

Schriften zum europäischen, internationalen und  
vergleichenden Unternehmensrecht

20

Konrad Roth

## Kartellrechtliche Leniency Programmes und Ad-hoc-Publizität nach MAR



**Nomos**

Schriften zum europäischen, internationalen und  
vergleichenden Unternehmensrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Ulrich Ehrlicke, Universität zu Köln

Prof. Dr. Jessica Schmidt, LL.M., Universität Bayreuth

Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M., Freshfields Bruckhaus  
Deringer LLP

Band 20

Konrad Roth

Kartellrechtliche Leniency Programmes  
und Ad-hoc-Publizität nach MAR



**Nomos**



Onlineversion  
Nomos eLibrary

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

Zugl.: Bayreuth, Univ., Diss., 2020

ISBN 978-3-8487-7144-8 (Print)

ISBN 978-3-7489-1195-1 (ePDF)

1. Auflage 2021

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2020/2021 von der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bayreuth als Dissertation angenommen.

Sie entstand größtenteils während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht. Rechtsprechung, Literatur und Rechtsentwicklung konnten bis Januar 2021 berücksichtigt werden. Für die Drucklegung wurde insbesondere noch die verabschiedete zehnte GWB-Novelle (GWB-Digitalisierungsgesetz) eingearbeitet.

Mein ganz besonderer Dank gilt meiner verehrten akademischen Lehrerin und Doktormutter, Frau Prof. Dr. *Jessica Schmidt*, LL.M. (Nottingham). Sie gab die thematische Anregung zu dieser Arbeit und hat mich bei der Erstellung stets umfassend betreut und gefördert. Bereits in meiner Zeit als studentische Hilfskraft an ihrem Lehrstuhl hat sie meine Begeisterung für die rechtswissenschaftliche Arbeit und an unternehmens- wie kapitalmarktrechtlichen Themen geweckt und stets gefördert.

Besonderer Dank gilt zudem Herrn Professor Dr. *Knut Werner Lange* für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens sowie seine Unterstützung und Ermutigung zur Vertiefung kartellrechtlicher Interessen.

Ich danke zudem den Herausgebern für die Aufnahme in die Schriftenreihe zum europäischen, internationalen und vergleichenden Unternehmensrecht.

Weiterhin gilt mein Dank allen Freunden, Kollegen des Fachbereichs – aber auch darüber hinaus – am Lehrstuhl und an der Fakultät, die mich während Studium und Promotion begleitet haben. Die gemeinsame Arbeit und unzählige Fachdiskussionen haben die letzten Jahre fachlich und persönlich geprägt und werden mir stets in guter Erinnerung bleiben.

Zu Dank bin ich auch meiner Familie verpflichtet, die meine persönliche und berufliche Entwicklung stets unterstützend begleitet hat.

Mein größter persönlicher Dank gilt *Svenja Büttner* für ihr umfassendes und kritisches Lektorat des Manuskripts und darüber hinaus ihren uneingeschränkten Rückhalt in jeder Lebenslage der vergangenen Jahre.

Bayreuth, im Januar 2021

Konrad Roth



# Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte	35
§ 1 Einführung	51
A. Problemstellung	51
B. Gang der Untersuchung und Themenbeschränkung	58
§ 2 Ad-hoc-Publizität nach MAR	67
A. Grundlagen	67
I. Begriff der Ad-hoc-Publizität	71
II. Kursorischer rechtshistorischer Überblick	73
III. Ökonomische und rechtliche Systematisierung des Kapitalmarkts	76
1. Ökonomisches Grundmodell des Marktes	77
2. Der Kapitalmarkt	78
a) Produkte und Organisationsgrad	79
aa) Produktbezogener Ausgangspunkt	79
bb) Handelsplätze	81
(1) Geregelter Markt	81
(2) MTF und OTF	82
(3) Mengenmäßige Verteilung	83
b) Primär- und Sekundärmarkt	83
aa) Grundsätzliche Abgrenzung	84
bb) Grundsätzlicher Ablauf einer Emission am Primärmarkt	84
cc) Vorteile der Zulassung für die Emission	86
dd) Gleichsetzung von „IPO“ und „Börsengang“	86
ee) Zusammenfassung	88
IV. Modifizierung des ökonomischen Grundmodells	89
V. Das Modell und die Kapitalmarktrealität	92
1. Unterinformation	93
2. Überinformation und Überregulierung	95
3. Zusammenfassung	96

VI. Informationspflichten – Instrumente zur Annäherung an den Idealmarkt	97
1. Allgemeines	97
2. Prospektpflichten	101
3. Weitere Publizitätspflichten	104
4. Die Ad-hoc-Publizität	105
5. Grundsätzliche Rechtfertigung von Informationspflichten	107
VII. Zuständige Behörden	110
1. European Securities and Markets Authority (ESMA)	111
a) Grundsätzliche Aufgaben	111
b) Relevanz konkret bzgl. der Ad-hoc-Publizität	113
2. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	114
a) Allgemeine Bedeutung im Marktmissbrauchsrecht	114
b) Zuständige nationale Behörde im Marktmissbrauchsrecht	116
aa) Zuständigkeit nach Art. 10, 11 MAD I	116
bb) Zuständigkeit nach Art. 22 MAR	117
(1) Befugnisse und Kooperation (Art. 23 ff. MAR)	118
(2) Grundsätzlich: Handlung oder Handelsplatz im Hoheitsgebiet	118
(3) Beschränkte Eignung zur Erfassung von Art. 17 MAR?	119
cc) Zuständigkeitszuweisungen im deutschen Recht	120
(1) Zuständigkeiten und Anwendbarkeit	120
(2) Private enforcement	122
(3) Zwischenergebnis	122
dd) Lösung nach altem Recht	122
ee) Lösung im aktuellen kapitalmarktrechtlichen System	123
(1) MiFID II	124
(2) Transparenzrichtlinie	125
(3) Zwischenergebnis	126
(4) Perspektivisch: Zuständigkeitsregelung nach Art. 17 Abs. 3 MAR?	127
(5) Rechtspraktische Relativierung in der Anwendungspraxis	127
ff) Zusammenfassung	129
VIII. Zusammenfassung	130

B. Grundsätzliche Ad-hoc-Publizität nach Art. 17	
Abs. 1 UAbs. 1 MAR	131
I. Norminhalt	132
II. Grundsätzlicher Anwendungsbereich der MAR	135
III. Normadressat und Anwendungsbereich	136
1. Emittent (Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR)	136
a) Keine Konzernklausel	137
b) „Juristische Person des Privatrechts“ – keine Personengesellschaften?	138
aa) Stellungnahme	138
bb) Anderes Ergebnis wegen Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 lit. d MAR?	139
cc) Ergebnis	141
2. Emittent von Finanzinstrumenten	141
3. Anknüpfung an Handelsplätze	141
a) Unionsrechtliche Entwicklung des Normadressaten	142
b) Einbeziehungsinitiative des Emittenten	143
c) Rückzug nur vom publizitätsauslösenden Handelsplatz	146
d) Zusammenfassung Normadressat	146
IV. Tatbestand	147
1. Konkret pflichtauslösende Insiderinformation (Art. 7, 17 MAR)	148
a) Allgemeines	148
b) Präzise Information	151
aa) Allgemeines	152
bb) Grundsätzlicher Maßstab: Kursspezifität	153
cc) Saldierungsverbot	154
dd) Zukünftige Ereignisse, insbesondere Eintrittswahrscheinlichkeit	155
(1) Absage an den probability magnitude test	155
(2) Überwiegende Eintrittswahrscheinlichkeit („50 Prozent + x“)?	156
(3) realistic prospect auch bei Wahrscheinlichkeit unter 50 Prozent	157
(4) Zwischenergebnis	158
ee) Unsicherheit vergangener Ereignisse	159
ff) Zwischenschritte	159

c) Eignung der erheblichen Kursbeeinflussung (Art. 7 Abs. 4 MAR)	162
aa) Der verständige Anleger	162
bb) Berücksichtigung von Irrationalitäten	164
cc) Zwischenschritte	166
dd) Relevante Finanzinstrumente	167
(1) Problemlagen	168
(2) Beschränkungen für die Ad-hoc-Publizität	168
d) Nicht öffentlich bekannt (Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR)	170
aa) Allgemeines	170
bb) Bestimmung über die breite Kapitalmarktöffentlichkeit	172
(1) Hintergrund der Auffassung von der Bereichsöffentlichkeit	173
(2) Verständnis der BaFin	175
(3) Entscheidend: Unionsrecht, insbesondere MAR	176
cc) Zusammenfassung	179
2. Unmittelbarer Emittentenbezug	180
3. Kenntnis	182
a) Kenntnis des Emittenten	183
b) Irgendjemandes Kenntnis	184
c) Existenz der Information als Grund anlassbezogener Publizität	185
aa) Veröffentlichung, „falls vorhanden“?	185
bb) Wissenserfordernis wegen ErwG 55 MAR?	186
d) Stellungnahme	187
e) Zwischenergebnis	190
4. Zusammenfassung	192
V. Rechtsfolge: Unverzügliche Bekanntgabe an die Öffentlichkeit	194
1. Überblick	194
2. Veröffentlichungspflicht (im weiteren Sinne)	197
a) Allgemeines	197
b) Veröffentlichungspflicht im engeren Sinne	200
aa) Zielrichtung „Öffentlichkeit“	201
bb) Weitere Vorgaben zur Veröffentlichung	201
(1) Zwei Veröffentlichungspflichten im engeren Sinne	201

(2) Inhaltliche Anforderungen	203
(a) Unionsrechtliche Vorgaben	203
(b) Nationale Ergänzungen	204
(c) Rechtspraktische Konzessionen	206
(3) Sprachenregelung	206
cc) Interne Zuständigkeit für Bekanntgaben	209
dd) Zwischenergebnis	211
c) Weitere Mitteilungspflichten im Veröffentlichungsverfahren	212
aa) Vorabmitteilungspflicht	212
(1) Art. 19 TrRL als unionsrechtliche Grundlage?	214
(a) Normgenese des Art. 19 TrRL	215
(b) Rechtsvergleichende Umschau	218
(c) Normgenese der Vorabmitteilungspflicht im deutschen Recht	222
(aa) 2. FFG	222
(bb) Praxisprobleme der Vorabmitteilungspflicht des 2. FFG	224
(cc) Umsetzung der TrRL	225
(dd) FiMaNoG	226
(ee) Zwischenergebnis Normgenese Vorabmitteilungspflicht	227
(d) Zwischenergebnis	228
(2) Konsequenz: Unionsrechtswidrigkeit?	228
(a) Zulässige Abweichungen von der TrRL	228
(b) Unzulässige Abweichungen von der TrRL	230
(c) Unzulässigkeit wegen Art. 17 Abs. 8 MAR?	230
(d) Legitimität wegen Art. 6 Abs. 7 MAD I, Art. 23 Abs. 2 lit. m MAR	231
(e) Begründung durch Rückgriff auf MiFID II	231
(f) Ergebnis: Unionsrechtskonformität	233
(3) Reichweite der Handelsplatzinformation?	234
(a) Stellungnahme: nur inländische Handelsplätze	234

(b) Stellungnahme: Einverständlicher Marktbezug erforderlich	235
(4) Unstimmigkeiten im personellen Anwendungsbereich	240
(a) Beantragte Zulassung zum OTF	240
(b) Inlandsemittent ab Zulassung	241
(5) Zusammenfassung	242
bb) Mitteilung an das Unternehmensregister	243
cc) Posting auf der Website des Emittenten	245
(1) Unterschied zum alten Marktmissbrauchsrecht	246
(2) Missverständlicher Wortlaut „Veröffentlichung“	247
(3) Fehlende Veröffentlichungsfrist	249
(4) KMU-Wachstumsmarkt	250
(5) Unklarheiten in den Anwendungsdetails	251
(a) Angabe von Datum und Uhrzeit der Bekanntgabe	251
(b) Inhaltliche Ausgestaltung des postings	254
(c) Technische Umsetzung	256
(6) Zusammenfassung	257
d) Zusammenfassung	257
3. Organisationspflichtendimension der Ad-hoc-Publizität	259
a) Allgemeines	259
b) These	261
c) Begründung und Auslegung	261
aa) Wortlaut	262
(1) Deutsche Sprachfassung	264
(a) Bisheriges deutsches Verständnis	264
(b) Stellungnahme	267
(2) Weitere Sprachfassungen	270
(3) Zusammenfassung Wortlaut MAR	272
bb) Systematische Erwägungen im Marktmissbrauchsrecht	274
(1) Bestandsaufnahme in der MAR	275
(a) Deutsche Sprachfassung	275
(b) Englische Sprachfassung	276
(c) Französische Sprachfassung	276
(d) Stellungnahme	277

(2) Begriffliche Teilkonsolidierung (drittes Korrigendum zur MAR)	278
(3) Sonstige Zeitangaben in Art. 17 MAR	279
(4) Zwischenergebnis	281
cc) „Unverzüglich“ in anlassbezogener Übernahmepublizität	282
(1) Relevanz auch wegen strittigem Spezialitätsverhältnis	283
(2) Art. 6 Abs. 1 S. 1 TBD, § 10 Abs. 1 WpÜG	285
(3) § 35 Abs. 1 WpÜG	286
(4) Zusammenfassung	288
d) Zwischenergebnis	288
e) Kriterien zur Bestimmung der zulässigen Frist	290
f) Faktische Möglichkeit	292
aa) Technische Organisationspflichten	294
bb) Interne Organisation / Ad-Hoc-Gremium	295
cc) Berücksichtigung der Größe oder Erfahrung des Emittenten	297
dd) Unbekannte oder nur extern bekannte Insiderinformation	298
ee) Konzernsachverhalte	300
ff) Zusammenfassung	301
g) Rechtliche Möglichkeit	302
aa) Einführung	303
(1) Rechtliche Grenzen der Organisationsmöglichkeit	304
(2) Rechtliche Grenzen der Veröffentlichungsmöglichkeit	305
bb) Prüfungsmaßstab	307
cc) Grundsatz: Auskunft- und Mitteilungspflichten	309
dd) Konzernstrukturen	310
ee) Datenschutz und informationelle Selbstbestimmung	315
(1) Einführung	316
(a) Ansatzpunkt bei Ad-hoc-Pflichten	316
(b) DSGVO	317
(2) Datenschutzrechtlicher Anknüpfungspunkt in der MAR	318

