofern ist der Kapitalmarkt der größte Vertrauensmarkt, der viel mehr Redlichkeit als andere Märkte benötigt.⁸⁴⁶ Aufseiten des Emittenten bedeutet der Grundsatz der Redlichkeit die sorgfältige Erfüllung der gesetzlichen Pflichten, inklusive der Informationspflichten.⁸⁴⁷ Die Verbote des Betrugs, des Insiderhandels sowie der Marktmanipulation sind die detaillierten Anforderungen dieses Grundsatzes.⁸⁴⁸ Schließlich leistet der Grundsatz der Redlichkeit auch einen Beitrag zur Erfüllung der Rechtslücken. Als das WR im Jahr 1998 erlassen wurde, bestimmte es die Haftung desjenigen nicht, der das börsennotierte Unternehmen tatsächlich kontrolliert. Das Oberste Volksgericht gab im Jahr 2003 nach dem Grundsatz der Redlichkeit eine Auslegung bekannt, die diese Haftung feststellt. 2005 wurde dies dann auch in § 69 WR eingeführt.⁸⁴⁹

14. Überblick über die Entwicklung des Kapitalmarktrechts und der Ad-hoc-Publizität in China

Ähnlich wie das WpHG in Deutschland wird das WR in China als Grundgesetz für den Kapitalmarkt bezeichnet.⁸⁵⁰ Nach historischen Untersuchungen entstanden bereits vor tausend Jahren in der Tang-Dynastie (von 618 bis 907) erste Wertpapiere im weiteren Sinn: Feiqian („飞钱“, direkte Übersetzung „fliegendes Geld“).⁸⁵¹ Das WR ist aber noch sehr jung. Die „Schwangerschaftsdauer“ des Gesetzes war zu kurz und die Gesetzgebung erlebte zwischenzeitlich auch viele Windungen und Wendungen, die hier nur überblicksmäßig zusammengestellt werden können.

14.1. Zeit vor der Volksrepublik

In der Qing-Dynastie (von 1636 bis 1912) und der Republik China (von 1912 bis 1949) entstanden bereits Aktiengesellschaften und Börsen. Entsprechend gab es auch vereinzelte Gesetze oder „Ordnungen“ dazu.⁸⁵² Auch in der von der Kommunistischen Partei regierten Region in der Republik wurden Unternehmen und Banken in der Form von Aktiengesellschaften gegründet und gefördert. Der damalige Markt und die entsprechenden Regulierungsvorschriften waren nach den sozialistisch politischen Bewertungen „nicht erfolgreich“. Sie wurden daher nicht von der später gegründeten Volksrepublik übernommen. Aus diesem Grund untersucht man heutzutage sehr selten die Rechtslage vor der Volksrepublik.⁸⁵³

⁸⁴⁶ Wang, Commercial Law, S. 296.

⁸⁴⁷ Ye, Wertpapierrecht, S. 61.

⁸⁴⁸ Wang, a.a.O.

⁸⁴⁹ Peng, Chinese Securities Regulation, S. 14 f.

⁸⁵⁰ Wan, Securities Law, S. 41.

⁸⁵¹ „Feiqian“ ist eine Urkunde, die die gesetzliche Währung vertritt: Wan, Securities Law, S. 26 f.

⁸⁵² 1882 wurde die erste Gesellschaft für den Wertpapierhandel in Shanghai gegründet und 1891 investierte ein Investor aus Großbritannien ebenfalls in eine Gesellschaft für den Wertpapierhandel in Shanghai. Die Republik China erließ das erste Wertpapierrecht in der chinesischen Geschichte im Jahr 1913. Siehe Wan, Securities Law, S. 27.

⁸⁵³ Eine ausführliche Untersuchung über den Kapitalmarkt und das Kapitalmarktrecht vor der Volksrepublik bzw. in der Qing-Dynastie und in der Republik siehe Li, Endlich zum Erfolg, S. 23 ff.

14.2. Von 1949 bis 1998

Nach der Gründung der Volksrepublik wurde zuerst die sozialistisch orientierte Wirtschaftsreform durchgeführt. Das Ergebnis der sozialistischen Wirtschaftsreformen ist, dass der Kapitalmarkt dadurch vernichtet wurde und die Planwirtschaft später zu einer langen wirtschaftlichen Depression führte.⁸⁵⁴ Erst kurz vor der Bekanntgabe und Durchführung der Politik der Reform und der Öffnung nach außen, also Ende der 70er Jahre des letzten Jahrhunderts entstanden wieder Aktiengesellschaften in China. Der Kapitalmarkt musste erneut von Anfang an aufgebaut werden.⁸⁵⁵

Die erste Gesetzgebung bezüglich des Kapitalmarktrechts fand erst nach der Einführung der Reform- und der Öffnungspolitik nach außen statt. Der Staatsrat gab im Jahr 1981 die Verordnung für Schatzanweisungen („国库券条例“) bekannt. Der Kapitalmarkt erlebte damals seine anfängliche Entwicklung. Einige Unternehmen versuchten, sich durch die Ausgabe von Anleihen oder Aktien zu finanzieren. Es gab jedoch noch keine Börsen. Wertpapierunternehmen organisierten und führten den Wertpapierhandel in unterschiedlichen Regionen aus.⁸⁵⁶ In manchen Regionen war der Handel sehr aktiv und die regionale Regierung erließ dafür regionale Rechtsnormen. In Shanghai beispielsweise wurden viele Rechtsnormen erlassen: im Jahr 1987 die „Verwaltungsordnung für OTC-Handel“, die „Vorläufige Ordnung zur Verwaltung von Wertpapieren“ und die „Vorläufige Ordnung zur Verwaltung von Anleihen“.⁸⁵⁷ Davon enthält nur die „Vorläufige Ordnung zur Verwaltung von Wertpapieren“ Informationspflichten. Diese Ordnung hat insgesamt 38 Artikel und schreibt hauptsächlich die Regelungen für die Emission von Aktien vor. Die Informationspflichten darin beziehen sich auf den Bericht über die Durchsetzbarkeit der Emission (ähnlich wie der Prospekt) und die Regelpublizität. Es findet sich keine Norm über die Ad-hoc-Publizität in dieser Ordnung. Das Verbot von Insiderhandel und Manipulation bleibt ebenso außen vor. Laut Art. 6 dürfen Emittenten und Handelsbeteiligte sich nicht unredlich oder betrügerisch verhalten, damit Dritte nicht leichtfertig irregeführt werden. Diese Norm enthält den Gedanken des Verbots von Insiderhandel und Marktmanipulation. Dies wurde jedoch nicht ausdrücklich benannt. Der Inhalt der Norm ist ebenso wenig klar. Beispielsweise ist fragwürdig, inwiefern Dritte irregeführt werden und was die Rechtsfolge der Irreführung ist. Diese Norm ist vielmehr eine moralische Anforderung ohne verbindliche Abschreckung.

Während regionale Regierungen verschiedene Regelungen ausarbeiteten, verkündete Peking erst im Jahr 1987 die „Mitteilung über die Verstärkung der Verwaltung von Wertpapieren und Anleihen“, um die Emittenten und das Ausmaß des Kapitalmarkts zu beschränken.⁸⁵⁸ Die Chinesische Volksbank verkündete 1990 die „Vorläufige Methode zur Verwaltung der Wertpapierunternehmen“ und die „Vorläufige Methode zur Verwaltung des interregionalen Wertpapierhandels“. Beide beziehen sich nicht auf Informationspflichten. Damals gab es noch keine umfassende Gesetzgebung. Jedoch zeigte sich Peking

⁸⁵⁴ Die Statistik der wirtschaftlichen Daten im Zeitraum der Planwirtschaft siehe *Li*, Endlich zum Erfolg, S. 50 ff. In der Praxis hat die kommunistische Regierung kurz vor und nach der Begründung der Volksrepublik aus politischen und wirtschaftlichen Gründen zwei Börsen für Wertpapiere in Tianjin und Peking eingerichtet. Nach der sozialistischen Wirtschaftsreform hatten die Börsen in der Praxis keinen Sinn mehr. Daher wurden sie 1952 geschlossen. Weil sie zu kurz existierten und für ein bestimmtes Ziel eingerichtet wurden, hatten sie fast keine praktische Bedeutung. Siehe *Wan*, Securities Law, S. 28.

⁸⁵⁵ *Li*, Endlich zum Erfolg, S. 63 ff.

⁸⁵⁶ *Ye*, Wertpapierrecht, S. 34.

⁸⁵⁷ Weitere Beispiele siehe *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 21.

⁸⁵⁸ *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 21.

fest entschlossen, einen eigenen chinesischen Kapitalmarkt aufzubauen. Die Gesetzgebung zielte in den nächsten Jahren darauf ab, die regionalen Verwaltungen in Peking zu zentralisieren.⁸⁵⁹

Eine der wichtigsten Maßnahmen für die Zentralisierung der Verwaltung ist die vom Staatsrat ausgeführte Einrichtung der Börsen in Shanghai (1990) und Shenzhen (1991). Nach der Einrichtung der Börsen gab es noch keine umfassende nationale Gesetzgebung und die regionale Gesetzgebung spielte deshalb noch eine wichtige Rolle. Dies hat auch die spätere nationale Gesetzgebung beeinflusst: viele Normen von regionalen Gesetzen und Ordnungen wurden später in das Wertpapierrecht übernommen. Dabei waren die regionalen Ordnungen in Shanghai und Shenzhen besonders wichtig. Die Shanghaier Regierung verkündete 1990 die „Verwaltungsordnung für Wertpapierhandel“; die Shenzhener Regierung erließ 1991 die „Vorläufige Methode zur Verwaltung von Emission und Handel von Wertpapieren“ und die „Vorläufige Vorschriften über die Verwaltung der Wertpapierinstitute“ sowie 1992 die „Vorläufige Methode zur Aufsicht und Verwaltung der börsennotierten Unternehmen“. In der Shanghaier Verwaltungsordnung kann man eine Informationspflicht finden, die ähnlich wie die Ad-hoc-Publizitätspflicht ist: Art. 37 nennt 11 konkrete Konstellationen, bei denen es hauptsächlich um die entscheidenden finanziellen oder personalen Veränderungen des Emittenten geht; der Emittent soll der zuständigen Behörde für Wertpapierwesen und der Börse die Konstellation innerhalb von 15 Tagen nach ihrer Entstehung berichten. Nach heutigen Aspekten sind die 11 Konstellationen hier Insiderinformationen; aber Art. 37 weist nicht ausdrücklich darauf hin, dass es sich dabei um Insiderinformationen handelt. Darüber hinaus waren Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbot erstmals ausdrücklich geregelt, Art. 39 der Shanghaier Ordnung. Was Insiderinformation ist, wurde allerdings nicht geklärt. Man kann daher davon ausgehen, dass die Ad-hoc-Publizität der Ergänzung der Information diene und die Beziehung zwischen Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Mitteilung damals bereits voneinander getrennt war. Schließlich sieht Art. 75 der Shanghaier Ordnung Bußgeldhaftungen wegen Verstößen gegen Art. 37 und Art. 39 vor. Dies hob den rein moralischen Charakter des Gebotes auf.

Der Kapitalmarkt war damals noch nicht landesweit einheitlich reguliert. Auch auf dem Shenzhener Kapitalmarkt herrscht ein ziemliches Chaos.⁸⁶⁰ Nach der „810-Affäre“ im Jahre 1992⁸⁶¹ wurde sich Peking der Dringlichkeit einer einheitlichen Verwaltung bewusst. Vor diesem Hintergrund wurde später im Jahr 1992 die CSRC gegründet.⁸⁶² Danach verstärkten der Staatsrat und die CSRC die Anstrengungen der Gesetzgebung, um eine einheitliche Verwaltung zu erreichen. Zahlreiche Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln wurden in kurzer Zeit bekannt gegeben, zum Beispiel im Jahr 1993 die „Vorläufige Verordnung zur Verwaltung der Emission und des Handels von Wertpapieren“⁸⁶³, die „Verordnung zur

⁸⁵⁹ Wang, Commercial Law, S. 292 f.

⁸⁶⁰ Über die damaligen chaotischen Zustände auf dem Kapitalmarkt siehe Peng, Chinese Securities Regulation, S. 22 f.

⁸⁶¹ Am 09.08.1992 sammelten sich über eine Million Anleger in Shenzhen, um das „Zeichnungsformular“ zu besorgen, mit dem man durch die Auslosung die Möglichkeit hatte, die neu emittierten Aktien zu zeichnen. Es wurde geplant, 5 Millionen Zeichnungsformulare zu verkaufen. Jeder Anleger dürfte mit der Vorlage des Personalausweises nur ein Zeichnungsformular kaufen. Jedoch wurden alle innerhalb von einem Tag ausverkauft. Zugleich verkauften viele Personen zahlreiche Zeichnungsformulare mit einem offensichtlich erhöhten Preis, die nicht mit einem Personalausweis verbunden wurden. Es wurde daher vermutet, dass viele Zeichnungsformulare auf eine ordnungswidrige Weise verkauft wurden. Am 10.08.1992 attackierten über tausend verärgerte Anleger die Regierung und die Volksbank in Shenzhen. Ein ausführlicher Rückblick auf die „810-Affäre“ ist abrufbar unter: <http://finance.qq.com/zt2010/fyjsjgf/>, letzter Besuch am 10.11.2018.

⁸⁶² Peng, Chinese Securities Regulation, S. 23.

⁸⁶³ Nachdem das Wertpapierrecht im Jahr 1998 erlassen worden ist, sollte diese Verordnung abgeschafft werden, was jedoch bis heute nicht geschah. Daher gilt sie theoretisch auch heute noch. Gegenüber dem Wertpapierrecht ist sie allerdings

Verwaltung der unternehmerischen Anleihen“, die „Vorläufige Methode für die Verwaltung der Wertpapierbörse“, die „Vorläufige Methode für das Verbot von Wertpapierbetrugshandlungen“.

Die zahlreichen Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln bildeten das erste relativ geschlossene System des Kapitalmarktrechts in der Volksrepublik. Informationspflichten, inklusive der Ad-hoc-Publizitätspflicht, waren erstmals ausdrücklich in staatlich rechtsverbindlichen Normen vorgesehen. Die vom Staatsrat 1993 erlassene „Vorläufige Verordnung zur Verwaltung der Emission und des Handels von Wertpapieren“ („股票发行与交易管理暂行条例“) enthält im 6. Kapitel 11 Normen, die die Informationspflichten vorschreiben. Art. 60 der Verordnung verpflichtet börsennotierte Unternehmen, die Informationen über wichtige Ereignisse sofort zu veröffentlichen; in Art. 60 wird der Begriff des wichtigen Ereignisses definiert und es werden 13 typische wichtige Ereignisse aufgeführt; eine Befreiungsmöglichkeit von der Veröffentlichungspflicht wird ebenfalls geboten. Nennenswert ist, dass die nach Art. 60 der Verordnung zu veröffentlichenden Informationen nicht ausdrücklich als Insiderinformationen eingestuft werden. Vielmehr sind sie Informationen über wichtige Ereignisse. Dies kann von den Normen abgeleitet werden: Art. 72 verbietet Insiderhandel und Art. 81 Nr. 15 definiert den Begriff von Insiderinformation. Informationen über wichtige Ereignisse und Insiderinformationen werden hier unterschiedlich definiert. Von den Definitionen aus betrachtet, kann man nicht davon ausgehen, dass Informationen über wichtige Ereignisse als Insiderinformationen eingestuft werden können. Wie in der Shanghaier Ordnung ist die Beziehung zwischen der Ad-hoc-Publizität und der Insiderinformation bzw. der Vorbeugung des Insiderhandels auch hier voneinander abgetrennt. Die „Vorläufige Methode für das Verbot der Wertpapierbetrugshandlungen“ verbietet Insiderhandel, definiert jedoch den Begriff von Insiderinformation in Art. 5 anders als in der „Vorläufigen Verordnung zur Verwaltung der Emission und des Handels von Wertpapieren“ und nennt 25 typische Insiderinformationen. Dies macht die Rechtslage noch komplizierter.

14.3. Ab 1998

Während der Staatsrat Verwaltungsrechtsnormen in Bezug auf den Kapitalmarkt ausarbeitete, setzte der Nationale Volkskongress im Jahr 1992 eine spezielle Gesetzgebungsgruppe für die Kodifikation des Wertpapierrechts ein.⁸⁶⁴ 1998 verabschiedete der Nationale Volkskongress das erste Wertpapierrecht der Volksrepublik. Bei der Kodifikation des WR untersuchte der Gesetzgeber viele einschlägige Gesetze aus dem Ausland. Dieses Gesetz wurde statt von den Behörden vom höchsten Gesetzgebungsinstitut nach international anerkannten Kriterien ausgearbeitet. Es ist ein Meilenstein in der Geschichte des Kapitalmarktrechts in der Volksrepublik.⁸⁶⁵ § 62 WR a.F. schreibt die Ad-hoc-Mitteilungspflicht für börsennotierte Unternehmen vor. Es gibt keinen wesentlichen Unterschied im Vergleich zu der Norm in der vorläufigen Verordnung des Staatsrats. In den Jahren 2004, 2005, 2013 und 2014 wurde das WR überarbeitet. In Bezug auf Insiderrecht und die Ad-hoc-Mitteilungspflicht gab es keine wesentlichen Änderungen. Nur bei der Überarbeitung im Jahr 2005 wurden die aufgeführten wichtigen Ereignisse geringfügig aktualisiert. Im Vergleich mit der vorläufigen Verordnung des Staatsrats werden die Informationen über die gelisteten wichtigen Ereignisse als Aufführung der Insiderinformationen gelistet.

bedeutungslos, da die meisten Normen in das Wertpapierrecht übernommen wurden und das Wertpapierrecht im Konfliktfall den Anwendungsvorrang hat.

⁸⁶⁴ Wang, Commercial Law, S. 293 f.

⁸⁶⁵ Wang/Li, Windungen und Wendungen des Wertpapierrechts, Vorwort S. 2.

Trotzdem sind die ad-hoc offenzulegenden Informationen die Informationen über die wichtigen Ereignisse und die Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung wird nach wie vor der dauerhaften Informationsveröffentlichung im WR untergeordnet.

Das WR ist ein umfassendes Gesetz, das die Emission, den Handel, die Aufsicht, die Dienstleistungen und das „Clearing and Settlement System“ auf dem Kapitalmarkt regelt. Jedoch hat das WR nach der Änderung im Jahr 2014 insgesamt nur 240 Paragraphen. Viele Normen im WR werden nicht konkret und klar formuliert und sind daher in der Praxis nicht ohne weiteres umsetzbar. Sie müssen durch andere Gesetze, Verwaltungsrechtsnormen oder Abteilungsregeln konkretisiert oder ergänzt werden.⁸⁶⁶ Folglich werden seit der Verabschiedung des WR auch zahlreiche Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln verkündet.⁸⁶⁷ Problematisch ist, dass die Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln häufig inhaltlich nicht miteinander konform sind und neue Probleme mit sich bringen, besonders bei der Definition der Begriffe. Die Anwendung des Kapitalmarktrechts in China ist aus diesem Grund noch sehr kompliziert. In Zukunft sollen die Rechtsnormen im WR konkretisiert werden und nur die erforderlichen Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln werden beibehalten.

15. Ad-hoc-Publizität nach chinesischem Recht

15.1. Systematische Stellung und Funktion der Ad-hoc-Publizität aus dem Blickwinkel Chinas

Fast alle chinesischen Rechtswissenschaftler erkennen an, dass der Grundsatz der Transparenz der wichtigste Grundsatz ist und die Veröffentlichungspflicht einer der wichtigsten Mechanismen im Kapitalmarktrecht darstellt. Deshalb lassen sich in China zahlreiche Untersuchungen über die Veröffentlichungspflicht finden.⁸⁶⁸ Es ist auffällig, dass sich die meisten Untersuchungen dabei auf das Veröffentlichungsrecht als Ganzes, mit Untersuchung aller Informationspflichten unter theoretischen und/oder makroökonomischen Aspekten, konzentrieren – sich also nicht tiefergehend mit einer konkreten Informationspflicht wie der Ad-hoc-Publizität befassen. Ein kleiner Teil der Untersuchungen widmet sich konkreteren Themen wie der Prospektpflicht oder den dauerhaften Veröffentlichungspflichten. Es wird auch in diesen Untersuchungen sehr wenig Aufmerksamkeit auf die Ad-hoc-Mitteilung, die zu den dauerhaften Veröffentlichungspflichten gehört, verwendet.⁸⁶⁹ Der Umstand, dass die Ad-hoc-Mitteilung so gut wie gar nicht ausführlich untersucht wird, könnte folgende Ursachen haben.

⁸⁶⁶ Vgl. *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 10.

⁸⁶⁷ Beispiele von Verwaltungsrechtsnormen und Abteilungsregeln sowie Kritik siehe *Wu/Huang*, Unordentliche Informationsveröffentlichung, S. 154.

⁸⁶⁸ Eine umfassende Zusammenfassung der Untersuchungen über Veröffentlichungsrecht bzw. Informationspflichten in der letzten Zeit siehe *Wu/Huang*, Unordentliche Informationsveröffentlichung, S. 27 ff.

⁸⁶⁹ Zum Beispiel in *Zhu, W.*, Wertpapierrecht. Er betont einerseits die Bedeutung der Informationspflichten und gibt es andererseits keinen Inhalt über die Rechtslage der Informationspflichten. So etwa auch in *Cheng*, Wertpapierrecht; *Shao*, Wertpapierrecht; *Zhang*, Grundtheorie des Wertpapierrechts. In der Monografie von *Ye* wird die Ad-hoc-Mitteilung auf weniger als einer Seite dargestellt. Dies ist hauptsächlich die Wiedergabe der Gesetzestexte, siehe *Ye*, Wertpapierrecht, S. 201. Eine ähnliche Wiedergabe der Gesetzestexte findet sich in einem kurzen Abschnitt in *Wan*, Securities Law, S. 197. In *Dongs* Monografie erklärt er bei der Darstellung der dauerhaften Veröffentlichungspflichten die Ad-hoc-Mitteilung mit bloß zwei Sätzen. Anschließend stellt er eine Liste mit konkreten Ereignissen auf, die wegen „anderen Informationspflichten“ veröffentlicht werden sollen. Jedoch gehören ein paar Ereignisse davon eigentlich zu den wichtigen Ereignissen, die nach § 67 WR ad-hoc mitzuteilen sind. Siehe *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 138 f. Der Begriff der Ad-hoc-Mitteilung nach § 67 WR wird hier noch nicht genau verstanden.

Erstens ist die Funktion der Ad-hoc-Mitteilung nicht klar. Obwohl allgemein anerkannt ist, dass die Informationspflichten eine wichtige Rolle für den Anlegerschutz und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts spielen, wird der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Mitteilung nicht tiefergehend untersucht. In China besteht nahezu Konsens darüber, dass die Ad-hoc-Mitteilung dem Ausgleich des Defizits der Regelpublizität bzw. der Ergänzung der Informationen dient.⁸⁷⁰ Daher wird die Funktion der Ad-hoc-Mitteilung zur Prävention von Insiderhandel fast vollständig ignoriert. Im Schrifttum findet man nur sehr selten Untersuchungen zur Beziehung zwischen der Ad-hoc-Mitteilung und der Prävention von Insiderhandel.⁸⁷¹

Der zweite und wohl auch der wesentliche Grund ist die systematische Anordnung der Rechtsnormen. Der chinesische Gesetzgeber ordnet die Ad-hoc-Mitteilung nicht in einen Teil des Marktmissbrauchsrechts (Kapitel 3 Abschnitt 4 des WR) ein, sondern in den Teil der dauerhaften Informationsveröffentlichung (Kapitel 3 Abschnitt 3 des WR) an die Regelpublizität anschließend ein. Das logische Ergebnis ist, dass die in China ad-hoc zu veröffentlichenden Informationen nach § 67 Abs. 1 WR nicht Insiderinformationen sind, sondern Informationen über wichtige Ereignisse. Die Informationen über die in § 67 Abs. 2 WR aufgeführten wichtigen Ereignisse sind nach § 75 Abs. 2 Nr. 1 WR jedoch Insiderinformationen.⁸⁷² Insofern wird der Zusammenhang zwischen Insiderrecht und Ad-hoc-Mitteilung hergestellt. Allerdings werden die Informationen über wichtige Ereignisse nach § 67 Abs. 1 WR und die Insiderinformation nach § 75 Abs. 1 WR unterschiedlich definiert und es bleibt offen, ob die Information über wichtige Ereignisse ein Unterfall der Insiderinformation ist. Auch wenn die Informationen im Sinne von § 67 Abs. 2 WR nach § 75 Abs. 2 Nr. 1 WR als Insiderinformation festgestellt werden, kann man aus dieser Tatsache nicht ableiten, dass die Information im Sinne von § 67 Abs. 1 WR die Insiderinformation im Sinne von § 75 Abs. 1 WR ist. Es besteht zwar eine Beziehung zwischen der Information über die wichtigen Ereignisse und der Insiderinformation (§ 75 Abs. 2 Nr. 1 WR). Die genaue Natur dieser Beziehung bleibt jedoch offen. In § 75 Abs. 2 Nr. 2-8 WR werden weitere Insiderinformationen aufgeführt. Zum Beispiel liegen diese nach § 75 Abs. 2 Nr. 2 und 5 WR vor, wenn das Unternehmen eine Kapitalerhöhung plant oder wesentliches Betriebsvermögen verpfändet oder veräußert. Solche Informationen sollen nach der Definition in § 67 Abs. 1 WR zu den Informationen über wichtige Ereignisse zählen. Wenn die Information über wichtige Ereignisse im Sinne von § 67 Abs. 1 WR die Insiderinformation im Sinne von § 75 Abs. 1 WR wäre, wäre es nicht notwendig, die oben genannten Informationen noch in § 75 Abs. 2 WR aufzuführen. Darüber hinaus hat die Information über wichtige Ereignisse vom Wortlaut her eine niedrigere Anforderung an die Kurserheblichkeit.⁸⁷³ Demnach kann es sein, dass eine Information wegen des relativ erheblichen Einflusses auf den Kurs als Information über wichtige Ereignisse im Sinne von § 67

⁸⁷⁰ So etwa *Tan*, *Research on the Law of Securities Information Disclosure*, S. 170; *Wan*, *Securities Law*, S. 196 f.; *Wan*, *Wertpapierrecht*, S. 291.