(3) Schutz personenbezogener Daten vor unzulässiger Verarbeitung	319
(a) Begriffsbestimmungen	319
(b) Berührungspunkte	319
(c) Beispiele	320
(d) Problemfeld: (Schwerwiegende) Krankheit oder Verletzung	321
(4) Eingriffsrechtfertigung, insbesondere nach DSGVO	325
(a) Rechtfertigungsbündel aus Art. 6 DSGVO	326
(b) Besonderer Rechtfertigungsmaßstab aus Art. 9 DSGVO	327
(aa) Erhebliches öffentliches Interesse	327
(bb) Offensichtliche Veröffentlichung	329
(cc) Öffnungsklausel	329
(dd) Einwilligung	329
(5) Zwischenergebnis	332
ff) Geschäftsgeheimnisse	334
gg) Nemo tenetur se ipsum accusare	337
(1) Cursorischer Überblick zur Herleitung	339
(2) Ansatzpunkte der Problemstellung nemo tenetur	340
(3) Deutsches Verfassungsrecht	341
(4) Art. 6 Abs. 1 EMRK und Rechtsprechung des EGMR	343
(5) Rechtsprechung des EuGH	346
(6) Konsequenz für die Ad-hoc-Publizität	347
(7) Ergebnis	351
hh) Kapitalmarktrechtsimmanente Schranken	351
(1) In Art. 17 MAR angelegte Schranken	352
(2) Vorabmitteilungspflicht im deutschen Recht	353
(3) Andere Publizitätsvorschriften	355
(4) Insbesondere: § 10 Abs. 6 WpÜG	356
(a) Vorrangregel des Übernahmerechts	356
(b) Schwächen der Vorrangregel	358
(c) Keine Vorrangregel im unionsrechtlichem Übernahmerecht	359
(d) Funktional-teleologische Unterschiede	360

(e) Begründung von Idealkonkurrenz anhand der TBD	362
(f) Nichtkapitalmarktrechtliche Zwecke der TBD	366
(g) Begründung von Idealkonkurrenz anhand der MAR	367
(h) Änderung des § 10 Abs. 6 WpÜG	368
(i) Ergebnis	369
ii) Zwischenergebnis	370
VI. Zusammenfassung	371
C. Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 2 MAR	377
D. Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 8 MAR	377
I. Normhistorischer Hintergrund	378
II. Funktion und Einordnung in das System des Art. 17 MAR	380
1. „Equal access“ statt Informationssteigerung	380
2. Weitere Unterschiede zur allgemeinen Ad-hoc-Pflicht	381
a) Geringere praktische Bedeutung wegen Idealkonkurrenz	382
b) Weitergehender Insiderinformationsbegriff	382
c) Publizitätsauslösendes Ereignis: Weitergabe	383
d) Stärkere Nähe zur insiderrechtlichen Säule der MAR	383
e) Zum Weitergabebedarfnis des Emittenten	384
f) Zwischenergebnis	386
III. Normadressat	386
1. Herrschende Deutsche Auffassung	386
2. Emittent	388
3. EAMP	389
4. In ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Person	389
a) Keine Veröffentlichungspflicht der handelnden Person	390
b) Hintergrund des deutschen Verständnisses	391
c) Stellungnahme	393
aa) Wortlaut	393
bb) Auffassung der ESMA	394
cc) Systematischer Vergleich zu Art. 18 MAR	394
dd) Systematischer Vergleich zu Art. 4 Abs. 3 REMIT	395
ee) Vergleich mit § 243.100 Regulation FD	396
5. Zusammenfassung	397

IV. Tatbestand	397
1. Offenlegender	398
a) Erfasster Kreis offenlegender handelnder Personen	399
aa) Erste Annäherung; nur Primärinsider	399
bb) Beschränkung auf Insider nach Art. 8 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a-c MAR	400
cc) Weitere Beschränkung durch Art. 17 Abs. 8, Art. 10 Abs. 1 MAR	400
b) Zwischenergebnis	401
2. Rechtmäßige Offenlegung	401
a) Allgemeines	401
b) Wissensorganisationsverantwortung	403
3. Offenlegungsgegenstand	405
4. Offenlegungsadressat	405
5. Geheimhaltungspflicht (Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR)	407
6. Besondere Einzelfälle	408
a) Offenlegungen bei Marktsondierungen (Art. 11 MAR)	408
b) Offenlegungen gegenüber Vertretern der Presse (Art. 21 MAR)	411
c) Offenlegungen gegenüber Behörden	413
d) Offenlegung zum Zweck oder im Rahmen der Veröffentlichung	414
V. Rechtsfolge	415
1. Grundsätzlicher Gleichlauf im Veröffentlichungsverfahren	416
a) Anwendbarkeit von Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 MAR	416
b) Anwendbarkeit des deutschen Verfahrensrechts	417
2. Veröffentlichungsfrist	418
a) Gleichzeitige Veröffentlichung bei intendierter Offenlegung	419
b) Unverzögliche Veröffentlichung bei nicht intendierter Offenlegung	421
VI. Zusammenfassung	422
E. Befreiungstatbestand nach Art. 17 Abs. 4 MAR	424
I. Normhistorischer Überblick	424
II. Auslegungsmaßstab der Tatbestandsausnahme	426
III. Voraussetzungen	429
1. Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	429

2. Berechtigte Interessen des Emittenten (Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a MAR)	430
a) Fallgruppen des Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a MAR nach Unionsrecht	431
aa) Laufende Verhandlungen	432
bb) Entscheidungen in dualistisch organisierten Gesellschaften	432
cc) Innovationsschutz	434
dd) Erwerb / Veräußerung Unternehmensbeteiligung	434
ee) Genehmigungen staatlicher Stellen	435
ff) Zwischenergebnis	435
b) Emittenteninteresse	436
aa) Shareholder-Value-Ansatz wegen ErwG 50 lit. a MAR?	437
bb) Stellungnahme: Gesellschaftsrechtliche Bestimmung	437
(1) Keine Beschränkung des Emittenten auf Aktiengesellschaften	438
(2) Non-equity Handelsplätze im Regelungsbereich der MAR	440
(3) Entbehrlichkeit der Begrenzung „potentieller Aktionäre“	440
(4) Emittenteninteresse als langfristiger unternehmerischer Erfolg	441
cc) Zwischenergebnis	445
c) Weitere Ableitungen für Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a MAR	446
aa) Überwiegendes berechtigtes Interesse?	446
bb) Wortlaut	447
cc) Gesellschaftsrechtlicher, ökonomisch-multilokaler Ansatz	447
dd) Gefährdung bei sofortiger Offenlegung (immediate disclosure)	448
d) Zwischenergebnis	450
3. Keine Irreführung der Öffentlichkeit (Art. 17 Abs. 4 lit. b MAR)	451
4. Sicherstellung der Geheimhaltung (Art. 17 Abs. 4 lit. c MAR)	452
a) Wissensorganisationspflichten	453

b) Präzisierung durch Art. 17 Abs. 7 MAR	454
aa) Grundsätzliche Bedeutung	454
bb) Exkurs: Handwerkliche Fehler in Art. 17 Abs. 7 MAR	457
c) Zwischenergebnis	458
IV. Rechtsfolge	459
1. Befreiungsbeschluss oder Legalbefreiung?	459
2. Zuständigkeit	461
3. Form der Beschlussfassung	464
a) Vorratsbefreiungsbeschluss	464
b) Vorsorglicher Befreiungsbeschluss	465
4. Pflichtenprogramm während der Selbstbefreiung	467
5. Benachrichtigung der Aufsichtsbehörde über bestehende Selbstbefreiung	468
V. Entfallen der Voraussetzungen der Selbstbefreiung	469
1. Mitteilung nach Art. 17 Abs. 4 UAbs. 3 MAR	470
2. Entfallen der Voraussetzungen der Ad-hoc-Pflicht	472
VI. Zusammenfassung	474
F. Befreiungstatbestand nach Art. 17 Abs. 5, Abs. 6 MAR	476
G. Sanktionsregime und Aufsichtsrecht	478
I. Einführung	478
II. Private enforcement	480
1. Einführung	481
2. Spezialgesetzliche Haftungsgrundlagen	486
a) Überblick	487
b) Dogmatische Verortung der §§ 97, 98 WpHG	488
c) Keine Anwendungsanomalie zwischen dem 3.1.2018 und dem 13.7.2018	489
d) Regelungsinhalt	490
aa) Passivlegitimation: Emittent	491
(1) Abweichung von Inlands-, MTF- und OTF- Emittent	491
(2) Keine Außenhaftung von Organen	493
bb) Handelsplatzbezug	493
(1) Vermischung kapitalmarkt- und börsenrechtlicher Terminologie	494
(2) Entwicklung der erfassten Handelsplätze	494
(a) Späterer ausdrücklicher Bezug zur Ad- hoc-Publizität	495

(b)	Börsenbezug als Äquivalent zum Bezug zum geregelten Markt?	495
(c)	Anwendbarkeit auch auf den Freiverkehr?	495
(d)	Systemwechsel infolge von MiFID I	496
(e)	Konsequenz und Änderungsvorschlag	497
(3)	Zwischenergebnis	498
cc)	Defizitäres Ad-hoc-Verhalten	498
dd)	Verschulden	499
ee)	Aktivlegitimation	500
(1)	„zu teuer gekauft“ / „zu günstig verkauft“	500
(2)	Transaktionserfordernis	501
ff)	Schaden	503
gg)	Kausalität	504
hh)	Nicht von §§ 97, 98 WpHG erfasstes Verhalten	505
(1)	Veröffentlichung wegen Art. 17 Abs. 7 MAR	505
(2)	Mitteilungs- und Übermittlungspflicht nach § 26 Abs. 1 WpHG	506
(a)	Übermittlungspflicht (§ 26 Abs. 1 Fall 2 WpHG)	506
(b)	Vorabmitteilungspflicht (§ 26 Abs. 1 Fall 1 WpHG)	507
(3)	Internetposting nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S. 3 MAR	507
(4)	Selektive Offenlegung nach Art. 17 Abs. 8 MAR	508
e)	Zusammenfassung	509
3.	Allgemeine zivilrechtliche Haftung	510
a)	§ 826 BGB	510
b)	§ 823 Abs. 2 BGB i.V.m. Art. 17 MAR	511
aa)	Voraussetzungen der Schutzgesetzzeigenschaft	512
bb)	Erste Annäherung an die Ad-hoc-Publizität	513
cc)	Unionsrechtlich gebotene Anwendung von § 823 Abs. 2 BGB?	515
(1)	Historische Entwicklung	517
(a)	Segré-Bericht	517
(b)	Börsenzulassungs-RL	518
(c)	Insider-RL	518
(d)	MAD I	519
(2)	Aktueller Stand der MAR	519

(3) Zwischenergebnis	521
dd) Ergebnis zur Anwendbarkeit des § 823 Abs. 2 BGB	521
4. Zusammenfassung	521
III. Public enforcement	523
1. Einleitung	523
a) Grundgedanken der Verbandssanktion in Deutschland	523
b) Aufsichtspflichtverletzung (§ 130 OWiG)	525
2. Generalamnestie für Altfälle	527
a) These der Generalamnestie	527
b) Replik der BaFin und Judikatur	528
c) Nachträglicher gesetzlicher Ausschluss der Meistbegünstigung	530
d) Vorzeitige Aufhebung des alten Marktmissbrauchsrechts am 2.7.2016	531
e) Vorzeitige Umsetzung des neuen Marktmissbrauchsrechts am 2.7.2016	533
aa) Zulässigkeit nationaler Regelungen vor dem 3.7.2019	533
bb) Zulässige Anwendung nationaler Regelungen vor dem 3.7.2016	536
f) Zwischenergebnis	538
3. Ordnungswidrigkeitenrecht	538
a) Unionsrechtliche Vorgaben (Art. 30 Abs. 2 MAR)	539
b) Nationale Umsetzung (§ 120 WpHG i.V.m. OWiG)	540
c) Insbesondere: § 120 Abs. 1 Nr. 2, 3, Abs. 15 Nr. 6-11 WpHG (n.F.)	543
aa) Verstöße gegen Ad-hoc-Pflicht im engeren Sinne	543
bb) „Sicherstellung der Veröffentlichung“	544
cc) Defizitäres posting auf der Website des Emittenten	546
dd) Defizitäre Mitteilung und Erläuterung	547
d) Subjektiver Tatbestand / Vorwerfbarkeit	548
e) Zumutbarkeit, Grenzen der Zurechnung und Rechtfertigung	549
f) Sanktionshöhe	550
g) Zusammenfassung	552
4. Strafrecht	553
a) Primärrechtliche Grundlage der MAD II	554

b) Strafrechtliche Erfassung von Art. 17 MAR?	555
aa) Begriff der Marktmanipulation in MAR und MAD II	556
bb) Vorsätzliche und schwerwiegende Fälle	557
cc) Erfasste Begehungsmodalitäten	558
dd) Strafmaß	559
ee) Verantwortlichkeit und Sanktionierung juristischer Person	559
c) Deutsche Umsetzung und nationale Strafvorschriften zu Art. 17 MAR	560
aa) Strafbarkeit natürlicher Personen	560
(1) § 38 WpHG a.F.	560
(2) Änderungen infolge der FiMaNoG (§ 119 WpHG)	561
(a) Überschießende Umsetzung durch Anlehnung an MAR	561
(b) Einwirkungserfolg statt Wahrscheinlichkeit der Einwirkung	562
(c) Ausschluss der Manipulation im Emissionshandel	563
(d) Kein Vorteil/Gewinn erforderlich	563
(e) Qualifikationstatbestand § 119 Abs. 5 WpHG	564
(f) Versuchsstrafbarkeit, Teilnahmestrafbarkeit	566
(g) Keine Unterlassungsstrafbarkeit?	567
(3) Sonstige Straftatbestände	569
bb) Verantwortlichkeit juristischer Personen	569
(1) Verbandsgeldbuße (§ 30 OWiG)	569
(2) Andere Sanktionen i.S.d. Art. 9 MAD II	570
d) Zusammenfassung	571
5. Sonstiges zur öffentlich-rechtlichen Durchsetzung der MAR	572
a) Naming and shaming bei Sanktionen wegen Verletzungen der MAR	572
b) Weitere Aufsichtsbefugnisse (§ 6 WpHG)	575
c) Hinweisgebersystem	576
IV. Zusammenfassung	578
H.Zusammenfassung	580

§ 3	Kartellrechtliche leniency programmes	593
A.	Einführung	593
I.	Begriff des Kronzeugen und des Kronzeugenprogramms	594
1.	Grundsätzliches Verständnis	594
2.	Bisheriger Begriff des deutschen Kartellrechts: Bonusregelung	596
3.	Kronzeuge im Duktus des Unionsrechts	597
4.	Bisherige Verwendung im deutschen Recht	598
5.	Konsequenz für hier favorisierte Terminologie	600
II.	Allgemeiner Hintergrund	600
III.	Regelungsumfeld	602
1.	Terminologie Kartellrecht/Wettbewerbsrecht	602
2.	Kursorischer ökonomischer Überblick	603
3.	Normativer Ausgangspunkt zum Schutzobjekt Wettbewerb	605
a)	Primärrechtlicher Schutz des Wettbewerbs	605
b)	Deutsches Verfassungsrecht	608
4.	Kartellverbot	610
5.	Konzept der parallelen Anwendung und Zuständigkeiten	612
a)	Zuständige Wettbewerbsbehörden	612
b)	Europäisches Wettbewerbsnetz	614
c)	Auswirkung auf leniency programmes	615
6.	Verfahrensrechtliche Einordnung	617
a)	Umfeld des Kronzeugenprogramms der Kommission	618
aa)	Art. 23 VO (EG) Nr. 1/2003	618
(1)	Opportunitätsprinzip	618
(2)	Adressat	619
(3)	Strafrechtsnahe Rechtsnatur der Geldbuße	620
(4)	Bußgeldhöhe und -berechnung	621
bb)	KSE-RL	624
cc)	VO (EG) Nr. 773/2004	626
dd)	Rechtspraktische Umsetzung	628
ee)	Gerichtliche Kontrolle	629
ff)	Zwischenergebnis	632
b)	Umfeld der bisherigen deutschen Bonusregelung	633
aa)	Unionsrecht	633
bb)	Nationale leniency programmes in Europa	634
cc)	Umsetzung der KSE-RL	635

dd) Stand des Kartellbußgeldrechts der neunten GWB-Novelle	637
(1) Ordnungswidrigkeit	637
(2) Adressat	637
(3) Bußgeldhöhe	638
(4) Bemessungskriterien	639
(5) „Rechtsgrundlage“ und Grundstruktur der Bonusregelung 2006	639
ee) Zwischenwürdigung: Einordnung von leniency programmes	640
(1) Behördliche Ebene	640
(2) Bindung der Gerichte?	643
c) Umfeld des Kronzeugenprogramms nach der zehnten GWB-Novelle	648
aa) Vorgaben der „ECN+“-RL	648
bb) Zehnte GWB-Novelle	649
(1) Allgemeines	649
(2) Ordnungswidrigkeitentatbestände	651
(3) Unternehmen und Unternehmensvereinigungen	652
(4) Bemessungskriterien	652
(a) Ausführlicher Katalog	652
(b) Beibehalten der Ermächtigung zu Verwaltungsgrundsätzen	653
(c) Compliance-Defence?	654
(aa) Richtungswechsel des Entwurfsverfassers	654
(bb) Stellungnahme	656
(cc) Zwischenergebnis	661
(5) Bußgeldhöhe	661
(a) Materielle Verstöße	661
(b) Verfahrensrechtliche Verstöße	662
(c) Bußgeldhöhe bei Fahrlässigkeit	663
(d) Kappungsgrenze im deutschen Kartellrecht?	664
(aa) Grauzementkartell-Entscheidung des BGH	665
(bb) Nunmehr: Gesetzliche Bemessungskriterien	666

(cc)	Normierter Katalog von Bemessungskriterien	667
(dd)	Konvergente Kartellrechtsanwendung wegen „ECN+“-RL	667
(ee)	Beseitigung rechtlicher Bedenken durch feste Kriterien	668
(ff)	Nulla poena sine culpa	668
(gg)	Bedeutung bei der Bußgeldbemessung	669
(hh)	Wahrung des Bestimmtheitsgrundsatzes	670
(ii)	Zwischenergebnis: Rückkehr zur Kappungsgrenze	671
(e)	Zwischenergebnis	672
(6)	Gesetzliches Kronzeugenprogramm	673
7.	Rechtsstaatliche und rechtliche Bedenken	675
a)	Behördliche Sanktionsbefugnis und gerichtliche Kontrolle	675
b)	Grundrechte und Verfahrensrechte (nemo tenetur)	677
c)	Verbleibende Probleme	679
IV.	Zusammenfassung	680
B.	Inhalt und Voraussetzungen der leniency programmes	683
I.	Sachlicher Anwendungsbereich	684
1.	Kartell im weiteren Sinn	684
2.	Kartell im engeren Sinn	685
3.	Kronzeugenmitteilung 2006	686
4.	Nationales Kronzeugenprogramm nach der zehnten GWB-Novelle	687
a)	Richtlinienvorgabe (Art. 17 Abs. 1 S. 1, 18 Abs. 1 S. 1 „ECN+“-RL)	687
b)	§ 81h Abs. 2 GWB (10. GWB-Novelle)	689
aa)	Bußgeldverfahren der Kartellbehörden	689
bb)	Erfasste Kartellverstöße	691
c)	Anerkennung der Kooperation auch im Vertikalfall?	693
aa)	Behördliche Praxis	693
bb)	Hintergrund	695
cc)	Anwendungsbereich anderer nationaler leniency programmes	696
(1)	Vereinigtes Königreich	696

(2) Italien	698
dd) Implikationen für das private enforcement	699
d) Zwischenergebnis	700
II. Persönlicher Anwendungsbereich	701
1. Kronzeugenmitteilung 2006	701
2. Nationales Kronzeugenprogramm nach der zehnten GWB-Novelle	703
a) Richtlinienvorgabe (Art. 17 Abs. 1, Art. 18 Abs. 1 „ECN+“-RL)	703
b) § 81h Abs. 1 GWB (10. GWB-Novelle)	704
III. Erlass der Geldbuße	706
1. Kronzeugenmitteilung 2006	706
a) Fall 1: Ermöglichung von Nachprüfungen	707
b) Fall 2: Neue Beweismittel	708
c) Gemeinsame Voraussetzungen	709
aa) Zusammenarbeit mit der Kommission	710
(1) Zurverfügungstellen von/-stehen für Informationen	710
(2) Zugriff auf (ehemalige) Mitarbeiter	713
(3) Beweiserhaltung/Verschwiegenheit	714
bb) Grundsätzlich: Beendigung der Kartellbeteiligung	715
cc) Verhalten während der Erwägung eines Antrags	717
d) Gemeinsamer Ausschlussgrund für Erlass	718
e) Rechtsfolge	719
2. Nationales Kronzeugenprogramm nach der zehnten GWB-Novelle	720
a) Richtlinienvorgabe (Art. 17 „ECN+“-RL)	720
aa) Notwendige Inhalte der Offenlegung	721
bb) Gemeinsame Voraussetzungen	722
cc) Gemeinsamer Ausschlussgrund für Erlass	724
dd) Rechtsfolge	724
b) § 81k GWB (10. GWB-Novelle)	726
aa) Besondere Voraussetzungen	726
bb) Allgemeine Voraussetzungen	726
(1) § 81k GWB (10. GWB-Novelle)	727
(a) Antragstellung	727
(b) Geringfügige Abweichungen von Art. 19 „ECN+“-RL	728

(c) Insbesondere:	
Verschwiegenheitsanforderung	729
(d) Erwägung, einen Antrag zu stellen	729
(2) Zwischenwürdigung: Bedeutung des Informationsmanagements	730
cc) Abkehr vom Ringleader-Kriterium	732
dd) Rechtsfolge	733
(1) Gebundene Entscheidung / intendiertes Ermessen	733
(2) Erlass durch die Kartellbehörde	734
(a) Veränderung gegenüber erstem Referentenentwurf	735
(b) Gerichtliche Bindung an § 81k GWB (10. GWB-Novelle)	735
IV. Ermäßigung der Geldbuße	737
1. Kronzeugenmitteilung 2006	737
a) Voraussetzungen	737
aa) Beweise mit erheblichem Mehrwert	738
bb) Zwingende Beweise / Teilerlass	738
b) Rechtsfolge	740
c) Zusammenfassung	742
2. Nationales Kronzeugenprogramm nach der zehnten GWB Novelle	742
a) Richtlinienvorgabe (Art. 18 Abs. 2 „ECN+“-RL)	742
aa) Keine Begriffsbestimmung des „Mehrwerts“	743
bb) Ausschließlicher Anknüpfungspunkt: Antragstellung	743
cc) Stichhaltige Beweise / Teilerlass	745
dd) Deutlichere inhaltliche Anforderungen an den Antrag	747
ee) Offene Rechtsfolge	747
b) § 81l GWB (10. GWB-Novelle)	749
aa) Beweismittel von erheblichem Mehrwert	749
bb) Stichhaltige Beweise /Teilerlass	750
cc) Rechtsfolge	751
c) Zusammenfassung	753
V. Antragstellung	754
1. Kronzeugenmitteilung 2006	755
a) Antrag auf Erlass der Geldbuße	756
aa) Initiale Kontaktaufnahme	756

bb)	Form des förmlichen Antrags	757
	(1) Grundsätzlicher Ablauf	758
	(2) Mündliche Antragstellung	759
	(3) Hypothetischer Antrag	761
	(4) Sprache	762
cc)	Marker	762
	(1) Anwendungsbereich	763
	(2) Pflicht- und Sollangaben	764
	(3) Form	765
	(4) Kein Anspruch auf Markergewährung	766
	(5) Verfahren nach Gewährung des Markers	766
dd)	Kurzantrag	767
b)	Verfahren bei Antrag auf Ermäßigung der Geldbuße	768
aa)	Allgemeines	768
bb)	Besonderheiten	769
cc)	Sonderproblem: Übergang zum Ermäßigungsverfahren	769
	(1) Rn. 20 Kronzeugenmitteilung 2006	770
	(2) Wirkung des Ersuchens (Rn. 20 S. 2 Kronzeugenmitteilung 2006)	771
	(3) Stellungnahme	771
	(4) Ergebnis	773
2.	Nationales Kronzeugenprogramm nach der zehnten GWB-Novelle	774
a)	Allgemeines	774
aa)	Richtlinienvorgabe „ECN+“-RL	775
	(1) Grundsätzlicher Aufbau des vollständigen Antrags	775
	(2) Form	776
	(a) Schriftform und sonstige Einreichung (Art. 20 Abs. 1 „ECN+“-RL)	777
	(b) Empfangsbestätigung (Art. 20 Abs. 2 „ECN+“-RL)	777
	(c) Sprachenregelung	778
	(3) Weiteres Verfahren	779
bb)	Umsetzung, insbesondere § 81i GWB (10. GWB-Novelle)	780
	(1) Einheitliches Kronzeugenverfahren	780
	(2) Antrag auf Kronzeugenbehandlung / Terminologie	781

(3) Wesentliche Vorgaben zum ausgearbeiteten/ vollständigen Antrag	781
(4) Stellungnahme	783
(a) Sprachenfrage	783
(b) Form	783
(c) Regelung für Anträge auf Kronzeugenbehandlung	784
(d) Empfangsbestätigung	786
b) Markter	786
aa) Richtlinienvorgabe (Art. 21 „ECN+“-RL)	786
(1) Anwendungsbereich	787
(2) Inhaltliche Vorgaben	788
(3) Form und Sprache	789
(4) Kein Markter ex lege / Anspruch auf Markergewährung	790
(5) Wirkung	790
(a) Prioritätsprinzip	791
(b) Maßgeblich: Beantragung des Markers	792
bb) § 81m GWB (10. GWB-Novelle)	793
(1) Anwendungsbereich	793
(2) Inhaltliche Voraussetzungen	794
(3) Form und Sprache	794
(4) Eigenmächtiges Setzen des Markers	795
(5) Frist	797
(6) Wirkung	797
cc) Zusammenfassung	797
c) Kurzantrag	798
aa) Richtlinienvorgabe (Art. 22 „ECN+“-RL)	799
(1) Anwendungsbereich	799
(a) Beantragte Kronzeugenbehandlung bei der Kommission	799
(b) Bestehender Antrag	800
(c) Kurzanträge bei Markern	801
(2) Inhaltliche Anforderungen	802
(3) Form	803
(4) Verfahrensrechtliche Wirkung	803
bb) § 81n GWB (10. GWB-Novelle)	804
(1) Antrag auf Kronzeugenbehandlung bei der Kommission	805
(2) Zeitlicher Anknüpfungspunkt	805

(3) Form, Sprache und inhaltliche Anforderungen	806
(4) Prüfung durch die Kartellbehörde	807
(5) Sonderproblem: Innerdeutsche (Kurz-)Anträge	807
(6) Wirkung	808
(a) Geltung auch für Marker bei der Kommission	808
(b) Allgemeine Wirkung	809
(c) Defizite und Fehler des Entwurfs	809
3. Zusammenfassung Antragsstellung	810
VI. Zivilrechtliche Folgen	813
VII. Public enforcement gegen natürliche Personen	815
1. Verwaltungssanktionen / Ordnungswidrigkeitenrecht	815
a) Richtlinienvorgabe (Art. 23 Abs. 1 „ECN+“-RL)	816
aa) Anknüpfung an Antrag auf Geldbußenerlass	816
bb) Tatsächlicher Erlass nicht erforderlich	816
cc) Individuelle Kooperationsbereitschaft	817
b) Umsetzung	818
2. Strafrechtliche Sanktionen	820
a) Einschränkung der Verfolgung von Straftaten	820
aa) Richtlinienvorgabe (Art. 23 Abs. 2, Abs. 1 „ECN+“-RL)	820
bb) Umsetzung	823
cc) Lösungsvorschläge	825
(1) Stärkere Einbindung der Wettbewerbsbehörde	826
(a) Strafverfolgung durch die Wettbewerbsbehörde	826
(b) Deutscher „No-Action-Letter“	828
(aa) Ausnahme von § 41 Abs. 1 OWiG	828
(bb) Kartellbehördliche Strafverfolgungsermächtigung	829
(c) Stellungnahme	830
(2) Überarbeitung des § 298 StGB	831
(3) Ergänzung der §§ 153 ff. StPO	834
dd) Zwischenergebnis	836
b) Schutz von Kronzeugenerklärungen	837
aa) Richtlinienvorgabe (Art. 31 „ECN+“-RL)	837
(1) Schutz bei Mitwirkungspflichten	838