⁸⁷¹ Zum Beispiel diskutiert *Cui* über die Maßnahmen zur Prävention des Insiderhandels. Bei den Maßnahmen jedoch wird die Ad-hoc-Mitteilung nicht erwähnt, siehe *Cui*, *Zeitschrift für Rechtswissenschaft* 2018, 85, (91 ff.). So etwa auch *Li*, *Comparative Study on the Legal System of Securities Market Regulation*, S. 132 ff. Nur die absolute Minderheit hat ausdrücklich die Beziehung zwischen der Ad-hoc-Mitteilung und der Prävention von Insiderhandel untersucht und klargestellt, siehe *Zhao/Meng*, *The Comparative Study of the Standards of Securities Information Disclosure*, S. 106 ff.

⁸⁷² §§ 67, 75 WR sind die Rechtsnormen über die Ad-hoc-Mitteilung und die Insiderinformation. Die beiden Rechtsnormen haben dieselbe Struktur. In dem ersten Abschnitt wird der Begriff der Information über wichtige Ereignisse jeweils der Insiderinformation definiert. Im zweiten Abschnitt werden konkrete typische Beispiele genannt. Bei der Aufführung der Insiderinformationen werden die Informationen über wichtige Ereignisse im Sinne von § 67 Abs. 2 WR vor allem in § 75 Abs. 2 Nr. 1 WR als Insiderinformation eingestuft.

⁸⁷³ Siehe Fn. 883.

Abs. 1 WR gilt. Der relativ erhebliche Einfluss auf den Kurs ist nach § 75 Abs. 1 WR jedoch nicht für die Einstufung zur Insiderinformation ausreichend. Insofern ist die Information über wichtige Ereignisse kein Unterbegriff der Insiderinformation, obwohl sie beide sehr ähnlich definiert werden. Das Insiderrecht und das Informationsrecht im Kapitalmarktrecht in China sind daher voneinander getrennt. Dies kann man bereits in der historischen Entwicklung erkennen.⁸⁷⁴ Wenn die Ad-hoc-Mitteilung ausschließlich als Ergänzung zur Regelpublizität betrachtet wird, ist sie von geringerer Bedeutung für akademische Untersuchungen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Ad-hoc-Mitteilung in China nur als Ergänzung zur Regelpublizität betrachtet wird. Wegen dieses Ergänzungscharakters hat die Ad-hoc-Mitteilung kaum eigenständige Bedeutung. Der Rechtslage bezüglich der Ad-hoc-Mitteilung wird nur wenig Beachtung zuteil. Sie wird normalerweise bei Untersuchungen zu dauerhaften Informationspflichten oder zu Regelpublizitätspflichten nebenbei erwähnt.

15.2. Ad-hoc-Publizität in China

15.2.1. Allgemeine Anforderungen an die Informationsveröffentlichung

Informationsveröffentlichung im WR heißt dauerhafte Informationsveröffentlichung und unterscheidet sich von der Informationsveröffentlichung bei öffentlicher Emission (§ 64 WR), der Regelpublizität (§§ 65, 66 WR) und der Ad-hoc-Mitteilung (§ 67 WR).⁸⁷⁵ § 63 WR enthält die allgemeinen Anforderungen an alle Informationsveröffentlichungen.⁸⁷⁶ Laut § 63 WR sollen Emittenten und börsennotierte Unternehmen Informationen rechtmäßig veröffentlichen; die veröffentlichten Informationen müssen wahr, genau und vollständig sein, und gefälschte Aufzeichnungen, irreführende Darstellungen oder wesentliche Auslassungen sind verboten. Man kann die Anforderungen im § 63 WR in drei Teile einstufen, nämlich Rechtmäßigkeit, Wahrheit und Redlichkeit.

Die Anforderung der Rechtmäßigkeit weist darauf hin, dass Informationen nach den Anforderungen der Rechtsnormen veröffentlicht werden müssen. Das heißt, dass die Veröffentlichung nach der gesetzlichen Frist sowie der Art und Weise gegenüber dem Anlegerpublikum durchgeführt werden muss.⁸⁷⁷

Die Anforderung an Wahrheit verlangt nicht nur die Wahrheit der veröffentlichten Informationen, sondern auch deren Genauigkeit und Vollständigkeit. Wahrheit weist darauf hin, dass der Inhalt der veröffentlichten Informationen den Tatsachen entspricht oder auf Tatsachen basiert. Die Genauigkeit bedeutet die Verwendung von sprachlich eindeutigen Formulierungen. Irreführende Formulierungen sind

⁸⁷⁴ Siehe 14.2. Von 1949 bis 1998.

⁸⁷⁵ Der Titel des 3. Abschnittes im Kapitel 3 des WR heißt „dauerhafte Informationsveröffentlichung“. Bei der dauerhaften Informationsveröffentlichung geht es eigentlich um Informationspflichten auf dem Sekundärmarkt, die wiederum in Regelpublizitätspflicht und Ad-hoc-Publizitätspflicht geteilt werden, siehe *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 117. Unter diesem Titel ist auch Informationsveröffentlichung bei öffentlicher Emission, also Prospektpflicht, in § 64 WR vorgeschrieben. Diese gesetzliche Anordnung ist problematisch.

⁸⁷⁶ Die allgemeinen Anforderungen an die Informationsveröffentlichung heißen im Schrifttum auch Grundprinzipien für die Informationsveröffentlichung. Der Ausdruck ist unterschiedlich, aber inhaltlich fast identisch. Vgl. *Ye*, Wertpapierrecht, S. 190 ff.; *Wan*, Securities Law, S. 191 f.; *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 126 ff.; *Wu*, Security Law, S. 137 ff. mit zwei weiteren im Gesetz nicht vorgeschriebenen Grundsätzen.

⁸⁷⁷ *Peng*, Chinese Securities Regulation, S. 118.

nicht erlaubt. In Hinsicht auf die Vollständigkeit müssen Emittenten alle relevanten Informationen veröffentlichen. Ausschließlich Informationen, die vorteilhaft für den Emittenten sind, zu veröffentlichen, ist verboten.⁸⁷⁸

Die Anforderung der Redlichkeit bei der Veröffentlichung ist nicht ausdrücklich im Gesetz vorgeschrieben, sondern von dem Grundsatz der Redlichkeit des Wertpapierrechts abgeleitet. Diese Anforderung hat zwei Zielsetzungen. Erstens sollen Emittenten aus eigener Initiative ausreichend Informationen zur Verfügung stellen, damit der Anleger ausreichend Informationen für seine Anlageentscheidung erhält. Daher sollen Emittenten alle wichtigen Informationen veröffentlichen, sobald sie die Gestaltung der Anlageentscheidung beeinflussen können, auch wenn ihre Veröffentlichung nicht vom Gesetz ausdrücklich vorgeschrieben wird. Bei der Ad-hoc-Mitteilung nach § 67 WR sollen Emittenten Informationen über wichtige Ereignisse veröffentlichen, auch wenn sie nicht zu den Konstellationen nach § 67 Abs. 2 WR gehören.⁸⁷⁹ Zweitens sollen die Informationspflichten redlich erfüllt werden. Dies bedeutet in China, dass die für die Veröffentlichung zuständigen Personen der Emittenten die Wahrheit, die Genauigkeit und die Vollständigkeit der veröffentlichten Informationen sichern. Dies zeigt sich besonders in Hinsicht auf die persönliche Haftung für den Verstoß gegen Informationspflichten.⁸⁸⁰

15.2.2. Tatbestand der Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung

Die Ad-hoc-Mitteilungspflicht ist in § 67 WR vorgeschrieben. Nach § 67 Abs. 1 WR gibt das börsennotierte Unternehmen beim Eintreten von wichtigen Ereignissen der Öffentlichkeit die Information bekannt. Im Folgenden wird der Tatbestand dieser Pflicht dargestellt.

15.2.2.1. Adressat der Pflicht

Laut § 67 WR sind börsennotierte Unternehmen verpflichtet, wichtige Ereignisse ad-hoc mitzuteilen.

Nach § 2 Abs. 1 WR gilt das WR für die Emission und den Handel von Aktien sowie anderen vom Staatsrat nach dem Gesetz anerkannten Wertpapieren. Insofern soll das WR eigentlich anwendbar für alle Emittenten von allen Segmenten der Kapitalmärkte sein. Viele regionale Handelsplattformen heißen auch „Börsen“. Fraglich ist, ob die Emittenten von solchen Handelsplattformen auch börsennotierte Unternehmen im Sinne von § 67 Abs. 1 WR und daher ad-hoc-publizitätspflichtig sind.

In der Praxis gilt das WR zurzeit nur für Emittenten des Main-Board-Markts und des Second-Board-Markts. Zu der Zeit als das WR kodifiziert wurde, bezeichnete man hauptsächlich die Shanghaier Wertpapierbörse und die Shenzhener Wertpapierbörse als Börse. Bei der Emission von Aktien sowie deren Handel ging es daher in den meisten Fällen um eine der beiden Börsen. Die Shanghaier Börse führt nur die Emission und den Handel auf dem Main-Board-Markt und die Shenzhener Börse führt die Emission und den Handel auf dem Main-Board-Markt und dem Second-Board-Markt aus. Die börsennotierten Unternehmen im Sinne von § 67 WR sind deswegen die Emittenten auf dem Main-Board-Markt und dem Second-Board-Markt.

Der Nationale Volkskongress zieht die Einführung einer Rechtsnorm bei der nächsten Änderung des WR in Erwägung, nach welcher das WR ausdrücklich auch für Emittenten auf Third-Board-, Fourth-Board-

⁸⁷⁸ Peng, a.a.O.

⁸⁷⁹ Peng, Chinese Securities Regulation, S. 119. Dies hat keine faktische Rechtsverbindlichkeit. Viele wichtige Informationen werden aus Freiwilligkeit der Emittenten publiziert. Zahlreiche Beispiele siehe Cheng, Securities Law Review 2017, 176, (184 ff.).

⁸⁸⁰ Peng, a.a.O.

und Fifth-Board-Markt gelten würde.⁸⁸¹ Dies stellt klar, dass zurzeit ausschließlich Emittenten auf dem Main-Board- und dem Second-Board-Markt nach § 67 verpflichtet sind, wichtige Ereignisse ad-hoc mitzuteilen.⁸⁸²

15.2.2.2 Wichtige Ereignisse

Im Falle des Eintretens eines wichtigen Ereignisses, das den Marktpreis von Aktien des börsennotierten Unternehmens relativ erheblich beeinflussen („较大影响“, im Vergleich zu normalen Marktinformationen) kann, muss das börsennotierte Unternehmen unverzüglich die Information über dieses Ereignis an die Aufsichtsbehörde und die Börse mitteilen und der Öffentlichkeit bekannt geben, § 67 Abs. 1 WR.⁸⁸³ Art. 30 Abs. 1 VbU erstreckt den Anwendungsbereich bis zu dem Ereignis, das den Marktpreis der mit den Aktien verbundenen Derivate relativ erheblich beeinflussen kann. Daher ist ein Ereignis wichtig im Sinne von § 67 Abs. 1 WR, wenn es den Marktpreis von Aktien des börsennotierten Unternehmens oder damit verbundene Derivate relativ erheblich beeinflussen kann.

Die Informationen über wichtige Ereignisse sind die Gegenstände der Ad-hoc-Mitteilung. Die Beschränkung der Ad-hoc-Mitteilung auf die Informationen über wichtige Ereignisse dient dazu, dass der Anleger über die erforderlichen Informationen für die Gestaltung seiner Anlageentscheidung verfügen kann und irrelevante Informationen auf dem Markt zugleich reduziert werden.⁸⁸⁴

Es stellt sich die Frage, was die Kriterien sind, um die wichtigen Ereignisse bzw. die Wichtigkeit festzustellen. Vom Wortlaut kann man zwei Kriterien für die Feststellung in den geltenden Gesetzen finden. Das erste Kriterium ist der Einfluss auf die Gestaltung der Anlageentscheidung des Anlegers. Dies findet sich besonders in den Regelungen zur Regelpublizität. Art. 19 Abs. 1 VbU schreibt beispielsweise vor, dass alle Informationen in der Regelpublizität veröffentlicht werden müssen, die eine große Auswirkung auf die Gestaltung der Anlageentscheidung ausüben können. Das zweite Kriterium ist der Einfluss auf den Marktpreis. Dieses Kriterium kann man hauptsächlich in den Regelungen über die Ad-hoc-Mitteilung finden, wie zum Beispiel in § 67 Abs. 1 WR und Art. 30 Abs. 1 VbU, sowie auch in den Regelungen über die Insiderinformation, wie der Definition der Insiderinformation in § 75 Abs. 1 WR.⁸⁸⁵ Daher gilt das Marktpreis-Kriterium für die Feststellung der Wichtigkeit in Hinsicht auf Ad-hoc-Mitteilung und Insiderinformation. Dies entspricht mindestens dem Wortlaut von §§ 67, 75 WR und Art. 30 VbU.⁸⁸⁶

⁸⁸¹ Siehe die sieben Schwerpunkte der nächsten Änderung des WR, abrufbar unter: http://www.npc.gov.cn/npc/xinwen/lfgz/2017-04/25/content_2020380.htm, letzter Besuch am 09.04.2018.

⁸⁸² Unter Berücksichtigung des Unterschieds der Emittenten von dem Main-Board-Markt und dem Second-Board-Markt werden die Emittenten bei der Konkretisierung der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 67 WR unterschiedlich behandelt. Die Anforderungen der Ad-hoc-Publizität an Emittenten des Second-Board-Marktes sind ein bisschen unterschiedlich. Die Regelungen befinden sich im Kapitel 5 Informationsveröffentlichung in „Leitlinien der Shenzhener Börse für das ordentliche Verhalten der börsennotierten Unternehmen an Small and Medium Enterprises (SME) Board“ („深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引“) und im Kapitel 7 Allgemeine Regelungen für die Ad-hoc-Mitteilung in „Regeln der Shenzhener Börse für den Börsengang an der ChiNext“ („深圳证券交易所创业板股票上市规则“). Diese Arbeit konzentriert sich auf die Ad-hoc-Mitteilung der Emittenten des Main-Board-Marktes.

⁸⁸³ Laut § 75 Abs. 1 WR kann die Insiderinformation den Kurs erheblich beeinflussen. Es fehlt das Wort „relativ“ im Vergleich mit § 67 Abs. 1 WR. Insofern sind die Anforderungen an die Information über wichtige Ereignisse niedriger als die Anforderung an die Insiderinformation.

⁸⁸⁴ Qi, *Rechtliche Aufsicht der Informationsveröffentlichung auf dem Wertpapiermarkt*, S. 157. Eine andere Ansicht ist, dass es der Erleichterung der Belastung der Emittenten dient, siehe Qin, *Commercial Research* 2003, 107, (108).

⁸⁸⁵ Du, in: Shi, *Bewertung über das Wertpapierrecht*, 68, (69).

⁸⁸⁶ Zeng, *Wertpapierrecht*, S. 219.

Jedoch findet sich in der Literatur häufig die Auffassung, dass die beiden Kriterien einander ergänzen sollen, um die Wichtigkeit im komplizierten Einzelfall in der Praxis zu beurteilen.⁸⁸⁷ Es scheint so, als ob das Marktpreis-Kriterium ein objektives Kriterium wäre. Tatsächlich wird der Marktpreis von vielen Elementen beeinflusst. Manchmal ist es sehr schwer festzustellen, ob der Marktpreis von der in Frage stehenden Information oder von anderen Informationen oder Faktoren beeinflusst wird. In diesem Fall kann das Kriterium der Anlageentscheidung helfen, da eine Information den Marktpreis in der Regel beeinflussen kann, wenn sie eine Wirkung auf die Gestaltung der Anlageentscheidung des Anlegers ausübt.⁸⁸⁸ Darüber hinaus verlangt das Kriterium der Anlageentscheidung die am Anleger orientierte Informationsveröffentlichung. Dies ist die Anforderung des Ziels des Kapitalmarktrechts, nämlich die Forderung nach Anlegerschutz.⁸⁸⁹ Beim Zivilverfahren wird die Beweislast ebenfalls erleichtert, da der Marktpreis von vielen Elementen beeinflusst wird, sodass die Kausalität zwischen der Schwankung des Marktpreises und der bestimmten Information nur sehr schwer nachgewiesen werden kann.⁸⁹⁰ Daher wird im Schrifttum empfohlen, dass man sich bei der Beurteilung der Wichtigkeit einer Information mehr um deren Einfluss auf die Gestaltung der Anlageentscheidung konzentrieren soll.⁸⁹¹ Ob der Marktpreis tatsächlich wegen einer Information schwankt, ist für die Beurteilung der Wichtigkeit der Information irrelevant. Das relativ erhebliche Marktpreisbeeinflussungspotenzial ist für die Beurteilung ausreichend.⁸⁹²

Auf dem Kapitalmarkt ist das Bedürfnis des Anlegers nach Informationen je nach Anleger unterschiedlich. Der chinesische Kapitalmarkt hat nur eine kurze Geschichte und chinesische Anleger verhalten sich nach Untersuchungen auffällig unverständlich.⁸⁹³ Es ist erforderlich, die Sichtweise eines neutral verständigen Anlegers einzunehmen und von seinem Standpunkt aus zu beurteilen, ob eine Information die Grundlage für die Anlageentscheidung ist. Die CSRC arbeitet nach der Ermächtigung des WR Abteilungsregeln, besonders die VIbU, aus, die die ad-hoc mitzuteilenden Ereignisse aufführen. Insofern spielt die CSRC die Rolle eines neutral verständigen Anlegers.⁸⁹⁴ Die Rolle als verständiger Anleger der CSRC zeigt sich auch bei der zivilrechtlichen Haftung wegen Verstößen gegen die Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung. In China darf der Anleger nicht ohne eine gültige Sanktionsentscheidung der CSRC seinen Anspruch vor Gericht direkt geltend machen. Die Entscheidung der CSRC ist das Vorverfahren, das die Wichtigkeit der Information und die Pflichtverletzung feststellt.⁸⁹⁵ Der ehemalige Vize-Präsident des Obersten Volksgerichts *Guoguang Li* hat ausdrücklich dargestellt, dass das Gericht die Feststellung der Wichtigkeit der Information in der Entscheidung der CSRC ohne weitere Prüfung unmittelbar annehmen kann.⁸⁹⁶

⁸⁸⁷ *Zhao/Meng*, The Comparative Study of the Standards of Securities Information Disclosure, S. 217; *Liu*, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 78, (95).

⁸⁸⁸ *Du*, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (70).

⁸⁸⁹ *Zhang*, Securities Market Herald 2002, 24, (30).

⁸⁹⁰ *Zhang*, a.a.O.

⁸⁹¹ So etwa *Zhang*, a.a.O. und *Du*, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (77).

⁸⁹² Vgl. *Qin*, Commercial Research 2003, 107, (108).

⁸⁹³ *Liu*, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 78, (96). Vgl. auch *Qin*, Commercial Research 2003, 107, (109); *Qi*, Rechtliche Aufsicht der Informationsveröffentlichung auf dem Wertpapiermarkt, S. 156 f.

⁸⁹⁴ *Du*, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (71). Man sorgt sich um die Erhöhung der Belastung für Emittenten wegen des Missbrauchs der Befugnisse der CSRC, siehe *Du*, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (77).

⁸⁹⁵ Siehe 16.2.1. Zivilrechtliche Haftung.

⁸⁹⁶ *Li*, Klärung und Anwendung von „Einige Bestimmungen des Obersten Volksgerichts zur Verhandlung von Streit in Bezug auf falsche Angaben auf dem Wertpapiermarkt“, S. 221.

Der Gesetzgeber hat eine Reihe von typischen wichtigen Ereignissen in § 67 Abs. 2 WR genannt und die CSRC ermächtigt, weitere wichtige Ereignisse zu bestimmen. Inklusive der in § 67 Abs. 2 WR genannten wichtigen Ereignisse hat die CSRC gemäß der Ermächtigung eine Liste der wichtigen Ereignisse in Art. 30 Abs. 2 VbU ausgearbeitet.⁸⁹⁷

15.2.2.3. Wichtige Ereignisse in bestimmten Branchen

Unternehmen in bestimmten Branchen sind für die gesamte wirtschaftliche Situation und Stabilität des Staates von besonderer Relevanz. Daher schreibt Art. 10 VbU vor, dass die CSRC für börsennotierte

⁸⁹⁷ Die in Art. 30 Abs. 2 VbU vorgeschriebenen wichtigen Ereignisse sind:

- (1) Wesentliche Änderung der Geschäftsrichtlinien oder des Unternehmensgegenstandes;
- (2) Entscheidung des Unternehmens über eine bedeutende Investition oder einen Erwerb von bedeutsamen Vermögensgegenständen;
- (3) Abschluss eines bedeutenden Vertrags, der einen erheblichen Effekt auf die Vermögenswerte, Verbindlichkeiten, Rechte und Interessen oder die geschäftlichen Leistungen des Unternehmens haben kann;
- (4) Entstehung von großen Schulden für das Unternehmen oder bevorstehende Zahlungseinstellung der fälligen großen Schulden, oder Entstehung von maßgeblichen Schadensfällen;
- (5) Entstehung eines erheblichen Defizits oder eines erheblichen Verlusts des Unternehmens;
- (6) Wesentliche Änderung der externen Bedingungen für den Geschäftsbetrieb des Unternehmens;
- (7) Wechsel eines Vorstandsmitgliedes, eines Drittels oder mehr Mitglieder vom Aufsichtsrat oder Manager des Unternehmens; Unfähigkeit des Vorstandsvorsitzenden oder des Managers, seine Aufgabe zu erfüllen;
- (8) Relativ wesentliche Änderung der Haltung der Aktienanteile oder der Beherrschung des Unternehmens von denjenigen, die mehr als 5 % der Aktienanteile des Unternehmens halten oder das Unternehmen tatsächlich beherrscht;
- (9) Entscheidung des Unternehmens über Herabsetzung, Verschmelzung, Spaltung, Auflösung oder Insolvenzantrag; oder Eröffnung des Insolvenzverfahrens gemäß dem Gesetz oder Schließung nach der behördlichen Anordnung;
- (10) Entstehung von Rechtsstreiten oder Schiedsverfahren von besonderer Bedeutung; Aufhebung oder Widerlegung des Beschlusses der Hauptversammlung oder des Vorstands gemäß dem Gesetz;
- (11) Ermittlung von dem zuständigen Organ aufgrund des Verdachts auf Verstöße des Unternehmens gegen Rechtsnormen, oder Verhängung einer strafrechtlichen oder einer maßgeblichen verwaltungsrechtlichen Sanktion gegenüber dem Unternehmen; Ermittlung von dem zuständigen Organ oder Durchsetzung der zwingenden Maßnahme aufgrund des Verdachts auf Verstöße der Mitglieder vom Vorstand oder Aufsichtsrat oder anderer Personen von der Führungskraft des Unternehmens gegen Rechtsnormen oder Disziplin;
- (12) neu erlassene Gesetze, Vorschriften, Regeln oder Branchenpolitik, die das Unternehmen erheblich beeinträchtigen können;
- (13) Beschluss von dem Vorstand über die Emission von neuen Aktien, einen anderen Finanzierungsplan oder ein Mitarbeiterprogramm;
- (14) Gerichtsurteil, das dem beherrschenden Aktionär die Übertragung seiner Aktien untersagt; Verpfändung, Einfrierung, gerichtliche Versteigerung, Übergabe in Verwahrung oder in Treuhand, oder rechtmäßige Beschränkung des Stimmrechts der Aktien, die mehr als 5 % der gesamten Aktienanteile des Unternehmens sind und von einem Aktionär gehalten werden;
- (15) Versiegelung, Einsperrung, Einfrierung oder Verpfändung der wesentlichen Vermögensgegenstände;
- (16) Einstellung der wesentlichen oder gesamten Geschäfte;
- (17) Leistung einer erheblichen Bürgschaft für einen Dritten;
- (18) Erhalt einer hohen Summe von staatlicher Subventionen oder sonstiger außerordentlicher Erträge, die einen erheblichen Effekt auf die Vermögen, Schulden, Rechte und Interessen oder die geschäftlichen Leistungen des Unternehmens haben können;
- (19) Änderungen der Rechnungslegungsmethoden oder -schätzungen;
- (20) Korrektur des vorhandenen Fehlers, der Unordentlichkeit oder der falschen Angabe in der vorherigen Informationsveröffentlichung nach dem Befehl von dem zuständigen Organ oder nach dem Beschluss des Vorstands;
- (21) Andere von der CSRC vorgeschriebene Umstände.

Unternehmen in bestimmten Branchen, wie zum Beispiel Unternehmen aus dem Finanz- oder Immobilienbereich, weitere spezielle Regelungen zur Informationsveröffentlichung erlassen kann. Die CSRC hat tatsächlich nicht wenige Regelungen für die Unternehmen in bestimmten Branchen ausgearbeitet. Manche sind so konkret, dass sie sich ausschließlich auf eine bestimmte Angelegenheit konzentrieren. Die Verfassungs- und Meldungsregeln zur Informationsveröffentlichung Nr. 11 („公开发行证券的公司信息披露编报规则第 11 号——从事房地产开发业务的公司财务报表附注特别规定“) konzentrieren sich beispielsweise nur auf den Inhalt der Kommentare im Finanzbericht von börsennotierten Unternehmen, die sich mit dem Aufbau von Immobilien beschäftigen. In Hinsicht auf die Ad-hoc-Mitteilung bestimmen solche Verfassungs- und Meldungsregeln keine spezielle Art und Weise der Veröffentlichung, sondern unter Berücksichtigung der Besonderheiten in einer Branche weitere typische wichtige Ereignisse und den Mindestinhalt der Ad-hoc-Mitteilung: Verfassungs- und Meldungsregeln Nr. 4 für Versicherungsunternehmen („公开发行证券的公司信息披露编报规则第 4 号——保险公司信息披露特别规定“) und Nr. 26 für Geschäftsbanken („公开发行证券的公司信息披露编报规则第 26 号——商业银行信息披露特别规定“).

15.2.2.4. Keine Bekanntheit der Anleger

Die Ad-hoc-Mitteilung nach § 67 Abs. 1 WR setzt darüber hinaus die Unbekanntheit der Information für die Anleger voraus. Das Wort „Anleger“ in § 67 Abs. 1 WR soll nach dem Sinn und Zweck dieser Vorschrift auf das Anlegerpublikum statt des individuellen Anlegers hindeuten. Unter welchen Voraussetzungen das Anlegerpublikum die Information über ein wichtiges Ereignis kennt oder nicht kennt, lässt sich anhand der Definition der Insiderinformation klären.

Laut § 75 Abs. 1 WR ist eine Insiderinformation eine nicht öffentlich bekannte Information. Die CSRC schreibt in Art. 11 der Leitlinien zur Feststellung des Insiderhandels auf dem Wertpapiermarkt (auf Probe) („证券市场内幕交易行为认定指引 (试行)“) vor, dass Informationen öffentlich bekannt sind, wenn sie durch die gesetzlichen Medien publiziert werden, oder wenn sie in einer nationalen Zeitung, Zeitschrift oder Webseite eines Portals offengelegt werden, oder wenn sie von umfangreichen normalen Anlegern bekannt und verstanden werden. Umgekehrt kann man daraus ableiten, dass die öffentliche Bekanntheit der Anleger nicht vorliegt, wenn die Information nicht nach diesen Bestimmungen öffentlich bekannt ist. Die öffentliche Bekanntheit durch die gesetzlichen Medien ist nicht schwer festzustellen. Problematisch sind die letzten zwei Konstellationen.

Die nationale Zeitung, Zeitschrift und Webseite eines Portals müssen unter Berücksichtigung der Summe und der Qualität der nationalen Medien begrenzt werden, da es eine große Menge von nationalen Medien in China gibt. Jedoch hat nicht jedes nationale Medium einen tatsächlichen nationalen Effekt für den Kapitalmarkt. Darüber hinaus ist der Anleger nicht in der Lage, sich um jedes nationale Medium zu kümmern, zum Beispiel, wenn ein Bericht einer nationalen Sportzeitung zufällig die Information über ein wichtiges Ereignis eines Unternehmens für Sportartikel enthält. In dem Urteil der „816 Affäre“ von Everbright Securities hat das Gericht drei Voraussetzungen für die Offenlegung durch nationale Medien festgestellt. 1. Der Großteil der Marktteilnehmer kann den Bericht durch das Medium kennen. 2. Die Information ist vollständig offengelegt. Das heißt, dass der Bericht die wesentlichen Informationen enthält, sodass ein verständiger Marktteilnehmer ihren Effekt bewerten kann. 3. Ein verständiger Marktteilnehmer kann darauf vertrauen, dass die offengelegten Informationen durch das Medium zuverlässig sind.⁸⁹⁸

⁸⁹⁸ Long, Journal of Law Application 2018, 3, (7).

Ein weiterer Auslegungspunkt ist die Frage, unter welchen Bedingungen eine Information von umfangreichen normalen Anlegern gekannt und verstanden wird. Dazu wird im Schrifttum empfohlen, das Kriterium einer tatsächlichen Bekanntheit anzuwenden. Das heißt, dass die Bekanntheit des Anlegerpublikums im Einzelfall geprüft wird. Irrelevant ist, wie und durch welche Medien die Information offengelegt und verbreitet werden. Auch wenn die Information nur durch soziale Medien wie Weibo⁸⁹⁹ oder WeChat⁹⁰⁰ offengelegt und verbreitet wird, ist die Information dem Anlegerpublikum bekannt, sobald nach der Einzelfallprüfung eine Bekanntheit bei zahlreichen Anlegern tatsächlich erreicht wird.⁹⁰¹ Es liegt auf der Hand, dass die sozialen Medien eine enorm wichtige Rolle in fast allen Bereichen des Alltagslebens in China spielen. Sie haben oft sogar einen stärkeren Effekt als traditionelle Medien. Aber die Prüfung der Offenlegung und Verbreitung einer Information in sozialen Medien ist manchmal sehr kompliziert. Es ist im Einzelfall je nach der persönlichen Bekanntheit des Nutzers und seines Benutzeraccounts oder der Information selbst sehr unterschiedlich. Die Anerkennung der öffentlichen Bekanntheit durch soziale Medien muss sehr sorgfältig behandelt werden. Der Gesetzgeber oder die CSRC müssen ausführlich die Voraussetzungen für die Bekanntheit durch soziale Medien klarstellen, ansonsten wird die Bekanntheit nicht anerkannt. Auf diese Weise ist auch zu vermeiden, dass der Pflichtträger in bestimmten Fällen über eine Ausrede verfügt, um sich seinen Veröffentlichungspflichten zu entziehen.

Exkurs: Diskussion über die Präzision der Information in China

Das Tatbestandsmerkmal der Präzision der Information ist im Gesetz nicht ausdrücklich vorgeschrieben. Nach herrschender Meinung ist es auch kein selbstständiges Tatbestandsmerkmal. Trotzdem wird die Präzision der Information nicht selten bei Gerichtsverfahren und bei der Rechtsdurchsetzung durch die Aufsichtsbehörde erwähnt und diskutiert.⁹⁰²

Eine Information ist aus chinesischer Sichtweise präzise, wenn sie ein wichtiges Ereignis betrifft, das objektiv bereits eingetreten ist oder dessen Eintreten vernünftigerweise erwartet werden kann.⁹⁰³ Bei der Prüfung der Wichtigkeit prüft man den Einfluss auf die Gestaltung der Anlageentscheidung und auf den Marktpreis. Zugleich wird die Präzision der Information bereits geprüft, da sie keine erhebliche Auswirkung auf die Anlageentscheidung oder Preisbildung hätte, wenn sie nicht präzise wäre. Es ist daher nicht nötig, die Präzision der Information als ein selbstständiges Tatbestandsmerkmal zu betrachten.⁹⁰⁴ In der Praxis wird das Erreichen des Sinns und Zwecks des WR nicht wegen des Fehlens dieses Tatbestandsmerkmals beeinträchtigt.⁹⁰⁵

In der Praxis wird der Einwand im Falle der Verletzung der Informationspflicht häufig erhoben, dass die Information noch nicht präzise ist. Der Einwand wird von dem Gericht oder der CSRC mit dem Argument zurückgewiesen, dass die Präzision der Information kein gesetzliches Tatbestandsmerkmal ist.⁹⁰⁶

⁸⁹⁹ Heißt auch MicroBlog, ähnlich wie Twitter, Facebook.

⁹⁰⁰ Ähnlich wie WhatsApp.

⁹⁰¹ Shi, Securities & Futures of China 2018, 57, (58).

⁹⁰² Xiao, Global Law Review 2012, 25, (25 f.) mit Fällen aus der Praxis.

⁹⁰³ Du, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (74).

⁹⁰⁴ Xiao, Global Law Review 2012, 25, (25); Du, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (75).

⁹⁰⁵ Xiao, Global Law Review 2012, 25, (36 f.).

⁹⁰⁶ Du, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (72); Xiao, Global Law Review 2012, 25, (38).

15.2.3. Maßgeblicher Zeitpunkt

Art. 31 Abs. 1 VlbU schreibt die allgemeinen Regelungen über den Zeitpunkt der Entstehung der Ad-hoc-Mitteilungspflicht vor. Nach Art. 31 Abs. 1 VlbU muss das börsennotierte Unternehmen unverzüglich die Pflicht zur Veröffentlichung der Information über das wichtige Ereignis erfüllen, sobald einer der folgenden Umstände eintritt: 1. der Vorstand oder der Aufsichtsrat fasst einen Beschluss in Bezug auf das wichtige Ereignis; 2. die einschlägigen Parteien unterzeichnen eine Rahmenvereinbarung oder Vereinbarung; 3. Mitglieder des Vorstands oder des Aufsichtsrats oder Personen von den Führungskräften erfahren vom Eintreten eines wichtigen Ereignisses und melden⁹⁰⁷ es.

Bei dem Zeitpunkt in Art. 31 Abs. 1 VlbU ist ein Ereignis bereits eingetreten, wenn man die Unterzeichnung der Rahmenvereinbarung auch als Eintreten (nicht als Zwischenschritt) eines wichtigen Ereignisses betrachtet. § 67 Abs. 1 WR sowie Art. 30 Abs. 1 VlbU schreiben deutlich vor: „Beim Eintreten des wichtigen Ereignisses, [...]“ Aus diesem Grund kann man davon ausgehen, dass das börsennotierte Unternehmen nur das bereits eingetretene Ereignis veröffentlichen soll.

Es gibt Ereignisse, die bis zu ihrem Eintreten aus einer Reihe von sinnvollen Zwischenschritten bestehen. Es gibt auch Informationen, die die zukünftigen Ereignisse prognostizieren, die in China auch weiche Informationen („软信息“) genannt werden.⁹⁰⁸ Im Schrifttum wird anerkannt, dass Informationen über Zwischenschritte und weiche Informationen unter bestimmten Voraussetzungen auch als Insiderinformation eingestuft werden können.⁹⁰⁹ Da das betreffende Ereignis noch nicht eintritt, sind die Informationen über Zwischenschritte nicht nach § 67 WR oder Art. 30 VlbU ad-hoc zu veröffentlichen. Jedoch sind sie ausnahmsweise nach Art. 31 Abs. 2 VlbU zu veröffentlichen, (1) wenn sie nicht mehr geheim gehalten werden können, oder (2) wenn sie bereits offengelegt werden oder Gerüchte auf dem Markt entstehen, oder (3) wenn außerordentlicher Handel von den Aktien des Unternehmens oder von den damit verbundenen Derivaten entsteht. In Hinsicht auf die weichen Informationen ist ihre Bedeutung im Schrifttum anerkannt, aber es gibt noch keine Regelung zur Regulierung ihrer Veröffentlichung in China. Die weichen Informationen werden in der Praxis freiwillig veröffentlicht. Wegen des Mangels an Regulierung verursacht die freiwillige Veröffentlichung viele Probleme auf dem Markt. Die Einführung einer entsprechenden Rechtsnormen ist notwendig.⁹¹⁰

Eine unverzügliche Informationsveröffentlichung liegt nach Art. 71 Abs. 1 Nr. 2 VlbU vor, wenn die Information innerhalb von zwei Geschäftstagen veröffentlicht wird, nachdem einer der obengenannten Umstände eingetreten ist.

15.2.4. Freiwillige Mitteilung wichtiger Ereignisse

Es ist eine gesetzlich zwingende Pflicht, dass das börsennotierte Unternehmen wichtige Ereignisse unverzüglich veröffentlicht. Allerdings werden viele wichtige Ereignisse in der Praxis „freiwillig“ veröffentlicht.

Der Gegenstand der Ad-hoc-Publizität in China ist die Information über wichtige Ereignisse. In § 67 WR sowie Art. 30 VlbU wird festgestellt, welche Ereignisse so wichtig sind, dass die relevante Information unverzüglich veröffentlicht werden muss. § 67 WR und Art. 30 VlbU werden mit derselben Struktur

⁹⁰⁷ Bei dem Ausdruck hier ist unklar, gegenüber wem es gemeldet wird. Vielmehr weist die Meldung hier auf die Eröffnung eines internen Behandlungsverfahrens hin.

⁹⁰⁸ Peng, Chinese Securities Regulation, S. 131.

⁹⁰⁹ Du, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 68, (75 f.).

⁹¹⁰ Wu, Security Law, S. 168 f.; Wan, Securities Law, S. 195.

formuliert: Abs. 1 ist die Definition des wichtigen Ereignisses und Abs. 2 nennt dessen typische Konstellationen. Es ist jedoch nicht die Intention des Gesetzgebers eine abschließende Beschränkung aufzustellen. Der Ausdruck im § 67 Abs. 2 WR ist insofern irreführend: „Folgende Konstellationen sind die im letzten Absatz genannten wichtigen Ereignisse: [...]“. Dieser Ausdruck lässt den Eindruck entstehen, dass hier alle zu veröffentlichenden Ereignisse aufgeführt werden. Allerdings kann man von § 67 Abs. 2 Nr. 12 WR auch deutlich ableiten, dass die Liste hier nicht abschließend ist, da dieser Abschnitt die CSRC ermächtigt, weitere konkrete Konstellationen einzufügen. Die CSRC hat gemäß dieser Ermächtigung in Art. 30 Abs. 2 VbU zahlreiche weitere Konstellationen ergänzt. In Art. 30 Abs. 2 VbU wird der Ausdruck verbessert: „Die in dem letzten Absatz genannten wichtigen Ereignisse schließen ein: [...]“. Diese Formulierung, besonders im WR, ruft angesichts der tatsächlichen Rolle der CSRC als des verständigen Anlegers den Eindruck hervor, dass ausschließlich die gesetzlich genannten oder von CSRC eingefügten Ereignisse die Gegenstände der Ad-hoc-Mitteilung sind. Die Folge ist, dass börsennotierte Unternehmen nur die Informationen der ausdrücklich vorgeschriebenen Konstellationen in der Art und Weise einer Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht.

Zugleich ermutigt die Börse das börsennotierte Unternehmen, nach dem Grundsatz der Redlichkeit andere Informationen über den Betrieb, den Geschäftsplan, die Strategie, den Ausblick über die zukünftige Entwicklung, freiwillig zu veröffentlichen.⁹¹¹ Eine Untersuchung über die freiwillige Veröffentlichung zeigt deutlich, dass viele der freiwillig veröffentlichten Informationen bereits das Potenzial haben, die Preisbildung oder die Anlageentscheidung relativ erheblich zu beeinflussen.⁹¹² Die Informationen sollen nach § 67 Abs. 1 WR zwingend statt freiwillig unverzüglich veröffentlicht werden. Man kann sich vorstellen, dass auch viele dieser Informationen nicht veröffentlicht werden.

Der Hauptgrund für die freiwillige Veröffentlichung ist, dass man die Funktion der Ad-hoc-Mitteilung noch als Ergänzung der Regelpublizität einordnet und die Prävention des Insiderhandels durch unverzügliche Offenlegung der Insiderinformation ignoriert. Dies zeigt sich zum Beispiel auch in § 75 Abs. 2 Nr. 4, wonach eine wesentliche Änderung der Bürgschaft eine Insiderinformation bildet. Es ist irrelevant, ob die Bürgschaft erheblich erhöht oder gemindert wird. Jede Konstellation betrifft das Unternehmen unmittelbar und die Information soll unverzüglich veröffentlicht werden, um Insiderhandel zu vermeiden. Jedoch ist nur die Erhöhung der Bürgschaft nach Art. 30 Abs. 2 Nr. 17 VbU unverzüglich zu veröffentlichen. Nach der gegenwärtigen Rechtslage könnte die Minderung der Bürgschaft „freiwillig“ veröffentlicht werden. Dieses Ergebnis ist jedoch unzureichend. Bei der Änderung des WR muss der Gesetzgeber wieder über die Funktion der Ad-hoc-Mitteilung nachdenken und die relevanten Rechtsnormen neu aufstellen.

15.3. Aufschiebung und Befreiung von der Ad-hoc-Mitteilung

Es ist eine gesetzliche Pflicht des börsennotierten Unternehmens, die Informationen in Bezug auf wichtige Ereignisse nach § 67 WR unverzüglich zu veröffentlichen. Jedoch könnte die Offenlegung bestimmter Informationen den Interessen des Unternehmens zuwiderlaufen, zum Beispiel, wenn die zu veröffentlichende Information bedeutende Geschäftsgeheimnisse enthält.⁹¹³ In diesem Fall sollte das bör-

⁹¹¹ Wu, *Security Law*, S. 135.

⁹¹² Cheng, *Securities Law Review* 2017, 176, (178 ff.) mit zahlreichen Beispielen der freiwillig veröffentlichten Informationen in der Praxis.

⁹¹³ Peng, *Chinese Securities Regulation*, S. 121.

sennotierte Unternehmen die Möglichkeit haben, solche Informationen nicht offenzulegen oder zumindest die Veröffentlichung aufzuschieben. Allerdings bietet das WR keine Aufschub- oder Befreiungsmöglichkeit. Die Shanghaier Börse und die Shenzhener Börse bieten hingegen diese Möglichkeit. Beide Börsen haben ähnliche Regelungen über den Aufschub und die Befreiung von der Informationsveröffentlichung. Beispielhaft werden die Regelungen der Shanghaier Börse im Folgenden dargestellt.

Im Nov. 2018 verkündet die Shanghaier Börse eine neue OBAS. Die Ziffern 2.18 und 2.19 OBAS bestimmen den Aufschub und die Befreiung von der Informationsveröffentlichung.

15.3.1. Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung

Unter den Voraussetzungen in 2.18 OBAS kann das börsennotierte Unternehmen die Ad-hoc-Mitteilung aufschieben.

Die erste Voraussetzung ist die Anforderung an die Information. Die Information muss unpräzise sein, oder ein vorläufiges Geschäftsgeheimnis enthalten, oder den von der Shanghaier Börse anerkannten Umständen zuzurechnen sein.⁹¹⁴

Zweitens kann die Offenlegung aufgeschoben werden, wenn sie die Interessen des Unternehmens schädigt oder den Anleger irreführen könnte.

Drittens ist erforderlich, dass die Information noch nicht auf irgendeine Weise offengelegt wurde.

Viertens unterzeichnen die einschlägigen Insider eine Erklärung über das Versprechen der Geheimhaltung.

Fünftens darf es keine außerordentliche Schwankung des Handels der Aktien des Unternehmens sowie den damit verbundenen Derivaten geben.

Sechstens muss das Unternehmen den Aufschub beantragen und die Börse den Aufschub genehmigen. In dem Antrag wird der Grund für den Aufschub und auch gewünschte Dauer des Aufschubs erklärt.

Mit der Genehmigung kann das Unternehmen die Veröffentlichung aufschieben. 2.18 OBAS schreibt vor, dass die Veröffentlichung grundsätzlich maximal für zwei Monate aufgeschoben werden darf.

Sobald der Aufschub von der Börse abgelehnt wird oder einer der Gründe für den Aufschub wegfällt oder die Frist des Aufschubs abläuft, muss das Unternehmen die Ad-hoc-Mitteilung unverzüglich nachholen.

15.3.2. Befreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung

2.19 OBAS ermöglicht, börsennotierte Unternehmen von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht zu befreien. Das ist vor allem der Fall, wenn die offenzulegende Information Staatsgeheimnisse, Geschäftsgeheimnisse oder andere von der Börse anerkannte Umstände enthält. Die Offenlegung der Information oder die Erfüllung der relevanten Pflichten können einen Verstoß gegen das Recht zur Wahrung von Staatsgeheimnissen begründen oder die Interessen des Unternehmens schädigen. Deshalb kann das Unternehmen bei der Börse die Befreiung von der Informationsveröffentlichung sowie anderer relevanter Pflichten beantragen. 2.19 OBAS schreibt nicht vor, wer für die Genehmigung der Befreiung zuständig ist. Da die Börse „andere Umstände anerkennen“ kann, soll die Börse dafür zuständig sein.

⁹¹⁴ Etwas widersprüchlich ist, dass gemäß § 67 WR, Art. 31 und 32 Abs. 1 VIbU die Informationen über die wichtigen Ereignisse unverzüglich zu veröffentlichen sind, die bereits eingetreten sind. Das heißt, die Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung entsteht grundsätzlich noch nicht, wenn die Information noch nicht präzise ist.

15.3.3. Regelwirrwarr bei den Regelungen über den Aufschieb und die Befreiung von der Informationsveröffentlichung

Mit Blick auf das Verhältnis zwischen Aufschieb und Befreiung besteht das Problem, dass die Hierarchie der Rechtsnormen nicht berücksichtigt wird. Die OBAS gehört zu den von der Börse erlassene sog. „Selbstregulierenden Normen“. Ohne Berücksichtigung des Streits über die Rechtsnatur und die Rechtsverbindlichkeit der Selbstregulierenden Normen befindet sich die OBAS auf jeden Fall auf einer niedrigeren Stufe im Vergleich mit den Gesetzen, die vom Nationalen Volkskongress erlassen werden. Das WR ist ein vom Nationalen Volkskongress erlassenes Gesetz. § 67 Abs. 1 WR bestimmt eine gesetzliche Pflicht, wonach das börsennotierte Unternehmen beim Eintreten des wichtigen Ereignisses die relevanten Informationen veröffentlichen soll. Diese Pflicht ist zwingend und rechtsverbindlich. Nur wenn das Gesetz etwas anderes vorschreibt, darf der Adressat von der Pflicht befreit werden. Das WR enthält aber keine Vorschrift über den Aufschieb oder die Befreiung von der Informationsveröffentlichung. Die untergeordneten Regelungen müssen mit den übergeordneten Regelungen regelkonform sein.⁹¹⁵ Daher kann die OBAS nicht von der Beachtung einer gesetzlichen Pflicht nach dem WR befreien. Der Gesetzgeber müsste die Vorschriften über den Aufschieb und die Befreiung von den Informationspflichten im WR einführen.

Zweitens ist die OBAS selbst inhaltlich problematisch. Bei der letzten Änderung der OBAS im Jahr 2018 wurden die Vorschriften über den Aufschieb und die Befreiung der Informationspflichten im Vergleich zur OBAS 2014 nicht geändert. 2016 verkündete die Shanghaier Börse die Geschäftsleitlinien für den Aufschieb und die Befreiung von der Informationsveröffentlichung der börsennotierten Unternehmen („上海证券交易所上市公司信息披露暂缓与豁免业务指引“). Diese Leitlinien heben die Anforderung eines Antrags auf Befreiung und auf Aufschieb der Informationsveröffentlichung auf und das börsennotierte Unternehmen kann daher selbst entscheiden, die Informationsveröffentlichung aufzuschieben oder sich von der Veröffentlichungspflicht zu befreien. Dafür muss das Unternehmen die einschlägigen Unterlagen vorbereiten, damit die Börse die Erfüllung der Voraussetzungen überprüfen kann. Jedoch wurden die Vorschriften in der OBAS bei der Änderung im Jahr 2018 nicht an die Leitlinien angepasst, obwohl die Shanghaier Börse die Leitlinien nicht aufgehoben hat. Sowohl die Leitlinien als auch die OBAS sind von der Shanghaier Börse erlassene selbstregulierende Normen. Nach der allgemeinen Rechtstheorie hat die jüngere Norm auf derselben Stufe beim Konflikt den Anwendungsvorrang.⁹¹⁶ Somit kann man als Ergebnis ableiten, dass die Anforderung des Antrags und der Genehmigung nach 2.18 und 2.19 OBAS 2018 nach wie vor erforderlich ist. Aber das Ergebnis entspricht nicht der Begründung der Leitlinien.⁹¹⁷ In der Praxis gelten die Leitlinien 2016 trotz der Verkündung der OBAS 2018 weiter. Dies kann anhand der neuesten internen Ordnung börsennotierter Unternehmens für die Entscheidung von der Befreiung und des Aufschiebs der Informationsveröffentlichung nach der Verkündung der OBAS 2018 nachgewiesen werden.⁹¹⁸ Es lässt sich erkennen, dass sich die Marktteilnehmer tatsächlich nach den Leitlinien von 2016 anstatt nach der OBAS 2018 verhalten. Dies verstößt gegen die Regeln der Rechtstheorie.

⁹¹⁵ Vgl. *Gu*, Journal of Zhejiang University (Humanities and Social Sciences) 2006, 42, (45 f.).

⁹¹⁶ Vgl. *Gu*, Journal of Zhejiang University (Humanities and Social Sciences) 2006, 42, (49).

⁹¹⁷ Die Shanghaier Börse erklärt den Grund der Aufhebung des Antrags: „[...] nach der Statistik [...] ist der Sinn der Vorprüfung sehr gering. Unter dem Aspekt der Aufsicht [...] ist die Nachprüfung praktisch und bereit.“ Abrufbar unter: http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20160530_4121710.shtml, letzter Besuch am 18.12.2018.

⁹¹⁸ Zum Beispiel Art. 3 von der internen Ordnung der Kuncai AG, abrufbar unter: http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESH_STOCK/2018/2018-12/2018-12-21/4942685.PDF, letzter Besuch am 24.12.2018.

Der Aufschub und die Befreiung von der Informationsveröffentlichung geschehen tatsächlich auf dem Kapitalmarkt in China. Aber ihre gegenwärtige Grundlage ist problematisch. Der Gesetzgeber muss dringend die Grundlage dafür in das WR einführen. Basierend auf dieser Grundlage müssen die weiteren Durchführungsvorschriften miteinander harmonisiert werden.