(2) Offenlegungsverbot für erlangte Informationen	839
(3) Schutz von Kronzeugenerklärungen	839
(4) Zwischenergebnis	842
bb) Bisherige Rechtslage in Deutschland	843
(1) Weitergehende Auskunftsverweigerungsrechte	843
(2) Geringerer Schutz vor Aktenzugriff	843
(a) Kooperationsverhältnis von Kartellamt und Staatsanwaltschaft	844
(b) Privater Zugriff auf Akten der Staatsanwaltschaft	846
(c) Grundsätzlich: staatsanwaltschaftlicher Aktenzugriff	847
cc) Rechtslage nach der zehnten GWB-Novelle	848
(1) Mitwirkungspflichten	849
(2) Stellungnahme	850
3. Zwischenergebnis	852
C. Zusammenfassung	854
§ 4 Kartellrechtliche leniency programmes und Ad-hoc-Publizität	861
A. Einführung	861
I. Konkurrenzebene	863
II. Tatbestandsebene	865
B. Konkurrenzebene	866
I. Einführung	866
II. Nachrangigkeit lediglich soft laws?	867
1. Veränderte Ausgangslage im Kapitalmarktrecht	867
2. Veränderte Ausgangslage im Kartellrecht	868
3. Rechtsprechung des EuGH als Auslegung des Unionskartellrechts	868
4. Zwischenergebnis	870
III. Anhaltspunkte innerhalb der MAR (ErwG 80 MAR)	870
1. „Anwendung des Wettbewerbsrechts der Europäischen Union“	871
2. Nachrangigkeit des Kapitalmarktmissbrauchsrechts?	872
a) Deutsche Sprachfassung	872
b) Andere Sprachfassungen	872

c) Systematischer Vergleich mit der Geschäftsgeheimnis-RL (EU) 2016/943	873
d) Betonung der Eigenständigkeit des Kapitalmarktmissbrauchsrechts	874
IV. Vorrangigkeit des Kapitalmarktrechts?	875
V. De-Larosière-Bericht als Argument für Idealkonkurrenz	878
VI. Zusammenfassung	879
C. Ad-hoc-Pflicht nach Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR bei leniency programmes	879
I. Normadressat	880
II. Ad-hoc-publicitätspflichtige Information nach Art. 17 Abs. 1, Art. 7 MAR	880
1. Rekurs: Voraussetzungen der Insiderinformation	880
2. Insiderinformation	881
a) Unmittelbarer Emittentenbezug	881
b) Nicht öffentlich bekannt	882
c) Präzise Information	883
d) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	884
e) Zwischenergebnis	885
3. Insiderinformationen im Kontext von leniency programmes	887
a) Komplexität der Ansatzpunkte im Kartellverfahren	887
b) Formalisierungsgrad von leniency programmes	888
c) Parallelwertung Verwaltungs-/Bußgeld-/ Gerichtsverfahren	889
d) Der Dominoeffekt der Kartellaufarbeitung	890
e) (Mutmaßlich) wesentliche Zwischenschritte	891
aa) Kartellverstoß	892
bb) Internes Ergebnis der Prüfung auf Kartellverstöße?	893
(1) Feststellung Kartellverstoß	894
(2) Keine Feststellung von Verstößen	896
cc) Stellen eines Kronzeugenantrags	897
dd) Vorschlag: Erwägen des Stellens eines Kronzeugenantrags	898
4. Zwischenergebnis	900
III. Grenzen im Organisations- und der Veröffentlichungsprozess	901
1. Unmittelbare Kenntnis der Information auf Managementebene	902

2. Rechtliche Schranken unverzüglicher Veröffentlichung	902
a) „Verschwiegenheitspflicht“	903
aa) Rechtliche Qualifikation der „Kooperationspflichten“	904
(1) Pflichtenbegriff im deutschen Zivilrecht	907
(2) Begriffliche Übertragbarkeit auf Öffentliches Recht?	909
(3) Rechtstheoretische Normsystematisierung	910
(4) Übertragung auf die „Kooperationspflichten“	912
(5) Folgen fehlender Kooperation im Vergleich	914
(6) Rechtsprechung der Unionsgerichte	915
(a) Nemo tenetur nach der Orkem-Rechtsprechung	916
(b) Weitere unionsgerichtliche Entscheidungen	917
(c) Folge für „Kooperationspflichten“	918
(7) Zwischenergebnis	919
b) Nemo tenetur als Grenze der Ad-hoc-Pflicht	920
c) Schutz der Kronzeugen-/Unternehmenserklärung	921
d) Wissensorganisation des Mitkartellanten	923
aa) Art. 101 Abs. 1 AEUV, § 1 GWB, § 134 BGB	923
bb) Gedanke der Whistleblower-RL	924
3. Zusammenfassung	925
IV. Tatbestandsausnahme „Selbstbefreiung“ Art. 17 Abs. 4 MAR	927
1. Berechtigtes Interesse	928
a) Rekurs zum berechtigten Interesse des Emittenten	928
b) Keine Berücksichtigung des öffentlichen Interesses	929
c) Interesse des kooperierenden Kartellanten/Emittenten	930
d) Begründung aus ESMA-Guidelines	931
e) Gefährdung durch sofortige Offenlegung	932
f) Zwischenergebnis	934
2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	935
3. Geheimhaltung	936
4. Stellungnahme und Zwischenergebnis	938
D. Sanktionsregime bei Verstößen gegen die Ad Hoc Publizität	940
I. Einführung	941
II. Vorwerfbarkeit / Verschulden	941

III. Rechtfertigungsebene	942
1. Rechtfertigende Pflichtenkollision	943
2. Konsequenz für den gegenständlichen Konflikt	944
3. (Sonstige) Rechtfertigungsgründe	945
IV. Zusammenfassung	948
E. Zusammenfassung	948
§ 5 Zusammenfassung und Ergebnisse in Thesen	955
Literaturverzeichnis	975



## Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte

- „ECN+“-RL RL (EU) 2019/1 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 11.12.2018 zur Stärkung der Wettbewerbsbehörden der Mitgliedstaaten im Hinblick auf eine wirksamere Durchsetzung der Wettbewerbsvorschriften und zur Gewährleistung des reibungslosen Funktionierens des Binnenmarkts, ABLEU v. 14.1.2019, L 11/3.
1. FiMaNoG Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) v. 30.6.2016, BGBl. I, S. 1514.
1. RefE 10. GWB-Novelle Referentenentwurf des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie – Entwurf eines Zehnten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 (GWB-Digitalisierungsgesetz) [Referentenentwurf 10. GWB-Novelle; Stand: 7.10.2019]
- 17 CFR Title 17 of the Code of Federal Regulations (USA)
2. FFG Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) v. 30.7.1944, BGBl. I, S. 1749.
2. FiMaNoG Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz - 2. FiMaNoG) vom 23.6.2017, BGBl. I, S. 1693.
2. ZDRLUG Gesetz zur Umsetzung der Zweiten Zahlungsdienstrichtlinie v. 17.7.2017, BGBl. I, S. 2446.

*Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte*

3. FFG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 24.3.1998, BGBl. I, S. 529.
4. FFG	Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 21.6.2002, BGBl. I, S. 2009.
7. GWB-Novelle	Siebtes Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen v. 12.7.2005, BGBl. I, S. 1954.
9. GWB-Novelle	Neuntes Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen v. 8.6.2017, BGBl. I, S. 1416.
10. GWB-Novelle	Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 und anderer Bestimmungen (GWB-Digitalisierungsgesetz) v. 18.1.2021, BGBl. I, S. 2.
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch (Österreich)
Abl.	Amtsblatt
AbleG	Amtsblatt der europäischen Gemeinschaften
AbleU	Amtsblatt der europäischen Union
Abs.	Absatz
AFM	niederländische Finanzmarktaufsichtsbehörde [Niederländisch: Autoriteit Financiële Markten]
AG	Aktiengesellschaft (Rechtsform)
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AGCM	Italienische Behörde zum Schutz des Wettbewerbs und des Marktes [Italienisch: Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato]
AIFM	Verwalter alternativer Investmentfonds [Englisch: alternative investment funds manager]

AIFMD	RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.6.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU v. 1.7.2011, L 174/1 [Englisch: alternativ investment funds manager directive – AIFMD].
AIFM-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der RL 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) v. 4.7.2013, BGBl. I, S. 1981.
AktG	Aktiengesetz
AllMBl.	Allgemeines Ministerialblatt des Freistaats Bayern
AM. J. INT'L L.	The American Journal of International Law
AMF	französische Finanzmarktaufsichtsbehörde [Französisch: Autorité des marchés financiers]
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28.10.2004, BGBl. I, S. 2630.
ArbRAktuell	Arbeitsrecht Aktuell (Zeitschrift)
ARRL II	RL (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.5.2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABIEU v. 20.5.2017, L 132/1.
art.	Artikel [Italienisch: articolo]
Aztn	Kroatische Behörde zum Schutz des Marktes und des Wettbewerbs [kroatisch: Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja]
Banz	Bundesanzeiger
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BeckOGK	Beck-online Großkommentar
BeckOK	Beck-online Kommentar
Begr.	Begründer
BegrRefE	Begründung des Referentenentwurfs

*Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte*

BegrRegE	Begründung des Regierungsentwurfs
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BMJV	Bundesministerium für Justiz und Verbraucherschutz
BMR	VO (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.6.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABLEU v. 29.6.2016, L 171/1 [Englisch: Benchmarks Regulation].
BMW	Bayerische Motorenwerke AG
BörseG	Österreichisches Bundesgesetz über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen 2018 (Börsegesetz 2018)
Börsenzulassungs-Gesetz	Gesetz zur Einführung eines neuen Marktabschnitts an den Wertpapierbörsen und zur Durchführung der Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften v. 5.3.1979, v. 17.3.1980 und v. 15.2.1982 zur Koordinierung börsenrechtlicher Vorschriften v. 16.12.1986, BGBl. I, S. 2478.
BörsenzulassungsRL	RL 79/279/EWG des Rates vom 5.3.1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABLEG v. 16.3.1979, L 66/21.
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BRAK	Bundesrechtsanwaltskammer
BR-AfUmwelt	Umweltausschuss des Bundesrates
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BT-PIPr.	Plenarprotokoll des Deutschen Bundestages
BVGer	Bundesverwaltungsgericht der Schweiz
BWVB	Baden-Württembergische Wertpapierbörse

bzw.	Beziehungsweise
CA 2009	Gesetz zum Schutz von Markt und Wettbewerb, Competition Act 2009 [Kroatisch: Zakon o Zaštiti Tržišnog Natjecanja]
Calif. Law Rev	California Law Review (Zeitschrift)
CARD	Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie, RL 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABLEG v. 6.7.2001, L 184/1 [Englisch: Consolidated Admissions and Reporting Directive].
CB	Compliance-Berater (Zeitschrift)
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapierwesen [Englisch: Committee of European Securities Regulators]
CMA	Wettbewerbsbehörde des Vereinigten Königreichs [Englisch: Competition and Markets Authority]
CMLJ	Capital Markets Law Journal (Zeitschrift)
CMU High Level Forum	High Level Forum on the Capital Markets Union, eingesetzt durch die Europäische Kommission
Consob	italienische Finanzmarktaufsichtsbehörde [italienisch: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa]
Crim-MAD	siehe MAD II
DAI	Deutsches Aktieninstitut
Datenschutz-RL	RL 95/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.10.1995 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten und zum freien Datenverkehr, ABIEU v. 23.11.1995, L 281/31.
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität

*Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte*

Diss.	Dissertation
DSGVO	VO (EU) 2016/679 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. April 2016 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten, zum freien Datenverkehr und zur Aufhebung der RL 95/46/EG (Datenschutz-Grundverordnung), ABIEU v. 4.5.2016, L 119/1.
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
EAMP	Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate i.S.v. Art. 3 Abs. 1 Nr. 20 MAR [Englisch: Emission Allowances Market Participant]
eBAnz	Elektronischer Bundesanzeiger
EBOR	European Business Organization Law Review
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECN-MLP	Model Leniency Programme des European Competition Network, abrufbar unter < <a href="https://ec.europa.eu/competition/ecn/documents.html">https://ec.europa.eu/competition/ecn/documents.html</a> > [Stand: November 2012]
EDPS	Europäischer Datenschutzbeauftragter [Englisch: European Data Protection Supervisor]
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
Einl.	Einleitung
EL	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten (Europäische Menschenrechtskonvention)
ErfK	Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht
ErwG	Erwägungsgrund
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde [Englisch: European Securities and Markets Authority]

ESMA-VO	VO (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABLEU v. 15.12.2010, L 331/84.
EuCML	Journal of European Consumer and Market Law
EuGH	Europäischer Gerichtshof (Instanz), aber auch pars pro toto Gerichtshof der Europäischen Union (Institution)
EuR	Zeitschrift Europarecht
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate (Referenzzinssatz)
EuZA	Europäische Zeitschrift für Arbeitsrecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWR-MDG	Gesetz v. 5.3.2020 zur Durchführung der VO (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (EWR-Marktmissbrauchsverordnung-Durchführungsgesetz), LGBI. 2020.155.
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCA	Britische Finanzmarktaufsichtsbehörde [Englisch: Financial Conduct Authority]
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz)
FRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 16.7.2007, BGBl. I, S. 1330.
FMA	Österreichische Finanzmarktaufsichtsbehörde
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse

*Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte*

G.U. n.	italienisches Amtsblatt, Nr. [Italienisch: Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana numero]
GA	Generalanwalt
Geschäftsgeheimnisgesetz	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2016/943 zum Schutz von Geschäftsgeheimnissen vor rechtswidrigem Erwerb sowie rechtswidriger Nutzung und Offenlegung v. 18.4.2019, BGBl. I, S. 466.
Geschäftsgeheimnis-RL	RL (EU) 2016/943 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 8.6.2016 über den Schutz vertraulichen Know-hows und vertraulicher Geschäftsinformationen (Geschäftsgeheimnisse) vor rechtswidrigem Erwerb sowie rechtswidriger Nutzung und Offenlegung, ABIEU v. 15.6.2016 L 157/1.
GesR	Gesellschaftsrecht
GG	Grundgesetz der Bundesrepublik Deutschland
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union (Grundrechtecharta)
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWB-Digitalisierungsgesetz	s. 10. GWB-Novelle
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Habil.	Habilitation
HdB	Handbuch
HdB KapitalanlageR	Handbuch Kapitalanlagerecht
HGB	Handelsgesetzbuch
HK	Handkommentar
Hrsg.	Herausgeber
i.S.d.	Im Sinne des / der
i.S.v.	Im Sinne von
i.V.m.	In Verbindung mit

IIROC	kanadische Selbstverwaltungsorganisation zur Kapitalmarktüberwachung [Englisch: Investment Industry Regulatory Organization of Canada]
Insider-RL	RL 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABIEG v. 18.11.1989, L 334/30.
IPBPR	Internationaler Pakt über bürgerliche und politische Rechte v. 19.12.1966, ratifiziert durch Gesetz v. 15.11.1973, BGBl. II, S. 1533.
IR	InfrastrukturRecht – Energie, Verkehr, Abfall, Wasser (Zeitschrift)
J. Finance	The Journal of Finance (Zeitschrift)
JA	Juristische Arbeitsblätter (Zeitschrift)
JLE	The Journal of Law & Economics (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
Kap.	Kapitel
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz vom 19.10.2012, BGBl. I S. 2182, das zuletzt durch Art. 1 des Gesetzes v. 16.10.2020, BGBl. I, S. 2186 geändert worden ist.
KK-OWiG	Karlsruher Kommentar zum Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum WpHG
KK-WpÜG	Kölner Kommentar zum WpÜG
KR	Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange AG
KSE-RL	RL 2014/104/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.11.2014 über bestimmte Vorschriften für Schadensersatzklagen nach nationalem Recht wegen Zuwiderhandlungen gegen wettbewerbsrechtliche Bestimmungen der Mitgliedstaaten und der Europäischen Union, ABLEU v. 5.12.2014, L 349/1.

KSE-RL	RL 2014/104/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.11.2014 über bestimmte Vorschriften für Schadensersatzklagen nach nationalem Recht wegen Zuwiderhandlungen gegen wettbewerbsrechtliche Bestimmungen der Mitgliedstaaten und der Europäischen Union, ABIEU v. 5.12.2014, L 349/1 [Kartellschadensersatzrichtlinie].
KWG	Kreditwesengesetz
LEH	Lebensmitteleinzelhandel
LGBl.	Liechtensteinisches Landesgesetzblatt
lit.	Buchstabe [lateinisch: littera]
LIBOR	London Interbank Offered Rate (Referenzzinssatz)
Ls.	Leitsatz
LSN	Legal Scholarship Network
MAD I	RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEU v. 12.4.2003, L 96/16 [Englisch: Market Abuse Directive I].
MAD II	RL 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABIEU v. 12.6.2014, L 173/179 [Englisch: Market Abuse Directive II].
MAH	Münchener Anwaltshandbuch
MAR	VO (EU) Nr. 596/2014 des EP und des Rates v. 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der RL 2003/6/EG des EP und des Rates und der RL 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABIEU v. 12.6.2014, L 173/1 [Englisch: Market Abuse Regulation].
MBL	Ministerialblatt
MBL. LSA	Ministerialblatt des Landes Sachsen-Anhalt

MiFID I	RL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RL 2000/12/EG des EP und des Rates und zur Aufhebung der RL 93/22/EWG des Rates, ABIEU v. 30.4.2004, L 145/1 [Englisch: Markets in Financial Instruments Directive I].
MiFID II	RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der RL 2002/92/EG und RL 2011/61/EU (Neufassung), ABIEU v. 12.6.2014, L 173/349 [Englisch: Markets in Financial Instruments Directive II].
MiFiR	VO (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABIEU v. 12.6.2014, L 173/84 [Englisch: Markets in Financial Instruments Regulation].
MMR	Multimedia und Recht – Zeitschrift für IT-Recht und Recht der Digitalisierung
MTF	Amtliche Abkürzung für multilaterales Handelssystem i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II [Englisch: Multilateral Trading Facility]
MüKo	Münchener Kommentar
N&ECL	Nordic & European Company Law [Schriftenreihe für working papers und research papers]
N.N.	Unbekannter Verfasser [Lateinisch: nomen nescio]
NDA	Verschwiegenheitsvereinbarung [Englisch: non disclosure agreement]
Nds. MBl.	Niedersächsisches Ministerialblatt
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NK	Nomos Kommentar
NN 79/2009	Kroatisches Amtsblatt [Kroatisch: Narodne novine službeni list republike Hrvatske] Nr. 79/2009.

*Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte*

NOU	Offizieller Norwegischer Bericht [Norwegisch: Norges offentlige utredning], Bericht einer durch die norwegische Gubernative eingesetzten Kommission oder Arbeitsgruppe
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZBau	Neue Zeitschrift für Bau- und Vergaberecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
ÖBGBl	Österreichisches Bundesgesetzblatt
OFT	ehemalige Wettbewerbsbehörde des Vereinigten Königreichs, Vorgängerorganisation der CMA [Englisch: Office of Fair Trading]
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren [Englisch: undertakings for collective investment in transferable securities – UCITS]
OGAW-IV-RL	RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABIEU v. 17.11.2009, L 302/32.
OGAW-IV-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der RL 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsetzungsgesetz - OGAW-IV-UmsG) v. 1.7.2011, BGBl. I, S. 1126.
OGH	Oberster Gerichtshof der Republik Österreich

OTC	Over the Counter (außerhalb eines kapitalmarkt-rechtlichen Handelsplatzes, insbesondere außer-börslich)
OTF	Amtliche Abkürzung für Organisiertes Handelssys-tem (Organised Trading Facility) i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Pag.	Seite [Italienisch: Pagina]
para.	Absatz [Englisch: paragraph]
QJE	The Quarterly Journal of Economics
RefE	Referentenentwurf
RefE 10. GWB-Novel- le	Referentenentwurf des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie – Entwurf eines Zehnten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbe-werbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proakti-ves und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 (GWB-Di-gitalisierungsgesetz) [Referentenentwurf 10. GWB-Novelle; Stand: 24.1.2020]
RegE 10. GWB-No- velle	Gesetzesentwurf der Bundesregierung – Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 und anderer wettbewerbsrechtlicher Bestimmungen (GWB-Digitalisierungsgesetz), BT-Drs. 19/23492 [Regierungsentwurf 10. GWB-Novelle; Stand: 9.9.2020]
RegE	Regierungsentwurf
REMIT	VO (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parla-ments und des Rates v. 25.10.2011 über die Integri-tät und Transparenz des Energiegroßhandels- markts, ABIEU v. 8.12.2011, L 326/1.
RGBL.	Reichsgesetzblatt
RL	Richtlinie
RM	geregelter Markt i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II [Englisch: regulated market]
Rn.	Randnummer

*Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte*

S. (Fußnote)	Seite
S. (Normen)	Satz
StAnz	Staatsanzeiger
sublit.	Unterbuchstabe [Lateinisch: sublitera]
SZ	Süddeutsche Zeitung
TBD	RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABIEU v. 30.4.2004, L 142/12 [Englisch: Take-over Bids Directive].
TrRL	RL 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, ABIEU v. 31.12.2004, L 390/38 [Transparenzrichtlinie, Englisch: Transparency Directive].
TSX	Toronto Stock Exchange
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law (Zeitschrift)
U. Pa. L. Rev.	The University of Pennsylvania Law Review (Zeitschrift)
u.a.	und andere
UAbs.	Unterabsatz
UKUT (TCC)	Upper Tribunal of the United Kingdom (Tax and Chancery Chamber) (Zuständiges Gericht für Rechtsbehelfe gegen Entscheidungen der FCA)
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
UWG	Gesetz zur Bekämpfung des unlauteren Wettbewerbs
VergRModG	Gesetzes zur Modernisierung des Vergaberechts (Vergaberechtsmodernisierungsgesetz) v. 23.2.2016, BGBl. I, S. 203.

VerSanG-E	Gesetz zur Sanktionierung von verbandsbezogenen Straftaten (Verbandsstrafgesetzbuch), Art. 1 RegE zur Stärkung der Integrität der Wirtschaft [Stand: 16.6.2020].
vgl.	Vergleiche
VMV 2018	Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über die Verbreitung vorgeschriebener Informationen und die Übermittlungen zu Meldungen gemäß Art. 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch (Verbreitungs- und Meldeverordnung 2018 – VMV 2018), ÖBGBI. II Nr. 205/2017.
VO	Verordnung
VO (EG) Nr. 1/2003	VO (EG) Nr. 1/2003 des Rates vom 16.12.2002 zur Durchführung der in den Artikeln 81 und 82 des Vertrags niedergelegten Wettbewerbsregeln, ABLEG v. 4.1.2003 L 1/1.
VO Nr. 773/2004	(EG) VO (EG) Nr. 773/2004 der Kommission v. 7.4.2004 über die Durchführung von Verfahren auf der Grundlage der Art. 81 und 82 EGV durch die Kommission, ABLEU. v. 27.4.2004, L 123/18, zuletzt geändert durch VO (EU) 2015/1348 der Kommission v. 3.8.2015 zur Änderung der VO (EG) Nr. 773/2004 über die Durchführung von Verfahren auf der Grundlage der Art. 81 und 82 EGV durch die Kommission, ABLEU. v. 5.8.2015, L 208/3.
Vol.	Band [Englisch: Volume]
Vors.	Vorsitzender
VuR	Verbraucher und Recht (Zeitschrift)
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
Whistleblower-RL	RL (EU) 2019/1937 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 23.10.2019 zum Schutz von Personen, die Verstöße gegen das Unionsrecht melden, ABLEU v. 26.11.2019, L 305/17.
Wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WiVerw	Wirtschaft und Verwaltung (Zeitschrift)

*Verzeichnis wesentlicher Abkürzungen und zitierter Rechtsakte*

WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigerordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb (Zeitschrift)
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert als
ZJS	Zeitschrift für das juristische Studium
ZLR	Zeitschrift für das gesamte Lebensmittelrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft
zugl.	Zugleich
ZUR	Zeitschrift für Umweltrecht

## § 1 Einführung

### A. Problemstellung

Der umfangreichen juristischen Aufarbeitung<sup>1</sup> des im September 2015 ins Rollen gebrachten sogenannten „Dieselskandals“<sup>2</sup> um Abgasmanipulationsvorwürfe gegen große deutsche Automobilhersteller wurde durch Vorgänge im Sommer 2017 eine weitere, zuvor kaum<sup>3</sup> adressierte Problematik hinzugefügt:<sup>4</sup> Am 21. Juli 2017 verbreitete sich ausgehend von einem

- 
- 1 Die rechtlichen Problemfelder umspannen verschiedenste materielle Rechtsbereiche (Auswahl): Wirtschaftsstrafrecht *C. Brand/Hotz* NZG 2017, 976; Gesundheitsschutz *Faßbender* NJW 2017, 1995; technisches Sicherheitsrecht *Führ* NVwZ 2017, 265; zu Compliance-Management-Systemen *Grütznier/Boerger/Momsen* CCZ 2018, 50; mit kapitalmarktrechtlichen Bezügen *Hössl-Neumann/Baumgartner* ECFR 2019, 484, 485 ff.; zu öffentlich-rechtlichen Aspekten *Klinger* ZUR 2017, 131; zur Rückabwicklung des Kaufvertrags betroffener Fahrzeuge *Oechler* NJW 2017, 2865; bankenrechtlich *Walter/Zipse* BKR 2018, 18; ebenfalls zu kauf- und deliktsrechtlichen Folgen *Witt* NJW 2017, 3681. Zur durch den „Dieselskandal“ begünstigten Einführung einer allgemeinen zivilrechtlichen Musterfeststellungsklage (Gesetz zur Einführung einer zivilprozessualen Musterfeststellungsklage v. 14.6.2018, BGBl. I, S. 1151) und der damit verbundenen Diskussion die fraktionsübergreifenden Wortbeiträge der Plenardiskussion, BT-PlPr. 19/39, S. 3745, 3746, 3748, 3749; vgl. Entschließungsantrag DIE LINKE, BT-Drs. 19/2742, S. 1, 2; zur rechtswissenschaftlichen Diskussion etwa Verhandlungen des 72. DJT (2018), Sitzungsbericht K; *Beck* WPg 2019, 586, 586; *Kilian* ZRP 2018, 72; *Krausbeck* VuR 2018, 287; *Meller-Hannich* NJW-Beil. 2018, 29; *Merkt/Zimmermann* VuR 2018, 363; *Stadler* ZHR 182 (2018), 623; vgl. zur am OLG Braunschweig verhandelten Musterfeststellungsklage *Riehm* NJW 2019, 1105.
  - 2 Vgl. zur grundsätzlichen Chronologie und (kapitalmarktrechtlichen) Verfahren die Zusammenfassung bei OLG Braunschweig NJW-RR 2019, 1400, 1400; Ausführliche Darstellung des Sachverhalts bei LG Stuttgart v. 24.10.2018 – 22 O 101/16 Rn. 1-45, 43 ff.
  - 3 Vgl. zur früheren Rechtslage *Dreher* WuW 2010, 731; *en passant Ekkenga* ZGR 1999, 165, 179.
  - 4 Instruktiv *Dreher* WuW 2010, 731; darauf bezugnehmend *Kling/Thomas*, Kartellrecht, 2. Auflage 2016, § 23 Rn. 134; *KK-WpHG/Klöhn*, 2. Auflage 2015, § 15 Rn. 163; *Mülbert/Sajnovits* WM 2017, 2041, 2043; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarktes am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 155 f.; *Szesny* BB 38/2017, Die Erste Seite; inzwischen auch *Salaschek/Richter* BB 2020, 1411; *Thelen* ZHR 182 (2018), 62.

*Spiegel*-Bericht<sup>5</sup> in den deutschen Medien die Nachricht, dass der Volkswagen-Konzern bereits am 4. Juli 2016 eine „Art Selbstanzeige bei den Wettbewerbsbehörden“ gestellt hatte. Darin seien potentielle illegale Absprachen mit anderen deutschen Automobilherstellern, namentlich der Bayerischen Motorenwerke AG (BMW) und der Daimler AG (Daimler) eingeräumt worden.<sup>6</sup> Zudem sollen sowohl für die VW AG als auch für die konzernzugehörigen und ebenfalls betroffenen Hersteller Audi AG und Porsche AG entsprechende Anträge gestellt worden sein.<sup>7</sup>

Inhaltlich stehen mutmaßlich wettbewerbswidrige Absprachen zur Abgasreinigung von Benzin-Fahrzeugen seit dem Jahr 2009 und von Diesel-Fahrzeugen seit dem Jahr 2006 im Fokus.<sup>8</sup> In der Presse wird weiter gemutmaßt, dass hierdurch die nach rechtlichen Vorgaben zulässigen Ausstoßwerte verfehlt wurden, was wiederum zur softwaregestützten Manipulation von Schadstoffmessungen führte, die den eigentlichen Gegenstand des Dieselskandals bildeten; teils ist vom möglicherweise größten Kartell der deutschen Industriegeschichte die Rede.<sup>9</sup>

Im weiteren Verlauf räumte auch Daimler ein, im fraglichen Fall bereits seit 2014 mit den Kartellbehörden zusammenzuarbeiten.<sup>10</sup> Genauere Infor-

---

5 *Dohmen/Hawranek*, Der Spiegel v. 21.7.2017, abrufbar unter <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/volkswagen-audi-porsche-bmw-und-daimler-unter-kartellverdacht-a-1159052.html>> [Stand: 21.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

6 *N.N.*, F.A.Z. v. 21.7.2017, abrufbar unter <<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/vw-daimler-bmw-deutsche-autobauer-sollen-kartell-gebildet-haben-15116106.html>> [Stand: 21.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021]; *N.N.*, Zeit Online v. 24.7.2017, abrufbar unter <<https://www.zeit.de/mobilitaet/2017-07/kartellverdacht-selbstanzeige-daimler-vw-autoindustrie>> [Stand: 24.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

7 *N.N.*, Zeit Online v. 24.7.2017, abrufbar unter <<https://www.zeit.de/mobilitaet/2017-07/kartellverdacht-selbstanzeige-daimler-vw-autoindustrie>> [Stand: 24.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

8 Vgl. *Europäische Kommission*, IP/10/2008 v. 5.4.2019; vgl. *N.N.*, Zeit Online v. 5.7.2016, abrufbar unter <<https://www.zeit.de/wirtschaft/2016-07/autofirmen-daimler-vw-ermittlungen-bundeskartellamt-preisabsprache-stahleinkauf>> [Stand: 5.7.2016; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

9 *Fasse/Menzel*, Handelsblatt v. 23.10.2017, abrufbar unter <<https://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/kartellvorwuerfe-hausbesuche-in-der-autoindustrie-20491990.html>> [Stand 23.10.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021]; *Votsmeier/Keuchel/Blume*, Handelsblatt v. 21.7.2017, abrufbar unter <<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/abgas-skandal-kartellvorwurf-gegen-daimler-vw-bmw-und-co-20091746.html>> [Stand: 21.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

10 *N.N.*, F.A.Z. v. 20.10.2017, abrufbar unter <<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/auto-kartellverdacht-daimler-bestaetigt-kronzeugenantrag-gegenueber-eu-15255074.html>> [Stand: 20.10.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

mationen zum Verfahrensstand sind angesichts einer rigiden *No-comment*-Politik aller Beteiligten kaum zu erlangen. Die Europäische Kommission beschränkt sich ebenfalls auf wenige Pressemitteilungen, wonach nach Voruntersuchungen und Nachprüfungen ein offizielles Verfahren eingeleitet wurde.<sup>11</sup>

Im April 2019 teilte die Europäische Kommission den mutmaßlichen Kartellanten diejenigen Beschwerdepunkte mit, bei denen sie nach vorläufiger Auffassung von einem unionswettbewerbsrechtlich relevanten Kartell ausgeht.<sup>12</sup> Damit ging das Ermittlungsverfahren der Kommission in ein gegen die jeweiligen Unternehmen gerichtetes kontradiktorisches Verfahren über und legte den kartellrechtlichen Verfahrensgegenstand einer aktuell noch ausstehenden Bußgeldentscheidung fest.<sup>13</sup> Bislang bestehen aber noch keine offiziellen behördlichen Äußerungen, inwieweit sich etwaiges kooperatives Verhalten der mutmaßlichen Kartellanten auswirken wird.