15.4. Internes Management der Ad-hoc-Mitteilung

Laut Art. 37 Abs. 1 VlbU muss das börsennotierte Unternehmen eine interne Ordnung für die Angelegenheiten in Bezug auf Informationsveröffentlichung – sowohl Regelpublizität als auch Ad-hoc-Mitteilung – aufstellen. Diese Vorschrift bestimmt den Mindestinhalt der Ordnung: ein internes Kriterium für die Feststellung des Umfangs der offenzulegenden Informationen, das Verfahren der internen Übergabe der Informationen, die Einrichtung einer zuständigen Abteilung für Informationsveröffentlichung, die Verantwortung des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie ihrer Mitglieder und anderer Führungskräfte, die Dokumentierungsregeln, die Maßnahmen zur Gewährleistung der Geheimhaltung, die internen Haftungen. Das börsennotierte Unternehmen hat im Rahmen des Mindestinhalts die konkreten Regelungen auszuarbeiten. Die Regelungen für Regelpublizität und Ad-hoc-Mitteilung können auch getrennt in zwei „Ordnungen“ vorgeschrieben werden.⁹¹⁹

Laut Art. 37 Abs. 2 VlbU soll die Ordnung als Beschluss von dem Vorstand des Unternehmens gefasst und bei dem regionalen Wertpapieraufsichtsamt sowie der Börse eingereicht werden. Art. 38 bis Art. 46 VlbU schreiben das Verfahren der internen Übergabe der Information sowie die persönlichen Zuständigkeiten der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie anderer Personen von der Führungskraft vor. Zugleich bestimmt die OBAS in Kapitel 2 die allgemeinen Regelungen für die Informationsveröffentlichung. Nach den Anforderungen der VlbU und der OBAS haben alle börsennotierten Unternehmen jeweils eine ausführliche interne Ordnung für die Informationsveröffentlichung zu erlassen, die die Aufteilung der internen Zuständigkeiten und Verantwortungen und die Handlungsabfolge deutlich feststellt.⁹²⁰ Dies leistet einen großen Beitrag zur Gewährleistung der Erfüllung der Informationspflichten.⁹²¹

15.5. Die Art und Weise der Ad-hoc-Publizität

Das WR enthält keine Normen über die Art und Weise der Ad-hoc-Publizität. Die Normen finden sich in den VlbU.

15.5.1. Vorab-Mitteilung und Veröffentlichung durch gesetzliche Medien

Nach Art. 6 Abs. 1 VlbU muss das börsennotierte Unternehmen die zu veröffentlichende Information an die Börse mitteilen und die Information durch die von der CSRC festgelegten Medien für das Publikum veröffentlichen. Die Reihenfolge der Mitteilung und der Veröffentlichung wird hier nicht geklärt. Aber laut 2.14 OBAS ist die Mitteilung an die Börse die Vorab-Mitteilung; die Information wird erst dann

⁹¹⁹ Peng, Chinese Securities Regulation, S. 120.

⁹²⁰ Zum Beispiel die Verwaltungsordnung von „Shanghai Electric Power Co., Ltd“, abrufbar unter: <http://www.shanghai-power.com/xwfb/zdjs/201111/P020171121515933701202.pdf>, von „Suning Appliance Group“, abrufbar unter: https://www.suning.cn/static///snsite/index/tzzgx/gszl/gszd/xxpl/attachment/724/_attachment1334572837106.pdf, von „China Oilfield Services Limited“, abrufbar unter: <http://www.cosl.com.cn/attach/0/1708232016510002251.pdf>, letzter Besuch am 18.12.2018.

⁹²¹ Peng, a.a.O.

durch die Medien veröffentlicht, wenn sie an der Börse registriert worden ist. So hat die Börse Zeit, sich auf die Aussetzung des Handels der betroffenen Aktien vorzubereiten.

Die von der CSRC bestimmten Medien, die auch gesetzliche Medien genannt werden, sind unklar. Es gibt keine Liste der gesetzlichen Medien in den veröffentlichten Unterlagen der CSRC oder auf der Webseite der CSRC.⁹²² Nachdem die Webseite der Börse eines der gesetzlichen Medien für die Informationsveröffentlichung geworden ist, wird die Bedeutung der Veröffentlichung durch andere gesetzliche Medien immer geringer, besonders wenn das börsennotierte Unternehmen die Webseite der Börse für seine Informationsveröffentlichung feststellt. Während die Börse die erhaltene Mitteilung registriert, veröffentlicht sie die Mitteilung unverzüglich auf ihrer Webseite.⁹²³ So ist die Veröffentlichung der Mitteilung auf der Webseite der Börse fast immer früher vorhanden als die durch andere gesetzliche Medien. Daher beobachten die Informationsintermediäre ständig die Aktualisierungen dieser Webseite und verbreiten die nützlichen Informationen sofort an ihre Kunden. Die Informationen werden von ihren Kunden weiter durch die sozialen Medien verbreitet.⁹²⁴

Nach der Registrierung der Mitteilung bei der Börse leitet das börsennotierte Unternehmen die Mitteilung zur Veröffentlichung an die gesetzlichen Medien weiter. Das Gesetz bestimmt keine Mindestfrist für die Anzeige. Das China Securities Journal, ein gesetzliches Medium, zeigt beispielsweise die Mitteilungen der letzten 365 Tage.⁹²⁵

Nach der Veröffentlichung durch gesetzliche Medien kann das Unternehmen die Mitteilung auf seiner eigenen Webseite oder durch andere Medien veröffentlichen. Das ist aber nicht gesetzlich zwingend, sondern freiwillig. In der Praxis sind die Mitteilungen normalerweise auf der Unternehmenswebseite abrufbar. Gemäß Art. 6 Abs. 2 VIbU dürfen die Informationspflichten nicht durch eine Pressekonferenz oder -interviews erfüllt werden; die Ad-hoc-Mitteilungspflicht darf nicht im Rahmen der Regelpublizität erfüllt werden.

⁹²² In einer Untersuchung werden die gesetzlichen Medien gelistet. Es gibt Zeitungen, Webportale und überraschend auch Wochenblätter. Aber der Verfasser hat keinen Nachweis für seine Liste erbracht. Siehe *Shi*, A Study on the Phenomenon of Communication Failure of Financial and Economic Media in China, S. 109. Auf der Webseite der CSRC werden 5 Online-Medien für die Informationsveröffentlichung der Unternehmen von dem Second-Board-Markt mitgeteilt, abrufbar unter: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/200909/t20090921_164641.html, letzter Besuch am 18.12.2018. Auf der praktischen Ebene bestimmt jedes börsennotierte Unternehmen ein oder mehrere gesetzliche Medien für seine eigene Informationsveröffentlichung. Die vom Unternehmen selbst ausgewählten Medien werden auf der Webseite des Unternehmens als auch in der jeweiligen Mitteilung des Unternehmens veröffentlicht. Dadurch kann man die gesetzlichen Medien von einem „Guckloch“ aus schauen. Zum Beispiel, Guotai Junan Securities, ein der größten Wertpapierunternehmen in China, listet auf seine Webseite 4 ausgewählte gesetzliche Medien für seine Informationsveröffentlichung, abrufbar unter: <http://www.gtja.com/content/default/investor/contact/media.html>, letzter Besuch am 18.12.2018.

⁹²³ Die Shanghaier Börse zum Beispiel aktualisiert täglich die Mitteilungen. Die aktuellen Mitteilungen sind abrufbar unter: <http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/>. Die Rechtsgrundlage der Veröffentlichung auf der Webseite der Börse ist unbekannt.

⁹²⁴ Angesichts der Summe der Kunden ist die Verbreitung durch Informationsintermediäre und soziale Medien in China nicht zu vernachlässigen. Nach einer Statistik haben die ersten drei Informationsintermediäre monatlich über 90 Mio. aktive Kunden, abrufbar unter: <http://www.bigdata-research.cn/content/201707/530.html>, letzter Besuch am 18.12.2018. Das Chaos der Informationsveröffentlichung und -verbreitung siehe auch *Feng/Wu*, Securities Law Review 2010, 273, (283 f.).

⁹²⁵ Abrufbar unter: <http://xinpi.cs.com.cn/page/xp/hushiZB.html>, letzter Besuch am 19.12.2018.

15.5.2. Einreichen bei der Behörde und Zurverfügungstellung für das Publikum

Laut § 70 WR und Art. 7 VIbU muss der Adressat der Informationspflichten die Mitteilungen sowie die relevanten Unterlagen bei dem regionalen Wertpapieraufsichtsamt einreichen und sie an seinem Sitz sowie bei der Börse speichern, damit das Publikum sie einsehen kann. Obwohl dies einen weiteren Zugang zu den Informationen bietet, ist die praktische Bedeutung unter Berücksichtigung der heutigen technischen Möglichkeiten nur noch sehr gering.

15.5.3. Sprache und Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung

Die Ad-hoc-Mitteilung muss auf Chinesisch verfasst werden, Art. 8 S. 1 VIbU. Die zusätzliche Ad-hoc-Mitteilung in einer Fremdsprache kann auch beigelegt werden und in diesem Fall muss das börsennotierte Unternehmen gewährleisten, dass der Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung in unterschiedlichen Sprachen miteinander konform ist, Art. 8 S. 2 VIbU. Bei Unstimmigkeiten gilt die chinesische Fassung, Art. 8 S. 3 VIbU.

In der Mitteilung werden die Ursache, die gegenwärtige Situation und die mögliche Rechtsfolge des wichtigen Ereignisses dargestellt, § 67 Abs. 1 WR. Nach Art. 30 Abs. 1 VIbU sind jedoch die Ursache, die gegenwärtige Situation und der mögliche Einfluss des wichtigen Ereignisses anzugeben. Offensichtlich hat der mögliche Einfluss einen inhaltlich weiteren Umfang als die mögliche Rechtsfolge. In diesem Sinn erhöht Art. 30 Abs. 1 VIbU die Belastung des Pflichtträgers. Es ist angesichts der Sanktion der Pflichtverletzung problematisch, da die untergesetzlichen Verwaltungsrechtsnormen die Belastung des Gesetzes erhöhen. Darüber hinaus zeigt dies wiederum den Mangel an Vertrauen in die Verständigkeit des Anlegers. So verlangt die Aufsichtsbehörde die Angabe über den möglichen Einfluss. In der Praxis listet die Börse Muster für die Ad-hoc-Mitteilung einiger wichtigen Ereignisse.⁹²⁶

15.6. Aufsicht über die Ad-hoc-Mitteilung

Die CSRC überwacht die Erfüllung der Informationspflichten, § 71 Abs. 1 WR. Die CSRC ermächtigt wiederum die Börse in Art. 9 VIbU, die Erfüllung der Informationspflichten des börsennotierten Unternehmens zu überwachen und zu fördern.

Die Überwachung wird hauptsächlich dadurch ausgeführt, dass die Mitteilung und die relevanten Unterlagen bei dem untergeordneten Organ der CSRC bzw. dem regionalen Wertpapieraufsichtsamt sowie bei der Börse eingereicht werden. Das regionale Wertpapieraufsichtsamt führt keine Vorprüfung, sondern ausschließlich Nachprüfung aus. Das börsennotierte Unternehmen sowie die Führungskräfte sind verpflichtet, nach Aufforderung der CSRC die Unklarheiten bei der Erfüllung der Informationspflichten zu erklären oder die einschlägigen Unterlagen einzureichen, Art. 57 Abs. 1 VIbU.

Die Überwachungsgewalt der Börse liegt in der rechtlichen Ermächtigung und ihrem Vertrag mit dem jeweiligen Emittenten. Diese zeigt sich hauptsächlich in den selbstregulierenden Normen und ihrer Durchsetzung.⁹²⁷ Die Börse übernimmt die förmliche Vorprüfung der Mitteilung und trägt keine Verantwortung für den Wahrheitsgehalt der Informationen in der Mitteilung.⁹²⁸ Bei förmlichen Fehlern kann das Unternehmen zuerst eine Vorankündigung veröffentlichen, in der das Unternehmen die Gründe für

⁹²⁶ Die Shanghaier Börse als Beispiel, die Liste ist abrufbar unter: http://www.sse.com.cn/lawandrules/guide/disclosure/dailymemo/c/c_20151229_4030044.shtml, letzter Besuch am 19.12.2018.

⁹²⁷ Peng, Chinese Securities Regulation, S. 177, 182.

⁹²⁸ Peng, Chinese Securities Regulation, S. 132.

den Fehler erklärt und anschließend innerhalb von zwei Geschäftstagen eine ordentliche Veröffentlichung nachreichen, 7.6 OBAS.

15.7. Ergänzungen

a) Aktualisierungspflicht. Nach der Veröffentlichung der Information tritt eine neue Entwicklung oder Änderung im Rahmen des offengelegten Ereignisses ein, die den Marktpreis der Aktien oder der damit verbundenen Derivate relativ erheblich beeinflussen kann, muss das börsennotierte Unternehmen unverzüglich die Entwicklung oder die Änderung sowie ihren möglichen Einfluss veröffentlichen, Art. 32 VbU.

b) Ermittlungspflicht. Art. 35 Abs. 1, 2 und Art. 36 VbU bestimmen eine Ermittlungspflicht. Das börsennotierte Unternehmen soll die Aufmerksamkeit auf den außerordentlichen Handel seiner Aktien sowie der damit verbundenen Derivate sowie die Medienberichte bezüglich des Unternehmens richten. Tritt der außerordentliche Handel ein oder entsteht die Nachricht in Medien, die den Handel der Aktien des Unternehmens oder der damit verbundenen Derivate erheblich beeinflussen kann, muss das Unternehmen in diesem Fall rechtzeitig die Ursachen ermitteln. Wenn es erforderlich ist, muss das Unternehmen schriftliche Fragen an die relevanten Dritten stellen. Allerdings schreiben die VbU nicht vor, wie das Ermittlungsergebnis behandelt wird. Da die Ermittlung durch den außerordentlichen Handel oder durch Nachrichten ausgelöst wird, die die Aktien erheblich beeinflussen können, soll das Ermittlungsergebnis veröffentlicht werden. Dies entspricht dem Art. 36 VbU, wonach das börsennotierte Unternehmen die Umstände rechtzeitig ermitteln und das Ermittlungsergebnis unverzüglich veröffentlichen soll, wenn der außerordentliche Handel von der CSRC oder von der Börse zuvor bestätigt wurde. Insofern ist das börsennotierte Unternehmen verpflichtet, Gerüchte auf dem Markt zu erklären oder zu berichtigen, wenn sie einen erheblichen Einfluss haben können.

16. Rechtsfolge bei der Verletzung der Ad-hoc-Publizität in China

In China heißt die Handlung, die gegen die Informationspflichten verstößt, falsche Angabe („虚假陈述“). Die falsche Angabe ist ein Sammelbegriff, der ursprünglich bei der Aufsichtstätigkeit der Behörden in China Verwendung fand.⁹²⁹ Der Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht gehört ebenfalls zu diesem Bereich. Der Begriff der falschen Angabe betont das Wort „Falsch“. Das Wort „Falsch“ enthält die Bedeutung der Verfälschung und der subjektiven Absicht. Dies kann häufig Missverständnisse verursachen, besonders bei Laien, da es auch andere Verletzungen der Informationspflichten gibt, die nicht auf die Verfälschung oder die subjektive Absicht ankommen.⁹³⁰ Trotzdem wird dieser Begriff sowohl in der Praxis als auch im Schrifttum weiter verwendet.⁹³¹ Die Rechtsfolge des Verstoßes gegen die Ad-hoc-Mitteilungspflicht ist ein Teil der Rechtsfolgen bei falschen Angaben. Im nächsten Abschnitt wird die Haftung bei falschen Angaben im Hinblick auf die Ad-hoc-Mitteilung dargestellt.

16.1. Tatbestand der falschen Angabe

Der Begriff der falschen Angabe wird im WR und in den BOG definiert. Laut § 69 WR und Art. 17 Abs. 1 BOG bezeichnet die falsche Angabe auf dem Wertpapiermarkt die Verhaltensweisen des Adressaten der Informationspflichten, die gegen die Bestimmungen des Wertpapierrechts verstoßen. Die typischen

⁹²⁹ Wu, Security Law, S. 161.

⁹³⁰ Näher Ye, Wertpapierrecht, S. 203, 209.

⁹³¹ Dong, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 170.

rechtswidrigen Verhaltensweisen auf dem Primärmarkt sowie auf dem Sekundärmarkt werden in Art. 17 Abs. 1 BOG genannt. Sie sind gefälschte Aufzeichnungen und irreführende Darstellung in Bezug auf ein wichtiges Ereignis, wesentliche Auslassungen bei der Veröffentlichung von Informationen über ein wichtiges Ereignis oder ungeeignete Informationsveröffentlichung. Die Tatbestände der falschen Angabe sind (1) der Adressat der Informationspflichten und (2) die falsche Angabe und (3) die Erheblichkeit der falschen Angabe.

16.1.1. Adressat der Informationspflichten

Ausschließlich diejenigen, die zur Veröffentlichung von bestimmten Informationen verpflichtet sind, können falsche Angaben machen. Im Hinblick auf die Ad-hoc-Mitteilung ist das börsennotierte Unternehmen der Adressat der Pflicht.

Die Haftung kann allerdings auch Personen treffen, die nicht Adressaten in diesem Sinne sind, zum Beispiel das Führungspersonal des börsennotierten Unternehmens. Das Gebot der Verantwortung der Führungskräfte für die ordentliche Veröffentlichung der Informationen findet sich in vielen Rechtsnormen. Gemäß Art. 58 VIbU sind Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat sowie andere höhergestellte Führungspersonen für die Wahrheit, die Genauigkeit, die Vollständigkeit, sowie die Rechtzeitigkeit der Informationsveröffentlichung verantwortlich. Das heißt, dass der Umfang der Haftungsträger der falschen Angabe größer als der Umfang der Adressaten der Informationspflichten ist.⁹³²

16.1.2. Falsche Angabe

Es gibt vier Formen der falschen Angabe nach § 69 WR und Art. 17 Abs. 1 BOG. Eine falsche Angabe kann in einer oder mehreren dieser Formen erfolgen.

a) Gefälschte Aufzeichnung. Eine gefälschte Aufzeichnung liegt vor, wenn eine nichtexistierende Tatsache per Ad-hoc-Mitteilung angezeigt wird, Art. 17 Abs. 3 BOG. Ein Tippfehler kann auch als gefälschte Aufzeichnung betrachtet werden, sobald der Fehler für die Information erheblich ist.⁹³³

b) Irreführende Darstellung. Die irreführende Darstellung liegt vor, wenn die Ad-hoc-Mitteilung Informationen enthält, die beim Anleger eine falsche Bewertung der Aktien verursachen und des Weiteren seine Anlageentscheidung erheblich beeinflussen kann, Art. 17 Abs. 4 BOG. Die irreführende Darstellung kann den Tatsachen entsprechen, aber der Ausdruck oder die Formulierung ist unklar oder kann zu einer falschen Beurteilung führen.⁹³⁴ Ob eine Darstellung irreführend ist, ist vor dem Horizont des allgemeinen Verständnisses des Publikums zu beurteilen.⁹³⁵

c) Wesentliche Auslassung. Die wesentliche Auslassung bezieht sich auf die Vollständigkeit der Information. Die wesentliche Auslassung liegt vor, wenn die nach dem Recht zu veröffentlichende Information nicht oder nur zum Teil veröffentlicht wird, Art. 17 Abs. 5 BOG. Das kann auf einer fahrlässigen Auslassung oder auf absichtlichem Verbergen der Information beruhen.⁹³⁶

d) Ungeeignete Informationsveröffentlichung. Die ungeeignete Informationsveröffentlichung bezeichnet die Informationsveröffentlichung, die die Anforderungen des Rechts an die Fristen oder die Art und

⁹³² Vgl. 16.2.1.2. Anspruchsgegner.

⁹³³ Ye, Wertpapierrecht, S. 208.

⁹³⁴ Einige Beispiele siehe *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 173.

⁹³⁵ Wu, Security Law, S. 165; Ye, a.a.O.

⁹³⁶ Wu, Security Law, S. 165 f.

Weise nicht erfüllt, Art. 17 Abs. 6 BOG. Zum Beispiel ist eine Ad-hoc-Mitteilung ungeeignet, wenn sie in einer Pressekonferenz veröffentlicht wird.⁹³⁷

16.1.3. Erheblichkeit der falschen Angabe

Bei der Feststellung der falschen Angabe, die eine wertpapierrechtliche Haftung verursachen kann, muss sich diese nach Art. 17 Abs. 1 BOG auf wichtige Ereignisse beziehen. In Hinsicht auf falsche Angaben in der Ad-hoc-Mitteilung ist das wichtige Ereignis im Sinn von Art. 17 Abs. 1 BOG nach § 67 WR in Verbindung mit anderen Vorschriften über die Ad-hoc-Mitteilung festzustellen, Art. 17 Abs. 2 BOG.

Die Bestimmungen in Art. 17 BOG sind im Wortlaut unklar. Vom Wortlaut des Artikels hat man den Eindruck, dass dieser Tatbestand sich auf die Betroffenheit des wichtigen Ereignisses bezieht. Dieses Verständnis ist jedoch falsch, da nur Informationen über wichtige Ereignisse ad-hoc zu veröffentlichen sind. Nach allgemeinem Verständnis der Normen geht es um die Wichtigkeit bzw. die Erheblichkeit der falschen Angabe geht. Bei einem geringen Fehler in der Mitteilung, einen irrelevanten Tippfehler beispielsweise, oder der Auslassung von unwesentlichen Informationen liegt keine falsche Angabe im Sinne des WR vor. Ansonsten wäre das Gesetz zu streng. Daher ist das Merkmal der Erheblichkeit vorgeschrieben. Die Kriterien für die Feststellung der wichtigen Ereignisse können auf die Feststellung der Erheblichkeit der falschen Angabe übertragen werden. Somit wird hauptsächlich der Einfluss der falschen Angabe auf die Anlageentscheidung aus Sicht des verständigen Anlegers geprüft.⁹³⁸

16.2. Haftung wegen falscher Angaben

16.2.1. Zivilrechtliche Haftung

Die Haftung bei falschen Angaben ist vor allem eine zivilrechtliche Haftung. § 69 WR verpflichtet das börsennotierte Unternehmen und die anderen Haftungsträger den Schaden des Anlegers zu ersetzen, soweit er durch die falsche Angabe in der Ad-hoc-Mitteilung verursacht wurde. Die Rechtsnatur des Anspruchs bei falschen Angaben in der Ad-hoc-Mitteilung ist heute nicht mehr umstritten: es ist ein deliktischer Anspruch.⁹³⁹

16.2.1.1. Vorverfahren

Die zivilrechtliche Haftung hat Vorrang gegenüber der aufsichtsrechtlichen und strafrechtlichen Haftung, da § 232 WR vorschreibt, dass der Schadensersatz zuerst geleistet wird, wenn sich die Haftungsträger den Schadensersatz und die verwaltungsrechtliche Geldbuße oder die Geldstrafe nicht zugleich leisten können.⁹⁴⁰

Jedoch hat das Oberste Volksgericht absichtlich ein „Hindernis“ für die Geltendmachung des zivilrechtlichen Anspruchs in BOG gesetzt. Gemäß Art. 6 BOG kann der Anleger erst aufgrund einer behördlichen Sanktionsentscheidung oder eines gerichtlichen strafrechtlichen Urteils den Anspruch wegen der falschen Angabe vor dem Gericht geltend machen. Das heißt, dass die falsche Angabe zuerst in einer behördlichen Sanktionsentscheidung oder in einem gerichtlichen strafrechtlichen Urteil festgestellt wird.

⁹³⁷ Wu, Security Law, S. 166.

⁹³⁸ Im Schrifttum ist anerkannt, dass der letzte Tatbestand der falschen Angabe die Erheblichkeit ist, siehe Ye, a.a.O.; Wu, Security Law, S. 167. Aber das wörtliche Problem in Art. 17 BOG wird noch nicht gelöst.

⁹³⁹ Der Streit konzentriert sich hauptsächlich auf die Rechtsnatur des Anspruchs wegen der falschen Angabe auf dem Primärmarkt, siehe Tan, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 255 ff.; Wan, Securities Law, S. 340; Zhou, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 121, (123).

⁹⁴⁰ Tan, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 246; Dong, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 166.

Im Schrifttum wird das „Hindernis“ Vorverfahren genannt.⁹⁴¹ Das Vorverfahren soll eine Reduzierung der Klagen, die Erleichterung der Beweisbelastung des Anlegers und der Verhandlungen des Gerichts wegen der Bedürfnisse nach komplizierten Fachkenntnissen verwirklichen.⁹⁴² *Dong* hat darauf hingewiesen, dass der Hauptgrund der Mangel an Verfahrensregelungen für viele potenzielle Kläger ist.⁹⁴³

Die Anforderungen zur Feststellung einer Straftat sind viel strenger als die für einen zivilrechtlichen Anspruch. Dass die Geltendmachung eines zivilrechtlichen Anspruchs von der gerichtlichen Feststellung einer Straftat abhängig ist, ist offensichtlich unverhältnismäßig und nachteilig für den Anlegerschutz. Darüber hinaus hat die Aufsichtsbehörde einen Ermessensraum, ob eine Sanktion zu verhängen ist oder nicht. Falls die Aufsichtsbehörde keine Sanktionsentscheidung treffen würde, wären die gesetzlichen Rechtsmittel des Anlegers nach § 69 WR von der Behörde gesperrt.⁹⁴⁴ Auf diese Weise wird das Recht des Anlegers in einem gewissen Ausmaß beschränkt. Insofern ist die Rechtmäßigkeit des Art. 6 BOG fraglich. Darüber hinaus bestehen praktische Gründe für die Setzung des „Hindernisses“ nach einer Untersuchung auch nicht mehr. Es wird vorgeschlagen, das Vorverfahren nach Art. 6 BOG dringend aufzuheben.⁹⁴⁵

16.2.1.2. Anspruchsgegner

Die Anspruchsgegner (Schuldner des Schadensersatzanspruchs) bestehen aus zwei Gruppen. Die erste Gruppe besteht nach § 69 WR aus dem börsennotierten Unternehmen und den Personen des Unternehmens, die unmittelbar wegen der unordentlichen Ad-hoc-Mitteilung haften. Die andere Gruppe besteht aus den Personen außerhalb des börsennotierten Unternehmens, die wegen ihrer Dienstleistung oder aus anderen vom Gesetz bestimmten Gründen haften. Sie sind Dienstleister nach § 173 WR und Sponsor nach § 69 WR.

a) das börsennotierte Unternehmen. Das börsennotierte Unternehmen ist zur Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet. Bei der Verletzung der Pflicht trifft das börsennotierte Unternehmen dementsprechend die Rechtsfolge der Haftung.

b) Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, Personen von der Führungsebene und andere Personen, die direkt für die Ad-hoc-Mitteilung zuständig sind. Zur Führungsebene zählen nach § 216 Nr. 1 GR Manager, Vizemanager, Finanzchefs, Sekretäre des Vorstands und die anderen von der Satzung bestimmten Personen. Angesichts der Position dieser Personen im Unternehmen können sie einen erheblichen Einfluss auf die Ad-hoc-Mitteilung ausüben. Daher werden sie ebenfalls als Haftungsträger eingestuft.⁹⁴⁶

c) der beherrschende Aktionär oder eine andere Person mit beherrschendem Einfluss auf das börsennotierte Unternehmen. Der herrschende Aktionär ist nach § 216 Nr. 2 GR der Aktionär, der über 50 % oder über mehr als 50 % der Aktienanteile verfügt, oder der Aktionär, der über weniger als 50 % der Aktienanteile verfügt und angesichts seines Stimmrechts den Beschluss der Hauptversammlung jedoch

⁹⁴¹ *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, S. 558. Allerdings ist das Verständnis von einem Vorverfahren nicht richtig, da es kein echtes Vorverfahren ist, das der Vorbereitung des Hauptverfahrens dient. Vielmehr ist es eine künstliche Voraussetzung für die Geltendmachung des zivilrechtlichen Anspruchs.

⁹⁴² *Tan*, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 221.

⁹⁴³ *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 66.

⁹⁴⁴ So etwa *Zhu, W.*, Wertpapierrecht, 558 f.; *Tan*, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 221.

⁹⁴⁵ *Zhou*, in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 121, (127 ff.).

⁹⁴⁶ *Wang*, Commercial Law, S. 343 f.; *Wu*, Security Law, S. 169.

erheblich beeinflussen kann. Die Person mit beherrschendem Einfluss ist nach § 216 Nr. 3 GR diejenige, die durch Investitionsbeziehungen, Vereinbarungen oder andere Arrangements das Unternehmen tatsächlich kontrollieren kann. Beide unterliegen Anreizen (und sind auch in der Lage), falsche Angaben zu machen. In der Praxis werden viele falschen Angaben in China auf Betreiben des herrschenden Aktionärs oder des tatsächlichen Herrschers gemacht. Daher ist es erforderlich, dass diese Personen auch für falschen Angaben haftbar gemacht werden können.⁹⁴⁷

d) Dienstleister. Dienstleister sind diejenigen, die für das börsennotierte Unternehmen Urkunden wie Bewertungsberichte über ein bestimmtes Vermögen, Anwaltsgutachten erteilen. Wenn die Urkunde falsche Angaben im Sinne von § 69 WR enthält und sie in einer Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht wird, ist der Dienstleister nach § 173 WR mit dem börsennotierten Unternehmen mitschuldig gegenüber dem Anleger.

e) Sponsor. Der Sponsor bezeichnet in diesem Zusammenhang ein Institut, normalerweise ein Wertpapierunternehmen, das fachliche Kenntnisse und Erfahrungen auf dem Kapitalmarkt hat und gesetzlich qualifiziert für die Empfehlung und die Gewährleistung des Börsengangs eines Unternehmens ist.⁹⁴⁸ Bei dem Börsengang muss das Unternehmen zur Überwachung und Anleitung einen Sponsor beauftragen, § 11 Abs. 1 WR. Es gibt eine gesetzliche Frist für die ständige Überwachung und die Anleitung nach dem Börsengang.⁹⁴⁹ Der Sponsor trägt die zivilrechtliche Haftung wegen falscher Angaben in einer Ad-hoc-Mitteilung in diesem Zeitraum gemeinsam mit dem börsennotierten Unternehmen, § 69 WR.

Nach §§ 69, 173 WR sind die oben genannten Anspruchsgegner Gesamtschuldner. Das heißt, dass der Anleger gegenüber jedem, einigen oder allen Anspruchsgegnern seinen Anspruch geltend machen kann.⁹⁵⁰

16.2.1.3. Verschulden

Grundsätzlich tragen die oben genannten Anspruchsgegner erst die zivilrechtliche Haftung, wenn sie der falschen Angabe in der Ad-hoc-Mitteilung schuldig sind.⁹⁵¹ Jedoch sind die Anforderungen an den Beweis des Verschuldens je nach Anspruchsgegner unterschiedlich.

Das börsennotierte Unternehmen trifft gemäß § 69 WR eine verschuldensunabhängige Haftung. Das Gesetz schreibt die strengste Haftung für das börsennotierte Unternehmen vor, da das Unternehmen in Hinsicht auf die Informationen meistens eine stärkere und vorteilhaftere Position als alle anderen potenziellen Haftungsschuldner hat. Das Unternehmen ist häufig der Ursprung der Informationen und

⁹⁴⁷ Wu, a.a.O.

⁹⁴⁸ Peng, Chinese Securities Regulation, S. 100.

⁹⁴⁹ Die Frist ist nach Art. 32 Verwaltungsmaßnahmen für das Empfehlungsgeschäft der Emission und Kotierung von Wertpapieren („证券发行上市保荐业务管理办法“) festzustellen. Die ständige Überwachung und Anleitung dauert 1 bis 3 Jahre, je nachdem, ob es um eine erstmalige oder weitere Emission auf dem Main-Board-Markt oder auf dem Second-Board-Markt geht.

⁹⁵⁰ Ye, Wertpapierrecht, S. 211; Wang, Commercial Law, S. 344.

⁹⁵¹ Im chinesischen Zivilrecht wird das Wort Verschulden („过错“) sehr häufig verwendet. Aber keine Rechtsnorm im Zivilrecht definiert, was das Verschulden ist. Im Schrifttum werden der Vorsatz und die Fahrlässigkeit in Hinsicht auf das Verschulden diskutiert. Bei Fahrlässigkeit unterscheidet man wiederum in grobe und leichte Fahrlässigkeit. Fraglich ist, ob ein Haftungsträger auch schuldig ist, wenn er sich bei der falschen Angabe nur der leichten Fahrlässigkeit schuldig macht. Der Vorsatz wird häufig mit der groben Fahrlässigkeit zusammen im Gesetz gesehen. Wenn die grobe Fahrlässigkeit erforderlich ist, schreibt das Gesetz es ausdrücklich vor. Ansonsten ist die leichte Fahrlässigkeit für die Feststellung des Verschuldens ausreichend. In Hinsicht auf das Verschulden für die falsche Angabe ist die leichte Fahrlässigkeit ausreichend. So etwa auch Liao, The Jurist 2017, 134, (144).

daher verpflichtet, die wichtigen Informationen initial zu veröffentlichen und gegenüber den Aktionären redlich anzuzeigen. Insofern trägt das Unternehmen ebenfalls die strengste Haftung bei falschen Angaben.⁹⁵²

Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat, Personen von der Führungsebene, andere für die Ad-hoc-Mitteilung zuständige Personen, Sponsor und Dienstleister sind nach §§ 69, 173 WR haftbar, wenn sie falsche Angaben verschuldet haben. Ihr Verschulden wird gemäß §§ 69, 173 WR vermutet, sodass sie beweisen müssen, dass sie für die falsche Angabe kein Verschulden treffen. Wegen dieser Beweislastverteilung macht der Anleger normalerweise seinen Anspruch auch gegenüber diesen Personen geltend. In dem Fall, dass die falsche Angabe durch eine Stimmabgabe des Vorstands oder des Aufsichtsrats beschlossen worden ist, ist ein Mitglied dann nicht schuldig, wenn es eine Gegenstimme abgegeben hat oder wenn es beweisen kann, dass es überzeugende Gründe für das Vertrauen in die Ordentlichkeit der Mitteilung hatte.⁹⁵³

Der beherrschende Aktionär und Personen mit beherrschendem Einfluss tragen Haftung, wenn sie für falsche Angaben verantwortlich sind, § 69 WR. Ihr Verschulden soll nach den allgemeinen Regelungen für deliktischen Fälle vom Anleger nachgewiesen werden.⁹⁵⁴

16.2.1.4. Kausalität

Die Anforderung an die Kausalität dient dazu, den Umfang des Schadensersatzes zu begrenzen. Der Schaden, der von anderen Faktoren verursacht wird, soll von dem Umfang des Ersatzes ausgeschlossen werden.⁹⁵⁵ Fraglich ist, welche Kausalität für den zivilrechtlichen Anspruch erforderlich ist. Die Kausalität zwischen der falschen Angabe und der Schwankung des Marktpreises ist nicht die Voraussetzung des Anspruchs, da die Kausalität in einem deliktischen Fall die Beziehung der rechtswidrigen Handlung und dem Schaden bezeichnet.⁹⁵⁶ Darüber hinaus ist die Kausalität zwischen der falschen Angabe und der Schwankung des Marktpreises sehr schwer zu beweisen, da es gleichzeitig auch zu viele Faktoren gibt, die den Marktpreis ebenfalls beeinflussen können.⁹⁵⁷ Um die Beweislast des Anlegers zu erleichtern, wurde die Fraud-on-the-market Theory in China angewandt,⁹⁵⁸ wonach die folgenden Kausalitäten für den Anspruch erforderlich sind.

a) Kausalität zwischen der falschen Angabe und der Anlageentscheidung. Auf einem transparenten und effizienten Wertpapiermarkt spiegeln sich die Informationen sofort im Preis der Aktien wider. Die falsche Angabe als Information ist ebenfalls sofort im Aktienpreis erkennbar. Aufgrund des Vertrauens auf

⁹⁵² *Tan*, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 253.

⁹⁵³ *Wu*, a.a.O.

⁹⁵⁴ In der Praxis ist es meistens sehr schwer, das Verschulden des beherrschenden Aktionärs oder des tatsächlichen Herrschers zu beweisen. Nicht selten ist es der Fall, dass der Anleger nicht herausfinden kann, wer der tatsächliche Herrscher ist. Dadurch kann sich ein schuldiger Aktionär oder Herrscher seiner Haftung entziehen. Deswegen wird empfohlen, bei der Änderung des WR ein vermutliches Verschulden des beherrschenden Aktionärs und des tatsächlichen Herrschers einzuführen, siehe *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 172.

⁹⁵⁵ *Wu*, Security Law, S. 170.

⁹⁵⁶ Die chinesische Rechtswissenschaft unterscheidet im Allgemeinen zwischen der haftungsbegründenden und haftungsausfüllenden Kausalität nicht und hält den Unterschied nicht für erforderlich: *Pißler*, Chinesisches Kapitalmarktrecht, S. 213 ff.

⁹⁵⁷ *Ye*, Wertpapierrecht, S. 211 f.

⁹⁵⁸ Kritisch siehe *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 176: die Fraud-on-the-market Theory ist nicht geeignet für China, da der chinesische Kapitalmarkt ein Schwach-Effizienz-Markt ist.

die sachgerechte Preisbildung trifft der Anleger seine Anlageentscheidungen. In dem Fall einer falschen Angabe vertraut der Anleger den Aktienpreis, der vom „fundamental richtigen“ Wert der Aktie abweicht. Die Kausalität zwischen der falschen Angabe und der Anlageentscheidung wird vermutet. Dem Haftungsschuldner steht allerdings der Gegenbeweis offen, zu zeigen, dass der Anleger auf die Preisbildung auf dem Markt nicht vertraut hat.⁹⁵⁹

b) Kausalität zwischen der falschen Angabe und dem Schaden. Nach der Fraud-on-the-market Theory ist es hinreichend, dass der Anleger in einem bestimmten Zeitraum die betroffenen Aktien erworben oder verkauft hat.⁹⁶⁰ Nach Art. 18 BOG liegt die Kausalität zwischen der falschen Angabe und dem Schaden vor, wenn (1) der Anleger die Aktien erwirbt, die von der falschen Angabe unmittelbar betroffen sind, (2) der Anleger die Aktien an dem Tag des Bekanntwerdens der falschen Angabe oder nach diesem Tag und vor dem Aufdeckungs- oder Berichtigungstag der falschen Angabe erwirbt, (3) der Anleger Verluste infolge der Veräußerung der Aktien an oder nach dem Aufdeckungs- oder Berichtigungstag, oder infolge des Haltens der Aktien erleidet.⁹⁶¹ Ergänzend schreibt Art. 19 BOG vor, dass die Kausalität nicht vorliegt, sobald der Anspruchsgegner einen der folgenden Umstände beweisen kann: (1) der Anleger verkauft die Aktien vor dem Aufdeckungs- oder Berichtigungstag, (2) der Anleger erwirbt die Aktien an oder nach dem Aufdeckungs- oder Berichtigungstag, (3) der Anleger kennt die falsche Angabe und erwirbt trotzdem die Aktien, (4) die Verluste oder ein Teil der Verluste werden durch andere Faktoren wie die systembedingten Risiken auf dem Wertpapiermarkt verursacht, (5) der Anleger erwirbt böswillig die Aktien oder manipuliert den Aktienpreis.

16.2.1.5. Schaden und seine Berechnung

Die Bestimmung des Schadensumfangs ist sehr wichtig, da der Schaden des Anlegers in diesem Umfang ersetzt wird. Jedoch ist es unmöglich, den tatsächlichen Schaden zu berechnen, der genau vom Verstoß gegen die Informationspflicht verursacht wird. Ein angemessener fiktionaler Schadensumfang kann mithilfe bestimmter Kriterien festgestellt werden.⁹⁶²

⁹⁵⁹ Somit geht es hier um die Kausalität zwischen der falschen Angabe und der Preisbildung. In der Literatur wird hierzu die Kausalität zwischen der falschen Angabe und der Anlageentscheidung dargestellt: *Wu*, Security Law, S. 170 f.; *Tan*, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 251 f.

⁹⁶⁰ *Tan*, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 252.

⁹⁶¹ Dieses Kriterium von dem obersten Volksgericht ist umstritten, da es nur die Kausalität in dem Fall „zu teuer kaufen“ erklärt. Der Anleger kann auch Verluste erleiden, wenn er die Aktien zu billig verkauft. Jedoch gibt es keine Bestimmungen in BOG für die Feststellung der Kausalität in einem solchen Fall. Bei der Aufstellung der BOG hatte der BOG-Geber die Konstellation „zu billig verkaufen“ bereits gekannt. Damals, im Jahr 2003 war die falsche Angabe von einer negativen Information sehr selten. Die CSRC hatte ebenso wenig solche Fälle in der Praxis ausfindig machen können. Auch wenn ein solcher Streit vor Gericht gebracht würde, könnte das oberste Volksgericht einen Rechtsanwendungshinweis für den einzelnen Fall geben. Darüber hinaus fand der BOG-Geber kein zufriedenes Kriterium für die Feststellung der Kausalität zwischen der falschen Angabe und dem Schaden in diesem Fall. Ausführlich siehe *Zhou* in: Shi, Bewertung über das Wertpapierrecht, 121, (125). Mehr als 10 Jahre sind seit der Verkündung der BOG vergangen. Die falsche Angabe von negativen Informationen nimmt in letzter Zeit immer mehr zu. Nach einer Statistik beziehen sich ein Viertel der Fälle der falschen Angabe von 2004 bis 2016 auf falsche negative Informationen, siehe *Bao*, Securities Law Review 2017, 439, (442). Ein Rechtsanwendungshinweis für den einzelnen Fall kann angesichts der Summe der Fälle heute die Rechtssicherheit gefährden. Es ist dringend diese Lücke zu erfüllen. Über die Dringlichkeit siehe auch *You/Gu*, Securities Law Review 2017, 423, (432).

⁹⁶² *Dong*, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 175.

Die zivilrechtliche Haftung dient dem Ausgleich des Schadens des Anlegers. Die Sanktion soll durch die aufsichtsrechtliche und strafrechtliche Haftung verwirklicht werden.⁹⁶³ Mit diesem Gedanken stellt Art. 30 BOG den Schadensumfang wegen der falschen Angabe auf dem Sekundärmarkt fest. Der Schaden enthält nach Art. 30 Abs. 1 BOG den Kursdifferenzschaden, zusätzlich auch die Provision und die Stempelsteuer. Die Zinsen des Schadens nach Art. 30 Abs. 1 BOG werden ebenfalls ersetzt. Sie werden für den Zeitraum vom Erwerb bis zum Verkauf der Aktien oder bis zum Referenztag nach dem Zinssatz für Bankeinlagen gerechnet, Art. 30 Abs. 2 BOG. Darüber hinaus sind die wirtschaftlichen Interessen, die der Anleger als Aktionär erhält, wie zum Beispiel Dividenden, nicht von dem Ersatz abzuziehen, Art. 34 BOG.

Wie der Kursdifferenzschaden berechnet wird, wird in Art. 31 und 32 BOG geklärt. Es ist in zwei Fälle zu unterscheiden. Wenn der Anleger vor oder an dem Referenztag die Aktien verkauft, wird die Differenz zwischen dem durchschnittlichen Erwerbspreis und dem durchschnittlichen Verkaufspreis errechnet. Wenn der Anleger nach dem Referenztag die Aktien verkauft oder noch hält, wird die Differenz zwischen dem durchschnittlichen Erwerbspreis und dem durchschnittlichen Schlusskurs der Geschäftstage in dem Zeitraum von dem Aufdeckungs- oder dem Berichtigungstag bis zum Referenztag gerechnet. Die Differenz wird mit der Wertpapiermenge multipliziert. Das Ergebnis ist der Kursdifferenzschaden.

Dabei ist nicht abschließend geklärt, wie der durchschnittliche Erwerbspreis und der durchschnittliche Verkaufspreis errechnet wird und was der Referenztag ist. Die BOG bestimmen keine Methode für die Berechnung des durchschnittlichen Preises. Der Richter hat einen Spielraum je nach den konkreten Umständen im jeweiligen Fall. Es gibt zurzeit noch keine einheitliche Methode. Die am häufigsten verwendete Methode ist die sog. generalmathematische Methode.⁹⁶⁴ Der Referenztag bezieht sich auf das Verfalldatum, mit dem ein angemessener Zeitraum für die Rechnung der Verluste festgestellt wird und mit dem der Ersatz für den Anleger im Rahmen der Verluste begrenzt werden soll, Art. 33 Abs. 1 BOG. Es wird angenommen, dass die falsche Angabe ab dem Referenztag keinen Einfluss mehr auf die Aktien hat und der Marktpreis am Referenztag den echten Wert der Aktien widerspiegelt. Dies ist eine theoretische Annahme, die dem tatsächlichen Marktgegebenheiten nicht vollständig entspricht.⁹⁶⁵ Art. 33 Abs. 2 BOG bestimmt die Kriterien für die Feststellung des Referenztages. (1) Der Referenztag ist der Tag, an dem der akkumulierte Transaktionsbetrag der von der falschen Angabe betroffenen Aktien 100 % des handelbaren Teils erreicht. Der Transaktionsbetrag von Massengeschäften durch Vereinbarung ist auszuschließen. (2) Wenn der Referenztag nach (1) vor dem Gerichtstermin nicht festgestellt wird, ist der 30. Geschäftstag ab dem nächsten Tag des Aufdeckungs- oder Berichtigungstags der Referenztag. (3) Wenn das börsennotierte Unternehmen von der Börse delistet wird, ist der letzte Geschäftstag vor dem Delisting der Referenztag. (4) Wenn der Handel der Aktien ausgesetzt wird, ist der letzte Geschäftstag vor der Aussetzung der Referenztag. Wird die Aussetzung aufgehoben, ist der Referenztag nach (1) festzustellen.

⁹⁶³ Wu, Security Law, S. 169.

⁹⁶⁴ Der durchschnittliche Preis = der gesamte Kauf- oder Verkaufspreis / die gesamte gekaufte oder verkaufte Aktienmenge, siehe *You/Gu*, Securities Law Review 2017, 423, (434 ff.) mit weiteren Rechenmethoden und Bewertungen.

⁹⁶⁵ Wu, Security Law, S. 172.

16.2.2. Verwaltungsrechtliche Haftung

Die verwaltungsrechtliche Haftung kann nach einem relativ einfachen Verfahren schnell greifen. Die Verstöße gegen die Informationspflichten können durch aufsichtsrechtliche Maßnahmen rechtzeitig und effektiv beseitigt werden.⁹⁶⁶

§ 193 WR bestimmt die verwaltungsrechtliche Haftung wegen der Verletzung der Informationspflichten. Das börsennotierte Unternehmen ist der Adressat der Ad-hoc-Mitteilungspflicht. Daher ist es vor allem für die falsche Angabe in der Ad-hoc-Mitteilung verantwortlich. Bei Pflichtverletzung wird dem börsennotierten Unternehmen von der Aufsichtsbehörde die Korrektur befohlen und es wird gleichzeitig verwarnet. Zugleich wird eine Geldbuße von 300.000 Yuan bis 600.000 Yuan verhängt. Die interne Person des börsennotierten Unternehmens, die für die Ad-hoc-Mitteilung zuständig ist, und auch anderen Verantwortlichen für falsche Angaben werden von der Aufsichtsbehörde verwarnet und zugleich wird eine Geldbuße von 30.000 Yuan bis 300.000 Yuan verhängt. Der herrschende Aktionär und Personen mit beherrschendem Einfluss werden als andere Verantwortliche sanktioniert, wenn sie diejenigen, die für die Ad-hoc-Mitteilung zuständig sind, zur falschen Angabe anstiften.

Nach § 193 WR ist unklar, ob das Verschulden für die verwaltungsrechtliche Haftung erforderlich ist. Im Schrifttum wird darauf hingewiesen, dass es für die verwaltungsrechtliche Haftung irrelevant ist.⁹⁶⁷ Jedoch wird das Verschulden bei der Feststellung des Betrags der Geldbuße von der Aufsichtsbehörde berücksichtigt.⁹⁶⁸

Der Betrag der Geldbuße ist seit der Verkündung des WR im Jahr 1998 nicht geändert worden. Die wirtschaftliche Situation hat seit 1998 große Veränderungen erfahren. Im Vergleich mit den Verlusten oder Gewinnen, die durch die falsche Angabe verursacht werden, ist der Betrag der Geldbuße so gering, dass die aufsichtsrechtliche Sanktion fast keine Abschreckungswirkung hat.⁹⁶⁹ Der öffentliche Vorwurf über die Verletzung der Informationspflicht hat ebenso wenig Abschreckungswirkung.⁹⁷⁰ Wenn der zivilrechtliche Anspruch ebenfalls schwer verwirklicht werden kann, wird das börsennotierte Unternehmen auf diese Weise „ermutigt“, in bestimmten Fällen absichtlich (aufgrund rationeller Abwägungsüberlegungen) die Informationspflicht zu verletzen.⁹⁷¹

16.2.3. Strafrechtliche Haftung

Die falsche Angabe kann auch erheblichen Schaden für das Anlegerpublikum verursachen. Wenn der Schaden ein bestimmtes Ausmaß erreicht, ist die falsche Angabe strafbar. Daher schreibt § 231 WR vor, dass die Verstöße gegen das WR auch strafrechtliche Haftungen verursachen können. Die Strafe in Bezug auf die Verletzung der Informationspflichten ist nicht im WR vorgesehen, sondern im SGB.

Der Adressat der Informationspflicht ist das börsennotierte Unternehmen. Wegen falscher Angaben sind die Interessen des Unternehmens und seiner Aktionäre bereits der zivilrechtlichen und verwal-

⁹⁶⁶ Tan, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 244. Dagegen Wu/Huang, Unordentliche Informationsveröffentlichung, S. 150.

⁹⁶⁷ Tan, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 245.

⁹⁶⁸ Ye, Wertpapierrecht, S. 210.

⁹⁶⁹ Ausführlich Wu/Huang, Unordentliche Informationsveröffentlichung, S. 151 f.

⁹⁷⁰ Hierzu Lu/Wang, Securities Law Review 2012, 176, (193). Der öffentliche Vorwurf gegen das börsennotierte Unternehmen wird von der Börse statt der Aufsichtsbehörde erhoben.

⁹⁷¹ Tan, Research on the Law of Securities Information Disclosure, S. 260.

tungsrechtlichen Haftung ausgesetzt. Die Strafe soll die Interessen des Unternehmens nicht durch Auf-erlegung der Geldstrafe doppelt schädigen. Darüber hinaus hat die Strafe für die verantwortlichen Per-sonen ausreichend Abschreckungswirkung zur Prävention von weiteren Straftaten. Daher wird die ver-antwortliche Person statt der juristischen Person wegen der falschen Angabe bestraft.

Erfüllt das Unternehmen die gesetzlichen Informationspflichten rechtswidrig, was die Interessen der Aktionäre oder Dritter erheblich schädigt, oder liegen andere schwerwiegende Umstände vor, werden die unmittelbar dafür zuständigen Personen und andere unmittelbar dafür verantwortliche Personen nach § 161 SGB mit Freiheitsstrafe oder Haftstrafe bis zu 3 Jahren und Geldstrafe von 20.000 bis 200.000 Yuan, oder ausschließlich mit Geldstrafe von 20.000 bis 200.000 Yuan bestraft.

Die erhebliche Schädigung der Interessen und andere schwerwiegende Umstände bezeichnen nach Art. 6 SVB II folgende Umstände⁹⁷²: (1) Die unmittelbar wirtschaftlichen Verluste der Aktionäre, der Gläubiger oder anderer Personen akkumulieren sich auf einen Betrag von mehr als 500.000 Yuan; [...] (4) Die bedeutungsvollen Rechtsstreitigkeiten und Schiedsverfahren, die erheblichen Bürgschaften, der Abschluss des Vertrags mit verbundenen Unternehmen und andere wichtige Ereignisse werden nicht rechtmäßig veröffentlicht. Der betroffene oder der kumulierte Betrag für 12 aufeinanderfolgende Mo-nate macht mehr als 50 % des Nettovermögens aus; (5) Der Handel der betroffenen Aktien ist (wegen der Verletzung der Informationspflichten) eingestellt oder mehrmals ausgesetzt; [...] (8) [...] andere wichtige Informationen, die nach dem Gesetz veröffentlicht werden sollen, wurden mehrmals nicht veröffentlicht; (9) Andere Umstände, die die Interessen der Aktionäre, der Gläubiger oder anderer Per-sonen erheblich schädigen oder schwerwiegend sind.