Diese für sich zunächst nur kartellrechtliche Problematik wirkt sich indes auch auf andere Bereiche aus: Alle betroffenen Automobilhersteller und teilweise auch weitere konzernzugehörige Unternehmen sind kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften. BMW, Daimler und VW gehören sogar dem DAX an. Mit Bekanntwerden der Information gab der Aktienkurs der Automobilhersteller erheblich – namentlich um etwa drei bis fünf Prozentpunkte – nach.<sup>14</sup> Nach Mitteilung der Beschwerdepunkte sah sich BMW – als Kartellant ohne „Selbstanzeige“ – dazu veranlasst, eine Rückstellung von einer Milliarde Euro zu bilden und die Prognosen für die Geschäftszahlen entsprechend zu senken. Dies wurde von *BMW* eben-

---

11 Vgl. die Veröffentlichungen und Pressemitteilungen der Europäischen Kommission zum einschlägigen Aktenzeichen AT.40178: STATEMENT/17/4084 v. 20.10.2017; STATEMENT/17/4103 v. 23.10.2017; IP/18/5822 v. 18.9.2018.

12 *Europäische Kommission*, IP/10/2008 v. 5.4.2019.

13 EuGH v. 3.9.2009, *Prym und Prym Consumer ./l. Kommission*, Rs. C-534/07, ECLI:EU:C:2009:505 Rn. 28; *Gey/Schwedler* in: Kamann/Ohlhoff/Völcker, Kartellverfahren und Kartellprozess, 2017, § 10 Rn. 85 f.; *Völcker* in: Kamann/Ohlhoff/Völcker, Kartellverfahren und Kartellprozess, 2017, § 6 Rn. 3.

14 Vgl. *N.N.*, F.A.Z. v. 21.7.2017, abrufbar unter <<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/unternehmen/vw-daimler-bmw-deutsche-autobauer-sollen-kartell-gebildet-haben-15116106.html>> [Stand: 21.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021]; *Votsmeier/Keuchel/Blume*, Handelsblatt v. 21.7.2017, abrufbar unter <<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/abgas-skandal-kartellvorwurf-gegen-daimler-vw-bmw-und-co-20091746.html>> [Stand: 21.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021]; vgl. im Übrigen die historischen Börsenkursdaten der betroffenen Gesellschaften, abrufbar unter <<https://www.finanzen.net/historische-kurse>> [zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

falls im Wege einer kapitalmarktinformierenden sogenannten „Ad-hoc-Meldung“ veröffentlicht.<sup>15</sup>

Das Kapitalmarktrecht enthält umfangreiche Regelungsansätze zum Schutz vor Marktmissbrauch (etwa durch Marktmanipulation oder Insiderhandel) und zur Markttransparenz. Transparenz und gleichberechtigter Zugang zu Informationen (*equal access*) sind für die Funktionsfähigkeit der Finanz- und Kapitalmärkte geradezu paradigmatisch.<sup>16</sup> Als eine solche Offenlegungsvorschrift verpflichtet auch die sogenannte Ad-hoc-Publizität bestimmte Emittenten von Finanzinstrumenten dazu, sie unmittelbar betreffende Insiderinformationen so schnell wie möglich zu veröffentlichen. Zuvor bereits in § 15 WpHG a.F. richtlinienumsetzendes, unionsrechtsderivatives<sup>17</sup> Recht, ist sie seit dem 3. Juli 2016 auf Ebene einer europäischen Verordnung in Art. 17 Marktmissbrauchsverordnung (MAR)<sup>18</sup> als unmittelbar geltendes Unionsrecht geregelt.

Diese kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflicht kann aber mit der Durchsetzung des Kartellrechts in Konflikt geraten. Ohne Rückschaufehlern zu erliegen, ist bereits bei untechnischer Betrachtung bemerkenswert, dass die über drei Jahre (Daimler) bzw. etwa ein Jahr (VW, Audi und Porsche) andauernde Zusammenarbeit mit den Kartellbehörden nicht veröf-

---

15 BMW, Ad-hoc-Meldung v. 5.4.2019, abrufbar unter <[https://www.bmwgroup.com/content/dam/grpw/websites/bmwgroup\\_com/ir/downloads/de/2019/Rechtssache\\_Prognoseaenderung\\_Rueckstellung\\_fuer\\_EU\\_Kartellverfahren\\_05042019.pdf](https://www.bmwgroup.com/content/dam/grpw/websites/bmwgroup_com/ir/downloads/de/2019/Rechtssache_Prognoseaenderung_Rueckstellung_fuer_EU_Kartellverfahren_05042019.pdf)> [Stand: 5.4.2019; zuletzt abgerufen am 8.1.2020].

16 Vgl. *CMU High Level Forum, A New Vision For Europe's Capital Markets – Final Report*, 2020, S. 67.; *Bachmann* FS Schwark 2009, S. 331 ff.; vgl. *Colaert* EuCML 2017, 229, 229; *Fiedler/Seibt*, in: Rügenstahl/A. Hahn/Voet van Vormizeele, Kartell Compliance, 2020, Kap. 21 Rn. 3; vgl. *Habersack* FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 217, 222 f.; vgl. *KK-WpHG/Klöhn*, 2. Auflage 2014, Vor § 15 Rn. 1; vgl. *Stahl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 30 ff.; zum Problem des *Dual-use*-Ansatzes der Ad-hoc-Publizität *Hansen* N&ECL 16-03, S. 6 ff.

17 Der Begriff des unionsrechtsderivativen Rechts bezeichnet in dieser Arbeit nationales Recht, das unionsrechtliche Vorgaben umsetzt, ohne dass eine Beschränkung auf Richtlinienvorgaben erfolgt. Nicht gemeint ist die Konstruktion des Unionsrechts als von der nationalen Staatsgewalt abgeleitetes Recht (dazu *Ludwigs/Sikora* EWS 2016, 121, 122). Ebenfalls nicht gemeint ist die Abgrenzung des Unionsrechts nach „droit originaire“ (Primärrecht) und sonstigem „droit dérivé“ der Unionsinstitutionen in der französischen Rechtsterminologie.

18 VO (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABLEU v. 12.6.2014, L 173/1 [Englisch: *market abuse regulation – MAR*].

fentlicht wurde, obwohl die erheblichen Kursverluste sehr wohl indizieren, dass die damit verbundenen Vorgänge den Kapitalmarkt interessiert hätten.

Auf der anderen Seite ist es unmittelbar einleuchtend, dass einmal publizierte Informationen nicht mehr exklusiv sind. Vielmehr sind sie nicht nur für den fokussierten Kapitalmarkt, sondern gerade allgemein zugänglich. Damit können sie wiederum von Mitkartellanten verwendet werden, um noch nicht gesicherte Beweismittel zu beseitigen, die (vollständige) Aufklärung von Kartellverstößen so zu verhindern und vor allem auch einer Bestrafung zu entgehen.

Entsprechend nachvollziehbar ist es denn auch, dass mit der „Art Selbstanzeige bei den Wettbewerbsbehörden“ auch umfangreicheres kooperatives Verhalten aufklärungswilliger Kartellanten seitens der Kartellbehörden abverlangt wird.<sup>19</sup>

Tatsächlich ist die exakte Rechtsnatur der medial untechnisch als „Art Selbstanzeige bei den Wettbewerbsbehörden“<sup>20</sup> bezeichneten Anträge nicht vollkommen klar. Jedenfalls wird es sich – auch angesichts der im weiteren Verlauf bekannt gewordenen Informationen – um Vorgänge in Bezug auf sogenannte kartellrechtliche Kronzeugenprogramme oder *leniency programmes* handeln. Am wahrscheinlichsten ist ein Antrag auf Kronzeugenbehandlung nach der Kronzeugenmitteilung 2006 bei der Europäischen Kommission,<sup>21</sup> (möglicherweise) flankiert von einem (Kurz-)Antrag auf Bonusbehandlung nach der Bonusregelung 2006<sup>22</sup> beim Bundeskartellamt (BKartA) als nationaler Wettbewerbsbehörde bzw. ent-

---

19 Vgl. nur die umfassende unionsgerichtliche Rechtsprechung zur Zusammenarbeit mit den Wettbewerbsbehörden im Kartellrecht: EuGH v. 28.6.2005, *Dansk Rørindustri u.a. ./ Kommission*, Rs. C-189/02 P, C-202/02 P, C-205/02 P bis C-208/02 P, C-213/02 P, ECLI:EU:C:2005:408 Rn. 388 ff., 393, 395 f.; EuGH v. 29.6. 2006, *Kommission ./ SGL Carbon AG u.a.*, Rs. C-301/04 P, ECLI:EU:C:2006:432 Ls. 2, Rn. 68 ff.; EuGH v. 18.6.2013, *Bundeswettbewerbsbehörde u.a. ./ Schenker u.a.*, Rs. C-681/11, ECLI:EU:C:2013:404; EuGH v. 18.7.2013, *Schindler Holding u.a. ./ Kommission u.a.*, Rs. C-501/11 P, ECLI:EU:C:2013:522 Rn. 142 ff.

20 Vgl. auch N.N., Zeit Online v. 24.7.2017, abrufbar unter <<https://www.zeit.de/mobilitaet/2017-07/kartellverdacht-selbstanzeige-daimler-vw-autoindustrie>> [Stand: 24.7.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

21 Mitteilung der Kommission über den Erlass und die Ermäßigung von Geldbußen in Kartellsachen (2006/C 298/11), AblEU v. 8.12.2006, C 298/17 [Kronzeugenmitteilung 2006].

22 *BKartA*, Bekanntmachung Nr. 9/2006 v. 7.3.2006 über den Erlass und die Reduktion von Geldbußen in Kartellsachen – Bonusregelung – [Bonusregelung 2006].

sprechenden Anträgen bei weiteren nationalen Wettbewerbsbehörden außerhalb Deutschlands.

Der Erstplatzierte im sprichwörtlichen „Windhundrennen“<sup>23</sup> um kartellrechtliche Kronzeugenprogramme kann dabei am meisten von potentiellen Sanktionsabschlägen profitieren, den empfindlichen kartellrechtlichen Bußgeldern sogar vollständig entgehen. Hinzu kommt, dass er auch in den übrigen Sanktionsmechanismen, etwa im *private enforcement*, Privilegien genießen kann, etwa nur eingeschränkt zu Schadensersatz verpflichtet ist. Für spätere Antragsteller ist dagegen nur ein geringerer Abschlag möglich.<sup>24</sup> Sowohl ein mit dem kartellrechtlichen Kronzeugenantrag verfolgter Bußgelderlass oder eine Ermäßigung nach Maßgabe der Bonusregelung 2006 als auch ein solcher im Rahmen des kartellrechtlichen Kronzeugenprogramms der Kronzeugenmitteilung 2006 erfordern indes als eine der kumulativ zu erfüllenden Voraussetzungen die umfassende Kooperation des Antragstellers mit der jeweiligen Behörde.

Insbesondere wird für eine begünstigende Behandlung verlangt, dass Antragsteller ihre Zusammenarbeit mit den Behörden in höchstem Maße vertraulich behandeln. Dies gilt selbst, wenn sie bislang nur planen, sich an die Behörden zu wenden, erst recht aber, wenn eine entsprechende Kooperation eingeleitet wurde.<sup>25</sup> Denn der Ermittlungserfolg gegen die übrigen Kartellanten wäre aufs Spiel gesetzt, wenn diese vor Abschluss hinreichender Ermittlungsmaßnahmen der nationalen Wettbewerbsbehörde oder der EU-Kommission gewarnt wären und potentielle Beweismittel ei-

---

23 „Windhundprinzip“, *BKartA*, Erfolgreiche Kartellverfolgung, 2016, S. 19; vtgl. *Blake/Schnichels* EuZW 2004, 551, 554 f.; „Wettlauf der Kartellanten“, *Immenga/Mestmäcker/G. Dannecker/J. Biermann*, 6. Auflage 2019, VO (EG) Nr. 1/2003 Art. 23 Rn. 233; *Deselaers* WuW 2020, 300, 301; „race to the courtroom door“, *Harding/Joshua*, *Regulating Cartels in Europe*, 2. Auflage 2010, S. 145, 228, 233 ff.; *Nickel* wistra 2014, 7, 8; „Wettlauf der Kronzeugen“, *Podszun* in: *Gebauer/Wiedmann*, *Zivilrecht unter europäischem Einfluss*, 2. Auflage 2010, Kap. 24 Rn. 56; „First in the Door-Principle“, *D. Schroeder/Heinz*, *Request for leniency in the EU: experience and legal puzzles*, in: *Cseres/Schinkel/Vogelaar*, *Criminalization of Competition Law Enforcement*, 2006, S. 161, 164; *Szesny* BB 38/2017, Die Erste Seite; „rat race“, *Wrede/Theurer* in: *Momsen/Grützner*, *Wirtschaftsstrafrecht*, 2013, Kapitel 7 Teil 1 Rn. 126.

24 Art. 19 Abs. 2 lit. c „ECN+“-RL; Rn. 8 Kronzeugenmitteilung 2006; Rn. 3 Nr. 1 Bonusregelung 2006; *Harding/Joshua*, *Regulating Cartels in Europe*, 2. Auflage 2010, S. 145, 228, 233 ff.; *Podszun* in: *Gebauer/Wiedmann*, *Zivilrecht unter europäischem Einfluss*, 2. Auflage 2010, Kap. 24 Rn. 56; *Szesny* BB 38/2017, Die Erste Seite.

25 Etwa durch förmlichen/vollständigen/ausgearbeiteten Antrag oder vorgelagerten sogenannten „Marker“.

nes typischerweise ohnehin nicht maximal-dokumentierten Fehlverhaltens beseitigen könnten.