Wer die falsche Angabe als Mittel für andere Straftaten wie Insiderhandel oder Marktmanipulation missbraucht, wird nach den Regelungen für Insiderhandel oder Marktmanipulation bestraft.⁹⁷³

17. Vergleich und Ergebnis

1. Die Globalisierung der Wirtschaft führt auch zur Globalisierung der Kapitalströme. Kapitalanleger be-zuzugun Märkte, die effizient, transparent und gewinnbringend sind. Die Märkte stehen daher in Kon-kurrenz zueinander. Die zuständigen Regelgeber lernen voneinander, übernehmen erfolgreiche Erfah-rungen und Regelungen und versuchen dadurch, die Märkte konkurrenzfähiger zu machen. Dies führt zu einer Harmonisierung des Kapitalmarktrechts. Die EU ist der Vorläufer der Harmonisierung des Ka-pitalmarktrechts.

Ein weiteres Ergebnis der Globalisierung ist die wirtschaftliche Verflechtung. Schwankungen des Kapi-talmarkts in einem Staat beeinflussen zunehmend auch die Kapitalmärkte der anderen Staaten. Vor dem Hintergrund des technischen Fortschritts zeigt sich eine zunehmend komplexer werdende Über-wachung der Märkte, die von einzelnen Staaten nicht mehr vollumfänglich möglich ist. Regulierungsko-ordination ist daher erforderlich und geboten. Insofern hilft ein Staat sich selbst, wenn er die Kapital-märkte anderer Staaten beim Aufbau unterstützt.

Aus diesen Gründen muss eine kapitalmarktrechtliche Untersuchung den internationalen Aspekt be-rücksichtigen. Die Kapitalmärkte in China und Europa als zwei wichtige Säulen der Kapitalmärkte der

⁹⁷² Da § 161 SGB die Straftat für die Verletzung aller Informationspflichten bestimmt, geht es bei manchen der folgenden Umstände um die anderen Informationspflichten, nicht um die Ad-hoc-Mitteilung. Hier werden ausschließlich die Umstände dargestellt, die für die Verletzung der Ad-hoc-Mitteilungspflicht gelten.

⁹⁷³ Dong, Die Theorien des Wertpapierrechts, S. 178.

Welt kooperieren inzwischen intensiv. Die Erfahrungen aus Europa sind für den weiteren Aufbau der chinesischen Kapitalmärkte und die Vervollständigung des chinesischen Kapitalmarktrechts von hohem Wert.

2. Trotz der zahlreichen unterschiedlichen Verständnisse über den Kapitalmarkt wird in Deutschland und China anerkannt, dass der Wertpapiermarkt ein wichtiger Teil des Kapitalmarkts ist. Die Vorschriften, die den Kapitalmarkt regulieren, heißen in Deutschland Kapitalmarktrecht und in China Wertpapierrecht.

In Deutschland ist allgemein anerkannt, dass das Kapitalmarktrecht ein selbstständiges Rechtsgebiet ist. Das Kapitalmarktrecht ist eine Mischung der Rechtsnormen von öffentlich-rechtlichen und privatrechtlichen Normen. Es muss im Einzelfall beurteilt werden, ob eine Rechtsnorm im Kapitalmarktrecht öffentlich-rechtlich oder privatrechtlich ist. In China ist das Kapitalmarktrecht nach h.M. Teil des Handelsrechts. Diese Einordnung des Kapitalmarktrechts ist noch umstritten.

Ein Kapitalmarktgesetzbuch gibt es in Deutschland nicht. Das deutsche Kapitalmarktrecht besteht aus vielen Einzelgesetzen. Das WR ist im Gegensatz dazu ein Kapitalmarktgesetzbuch, das sich auf die Regulierung des Wertpapiermarkts konzentriert.

3. Die Regelungsziele des Kapitalmarktrechts werden in Deutschland und China unterschiedlich beschrieben. Jedoch ist ihr Kern identisch: Funktionsschutz des Kapitalmarkts und Anlegerschutz. Im deutschen und chinesischen Recht steht der Funktionsschutz des Kapitalmarkts vor dem Anlegerschutz. Die beiden Rechtsordnungen bieten dem Anleger bei Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht Anspruch auf Schadensersatz, was dem Schutz der Interessen des individuellen Anlegers dient. Neben den Regelungszielen schreibt das WR auch die Grundsätze vor. Die Grundsätze sind die Leitlinien für die Gesetzgebung und Durchsetzung des WR. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht sowie die Anforderungen an Ad-hoc-Mitteilung leiten sich aus den Grundsätzen der Transparenz, Gleichheit und Redlichkeit ab.

4. Der Kapitalmarkt ist ein Markt für Vertrauensgüter. Die Information ist die Grundlage für die Bewertung der Finanzinstrumente und daher auch die Grundlage für die Anlageentscheidung des Anlegers. Der Kapitalmarkt kann nur dann dauerhaft funktionieren, wenn sichergestellt wird, dass der Anleger erforderliche Informationen für seine Anlagescheidung erhält. Informationsasymmetrien prägen das Verhältnis zwischen Emittenten und Anlegern nachhaltig. Wenn die Informationsasymmetrie nicht ausgeglichen wird, kann dies zum Marktversagen führen. Der Markt hat Mechanismen zum Selbst-Ausgleich der Informationsasymmetrie. Jedoch sind diese von beschränkter Wirksamkeit. Der Anleger kann sich andererseits aus verschiedenen Gründen nur sehr schwer seine erforderlichen Informationen für die Anlageentscheidung beschaffen und diese verarbeiten. Daher ist der gesetzliche Eingriff notwendig. Das Gesetz kann Informationspflichten anordnen, damit der Anleger über die wichtigsten Informationen verfügen kann. In Deutschland und China gehören die Informationspflichten zum Kernbereich des Kapitalmarktrechts. Zahlreiche Informationspflichten auf dem Primär- und Sekundärmarkt werden in den Rechtsordnungen in Deutschland und China angeordnet. Somit ist der Informationszugang des Anlegers vom Gesetz geschützt.

5. Das Kapitalmarktrecht hat nationale und internationale Rechtsquellen. Deutsche und chinesische Aufsichtsbehörden sind Mitglieder der IOSCO. Die internationalen Normen der IOSCO sind in den Staaten nicht verbindlich. Sie können aber die Gesetzgebung und die Aufsichtspraxis anleiten und fördern. Die internationalen Normen haben durch die Aufnahme in europäisches Recht mehr Bedeutung in Deutschland als in China.

Das europäische Kapitalmarktrecht ist eine spezielle internationale Rechtsquelle des deutschen Kapitalmarktrechts. Die EU zielt auf einen Binnenmarkt für das Kapital und die relevanten Dienstleistungen und daher auch auf ein „Single Rulebook“ für diesen Binnenmarkt ab. Aus diesem Grund wird das deutsche Kapitalmarktrecht erheblich vom europäischen Kapitalmarktrecht beeinflusst. Die EU-Verordnungen gelten unmittelbar in Deutschland. Die EU-Richtlinien werden in das deutsche Recht umgesetzt. Die meisten Rechtsnormen des deutschen Kapitalmarktrechts sind vom europäischen Kapitalmarktrecht geprägt. Im Laufe der weiteren europäischen Rechtsetzung wird das europäische Kapitalmarktrecht eine stärkere Auswirkung auf die Mitgliedstaaten ausüben. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht war früher durch das WpHG und wird jetzt durch die MAR europaweit einheitlich geregelt.

Die nationale Rechtsquelle des deutschen Kapitalmarktrechts besteht hauptsächlich aus einzelnen Gesetzen. Neben den Gesetzen gibt es noch unterschiedliche untergesetzliche Rechtsordnungen, die die Gesetze ergänzen, da sie auf die Änderungen und Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt schnell reagieren können. Darüber hinaus kann die Anstalt des öffentlichen Rechts das Satzungsrecht erlassen. Schließlich kann die BaFin als Aufsichtsbehörde Verwaltungsvorschriften erlassen. Die Verwaltungsvorschriften der BaFin sind nicht rechtlich verbindlich, aber in der Praxis bedeutungsvoll. Die nationale Rechtsquelle des Kapitalmarktrechts in China besteht ebenfalls aus Rechtsnormen auf unterschiedlichen Ebenen. An der Spitze steht das Gesetz. Es gibt ein relativ umfassendes Kapitalmarktgesetzbuch in China, nämlich das WR. Viele Rechtsnormen im WR sind sehr abstrakt und allgemein. Für die Durchsetzung des WR sind die ergänzenden Rechtsnormen erforderlich. Dies sind die dem Gesetz untergeordneten und vom Staatsrat erlassenen Verwaltungsrechtsnormen, welche die Gesetze (insbesondere das WR) ergänzen und konkretisieren und die rechtlich verbindlich sind. Die Ministerien des Staatsrats und die anderen dem Staatsrat untergeordneten Abteilungen können Abteilungsregeln erlassen. Die CSRC erlässt zahlreiche Abteilungsregeln im Hinblick auf das Kapitalmarktrecht. Abteilungsregeln sind ebenfalls rechtlich verbindlich. Somit kann die CSRC sich bei der Aufsichtstätigkeit eine stärkere Autorität verschaffen. Die Ad-hoc-Publizität wird hauptsächlich von den Abteilungsregeln der CSRC geregelt. Die Börse kann im Rahmen der Selbstregulierung Regeln aufstellen. Diese sind nicht rechtlich verbindlich, aber haben eine faktisch bindende Wirkung in der Praxis. Eine spezielle chinesische Rechtsquelle ist die Auslegung der Justiz. Ihre Rechtsnatur ist sehr umstritten. Die Auslegung der Justiz spielt *de facto* die Rolle eines Gesetzes. Die zivilrechtliche Haftung der Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist durch eine Auslegung der Justiz konkretisiert.

Das Mehrebenensystem der Rechtsquellen des Kapitalmarktrechts in China führt zu einer Reihe von Problemen. Die Rechtsnormen im WR werden zu allgemein aufgestellt. Es gibt daher zu viele unterschiedliche Rechtsnormen, die das WR ergänzen und konkretisieren. Sie sind nicht systematisch und inhaltlich häufig auch nicht miteinander konform. Dies macht die Rechtsanwendung und die akademische Untersuchung schwierig.

6. In der historischen Entwicklung der Ad-hoc-Mitteilung in den deutschen und europäischen Rechtsakten wurde die Ad-hoc-Mitteilung anfangs als Ergänzung der Regelpublizität ins Gesetz eingeführt. Später übernahm die Ad-hoc-Mitteilung die Aufgabe zur Bekämpfung des Insiderhandels. Heutzutage wird diese Aufgabe im Gesetz und im Schrifttum viel stärker hervorgehoben. Nach der Einführung der Ad-hoc-Publizitätspflicht ins Gesetz wurden die relevanten Vorschriften bei der Verarbeitung des Gesetzes allmählich vervollständigt. Im Gegensatz zum deutschen und europäischen Recht hat die Ad-hoc-Publizitätspflicht in China eine sehr kurze Geschichte. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht wurde zunächst als Ergänzung zur Regelpublizität von der regionalen Gesetzgebung eingeführt. Die Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität in den regionalen Rechtsnormen sind bereits sehr ähnlich wie die heutigen Vorschriften im WR. Nach dem Erlass des WR haben die Vorschriften in Bezug auf die Ad-hoc-Publizität keine wesentliche Änderung erfahren. Sie sind nach wie vor der dauerhaften Informationsveröffentlichung untergeordnet. Die heutigen Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität in China sind bezüglich des Inhalts und der Formulierung ähnlich wie die deutschen Vorschriften in der Anfangszeit, in der die Ad-hoc-Publizität als Ergänzung der Regelpublizität ins Gesetz eingeführt wurde.

7. Wegen des unterschiedlichen Verständnisses über den Sinn und Zweck der Ad-hoc-Mitteilung haben die einschlägigen Untersuchungen in Deutschland und China einen sehr unterschiedlichen Ausgangspunkt. In Deutschland wird die Ad-hoc-Mitteilung seit Jahren als wichtige Präventionsmaßnahme gegen den Insiderhandel betrachtet und die Ergänzung der Ad-hoc-Mitteilung zur Regelpublizität ist subsidiär. Daher wird in Deutschland die Rechtslage und die Theorie der Ad-hoc-Mitteilung häufig untersucht. In China wird die Funktion der Ad-hoc-Mitteilung zur Prävention des Insiderhandels weder im Schrifttum noch im Gesetz ausdrücklich klargestellt. Nach dem geltenden Gesetz sind die Ad-hoc-Mitteilung und das Insiderhandelsverbot zwei getrennte Mechanismen. Die Ad-hoc-Mitteilung wird im Schrifttum nicht als Präventionsmaßnahme gegen den Insiderhandel betrachtet, sondern als Ergänzung der Regelpublizität. Dieser Ergänzungscharakter führt dazu, dass die Ad-hoc-Mitteilung im Schrifttum sehr wenig Aufmerksamkeit und Beachtung findet. Die Folge ist, dass es fast keine speziellen Untersuchungen zur Ad-hoc-Mitteilung gibt. Sie wird im Schrifttum über Informationspflichten meist zufällig nebenbei untersucht.

8. Unter Berücksichtigung der Transparenz des gesamten Kapitalmarkts erweitert die MAR den Umfang der Adressaten der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf Emittenten von allen organisierten Handelssystemen sowie auf diejenigen, die die Handelszulassung ihrer Finanzinstrumente auf ein organisiertes Handelssystem beantragen. Auch diejenigen, deren Finanzinstrumente von einem organisierten Handelssystem zum Handel einbezogen werden, sind ad-hoc-publizitätspflichtig. In China gilt die Ad-hoc-Publizitätspflicht im WR zurzeit hauptsächlich für die Emittenten auf dem Main-Board-Markt und dem Second-Board-Markt. Der chinesische Gesetzgeber prüft damit die Möglichkeit, den Anwendungsbereich des WR zu erweitern. Ob diejenigen, die den Börsengang beantragen ad-hoc-publizitätspflichtig sind, ist im Gesetz nicht vorgeschrieben. Den Fall der Einbeziehung der Finanzinstrumente in ein organisiertes Handelssystem gibt es in China nicht.

9. Der Gegenstand der Ad-hoc-Mitteilung ist in Deutschland und China unterschiedlich. Laut Art. 17 MAR ist die Insiderinformation ad-hoc mitzuteilen, die den Emittenten unmittelbar betrifft. In China

sind die Informationen über wichtige Ereignisse gemäß § 67 WR ad-hoc mitzuteilen. Das WR ordnet diese Informationen nicht ausdrücklich in die Insiderinformation ein.

10. Die Insiderinformation muss aus Sicht des EU-Rechts vor allem präzise sein. Präzise sind Informationen, wenn sie Umstände oder Ereignisse betreffen, die bereits gegeben oder eingetreten sind, oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein oder eintreten werden, und wenn sie spezifisch genug sind, dass sie einen Schluss auf die möglichen Auswirkungen der Umstände bzw. Ereignisse auf die Kurse der betroffenen Finanzinstrumente oder deren Derivate zulassen. Entscheidend ist, dass eine präzise Information eine ausreichende Grundlage für die Einschätzung über den zukünftigen Verlauf des Preises des Finanzinstruments bieten kann.

In China ist die Präzision der Information kein Tatbestandmerkmal für die Information über wichtige Ereignisse. Bei der Prüfung des Einflusses der Information auf den Marktpreis der Aktien wird die Präzision der Information nebenbei geprüft, da erst eine präzise Information den Marktpreis der Aktien beeinflussen kann. Die Aufsichtsbehörde sowie das Gericht lehnt das Tatbestandsmerkmal der „präzisen Information“ ab. Darüber hinaus wird die Information über Ereignisse nach § 67 WR ad-hoc mitgeteilt, die grundsätzlich bereits eingetreten sind.

Da die Kursrelevanz bei der Prüfung der potenziellen Insiderinformation geprüft wird, dient das Tatbestandsmerkmal der „präzisen Information“ vielmehr ausschließlich der Filterung der offensichtlich irrelevanten Informationen.

11. Die Informationen über Zwischenschritte können unter bestimmten Voraussetzungen sowohl in Deutschland als auch in China als Insiderinformation anerkannt werden. Daher kann die Information über die Zwischenschritte der Gegenstand der Ad-hoc-Mitteilung in Deutschland sein. In China ist der Gegenstand der Ad-hoc-Mitteilung die Information über das eingetretene Ereignis. Daher ist die Information über die Zwischenschritte grundsätzlich nicht ad-hoc zu veröffentlichen, es sei denn, dass sie bereits auf dem Markt bekannt ist oder außerordentlicher Handel der Aktien oder der damit verbundenen Derivate entsteht, den der Zwischenschritt betrifft. Dies gilt auch für den Umgang mit Gerüchten auf dem Markt in China. Bei den kursrelevanten Gerüchten ist der betroffene Emittent in China verpflichtet, die relevanten Umstände zu ermitteln. Angesichts des Zwecks der Ermittlung soll der Emittent das Ergebnis als Kommentierung veröffentlichen. MAR bestimmt in diesem Fall keine Kommentierungspflicht. Angesichts des Sinns und Zwecks der MAR sowie der bisherigen Rechtslage ist die Kommentierung zumutbar.

12. Die ad-hoc zu veröffentliche Information darf noch nicht öffentlich bekannt sein. Eine Information ist öffentlich bekannt, wenn sie von einer unbestimmten Anzahl von Personen bzw. dem breiten Anlegerpublikum zur Kenntnis genommen wird. Entscheidend ist, dass ein Zugang zu der Information besteht, durch den das Anlegerpublikum gleichzeitig über die Information verfügen kann und dadurch gleichbehandelt wird. Es ist nicht erforderlich, dass die Information in der gesamten EU öffentlich bekannt ist. Die öffentliche Bekanntheit genügt, wenn die Information in den Mitgliedsstaaten, in denen das Finanzinstrument zum Handel zugelassen ist, öffentlich bekannt ist.

Die ad-hoc zu veröffentlichende Information über das wichtige Ereignis muss auch in China dem Anlegerpublikum unbekannt sein. Nach den Leitlinien der CSRC ist eine Information öffentlich bekannt, wenn sie durch nationale Medien offengelegt wird, oder wenn sie von umfangreichen normalen Anlegern bekannt und verstanden wird.

Die Kriterien für die öffentliche Bekanntheit in Deutschland und China scheinen ähnlich. Allerdings ist das Umfeld in China doch unterschiedlich. In China gibt es zu viele nationale Medien, die unterschiedliche Qualitäten und Effekte haben. Daher ist die Offenlegung durch nationale Medien erst unter bestimmten Bedingungen öffentlich bekannt. Darüber hinaus ist der Effekt von sozialen Medien in China so stark, dass die öffentliche Bekanntheit durch diese auch denkbar ist. Dazu müssen die Voraussetzungen zuerst klargestellt werden.

13. Die Insiderinformation im Sinne der MAR oder die Information über wichtige Ereignisse im Sinne des WR sind geeignet, bei ihrem Bekanntwerden den Kurs der einschlägigen Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

Nach den Vorschriften der MAR ist die Information (potenziell) kurserheblich, wenn der verständige Anleger die Information als die Grundlage für seine Anlageentscheidung aufnimmt. Ob eine Information von dem verständigen Anleger als die Grundlage für die Anlageentscheidung aufgenommen wird, ist von dem Aspekt des verständigen Anlegers ex-ante zu bewerten. Der verständige Anleger ist ein Modell-Anleger, der sich ständig rational verhält. Die Information wird von dem verständigen Anleger als Grundlage für seine Anlageentscheidung aufgenommen, wenn die Information die Bewertung des einschlägigen Finanzinstruments ändern und einen gewinnbringenden oder verlustmindernden Handelsanreiz bieten kann. Die europäischen und deutschen Aufsichtsbehörden haben in unterschiedlichen Leitfäden und Empfehlungen rechtlich unverbindliche Listen mit den Umständen aufgestellt, die in der Praxis besonders berücksichtigt werden müssen.

Bei der Prüfung, ob die Information über das wichtige Ereignis relativ kurserheblich ist, wird vom Wortlaut des WR her der Marktpreis berücksichtigt. Da es zu schwer ist, den Einfluss der Information auf den Marktpreis von anderen Marktfaktoren getrennt zu beurteilen, wird die Kurserheblichkeit ebenso unter dem Aspekt des verständigen Anlegers geprüft. Dabei wird die Vereinfachung vorgenommen, dass die Aufsichtsbehörde CSRC als der verständige Anleger die Kurserheblichkeit der Information feststellt. In den VIBU hat die CSRC eine rechtlich verbindliche Liste aufgestellt. Der Emittent muss die Information über die Ereignisse in der Liste ad-hoc veröffentlichen. Darüber hinaus ist die Geltendmachung des zivilrechtlichen Anspruchs der Sanktionsentscheidung von der CSRC vorausgesetzt. Die Folge ist eine erleichterte Beweislast durch die behördliche Entscheidung der CSRC aber auch ein Entzug der Möglichkeit der unmittelbaren Geltendmachung des Anspruchs seitens des Anlegers.

14. Die Insiderinformation ist erst dann ad-hoc zu veröffentlichen, wenn sie den Emittenten unmittelbar betrifft. Diese absichtliche Eingrenzung des Umfangs der Publizität dient der Reduzierung der Informationskosten und der Erhöhung der informationellen Effizienz des gesamten Marktes.

Die unmittelbare Emittentenbetroffenheit der Information ist kein Tatbestandsmerkmal der Ad-hoc-Mitteilung nach dem WR. Von Art. 30 Abs. 2 Nr. 2 und Nr. 14 VIBU kann man entnehmen, dass die

Information über wichtige Ereignisse, die den Emittenten mittelbar oder das einschlägige Finanzinstrument betrifft, ebenso ad-hoc veröffentlicht werden muss.

15. Die spezielle Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 Abs. 8 MAR gilt für den Fall, dass die Insiderinformation aus einem rechtmäßigen Grund an einen Dritten weitergeleitet wird, der keine Vertraulichkeitspflicht bezüglich der Information hat. Der Kernpunkt der speziellen Ad-hoc-Mitteilung ist, dass die Geheimhaltung der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet werden kann. Um den gleichberechtigten Informationszugang aller Marktteilnehmer zu schaffen, muss die Insiderinformation ad-hoc mitgeteilt werden. Die Insiderinformation im Sinne von Art. 17 Abs. 8 MAR beschränkt sich nicht auf die Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft. Die Adressaten der speziellen Ad-hoc-Mitteilungspflicht erstrecken sich auf den Informationsempfänger. Die spezielle Ad-hoc-Mitteilung hat wenig Bedeutung in der Praxis, da es nur sehr wenige Fälle der speziellen Ad-hoc-Mitteilung gibt und die Veröffentlichung der Insiderinformation durch den Informationsempfänger unpraktisch und vom Markt unerwartet ist.

In China gibt es keine Vorschriften über eine spezielle Ad-hoc-Mitteilung. Ähnlich ist jedoch die Ad-hoc-Mitteilung durch den Emittenten in dem Fall, wenn die Geheimhaltung der Information über wichtige Ereignisse nicht gewährleistet ist.

16. Die Ad-hoc-Mitteilung kann zum Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten oder zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems nach MAR aufgeschoben werden. Der Aufschub darf den Markt nicht irreführen. Die Irreführung des Markts liegt insbesondere vor, wenn die nicht offengelegte Information von vorher offengelegten Informationen oder der darauf bestehenden Markterwartungen abweicht. Schließlich muss die Geheimhaltung der Insiderinformation gewährleistet werden. Dafür muss der Emittent erforderliche Maßnahmen treffen. Entsteht ein präzises Gerücht auf dem Markt, ist die Geheimhaltung nicht mehr gesichert. Der Aufschub zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems gilt ausschließlich für Banken und Finanzinstitute. Dieser Aufschub dient vor allem der Stabilität des Finanzsystems bzw. den öffentlichen Interessen. Die Zustimmung der zuständigen Behörde ist in diesem Fall erforderlich.

In China sehen das WR und die VbU die Möglichkeit des Aufschubs der Ad-hoc-Mitteilung nicht vor. Jedoch liegt ein Bedürfnis nach Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung in der Praxis häufig vor. Daher bestimmt die Börse in ihren Regelwerken die Möglichkeit des Aufschubs. Für den Aufschub und die Befreiung ist die Gewährleistung der Geheimhaltung erforderlich. Wenn die Information Staats- oder Geschäftsgeheimnisse oder andere von der Börse anerkannte Umstände enthält, kann von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht befreit werden. Eine Zustimmung ist nicht erforderlich. Problematisch ist, dass die gesetzlich zwingende Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung von den Regelwerken der Börse gemildert und Unternehmen davon befreit werden. Die Grundlage für den Aufschub und die Befreiung ist fragwürdig, da Gesetzesrecht hinter einer bloßen Börsenordnung zurücktritt.

Unter Berücksichtigung der Unternehmen bestimmter Branchen, die von großer Bedeutung für die Stabilität der gesamten Wirtschaft sind, hat die CSRC zusätzliche Informationsveröffentlichungsregeln für börsennotierten Unternehmen dieser Branchen erlassen, die keine spezielle Aufschubs- oder Befreiungsmöglichkeit, sondern strengere Anforderungen für die Veröffentlichung vorsehen.

17. Die Art und Weise der Veröffentlichung ist in Deutschland und China ähnlich. In den Details gibt es kleine Unterschiede. Die allgemeine Anforderung an die Veröffentlichung ist die Gewährleistung des gleichgestellten Informationszugangs für alle Marktteilnehmer. Um die ordentliche Veröffentlichung der Information sicherzustellen, ist eine interne Ordnung für die Veröffentlichung in Deutschland und China geboten.

Vor der Veröffentlichung ist in beiden Ländern eine Vorab-Mitteilung erforderlich, damit sich der Handelsplatz auf die Aussetzung des Handels vorbereiten kann. Die Information wird dann an die Medien übermittelt und verbreitet. Die Medien in China werden von der CSRC bestimmt, damit die Mitteilungen konzentriert werden und die informationelle Effizienz gefördert wird. Darüber hinaus müssen die Mitteilungen in Deutschland auf der Webseite der Emittenten für mindestens 5 Jahre angezeigt werden. In China ist die Anzeige auf der eigenen Webseite freiwillig. Die Anforderungen bezüglich des Inhalts der Mitteilung sind in Deutschland und China im Allgemeinen gleich. Am Ende werden die Mitteilungen bei dem Unternehmensregister respektive bei dem regionalen Wertpapieraufsichtsamt in Deutschland und China eingereicht.

18. Alle Haftungstatbestände wegen der Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht in China basieren auf falschen Angaben. Die falsche Angabe ist ein Sammelbegriff, der alle Formen der Verletzung der Informationspflichten umfasst. Die falsche Angabe untergliedert sich in gefälschte Aufzeichnung, irreführende Darstellung, wesentliche Auslassung und ungeeignete Informationsveröffentlichung.

19. Die verwaltungsrechtliche Haftung wegen der Verletzung der Ad-hoc-Publizität ist in Deutschland und China hauptsächlich die Geldbuße. Die Höchstgrenze der Geldbuße ist jedoch sehr unterschiedlich. Nach der Verkündung des WR im Jahr 1998 wurde der Betrag der Geldbuße nicht geändert. Heutzutage ist die verwaltungsrechtliche Abschreckung in China von sehr geringer Bedeutung.

20. Die Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht alleine ist in Deutschland wegen der strengen aufsichtsrechtlichen Sanktionen zurzeit nicht strafbar. Wenn die Ad-hoc-Publizität als Mittel für andere Straftaten ausgenutzt wird, ist der Täter wegen der anderen Straftat strafbar. In China ist die natürliche Person wegen der rechtswidrigen Ad-hoc-Mitteilung strafbar, wenn die rechtswidrige Ad-hoc-Mitteilung eine schwerwiegende Folge verursacht. Wird die Ad-hoc-Publizität als Mittel für andere Straftaten verwendet, wird der Täter nach der schwereren Straftat bestraft.

21. Mit der zivilrechtlichen Haftung kann der Schaden des Anlegers ersetzt werden. Die zivilrechtliche Haftung wegen der Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist die deliktische Haftung.

In Deutschland finden sich die Anspruchsgrundlagen vor allem im WpHG. Der Anspruchsgegner ist der Emittent, inklusive der Organmitglieder des Emittenten. Der Anspruchsberechtigte ist derjenige, der das Finanzinstrument zu teuer gekauft oder zu billig verkauft hat. Je nach Verständnis über den Normzweck ist die Anforderung an die Kausalität unterschiedlich. Der Anleger kann die Kausalität zwischen der Verletzung der Pflicht und der unzutreffenden Preisbildung beweisen. Insofern kann der Anleger

den Ersatz des Kursdifferenzschadens verlangen. Oder der Anleger kann die Kausalität zwischen der Verletzung der Pflicht und der Anlageentscheidung beweisen. Insofern kann der Anleger die Naturalrestitution verlangen. Die Erleichterung der Beweislast wird abgelehnt, obwohl der Beweis für den Anleger sehr schwer zu erbringen ist. Letztendlich muss der Emittent mit Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit die Ad-hoc-Publizitätspflicht verletzt haben. Das Verschulden des Emittenten wird vermutet.

Der Anleger kann den Anspruch gegen den Emittenten sowie seinen Organmitgliedern auch aus anderen Anspruchsgrundlagen geltend machen. Wegen der Schwierigkeit des Beweises lässt sich dies jedoch nur schwer (insbesondere nach § 826 BGB) in der Praxis verwirklichen.

In China setzt die zivilrechtliche Haftung die verwaltungsrechtliche oder die strafrechtliche Haftung voraus. Der Anspruchsgrundlage findet sich im WR. Neben dem börsennotierten Unternehmen erstreckt sich der Anspruchsgegner auf die Personen, die für die Ad-hoc-Mitteilung zuständig oder für die falsche Angabe verantwortlich sind. Diese Personen und das börsennotierte Unternehmen sind Gesamtschuldner. Dies ist für den Anlegerschutz vorteilhaft, besonders wenn das börsennotierte Unternehmen insolvent ist. Die Beweislast zu Verschulden und Kausalität wird erheblich erleichtert. Das börsennotierte Unternehmen trägt die absolute Haftung. Das Verschulden des Großteils der natürlichen Personen der Anspruchsgegner wird vermutet. Die haftungsbegründende Kausalität liegt vermutlich vor, sobald der Anleger die Aktien in dem bestimmten Zeitraum ge- oder verkauft hat. Eine Rechtslücke ergibt sich daraus, dass ausschließlich der Fall „zu teuer kaufen“ geregelt ist. Der Umfang des Ersatzes beschränkt sich hauptsächlich auf den Kursdifferenzschaden, dessen Berechnung in den BOG vorgeschrieben ist.

Schlussbetrachtung

Das Kapitalmarktrecht reguliert den Kapitalmarkt und schützt dessen Funktionsfähigkeit und die Interessen des Anlegers. Um diese Ziele zu erreichen trifft das Kapitalmarktrecht unterschiedliche Maßnahmen. Eine der wichtigsten Maßnahmen ist die Informationsmaßnahme, die zum Kern des Kapitalmarktrechts gehört. Die Gesetzgeber und Rechtswissenschaftler aus Deutschland, China und Europa haben den Informationsmaßnahmen des Kapitalmarktrechts viel Aufmerksamkeiten geschenkt. In Bezug auf die Ad-hoc-Publizität liegt jedoch ein großer Unterschied bei der Gesetzgebung und der akademischen Untersuchung in Deutschland/Europa und China vor. Der Grund liegt darin, dass der Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität unterschiedlich verstanden wird.

In Deutschland und Europa wird es seit langem als Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität verstanden, dass sie vor allem der Vorbeugung des Insiderhandels dient. An diesem Verständnis orientiert, werden die Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität und das entsprechende Haftungssystem durch Änderungen bei der Rechtsetzung Schritt für Schritt vervollständigt. Die Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität finden sich jetzt in der MAR, die der Vorläufer des einheitlichen europäischen Kapitalmarktrechts ist.

Im Gegensatz dazu ist die Ad-hoc-Publizität im chinesischen Recht ausschließlich als Ergänzung der Regelpublizität vorgesehen. Dieses Verständnis beherrscht seit Jahren im Schrifttum und in der Rechtsetzung vor. Daher wird der Ad-hoc-Publizität nur geringe Aufmerksamkeit zuteil. Die Rechtsnormen bezüglich der Ad-hoc-Publizität im WR wurden seit der ersten Verkündung im Jahre 1998 noch nicht wesentlich geändert. Die Ergänzungs- und Konkretisierungsregelungen zur Ad-hoc-Publizität wurden ebenfalls mehr als 10 Jahre nicht aktualisiert. Viele davon passen nicht mehr zu der gegenwärtigen wirtschaftlichen Situation in China. Konflikte und Unklarheiten in den Rechtsnormen werden ebenso wenig geklärt. Im Schrifttum wird die Ad-hoc-Publizität nahezu nicht speziell untersucht. Es wäre in China erforderlich, über den Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität noch einmal genau und tiefergehend nachzudenken. Mit einem klaren Verständnis kann der Gesetzgeber die relevanten Rechtsnormen verbessern und vervollständigen.

Literaturverzeichnis

- Adolff, Johannes*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München 2007.
- Akerlof, George A.*, The Market for "Lemons", Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), 488–500.
- Apfelbacher, Gabriele/Polke, Peter*, Ad-hoc-Publizität bei zukünftigen Ereignissen und gestreckten Sachverhalten, (Nichts) Neues aus Luxemburg und Brüssel?, *CFL* (2012), 275–281.
- Assmann, Heinz-Dieter*, Das künftige deutsche Insiderrecht, *AG* (1994), 196–237.
- Assmann, Heinz-Dieter*, Das neue deutsche Insiderrecht, *ZGR* (1994), 494–529.
- Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H. (Hrsg.)*, Wertpapierhandelsgesetz. 6. Aufl., Köln 2012.
- Bachmann, Gregor*, Ad-hoc-Publizität nach "Geltl", *DB* (2012), 2206–2211.
- Bachmann, Gregor*, Kurzkomentar zu EuGH, Urt. v. 28.06.2012 - Rs. C-19/11, *EWiR* (2012), 467–468.
- Bachmann, Gregor/Prüfer, Geralf*, Korruptionsprävention und Corporate Governance, *ZRP* (2005), 109–113.
- Bartlett, Susan A./Chandler, Roy A.*, The Corporate Report and the Private Shareholder: Lee and Tweedie Twenty Years on, *British Accounting Review* (1997), 245–261.
- Bayer, Walter*, Erkrankungen von Vorstandsmitgliedern, Rechtlicher Rahmen, empirische Studie, Empfehlungen an Praxis und Regelschreiber, in: Erle, Bernd (Hrsg.), *Festschrift für Peter Hommelhoff, zum 70. Geburtstag*, Köln 2012, 87–98.
- Behn, Lars*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, Informationszugang des Emittenten im faktischen Aktienkonzern, 1. Aufl., Baden-Baden 2012.
- Benicke, Christoph*, Wertpapiervermögensverwaltung, Tübingen 2006.
- Bernstorff, Christoph Graf*, Finanzinnovationen, Anwendungsmöglichkeiten, Strategien, Beispiele, Wiesbaden 2013.
- Bingel, Adrian*, Die "Insiderinformation" in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen, *AG* (2012), 685–700.
- Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfrid/Schulte-Mattler, u. a. (Hrsg.)*, KWG, CRR-VO, Kommentar zu Kreditwesengesetz, VO (EU) Nr. 5752013 (CRR) und Ausführungsvorschriften, 5. Aufl., München 2016.
- Brandeis, Louis D.*, *Other People's Money and how the Bankers use it*, Now York 1913.
- Brellocks, Michael*, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des europäischen Kapitalmarktrechts, München 2005.
- Büche, Christian*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts, Bd. 2, 1. Aufl., Baden-Baden 2005.
- Buck-Heeb, Petra*, Das Kleinanlegerschutzgesetz, *NJW* (2015), 2535–2541.
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., Heidelberg 2016.
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalmarktrecht, 9. Aufl., Heidelberg 2017.
- Bülow, Christoph v./Petersen, Sven*, Der verlängerte Rechtsverlust auf Grund der Verletzung kapitalmarktrechtlicher Mitteilungspflichten, *NZG* (2009), 481–486.
- Bumke, Christian*, Kapitalmarktregulierung. Eine Untersuchung über Konzeption und Dogmatik des Regulierungsverwaltungsrechts, *Die Verwaltung* (2008), 227–257.

- Buttlar, Julia von/Hammermaier, Steffen*, Non semper temeritas est felix: Was bedeutet Leichtfertigkeit im Kapitalmarktrecht?, ZBB (2017), 1–13.
- Calliess, Christian/Ruffert, Matthias (Hrsg.)*, EUV/AEUV, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta, 5. Aufl., München 2016.
- Caspari, Karl-Burkhard*, Die geplante Insiderregelung in der Praxis, ZGR (1994), 530–546.
- Casper, Matthias*, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts?, BKR (2005), 83–90.
- Christians, F. Wilhelm*, Finanzierungshandbuch, 2. Aufl., Wiesbaden 1988.
- Cichy, Patrick/Behrens, Alexander*, Sanierungspläne als zentrales Element zur Verhinderung künftiger Banken Krisen, WM (2014), 438–449.
- Damrau, Jan*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, Berlin 2003.
- Derleder, Peter/Knops, Kai-Oliver/Bamberger, Heinz Georg u. a. (Hrsg.)*, Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 2, 3. Aufl. 2017, Heidelberg 2017.
- Dinter, Lasse/David, Daniel*, Das Recht hat man zu kennen, Zum Vorsatz bei bußgeldbewerten Verstößen im Kapitalmarktrecht, ZIP (2017), 893–900.
- Eichner, Moritz Peter*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Baden-Baden 2008.
- Ekkenga, Jens*, Die Ad hoc-Publizität im System der Marktordnungen, ZGR (1999), 165–201.
- Emse, Cordula*, Verbriefungstransaktionen deutscher Kreditinstitute, Wiesbaden 2005.
- Engelhardt, Florian*, Vertragsabschlusschaden oder Differenzschaden bei der Haftung des Emittenten für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, BKR (2006), 443–448.
- Erne, Roland/Bröcker, Norbert/Claussen, Carsten Peter/Claussen (Hrsg.)*, Bank- und Börsenrecht, 5. Aufl., München 2014.
- Fama, Eugene F.*, Random Walks in Stock Market Prices, Financial Analysts Journal 21 (1965), 55–59.
- Fischer zu Cramburg, Ralf/Hannich, Fabian/Ziegert, Nicholas/Rosen, Rüdiger von (Hrsg.)*, Delisting und Deregistrierung deutscher Emittenten in den USA, Frankfurt am Main 2004.
- Fleischer, Holger*, Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden, NZG (2007), 401–407.
- Fleischer, Holger*, Gesundheitsprobleme eines Vorstandsmitglieds im Lichte des Aktien- und Kapitalmarktrechts, NZG (2010), 561–568.
- Fleischer, Holger/Merkt, Hanno*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, München 2002.
- Fleischer, Holger/Schmolke, Klaus Ulrich*, Gerüchte im Kapitalmarktrecht, Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Marktmanipulation, AG (2007), 841–854.
- Fleischer, Holger*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW (2002), 2977–2983.
- Fleischer, Horst*, Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZGR (2004), 437–479.
- Fucks, Adreas/Bouchon, Martin u. a. (Hrsg.)*, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 2. Aufl., München 2016.

- Funke, Susann*, Reaktion auf die Finanzmarktkrise Teil 2: MiFID und MiFIR machen das Frühwarnsystem perfekt!, CCZ (2012), 54–58.
- Fürhoff, Jens*, Kapitalmarktrechtliche Ad-hoc-Publizität zur Vermeidung von Insiderkriminalität, Frankfurt am Main 2000.
- Fürhoff, Jens*, Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene, AG (2003), 80–85.
- Gehrt, John Alexander*, Die neue Ad-hoc-Publizität nach § 15 Wertpapierhandelsgesetz, Baden-Baden 1997.
- Gerner-Beuerle, Carsten*, Die Haftung von Emissionskonsortien, Berlin 2009.
- Grabitz, Eberhard/Hilf, Meinhard/Nettesheim, Martin*, Das Recht der Europäischen Union: EUV/AEUV, 64. Aufl., München 2018.
- Graßl, Bernd*, Die neue Marktmissbrauchsverordnung der EU, DB (2015), 2066–2072.
- Grundmann, Stefan*, Investment Banking I, Bd. 1, 5. Aufl., Saarbrücken 2017.
- Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael (Hrsg.)*, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl., München 2013.
- Hahn, Stefan*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, Frankfurt am Main 2004.
- Happ, Wilhelm*, Zum Regierungsentwurf eines Wertpapierhandelsgesetzes, JZ (1994), 240–246.
- Harbarth, Stephan*, Ad-hoc Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP (2005), 1898–1909.
- Hatje, Armin/Gebauer, Martin/Teichmann, Christoph u. a. (Hrsg.)*, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, Baden-Baden 2016.
- Hauser, Heinz*, Qualitätsinformationen und Marktstrukturen, Kyklos 32 (1979), 739–763.
- Häuser, Karl*, Börse und Kapitalmarkt, Bd. 8, 5. Aufl., Frankfurt am Main 1997.
- Hecker, Martin*, Informationsüberflutung und deren Vermeidung, Hamburg 1998.
- Heider, Karsten/Hirte, Markus*, Ad hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Vorgängen, GWR (2012), 429–432.
- Heidmeier, Heiner*, Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, AG (1992), 110–115.
- Herfurth, Sebastian*, Die Regulierung von Ratingagenturen unter Basel II, Lohmar 2010.
- Hirte, Heribert/Möllers, Thomas M.J./Altenhain, Karsten (Hrsg.)*, Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl., Köln 2014.
- Holzborn, Timo/Israel, Alexander*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis, WM (2004), 1948–1956.
- Hopt, Klaus J.*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, München 1975.
- Hopt, Klaus J.*, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR (1995), 135–163.
- Hopt, Klaus J.*, Kapitalmarktrecht (mit Prospekthaftung) in der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, in: Heldrich, Andreas/Hopt, Klaus J./Canaris, Claus-Wilhelm (Hrsg.), 50 Jahre Bundesgerichtshof, Festgabe aus der Wissenschaft, München 2000, 497–550.
- Hopt, Klaus J.*, Rechtsprobleme des europäischen und deutschen Insiderrechts, BFuP (1994), 85–98.
- Hopt, Klaus J.*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarkt?, ZHR (1977), 389–441.
- Hopt, Klaus J. (Hrsg.)*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Tübingen 2005

- Hopt, Klaus J./Kumpan, Christoph*, Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A, Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR), ZGR (2017), 756–828.
- Hopt, Klaus J./Kumpan, Christoph/Merkt, Hanno/Roth, Markus (Hrsg.)*, Handelsgesetzbuch, Mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 37. Aufl., München 2016.
- Hupka, Jan*, Das Insiderrecht im Lichte der Rechtsprechung des EuGH, EuZW (2011), 860–865.
- Hutter, Stephan/Leppert, Michael*, Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, NZG (2002), 649–657.
- Hutter, Stephan/Stürwald, Florian*, EM.TV und die Haftung für fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilungen, NJW (2005), 2428–2431.
- Ihrig, Hans-Christoph*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Geschehensabläufen, Praxisfragen aus dem „Geltl“-Urteil des EuGH, in: Baldamus, Ernst-August (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012, Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung (VGR), Köln 2013, 113–134.
- Ihrig, Hans-Christoph/Kranz, Christopher*, EuGH-Entscheidung Geltl/Daimler: „Selbstbefreiung“ von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, BB (2013), 451–458.
- Just, Clemens (Hrsg.)*, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), München 2015.
- Kallmaier, Tobias*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten, Frankfurt a.M 2016.
- Kaserer, Christoph*, Unternehmensfinanzierung im Wandel: Mehr Kapitalmarkt - weniger Banken, AG (2013), R100-R102.
- Kendall, M. G./Hill, A. Bradford*, The Analysis of Economic Time-Series-Part I, Prices, Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General) 116 (1953), 11–34.
- Kersting, Christian*, Das Erfordernis des Gleichlaufs von Emittenten- und Anlegerinteresse als Voraussetzung für den Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation, ZBB (2011), 442–450.
- Klöhn, Lars*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, AG 61 (2016), 423–434.
- Klöhn, Lars*, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot nach „Lafonta“, NZG (2015), 809–817.
- Klöhn, Lars*, Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH, ZIP (2012), 1885–1895.
- Klöhn, Lars*, Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem EuGH, Zum DaimlerChrysler-Vorlagebeschluss des BGH, NZG (2011), 166–171.
- Klöhn, Lars*, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität zum Schutz der Finanzstabilität (Art. 17 Abs. 5 MAR), ZHR (2017), 746–780.
- Klöhn, Lars*, Die (Ir-)Relevanz der Wissenszurechnung im neuen Recht der Ad-hoc-Publizität und des Insiderhandelsverbots, NZG (2017), 1285–1292.
- Klöhn, Lars*, Die insiderrechtliche Bereichsausnahme für Bewertungen aufgrund öffentlich bekannter Umstände (§ 13 Abs. 2 WpHG), Hintergrund, Dogmatik und Anwendungsfälle der wissenschaftlich am wenigsten beachteten Norm des deutschen Insiderrechts, WM (2014), 537–543.
- Klöhn, Lars*, Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG, eine Belastungsprobe, WM (2010), 1869–1882.
- Klöhn, Lars*, Wann ist eine Information öffentlich bekannt i.S.v. Art. 7 MAR?, ZHR (2016), 707–732.
- Klöhn, Lars*, Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH, AG (2012), 345–358.

- Klöhn, Lars*, Marktbetrug (Fraud on the Market), Voraussetzungen und Beweis der haftungsbegründenden Kausalität beim Anspruch auf Ersatz des Differenzschadens wegen fehlerhafter Information des Sekundärmarkts, ZHR (2014), 671–714.
- Kocher, Dirk/Schneider, Sebastian*, Zuständigkeitsfragen im Rahmen der Ad-hoc-Publizität, ZIP (2013), 1607–1612.
- Kocher, Dirk/Widder, Stefan*, Ad-hoc-Publizität in Unternehmenskrise und Insolvenz, NZI (2010), 925–932.
- Kocher, Dirk/Widder, Stefan*, Die Bedeutung von Zwischenschritten bei der Definition von Insiderinformationen, BB (2012), 2837–2841.
- Krause, Hartmut*, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmisbrauchsverordnung, CCZ (2014), 248–260.
- Krause, Hartmut/Brellochs, Michael*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, Ein Beitrag zum Begriff der Insiderinformation im kommenden EU-Marktmisbrauchsrecht, AG (2013), 309–339.
- Kreff, Fernand/Knoll, Eva-Maria/Gingrich, Andre*, Lexikon der Globalisierung, Bielefeld 2014.
- Kroeber-Riel, Werner/Weinberg, Peter*, Konsumentenverhalten, 6. Aufl., München 1996.
- Kuhlmann, Eberhard*, Verbraucherpolitik, Grundzüge ihrer Theorie und Praxis, München 1990.
- Kumpan, Christoph*, Ad-hoc-Publizität nach der Marktmisbrauchsverordnung, Untersuchung wesentlicher Neuerungen und deren Auswirkungen auf Emittenten, DB (2016), 2039–2046.
- Kumpan, Christoph*, Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen, ZGR (2016), 2–35.
- Kümpel, Siegfried*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Berlin 2004.
- Kümpel, Siegfried/Wittig, Arne u. a. (Hrsg.)*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln 2011.
- Kunz, Volker*, Rational choice, Frankfurt am Main 2004.
- Kuthe, Thorsten*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP (2004), 883–888.
- Langenbacher, Katja*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., München 2015.
- Langenbacher, Katja*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., München 2018.
- Langenbacher, Katja*, Der „vernünftige Anleger“ vor dem EuGH, Zu den Schlussanträgen des GA Mengozzi in der Sache „Schrempp“, BKR (2012), 145–149.
- Langenbacher, Katja*, Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmisbrauchsverordnung, NZG (2013), 1401–1406.
- Lehmann, Erik*, Asymmetrische Information und Werbung, Gabler Edition Wissenschaft, Wiesbaden 1999.
- Lenenbach, Markus*, Kapitalmarktrecht, Kommentar zur Insolvenzordnung, 3. Aufl., Köln 2013.
- Leuering, Dieter*, Die Ad-hoc-Pflicht auf Grund der Weitergabe von Insiderinformationen (§ 15 I 3 WpHG), NZG (2005), 12–17.
- Lev, Baruch*, Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy, The Accounting Review (1988), 1–22.
- Lutter, Marcus/Bayer, Walter/Schmidt, Jessica*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien, 5. Aufl., Berlin 2011.

- Mennicke, Petra*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentcheidung des Emittenten, NZG (2009), 1059–1063.
- Mennicke, Petra*, Steine statt Brot, Weiterhin keine Rechtssicherheit zur Ad-hoc-Publizität bei sog. gestreckten Entscheidungsprozessen, ZBB (2013), 244–252.
- Merkner, Andreas/Sustmann, Marco*, Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz "in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin", NZG (2005), 729–738.
- Merkt, Hanno*, Unternehmenspublizität, Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme, Tübingen 2001.
- Meyer, Andreas/Rönnau, Thomas/Veil, Rüdiger (Hrsg.)*, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, München 2018.
- Mock, Sebastian*, Gestreckte Verfahrensabläufe im Europäischen Insiderhandelsrecht, Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD (2012), 286–292.
- Möllers, Thomas M. J.*, Anlegerschutz im System des Kapitalmarktrechts, Rechtsgrundlagen und Ausblicke, in: Heldrich, Andreas/Hopt, Klaus J./Canaris, Claus-Wilhelm (Hrsg.), 50 Jahre Bundesgerichtshof, Festgabe aus der Wissenschaft, München 2000, 2247–2264.
- Möllers, Thomas M. J.*, Das europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch, ZBB (2003), 390–409.
- Möllers, Thomas M. J.*, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts, Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktion, AcP (2008), 1–36.
- Möllers, Thomas M. J.*, Organhaftung, in: Derleder, Peter/Knops, Kai-Oliver/Bamberger, Heinz Georg (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Kapitalmarktrecht, Band 2. 3. Aufl., Berlin 2017, 1751–1777.
- Möllers, Thomas M. J.*, Selbstregulierung der Press und fehlerhafte Finanzanalysen von Journalisten, AfP (2010), 107–112.
- Möllers, Thomas M. J./Braun, Franz (Hrsg.)*, Ad-hoc-Publizität, München 2003.
- Möllers, Thomas M. J./Kernchen, Eva*, Information Overload am Kapitalmarkt, Plädoyer zur Einführung eines Kurzfinanzberichts auf empirischer, psychologischer und rechtsvergleichender Basis, ZGR (2011), 1–26.
- Möllers, Thomas M. J./Poppeler, Christopher*, Paradigmenwechsel durch MiFID II: dievergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR (2013), 437–481.
- Möllers, Thomas M. J./Seidenschwann, Sabine*, Anlegerfreundliche Auslegung des Insiderrechts durch EuGH, Das Ende der Daimler/Schremp-Odyssee in Luxemburg, NJW (2012), 2762–2765.
- Möllers, Thomas M. J./Weichert, Tilman*, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NJW (2005), 2737–2741.
- Möllers, Thomas M. J.*, Der Weg zu einer Haftung für Kapitalmarktinformationen, JZ (2005), 75–83.
- Möllers, Thomas M. J./Leisch, Franz Clemens*, Schaden und Kausalität im Rahmen der neu geschaffenen §§ 37b und 37c WpHG, BKR (2002), 1071–1079.
- Möllers, Thomas M. J./Leisch, Franz Clemens*, Offene Fragen zum Anwendungsbereich der §§ 37b und 37c WpHG, NZG (2003), 112–116.
- Monheim, Benjamin*, Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Karlsruhe 2007.
- Mülbert, Peter O./Sajnovits, Alexander*, Vertrauen und Finanzmarktrecht, ZfPW (2016), 1–51.
- Mülbert, Peter O./Steup, Steffen*, Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität, WM (2005), 1633–1655.