Damit kommt es also zu einer Wechselwirkung durch hoheitliche Verhaltensanweisungen von an sich eigenständigen Teilbereichen der Rechtsordnung. Diese erfährt freilich durch die erhebliche, aber nicht ausschließliche funktionale Durchwirkung nationalen Rechts durch europäisches Unionsrecht bereits im Ausgangspunkt weitere Komplexität. Innerhalb einer geschlossenen Betrachtung der Teilsysteme Kartellrecht und Kapitalmarktrecht können die Verhaltensweisen klar in rechtmäßiges und unrechtmäßiges Verhalten geteilt werden.<sup>26</sup> Dagegen kommt es unter Betrachtung des überwältigenden Systems Rechtsordnung zumindest auf den ersten Blick zu konträren Anforderungen an den kapitalmarktorientierten Kartellanten – kurz zu einem Normkonflikt – durch widersprüchliche Erwartungen der Rechtsordnung und der diese ausführenden Stellen an den Adressaten der Verhaltensanforderungen, der auf die ein oder andere Weise aufzulösen ist.<sup>27</sup>

Die Auflösung des Referenzsachverhalts erfolgte, wie zuvor angedeutet, dergestalt, dass die Geheimhaltung der Veröffentlichung nach kapitalmarktrechtlichem Marktmissbrauchsrecht vorgezogen wurde, obwohl alle betroffenen Automobilhersteller (vereinfacht gesprochen) börsennotiert sind. Entsprechend sahen sich der Volkswagen-Konzern und Daimler kurz nach Bekanntwerden der zuvor geheim gehaltenen Kooperation mit den Wettbewerbsbehörden mit Durchsuchungen durch die Bundesanstalt für Wertpapieraufsicht (BaFin) konfrontiert. Die BaFin prüfte nach, ob nicht die kartellrechtlichen Vorgänge aus kapitalmarktrechtlicher Sicht eine Ad-hoc-Meldung erfordert hätten.<sup>28</sup>

---

26 Vgl. rechtstheoretisch *Luhmann*, Rechtssoziologie, 4. Auflage 2008, S. 149, 176 f., 359; auf Luhmann bezugnehmend *Ziemann*, Systemtheorie, in: Kneer/Schroer, Handbuch Soziologische Theorien, S. 469, 480 ff., 484.

27 Vgl. auch *Nettesheim* EuR 2006, 737, 737 ff.

28 *N.N.*, Der Spiegel v. 7.8.2017, abrufbar unter <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/autokartell-bafin-prueft-adhoc-fehler-bei-vw-und-daimler-a-1161733.html>> [Stand: 7.8.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021]; *Osman*, Handelsblatt v. 7.8.2017, abrufbar unter <<http://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/spaete-anlegerinformation-bafin-prueft-ad-hoc-verstoesse-bei-vw-und-daimler/20155314.html>> [Stand: 7.8.2017; zuletzt abgerufen am 4.1.2021]; ironische Fußnote ist, dass die kartellrechtliche Kontaktaufnahme seitens Volkswagen am ersten (Werk)Tag nach Geltungsbeginn der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR erfolgte. Das – im Diktum der kartellrechtlichen Kronzeugenprogramme – „Windhundrennen“ um die erste Rechtsfrage des neuen Marktmissbrauchsrechts hat das Rechtsproblem aber jedenfalls verloren, vgl. insoweit die Diskussion um

Mit diesen Vorgängen stellt sich makroskopisch die Frage nach dem Verhältnis von (unionsrechtlichem) Kartellrecht und unionsrechtlichem Kapitalmarktrecht im Kollisionsfall. Konkret stellt sich die Frage nach dem Verhältnis kartellrechtlicher, also sowohl deutscher als auch im größeren Kontext europäischer *leniency programmes* (Kronzeugenprogramme), zu kapitalmarktrechtlichen Pflichten, schwerpunktmäßig aber auch das Verhältnis von kartellrechtlichen Verschwiegenheitsanforderungen zur kapitalmarktrechtlichen Transparenzpflicht der Ad-hoc-Publizität.

Besteht bereits eine grundsätzliche Präponderanz des einen Rechtsbereichs, kommt im Wege einer konkurrenzrechtlichen Nachrangigkeit das andere Regelungsregime nicht zur Anwendung. Möglicherweise können die Regelungen aber auch sinnvoll auf Anwendungsebene zu einem Ausgleich gebracht werden, der beiden Rechtsbereichen zur maximalen Wirksamkeit verhilft. Möglicherweise sieht sich der betroffene kartellierende Emittent aber auch einem unmöglich zu erfüllenden widersprüchlichen Pflichtenprogramm ausgesetzt, sodass er jedenfalls nicht dafür sanktioniert werden kann, wenn er nur einer der Pflichten nachkommt.

Dieses Verhältnis zu untersuchen und aufkommende Fragen unter besonderer Berücksichtigung der im ständigen Fluss befindlichen Regelungsmaterien zu beantworten ist Gegenstand dieser Arbeit.

## B. Gang der Untersuchung und Themenbeschränkung

Das Konzept kartellrechtlicher *leniency programmes* ist für Rechtsanwender in der deutschen Jurisdiktion ein im Wesentlichen europäisch indiziertes Phänomen und rechtlich noch vergleichsweise junges Konstrukt, das erstmals in den 1990er Jahren standardisiert geregelt wurde:<sup>29</sup> Die Mechanismen zur Erlangung des kartellrechtlichen Kronzeugenstatus bewegten sich bislang weitestgehend nur auf Ebene des sogenannten „soft law“.<sup>30</sup> Zunächst nur informelle Verwaltungspraxis, entwickelten sie sich zu allgemein zugänglichen konkretisierten Verwaltungsleitlinien, mit denen das Ermessen der Sanktionsbehörde bei der Bußgeldbemessung bei Kartellverstößen transparent und präzisiert wird.

---

die von *Rothenfußer* ins Spiel gebrachte Generalamnestie für Altfälle unten § 2 G. III. 2., S. 527 ff.

29 Immenga/Mestmäcker/J. Biermann, 6. Auflage 2019, VO (EG) Nr. 1/2003 Art. 23 Rn. 236 ff.; vgl. *Soltész* EWS 2000, 240.

30 Zum Begriff des *soft law* Möllers EBOR 11 (2010), 379, 386 f.

Auf europäischer Ebene waren sie zunächst gar nicht, dann nur durch das *model leniency programme*<sup>31</sup> des Europäischen Wettbewerbsnetzes (*European Competition Network – ECN*), bestehend aus den nationalen Wettbewerbsbehörden und der europäischen Kommission,<sup>32</sup> koordiniert, nicht aber verbindlich (mindest)harmonisiert.<sup>33</sup> Diese Verbindlichkeit erfährt das Konzept der Kronzeugenprogramme nunmehr durch die „ECN+“-RL<sup>34</sup> die am 3.2.2019 in Kraft getreten ist und deren Umsetzungsfrist zum 4.2.2021 endete (Art. 34 Abs. 1, Art. 36 „ECN+“-RL). Damit wurde auch eine rechtsförmige Ausgestaltung erforderlich, die über die bisherige verschriftliche Verwaltungspraxis hinausgehen musste.<sup>35</sup> Entsprechendes soll im Rahmen der gerade rechtzeitig umgesetzten zehnten GWB-Novelle<sup>36</sup> geleistet werden, bei der indes, wie der Titel des Gesetzes „für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0“ zeigt, der Diskussion um den Umgang mit marktmächtigen digitalen Plattformen (Amazon, Facebook, Google) besondere Aufmerksamkeit zukommt.<sup>37</sup>

- 
- 31 *European Competition Network*, Model Leniency Programme, abrufbar unter <<https://ec.europa.eu/competition/ecn/documents.html>> [Stand: November 2012, zuletzt abgerufen am 4.1.2021] (ECN-MLP); vgl. zur dessen Vorgänger *Hetzl* EuR 2005, 735, 738.
- 32 Bekanntmachung (2004/C 101/03) der Kommission über die Zusammenarbeit innerhalb des Netzes der Wettbewerbsbehörden, ABIEU v. 27.4.2004, C101/43 Rn. 1 S. 2.
- 33 EuGH v. 20.1.2016, *DHL ./ AGCM*, Rs. C-428/14, ECLI:EU:C:2016:27 Rn. 32 ff.
- 34 RL (EU) 2019/1 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 11.12.2018 zur Stärkung der Wettbewerbsbehörden der Mitgliedstaaten im Hinblick auf eine wirksamere Durchsetzung der Wettbewerbsvorschriften und zur Gewährleistung des reibungslosen Funktionierens des Binnenmarkts, ABIEU v. 14.1.2019, L 11/3 [„ECN+“-RL].
- 35 Vgl. dahingehend etwa EuGH v. 16.7.2009, *Kommission ./ Irland*, Rs. C-427/07, ECLI:EU:C:2009:457 („Umweltverträglichkeitsprüfung bei Projekten“) Rn. 54 f.; Dausen/Ludwigs/von Danwitz, EU-WirtschaftsR-HdB, 49. EL November 2019, B.II Rn. 43.
- 36 Gesetz zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 und anderer Bestimmungen (GWB-Digitalisierungsgesetz) v. 18.1.2021, BGBl. I, S. 2 [10. GWB-Novelle].
- 37 *Bechtold* NZKart 2019, 624; vgl. insoweit schon zur neunten. GWB-Novelle *W. Bosch* NJW 2018, 1731, 1731; *W. Bosch* NJW 2019, 1724, 1724, 1729 f.; *Bueren* ZWeR 2019, 403; *Käseberg* NZKart 2019, 569; *Körper* NZKart 2019, 633; *Kredel/Kresken* NZKart 2020, 2, 2 ff.; *Podszun/Brauckmann* GWR 2019, 436, 436, 437 f.; *Schweitzer/Haucap/Kerber/Welker*, Modernisierung der Missbrauchsaufsicht für marktmächtige Unternehmen, 2018.

Neben dem auch für diese Arbeit ersichtlich dynamischen Bereich des Kartellrechts ist auch das Kapitalmarktrecht ein vergleichsweise junges, maßgeblich europäisch geprägtes Regelungsregime.<sup>38</sup> Die Ad-hoc-Publizität ist erst seit dem 3.7.2016 auf Ebene einer unmittelbar anwendbaren europäischen Verordnung, der am 2.7.2014 in Kraft getretenen (weitestgehend aber erst ab dem 3.7.2016 geltenden) Marktmissbrauchsverordnung (MAR) geregelt. Entsprechende nationale Änderungen und umgesetzte Verfahrens- und Sanktionsvorschriften gelten in Deutschland durch die beiden Finanzmarktnovellierungsgesetze erst seit dem 2.7.2016,<sup>39</sup> teils erst seit dem 3.1.2018.<sup>40</sup>

Beide Rechtsbereiche in ihrer Gesamtheit und umso mehr in Bezug auf die konkreten rechtlichen Phänomene eint eine hohe praktische. Gleichzeitig sind sie erheblich von ökonomischen und technischen Hintergrundfragen abhängig. Diese sollen zwar durch das Recht abgebildet werden, können teilweise, gerade in Einzelfragen, aber bestenfalls begleitend, teilweise erst *ex post* dogmatisch-rechtswissenschaftlich nachgezeichnet werden, um sodann in den andauernden normativen Reformprozess integriert zu werden.

Die rechtswissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Verhältnis von Kartellrecht und dem noch recht jungem Kapitalmarktrecht, konkret dem Verhältnis kartellrechtlicher *leniency programmes* und kapitalmarktrechtlicher Ad-hoc-Publizität erfordert eine Herangehensweise in zwei Schritten. Zunächst sind die jeweiligen Rechtsbereiche getrennt voneinander zu untersuchen. Hier sind unter Berücksichtigung der ihnen zugrundeliegenden ökonomischen Implikationen und rechtlichen Konstruktionen ihre Charakteristika herauszuarbeiten und bereits aus der jeweiligen Regelung selbst erwachsende Rechtsfragen zu klären. Gerade auch vor dem Hinter-

---

38 Vgl. Assmann in: Gebauer/Wiedmann, Zivilrecht unter europäischem Einfluss, 2. Auflage 2010, Kap 22 Rn. 36; vgl. Bröcker, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage 2014, § 6 Rn. 1 ff.; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 1, 21 ff., 28 ff.; Kals, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 1 f.; von Klitzing, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 8; Markworth ZHR 183 (2019), 46, 47; Steinbauer, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 147; Waldhausen, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 60 ff., 82 ff.

39 Art. 17 des Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) v. 30.6.2016, BGBl. I, S. 1514.

40 Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23.6.2017, BGBl. I, S. 1693.

grund sich nach wie vor ändernder Grundlagen würde ein unmittelbares Ansetzen am Ausgangsproblem Gefahr laufen, in der Komplexität der zugrundeliegenden Rechtsbereiche unterzugehen.

Zunächst soll daher die Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR, damit die kapitalmarktrechtliche Ebene der Verhaltenspflichten ebenso wie der Sanktionsebene, betrachtet werden. Obwohl der exemplarische Ausgangsfall mitunter noch nach altem Recht zu beurteilen wäre, soll der Fokus betont und bewusst auf der bislang naturgemäß weniger intensiv untersuchten Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR liegen. Besonders berücksichtigt werden sollen die mit der normativen Verlagerung gleichzeitig verbundenen Änderungen des und die nunmehr noch stärker unionsrechtlich geprägte Perspektive auf den kapitalmarktrechtlichen Regelungsmechanismus.

Aus dieser verstärkt europäischen Perspektive sollen daher auch übernommene Regelungsmechanismen und Verständnisse zur bislang überwiegend formal, nicht aber funktional-materiell nur deutschen Rechtsmaterie untersucht werden, die jedenfalls in der Breite gleichermaßen im Fokus des bestehenden monographischen Forschungsstandes liegen. Zum Rechtsstand vor Inkrafttreten der MAR gibt es einige rechtswissenschaftliche Auseinandersetzungen mit der Ad-hoc-Publizität, teils allgemein, teils im Rechtsvergleich, teils mit der Beleuchtung einzelner speziellerer Probleme, die freilich zunehmend auch um Arbeiten zum neuen Marktmissbrauchsrecht, häufig im Verhältnis zum *private enforcement*, bereichert werden.<sup>41</sup>

Auf die bestehenden Erkenntnisse dieser rechtswissenschaftlichen Literaturbasis zum alten, insbesondere Richtlinienrecht und dessen nationaler

---

41 Siehe etwa *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017; *Behn*, Ad-hoc-Publizität und Unternehmensverbindungen, 2012; *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarktes, 2005; *Bussian*, Die Verantwortung der Organe einer AG bei Fehlinformation des Sekundärmarktes, 2009; *S. Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, 2004; *Kleinmann*, Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG; *Lebherz*, Emittenten-Compliance, 2008, S. 87-155; *S. Schröder*, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Absatz 3 WpHG, 2011; *Schlittgen*, Die Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, 2000; *Speier*, Insiderhandel und Ad-hoc-Publizität nach dem AnSVG, 2009; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1999; *Steinrück*, Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018; *Struck*, Ad-hoc-Publizitätspflicht zum Schutz der Anleger vor vermögensschädigenden Wertpapierhandel, 2003; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002; *Winter*, Der nach den §§ 97 und 98 WpHG zu ersetzende Schaden, 2019.