- Müller, Stefan/Kornmeier, Martin*, Globalisierung als Herausforderung für den Standort Deutschland, Aus Politik und Zeitgeschichte (2001), 6–14.
- Nell, Verena von/Kufeld, Klaus*, Homo oeconomicus, Ein neues Leitbild in der globalisierten Welt?, Berlin 2006.
- Neumann, Mathias*, Gerüchte als Kapitalmarktinformationen, Frankfurt am Main 2011.
- Parmentier, Miriam*, Ad-hoc-Publizität bei Börsengang und Aktienplatzierung, NZG (2007), 407–416.
- Paroush, Jacob*, The Domino Effect and the Supervision of the Banking System, The Journal of Finance (1988), 1207.
- Pattberg, Holger/Bredol, Martin*, Der Vorgang der Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, NZG (2013), 87–91.
- Pellens, Bernhard*, Publizität, in: Gerke, Wolfgang (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. 2. Aufl., Stuttgart 1995, 1589–1600.
- Pellens, Bernhard/Fülbier, Rolf-Uwe*, Publizitätspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz, Ausgestaltung unter Berücksichtigung anglo-amerikanischer Regulierungen, DB (1994), 1381–1388.
- Penman, Stephen H.*, An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts, Journal of Accounting Research (1980), 132.
- Pißler, Knut Benjamin*, Chinesisches Kapitalmarktrecht, Tübingen 2004.
- Poelzig, Dörte*, Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmissbrauchsverordnung, NZG (2016), 761–773.
- Poelzig, Dörte*, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, NZG (2016), 528–538.
- Poelzig, Dörte*, Kapitalmarktrecht, München 2018.
- Poelzig, Dörte*, Durchsetzung und Sanktionierung des neuen Marktmissbrauchsrechts, NZG (2016), 492–502.
- Pohl, Hans*, Aufbruch der Weltwirtschaft, Geschichte der Weltwirtschaft von der Mitte des 19. Jahrhunderts bis zum Ersten Weltkrieg, Stuttgart 1989.
- Reichert, Jochem/Ott, Nicolas*, Unternehmensplanung und Insiderrecht, in: Grundmann, Stefan (Hrsg.), Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung, Berlin 2010, 2385–2406.
- Reichert, Jochem/Weller, Marc-Philippe*, Haftung von Kontrollorganen, Die Reform der aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Haftung, ZRP (2002), 49–56.
- Retsch, Alexander*, Die Selbstbefreiung nach der Marktmissbrauchsverordnung, NZG (2016), 1201–1207.
- Rittner, Fritz/Dreher, Meinrad*, Europäisches und deutsches Wirtschaftsrecht, Eine systematische Darstellung, 3. Aufl., Heidelberg 2008.
- Rubner, Daniel/Pospiech, Lutz*, EU-Marktmissbrauchsverordnung, das Ende des Freiverkehrs?, NJW-Spezial (2015), 591–592.
- Rützel, Stefan*, Der aktuelle Stand der Rechtsprechung zur Haftung bei Ad-hoc-Mitteilungen, AG (2003), 69–79.
- Schäfer, Carsten*, Effektivere Vorstandshaftung für Fehlinformation des Kapitalmarkts?, NZG (2005), 985–992.
- Schäfer, Hans-Bernd/Ott, Claus*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 5. Aufl., Berlin 2012.
- Schall, Alexander*, Anmerkung zu EuGH, Urt. v. 28.06.2012 - RS C-19/11, ZIP (2012), 1286–1288.
- Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen/Bitter, Georg*, Bankrechts-Handbuch Band II, 5. Auflage, München 2017.
- Schmidt, Christoph*, Steigerung der Objektivität Interner Revisoren, Rotation als ein effektives Instrument, Wiesbaden 2016.

- Schmidtchen, Dieter/Weth, Stephan*, Der Effizienz auf der Spur, Die Funktionsfähigkeit der Justiz im Lichte der ökonomischen Analyse des Rechts, Baden-Baden 1999.
- Schmolke, Ulrich*, Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht, eine Zwischenbilanz, NZG (2005), 912–919.
- Schmolke, Klaus Ulrich*, Private Enforcement und institutionelle Balance, Verlangt das Effektivitätsgebot des Art. 4 III EUV eine Schadensersatzhaftung bei Verstoß gegen Art. 15 MAR?, NZG (2016), 721–728.
- Schneider, Dieter*, Investition, Finanzierung und Besteuerung, 7. Aufl., Wiesbaden 1992.
- Schneider, Sven H.*, Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB (2005), 897–902.
- Schnorbus, York*, Die richtlinienkonforme Rechtsfortbildung im nationalen Privatrecht, Eine Untersuchung zur europarechtlich bedingten Lücke im Gesetz, AcP (2001), 860–901.
- Scholtis, Thomas*, Vertragsgestaltung bei Informationsasymmetrie, Probleme und Lösungen bei der Zertifizierung von QM-Systemen nach ISO 9000ff, Wiesbaden 1998.
- Schörner, Peter*, Gesetzliches Insiderhandelsverbot, Eine ordnungspolitische Analyse, Wiesbaden 1991.
- Schularick, Moritz*, Finanzielle Globalisierung in historischer Perspektive, Kapitalflüsse von Reich nach Arm, Investitionsrisiken und globale öffentliche Güter, Tübingen 2006.
- Hausmann, Andrea (Hrsg.)*, Theatermarketing, Grundlagen, Methoden und Praxisbeispiele, Berlin 2016.
- Schulze, Reiner/Dörner, Heinrich*, Bürgerliches Gesetzbuch, Handkommentar, 7. Aufl., Baden-Baden 2012.
- Schwark, Eberhard/Beck, Heiko (Hrsg.)*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Aufl., München 2010.
- Schwarz, Günter Christian*, Kapitalmarktrecht - Ein Überblick, DStR (2003), 1930–1934.
- Seibt, Christoph H.*, Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, ZHR (2013), 388–426.
- Seibt, Christoph H./Wollenschläger, Bernward*, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, AG (2014), 593–608.
- Sester, Peter*, Zur Interpretation der Kapitalmarkteffizienz in Kapitalmarktgesetzen, Finanzmarktrichtlinien und -standards, ZGR (2009), 310–345.
- Shiller, Robert J.*, Irrational Exuberance, 3. Aufl., Princeton 2015.
- Simon, Herbert A.*, A Behavioral Model of Rational Choice, The Quarterly Journal of Economics 69 (1955), 99.
- Simon, Herbert Alexander*, Administrative behavior, A study of decision-making processes in administrative organizations, 4. Aufl., New York 1997.
- Simon, Stefan*, Die neue Ad-hoc-Publizität, DK (2005), 13–22.
- Simpson, Brian P.*, Markets Don't Fail!, Lanham 2005.
- Spence, Michael*, Job Market Signaling, The Quarterly Journal of Economics 87 (1973), 355.
- Steinrück, Philipp*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, Eine Studie zu Art. 17 Abs. 4 MAR, Tübingen 2018.
- Struck, Christian*, Ad-hoc-Publizitätspflicht zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigendem Wertpapierhandel, Frankfurt am Main 2003.
- Teichmann, Christoph*, Haftung für fehlerhafte Information am Kapitalmarkt, JuS (2006), 953–960.

- Teigelack, Lars*, Ad-hoc-Mitteilungspflicht bei Zivilprozessen, *BB* (2016), 1604–1613.
- Tietje, Christian/Götting, Horst-Peter*, Internationales Wirtschaftsrecht, 2. Aufl., Berlin 2015.
- Timmen, Lutz*, Der chinesische Kapitalmarkt, Hamburg 2007.
- Trueman, Brett*, Why do managers voluntarily release earnings forecasts?, *Journal of Accounting and Economics* (1986), 53–71.
- Tversky, Amos/Kahneman, Daniel*, Rational Choice and the Framing of Decisions, *The Journal of Business* (1986), 251–278.
- Veil, Rüdiger*, Die Haftung des Emittenten für fehlerhafte Information des Kapitalmarkts nach dem geplanten KapInHaG, *BKR* (2005), 91–98.
- Veil, Rüdiger*, Europäische Kapitalmarktunion, Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines "Single Rulebook", *ZGR* (2014), 544–607.
- Veil, Rüdiger*, Europäisches Insiderrecht 2.0, Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, *ZBB* (2014), 85–96.
- Veil, Rüdiger/Brinckmann, Hendrik (Hrsg.)*, Europäisches Kapitalmarktrecht, Tübingen 2011.
- Veil, Rüdiger/Brüggemeier, Alexander F. P.*, Kapitalmarktrecht zwischen öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Normdurchsetzung, in: *Fleischer, Holger/Kalss, Susanne/Vogt, Hans-Ueli (Hrsg.)*, Enforcement im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Tübingen 2015, 277–310.
- Veil, Rüdiger/Koch, Philipp*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, *WM* (2011), 2297-2306.
- Veil, Rüdiger/Lerch, Macus P.*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Finanzmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung der Märkte für Finanzinstrumente, *WM* (2012), 1557–1565.
- Veith, Alexander*, Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, *NZG* (2005), 254–259.
- Viciano-Gofferje, Martin/Cascante, Christian*, Neues aus Brüssel zum Insiderrecht – die Marktmissbrauchsverordnung, Untersuchung der Vorschläge der Kommission zur Reform des Insiderhandelsverbots, insbesondere im Hinblick auf für M&A-Transaktionen relevante Sachverhalte, *NZG* (2012), 968–979.
- Walla, Fabian*, Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas, Grundlagen, erste Erfahrungen und Ausblick, *BKR* (2012), 265–270.
- Weber, Martin*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts in 2016 / 2017, *NJW* (2017), 991–996.
- Weber, Martin*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts in 2017/2018, *NJW* (2018), 995–1000.
- Weber, Stefan*, Kapitalmarktrecht, Eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Wien 1999.
- Weichert, Tilman/Wenninger, Thomas*, Die Neuregelung der Erkundigungs- und Aufklärungspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gem. Art. 19 RiL 2004/39/EG (MiFID) und Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, *WM* (2007), 627–636.
- Widder, Stefan/Gallert, Jan*, Ad-hoc-Publizität infolge der Weitergabe von Insiderinformationen, Sinn und Unsinn von § 15 I 3 WpHG, *NZG* (2006), 451–454.
- Woratschek, Herbert/Roth, Stefan*, Informationsökonomischer Erklärungsansatz der Markenführung, in: *Bruhn, Manfred (Hrsg.)*, Handbuch Markenführung, Kompendium zum erfolgreichen Markenmanagement. Strategien - Instrumente - Erfahrungen. 2. Aufl., Wiesbaden, 2004, 347–370.

Ziemons, Hidegard, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG (2004), 537–543.

Chinesische Literatur

- Bao, Caihui, Darstellung der Kausalitätsregelung in dem zivilrechtlichen Fall wegen falsche Angabe auf dem Wertpapiermarkt, eine praktische Analyse aufgrund von 806 Urteilen, (übersetzt durch den Verfasser), Securities Law Review (2017), 439–463. (鲍彩慧, 证券虚假陈述民事赔偿因果关系的规则再述——基于 806 份判决书的实证分析, 载《证券法苑》, 2017 年第 23 卷, 第 439-463 页)
- Chen, Shanang, Financial Market, 3. Aufl., Dalian 2016. (陈善昂, 金融市场学 (第三版), 东北财经大学出版社, 2016)
- Cheng, Maojun, Untersuchung über die Rechtsnormen für die freiwillige Informationsveröffentlichung, (übersetzt durch den Verfasser), Securities Law Review (2017), 176–201. (程茂军, 试论上市公司自愿性信息披露的法律规则, 载《证券法苑》, 2017 年第 20 卷, 第 176-201 页)
- Cheng, Shujuan, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Wuhan 2010. (程淑娟, 证券法, 武汉大学出版社, 2010)
- Cui, Jinzhen, Aufsicht über den Insiderhandel aus dem Aspekt von der Rechtshaftung, (übersetzt durch den Verfasser), Zeitschrift für Rechtswissenschaft (2018), 85–94. (崔金珍, 从法律责任视角论证券市场内幕交易行为监管, 载《法学杂志》2018 年第 6 期, 第 85-94 页)
- CSRC, Jahresbericht von CSRC im Jahr 2013, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2014. (中国证监会, 2013 年中国证券监督管理委员会年报, 中国财政经济出版社, 2014)
- Dong, Ansheng, Die Theorien des Wertpapierrechts, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2018. (董安生, 证券法原理, 北京大学出版社, 2018)
- Du, Jing, Die „Wichtigkeit“ der Insiderinformation für allgemeine Feststellung der Insiderinformation und Feststellung im Einzelfall, in: Shi, Tiantao (Hrsg.), Bewertung über das Wertpapierrecht, Aufbau des Wertpapierrechtssystems in Hinsicht auf die Modernisierung der Staatsverwaltung, Beijing 2015, S. 68–77. (杜晶, 论内幕信息“重大性”的一般判断和个案判断, 载施天涛编, 《证券法律评论, 国家治理现代化背景下的证券法治体系建设》, 中国法制出版社, 2015, 第 68-77 页)
- Feng, Guo/Wu, Junqiao, Aufbau eines mit der Informationszeit passenden elektronischen Systems für die Veröffentlichung der Wertpapierinformationen, (übersetzt durch den Verfasser), Securities Law Review (2010), 273–290. (冯果, 武俊桥, 建构与信息时代适应的我国证券信息电子披露系统, 载《证券法苑》2010 年第 2 卷, 第 273-290 页)
- Gu, Jianya, Neue Untersuchung über das Kriterium für die Unterteilung der Stufe des Rechts, (übersetzt durch den Verfasser), Journal of Zhejiang University (Humanities and Social Sciences) (2006), 42–50. (顾建亚, 法律位阶划分标准探新, 载《浙江大学学报 (人文社会科学版)》, 2006 年 11 月第 6 期, 第 42-50 页)
- Jiang, Mingan, Verwaltungsrecht und Verwaltungsprozessrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 1999. (姜明安, 行政法与行政诉讼法, 高等教育出版社, 1999)
- Ke, Huaqing, Richtiges Verständnis über die politischen und akademischen Eigenschaften der Rechtswissenschaft (übersetzt durch den Verfasser), (柯华庆, 正确理解法学的政治性与科学性), abrufbar unter: <http://theory.people.com.cn/n1/2018/0827/c40531-30252021.html>, letzter Besuch am 01.09.2018
- Li, Guoguang, Klärung und Anwendung von „Einige Bestimmungen des Obersten Volksgerichts zur Verhandlung von Streit in Bezug auf falsche Angaben auf dem Wertpapiermarkt“, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2003. (李国光, 最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件的若干规定的理解与适用, 人民法院出版社, 2003)

- Li, Xiaoshan*, Comparative Study on the Legal System of Securities Market Regulation, Beijing 2014. (李晓珊, 证券市场监
管法律制度之比较研究, 中国法制出版社, 2014)
- Li, Yuji/Wang, Suyuan*, Untersuchung über das Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2002. (李玉基,
王肃元, 证券法论, 中国人民公安大学出版社, 2002)
- Li, Zhangzhe*, Endlich zum Erfolg, Bericht über die Entwicklung des chinesischen Aktienmarkts, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2001. (李樟哲, 终于成功: 中国股市发展报告, 世界知识出版社, 2001)
- Liang, Huixing*, Allgemeines Teil des Zivilrechts, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 1996. (梁慧星, 民法总论, 法律
出版社, 1996)
- Liao, Sheng*, Feststellung der deliktsrechtlichen Handlung angesichts der deliktrechtliche Haftung wegen der falschen An-
gabe, (übersetzt durch den Verfasser), The Jurist (2017), 134–179. (廖升, 虚假陈述侵权责任之侵权行为认定, 载
《法学家》, 2017年01期, 第134-179页)
- Liu, Donghui*, Wer ist der verständige Anleger, Die Entwicklung des Standards für die Wichtigkeit in dem us-amerikanischen
Wertpapierrecht, in: Shi, Tiantao (Hrsg.), Bewertung über das Wertpapierrecht, Aufbau des Wertpapierrechtssystems
in Hinsicht auf die Modernisierung der Staatsverwaltung, Beijing 2015, S. 78–96. (刘东辉, 谁是理性投资者——美
国证券法上重大性标准的演变, 载施天涛编, 《证券法律评论, 国家治理现代化背景下的证券法治体系建
设》, 中国法制出版社, 2015, 第78-96页)
- Liu, Tianshan*, Lehrbuch für Wirtschaftsrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2004. (刘天善, 经济法教程, 清华
大学出版社有限公司, 2004)
- Long, Fei*, unveröffentlichte Information über Handel der großen Mengen von Wertpapieren als Insiderinformation, Analyse
über die verwaltungsrechtliche Haftung der „816-Affäre“ von Everbright Securities, (übersetzt durch den Verfasser),
Journal of Law Application (2018), 3–8. (龙非, 未公开重大交易信息应当作为内幕信息——光大证券“乌龙指”事
件处罚案分析, 载《法律适用》2018年第10期, 第3-8页)
- Lu, Wendao/Wang, Wenxin*, Funktioniert der offene Vorwurf über das börsennotierte Unternehmen?, eine Untersuchung
aufgrund der Aufsichtspraxis auf dem Shanghaier Markt von 2006 bis 2011, (übersetzt durch den Verfasser), Securi-
ties Law Review (2012), 176–195. (卢文道, 王文心, 对上市公司的公开谴责有效吗——基于上海市场 2006-
2011年监管案例的研究, 载《证券法苑》2012年第7卷, 第176-195页)
- Ming, Jun*, Handbuch: Einführung in die Investition in Growth Enterprise Board, (übersetzt durch den Verfasser), Shenzhen
2010. (明郡, 创业板投资入门手册, 海天出版社, 2010)
- Peng, Bing*, Chinese Securities Regulation, 2. Aufl., Beijing 2007. (彭冰, 中国证券法学(第二版), 高等教育出版社,
2007)
- Qi, Bin*, Rechtliche Aufsicht der Informationsveröffentlichung auf dem Wertpapiermarkt, (übersetzt durch den Verfasser),
Beijing 2000. (齐斌, 证券市场信息披露法律监管, 法律出版社, 2000)
- Qi, Tong*, Internationales Recht im Jahr 2020: Verbindlichkeit von „international financial soft law“ und Ausblick über seine
Entwicklung, (übersetzt durch den Verfasser), Sammelwerk der Konferenz „Internationales Recht im Jahr 2020“ am
14.05.2011 in Wuhan, 135–157. (漆彤, 2020年的国际法: 国际金融软法的效力及其趋势展望, “2020年的国
际法”暨中国青年国际法学者论坛, 会议时间: 2011-05-14, 会议地点: 中国湖北武汉, 第135-157页)
- Qin, Yuxiang*, Diskussion über den Standard der Wichtigkeit von den Informationspflichten im Wertpapierrecht, (übersetzt
durch den Verfasser), Commercial Research (2003), 107–109. (覃宇翔, 浅议证券法信息披露义务中的“重大性”标
准, 载《商业研究》2003年第4期, 第107-109页)
- Shao, Tingjie*, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 1999. (邵挺杰, 证券法, 法律出版社, 1999)

- Shi, Hua*, Kriterien und Methoden zur Feststellung der Wertpapierinsiderinformation, eine Analyse aus dem Aspekt der chinesischen Praxis, (übersetzt durch den Verfasser), *Securities & Futures of China* (2018), 57–63. (施华, 证券内幕信息的认定标准和方法——从实务角度分析中国实践, 载《中国证券期货》, 2018年第5期, 第57-63页)
- Shi, Xinhua*, Wirtschaftsrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Chengdu 2011. (施新华, 经济法, 西南财经大学出版社, 2011)
- Shi, Yan*, A Study on the Phenomenon of Communication Failure of Financial and Economic Media in China, Dissertation of Wuhan University 2010. (石研, 中国财经媒体传播失灵现象研究, 武汉大学博士论文, 2010)
- Tan, Li*, Research on the Law of Securities Information Disclosure, Beijing 2009. (谭立, 证券信息披露法理论研究, 中国检察出版社, 2009)
- Wan, Guohua*, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2010. (万国华, 证券法学, 清华大学出版社, 2010)
- Wan, Jianhua*, Securities Law, 2. Aufl., Beijing 2013. (万建华, 证券法学 (第二版), 北京大学出版社, 2013)
- Wang, Baoshu*, Commercial Law, Beijing 2011. (王保树, 商法, 北京大学出版社, 2011)
- Wang, Lianzhou/Li, Cheng*, Windungen und Wendungen des Wertpapierrechts, (übersetzt durch den Verfasser), Shanghai 2000. (王连洲, 李诚, 风风雨雨证券法, 上海三联书店, 2000)
- Wang, Liming*, Neue Untersuchung über das Vertragsrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 1998. (王利明, 合同法新论, 中国政法大学出版社, 1998)
- Wu, Guoping/Huang, Zheng*, Unordentliche Informationsveröffentlichung, Corporate Governance und Anlegerschutz, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2012. (吴国平, 黄政, 信息披露违规——公司治理与投资者保护, 科学出版社, 2012)
- Wu, Hong*, Security Law, 2. Aufl., Beijing 2017. (吴弘, 证券法教程 (第二版), 北京大学出版社, 2017)
- Xiao, Wei*, über die Methoden zur Feststellung der Präzision von Insiderinformationen, *Global Law Review* (2012), 25–38. (肖伟, 内幕信息确定性考量模式之选择, 载《环球法律评论》2012年第5期, 第25-38页)
- Xie, Libin*, Über die Gesetzgebungsmacht des Staatsrats von Amts wegen, (übersetzt durch den Verfasser), *Tribune of Political Science and Law* 36 (2018), 100–109. (谢立斌, 论国务院的职权立法权, 载《政法论坛》2018年11月, 第100-109页)
- Xing, Tiancai*, Vergleichende Untersuchung der chinesischen und ausländischen Kapitalmärkte, (übersetzt durch den Verfasser), Dalian 2003. (邢天才, 中外资本市场比较研究, 东北财经大学出版社, 2003)
- Xu, Hongcai*, Untersuchung über den Kapitalmarkt in China, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2005. (徐洪才, 中国资本市场研究, 经济管理出版社, 2005)
- Xu, Ming*, Untersuchung einiger Rechtsfragen auf dem Wertpapiermarkt, (übersetzt durch den Verfasser), Shanghai 1997. (徐明, 证券市场若干法律问题研究, 上海社会科学院出版社, 1997)
- Xu, Yalan/Su, Hongyu*, Einstellung des strategischen neuen Markts, Restrukturierung der Kapitalmärkte, (übersetzt durch den Verfasser), *Wirtschaft* (2016), 42–46. (许亚岚, 苏红宇, 战略新兴板暂停——重塑资本市场, 载《经济》2016年第10期, 第42-46页)
- Ye, Lin*, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), 4. Aufl., Beijing 2013. (叶林, 证券法 (第四版), 中国人民大学出版社, 2013)

- You, Jing/Gu, Wenda*, Untersuchung über die Feststellung des Schadens sowie seine Rechnung der zivilrechtlichen Haftung wegen falscher Angabe, (übersetzt durch den Verfasser), *Securities Law Review* (2017), 423–438. (尤靖, 顾文达, 虚假陈述民事赔偿责任中的损失认定与计算规则研究, 载《证券法苑》, 2017年第23卷, 第423-438页)
- Zeng, Yang*, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Nanjing 2008. (曾洋, 证券法学, 南京大学出版社, 2008)
- Zhang, Baohong*, Grundtheorie des Wertpapierrechts, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2017. (张宝红, 证券法论, 知识产权出版社, 2017)
- Zhang, Ruibin*, Untersuchung über die Ad-hoc-Publizität von den börsennotierten Unternehmen, (übersetzt durch den Verfasser), *Securities Market Herald* (2002), 24–31. (张瑞彬, 上市公司临时报告披露制度研究, 载《证券市场导报》2002年2月号, 第24-31页)
- Zhao, Wanyi*, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2006. (赵万一, 证券法学, 中国法制出版社, 2006)
- Zhao, Wei/Meng, Xiang*, The Comparative Study of the Standards of Securities Information Disclosure, Beijing 2013. (赵威, 孟翔, 证券信息披露标准比较研究, 中国政法大学出版社, 2013)
- Zhou, Pingqi*, Vervollständigung der Rechtsnormen der zivilrechtlichen Haftung wegen falscher Angabe auf dem Wertpapiermarkt, in: Shi, Tiantao (Hrsg.), *Bewertung über das Wertpapierrecht, Aufbau des Wertpapierrechtssystems in Hinsicht auf die Modernisierung der Staatsverwaltung*, Beijing 2015, S. 121–132. (周平奇, 证券市场虚假陈述民事责任之法律完善, 载施天涛编, 《证券法律评论, 国家治理现代化背景下的证券法治体系建设》, 中国法制出版社, 2015, 第121-132页)
- Zhu, Daqi*, *Financial Law*, 3. Aufl., Beijing 2015. (朱大旗, 金融法 (第三版), 中国人民大学出版社, 2015)
- Zhu, Jinqing*, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2004. (朱锦清, 证券法学, 北京大学出版社, 2004)
- Zhu, Weiyi*, Wertpapierrecht, (übersetzt durch den Verfasser), Beijing 2018. (朱伟一, 证券法, 中国政法大学出版社, 2018)