Umsetzung soll entsprechend auch zurückgegriffen werden, soweit es durch seinen materiell unionsrechtlichen Unterbau nach wie vor auch für die Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR jedenfalls vergleichend, mitunter noch unmittelbar herangezogen werden kann. Dabei werden zwischenzeitlichen Änderungen der Normkonstruktion berücksichtigt. Insgesamt folgt die Arbeit bewusst der im Ausgangspunkt erforderlichen unionsrechtlichen Perspektive auf die Rechtsbereiche. Die dementsprechende Rezeption der bereits bestehenden Literatur auch zur alten Rechtslage wird in der Arbeit aber grundsätzlich nicht gesondert gekennzeichnet.

Neben der normkonstruktiven Verschiebung der Ad-hoc-Publizität hat sich mit ihrer Neuregelung in der MAR – entsprechend ihrer historischen Entwicklung – der Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität ausgedehnt. So wurden auch das neu geschaffene Segment der Organisierten Handelssysteme (*organised trading facilities* – OTF) als Teil vormals minder geregelter Kapitalmarktbereiche erfasst und für Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate (*emission allowances market participants* – EAMP) ausdrücklich eigenständige Ad-hoc-Pflichten im kapitalmarktrechtlichen Marktmissbrauchsrecht geschaffen.

Vor der Gegenüberstellung des kartellrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Mechanismus sollen wesentliche Aspekte der Ad-hoc-Pflicht nach MAR eingehende Betrachtung finden. Angesichts der Multidimensionalität der Ansatzpunkte kann der Komplex Ad-hoc-Publizität nicht in Gänze behandelt werden, obwohl er bereits eine deutlich weitgreifendere Betrachtung findet als die vergleichsweise punktuelle Analyse des Kartellrechts. So müssen aus den Regelungen der MAR etwa die Besonderheiten für EAMP weitestgehend außer Betracht bleiben, um den induktiven Ausgangspunkt aus dem Bereich der börsennotierten deutschen Automobilwirtschaft zu fokussieren. Entsprechend ist die klassische Ad-hoc-Publizität in den Vordergrund zu stellen.

Dennoch erfordert die Vorstrukturierung des Referenzproblems eine eingehende Betrachtung der Ad-hoc-Publizität an sich. So können die auf das konkrete Problem bezogenen Einzelfragen nicht ohne ein Verständnis des Zusammenwirkens der umfangreichen Regelungsmaterie allein aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive gelöst werden.

Der zu untersuchende Komplex zielt auf die Ad-hoc-Pflichten nach MAR und den auf ihrer Grundlage ergangenen Rechtsvorschriften in ihrer unionsrechtlich-kapitalmarktrechtlichen Einbettung und im Verbund mit etwaigen nationalen Verfahrensvorschriften nach dem Wertpapierhandels-

gesetz (WpHG)<sup>42</sup> und der Wertpapierhandelsanzeigerordnung (WpAV) ab; nebenstehende bzw. darüberhinausgehende Besonderheiten etwa der individuellen Börsenordnungen oder privatrechtliche Geschäftsbedingungen von Handelsplätzen bleiben daher grundsätzlich außer Betracht.

Auf der anderen Seite soll im Rahmen der kartellrechtlichen Untersuchung der Fokus auf den *leniency programmes* – insbesondere den Voraussetzungen zur Erlangung des begehrten Schutzstatus im Rahmen kartellrechtlicher Bußgeldverfahren – liegen. Hier ist einerseits der Status quo der unionsrechtlichen Kronzeugenregelung der Kommission zu beleuchten. Außerdem sollen die vergleichsweise junge „ECN+“-Richtlinie und die damit verbundenen Änderungen des nationalen Rechts durch die zehnte GWB-Novelle näher betrachtet werden. Nach einem ersten mehr oder minder offiziell veröffentlichten ersten Referentenentwurf v. 7.10.2019<sup>43</sup> und einem weiteren zweiten Referentenentwurf zur zehnten GWB-Novelle v. 24.1.2020<sup>44</sup> fand die endgültige Verständigung auf einen Regierungsentwurf erst am 9.9.2020 statt,<sup>45</sup> wobei sich Verzögerungen zumindest seit dem Frühjahr 2020 freilich aus den Herausforderungen bei der Bewältigung der Covid19-Pandemie erklären lassen.<sup>46</sup> Nach zwischenzeitlicher Überweisung an den Ausschuss für Wirtschaft und Energie<sup>47</sup> wurde das Gesetz im Januar 2021 schließlich unter Annahme der Änderungsempfehlungen des Ausschusses<sup>48</sup> verabschiedet und konnte damit

---

42 Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), geschaffen durch Art. 1 des zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) v. 26.7.1994, BGBl I, S. 1749 [2. FFG].

43 *BMWi*, Entwurf eines Zehnten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 (GWB-Digitalisierungsgesetz), abrufbar unter <<https://www.d-kart.de/wp-content/uploads/2019/10/GWB-Digitalisierungsgesetz-Fassung-Ressortabstimmung.pdf>> [Stand: 7.10.2019] [1. RefE 10. GWB-Novelle].

44 Offiziell: *BMWi*, Referentenentwurf eines Zehnten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 (GWB-Digitalisierungsgesetz), abrufbar unter <<https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/G/gwb-digitalisierungsgesetz-referentenentwurf.pdf>> [Stand: 24.1.2020] [RefE 10. GWB-Novelle].

45 *Bundesregierung*, Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen für ein fokussiertes, proaktives und digitales Wettbewerbsrecht 4.0 und anderer wettbewerbsrechtlicher Bestimmungen (GWB-Digitalisierungsgesetz), BT-Drs. 19/23492 [RegE 10. GWB-Novelle].

46 Vgl. zu akuten Anpassungsplänen im Zuge der Covid19-Pandemie A. *Fritzschel/Sirakova* NZKart 2020, 243.

47 BT-PIPr. 19/186.

48 Bericht Ausschuss Wirtschaft und Energie, BT-Drs. 19/25868.

mit Blick auf die Umsetzung der „ECN+“-RL rechtzeitig in Kraft treten. Diese Rechtsentwicklungen sind für die Drucklegung noch berücksichtigt worden, wobei zu konstatieren ist, dass der Gesetzgeber im Bereich des Kronzeugenprogramms leider keinerlei Änderungen mehr vorgenommen hat.

Unter diesen Vorzeichen wird mithilfe der „ECN+“-RL das nunmehr geltende gesetzliche deutsche Kronzeugenprogramm (§§ 81h bis 81n GWB) unter Einbeziehung der Gesetzgebungsgeschichte<sup>49</sup> untersucht.

Dabei ist die rechtswissenschaftliche Auseinandersetzung mit den Kronzeugenprogrammen nach „ECN+“-RL und der Umsetzung bisher noch sehr gering ausgeprägt und stand auch nicht im Fokus der Rezeption der Gesetzesreform.

Entsprechend dient diese Arbeit auch dazu, die Regelungen auf Ebene der Richtlinie und der Umsetzung vor- und darzustellen und in quasisynoptischer Betrachtung der bekannteren und verständlicher Weise breiter rezipierten Kronzeugenmitteilung 2006 gegenüber zu stellen.

Bei der Betrachtung der neuen gesetzlichen Kronzeugenregelung soll analysiert werden, ob und wie sich diese innerhalb der Richtlinienvorgabe verhalten, ob sie auch in der Sache zu Änderungen führt und ob mögliche Unzulänglichkeiten des bisherigen Rechts behoben werden oder auf Richtlinien- oder Umsetzungsebene neue Schwierigkeiten auftreten.

Andere kartellrechtliche Probleme, etwa die durchaus komplexe Frage der Ermittlung der durch Kartelle verursachten Schäden, der Konflikt um die Konzeption von Ober- respektive Kappungsgrenzen bei den normativen Vorgaben der Bußgeldbemessung sind nicht Schwerpunkt und Gegenstand dieser Arbeit.

Sobald die Einzelfragen der gegenüberzustellenden Regelungen erarbeitet sind, können die anlässlich des eingangs beschriebenen Sachverhalts präsent gewordenen, nicht aber auf diesen Einzelfall beschränkten Fragen zum Verhältnis der jeweiligen Regelungsregimes untersucht werden. Dadurch wird gewissermaßen der Subsumtion des juristischen Problems zunächst eine klare Definition vorangestellt. Mit anderen Worten wird zunächst Klarheit über die anzuwendenden Regelungsregimes geschaffen. Zweitens werden durch diese Herangehensweise nicht Fragen, die bereits

---

49 Soweit auf den Referentenentwurf Bezug genommen wird, ist damit der jüngere, offiziell auf der Seite des BMWi veröffentlichte Entwurf [Stand: 24.1.2020] gemeint, auf die ältere Version [Stand: 7.10.2020] wird für normgenetische Aspekte rekuriert. Zur Hervorhebung von Unterschieden wird daher der Arbeitsstand der Referentenentwürfe besonders angegeben.

*B. Gang der Untersuchung und Themenbeschränkung*

aus einer Regelung an sich erwachsen, mit solchen vermengt, die sich erst aus der Kollision zweier Rechtsfelder ergeben.



## § 2 Ad-hoc-Publizität nach MAR

### A. Grundlagen

Das europäische und damit auch das deutsche Kapitalmarktrecht<sup>50</sup> im Allgemeinen und die Fragen zur Ad-hoc-Publizität im Besonderen sind spezielle und in ihrer Regelungsdichte hochkomplexe Regelungsbereiche. Abgesehen von Bezügen zum längst auch unionsrechtlich durchwirkten klassischen Börsenrecht und anders als im anglo-amerikanischen Rechtsraum<sup>51</sup> bildet das Kapitalmarktrecht ein recht junges und dynamisches Rechtsgebiet.<sup>52</sup>

In seinen Ursprüngen wie in der Gegenwart mit gesellschaftsrechtlichen Fragen verbunden,<sup>53</sup> ist das Kapitalmarktrecht in Deutschland vorrangig Forschungsschwerpunkt zivilrechtlicher Lehrstühle.<sup>54</sup> Auch in seiner praktischen Anwendung trifft es vorrangig auf eher zivilrechtlich orientierte Juristen. Allerdings entzieht es sich angesichts seines volkswirtschaftlich-öko-

---

50 Vgl. *Bröcker*, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage 2014, § 6 Rn. 1; vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 28 ff.; *KK-WpHG/H. Hirte/Heinrich*, 2. Auflage 2014, Einl. Rn. 3, 4; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.103; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.3.

51 Vgl. *Assmann* in: Gebauer/Wiedmann, Zivilrecht unter europäischem Einfluss, 2. Auflage 2010, Kap 22 Rn. 36; vgl. *Bröcker*, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage 2014, § 6 Rn. 1 ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 1; v. *Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 8; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 147; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 60 ff., 82 ff.

52 Vgl. *Bröcker*, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage 2014, § 6 Rn. 1 ff.; vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 1, 21 ff., 28 ff.; *MAH BankR/Geschwandtner*, 2. Auflage 2018, § 1 Rn. 101, f, 119, 147; *Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 1 f; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.1.

53 Vgl. *Assmann/Buck-Heeb* in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 13 f; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 4, 46 ff.; *KK-WpHG/H. Hirte/Heinrich*, 2. Auflage 2014, Einl. Rn. 7 f; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.1.

54 Vgl. zum Kapitalmarktrecht in der europäischen Lehre *R. Veil*, in: *R. Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 6 Rn. 31 ff.

nomischen Hintergrunds,<sup>55</sup> seiner internationalen Wirkbeziehungen und seines vielfach organisationsrechtlichen und aufsichtsrechtlichen<sup>56</sup> Charakters einer im deutschen Verständnis festen Einordnung als rein zivilrechtliche Materie.

Die Regelungen dienen der Schaffung, dem Erhalt und der Organisation des Kapitalmarkts und dessen Aufsicht. Dadurch werden erhebliche Bezüge zum öffentlichen Wirtschaftsrecht und dem ebenfalls noch recht neuen Rechtsforschungsgebiet des Regulierungsrechts<sup>57</sup> herstellt.<sup>58</sup> Flankiert wird das Kapitalmarktrecht von einem teils öffentlich-rechtlichen (auch strafrechtlichem) teils wieder privatrechtlichen Sanktionsprogramm.

Kompass des Kapitalmarktrechts ist ein einheitliches, konsistentes Marktrecht, also eine marktorientierte Perspektive, durch die das Kapitalmarktrecht einerseits die Dimensionen der klassischen Trias von öffentlichem Recht, Zivilrecht und Strafrecht durchschneidet; andererseits durchbricht es Ebenen nationalen und supranationalen Rechts; drittens schließlich verschwimmen die interdisziplinären Grenzen von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften.<sup>59</sup>

Mit dem inzwischen noch überarbeiteten *Lamfalussy (II)*-Verfahren ist zwar zu Beginn der 2000er ein koordiniertes vierstufiges beschleunigtes Rechtssetzungsverfahren geschaffen worden, das den umfangreichen und wachsenden kapitalmarktrechtlichen Regelungskomplex effektiviert und strukturiert.<sup>60</sup> Trotzdem wirken europäische Vorgaben verschiedenster rechtlicher Natur und Ebenen und teils in 24 gleichberechtigten Sprachfas-

---

55 Vgl. *Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 37.

56 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 40 ff.; *KK-WpHG/Klöhn*, 2. Auflage 2014, § 15 Rn. 10.

57 Vgl. *Lepsius* WiVerw 2011, 206, 206; *Rixen* WiVerw 2011, 193, 193; *Ruthig/Storr*, Öffentliches Wirtschaftsrecht, 4. Auflage 2015, Rn. 25 f.

58 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 48; vgl. *KK-WpHG/H. Hirte/Heinrich*, 2. Auflage 2014, Einl. Rn. 5 ff.; vgl. *Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 38.

59 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 1 ff.; vgl. *Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 1, 38; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.11; *HK-Kapitalmarktstrafrecht/Park*, 4. Auflage 2017, Teil 1 Rn. 3; vgl. *Stiegler* in: *Jung/Krebs/Stiegler*, Gesellschaftsrecht in Europa, 2019, § 34 Rn. 1 ff.

60 Vgl. *ErwG* 4 ff. *MAD I*; *Bröcker*, in: *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage 2014, § 6 Rn. 7; *KK-WpHG/H. Hirte/Heinrich*, 2. Auflage 2014, Einl. Rn. 49 ff.; *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-HdB/Kolassa*, 5. Auflage 2017, § 135 Rn. 45 ff.; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.42 ff.; *Möllers* ZEuP 2008, 480, 482 ff; *Möllers* EBOR 11 (2010), 379,

sungen zusammen. Es treffen Verordnungen (Art. 288 Abs. 2 AEUV), Richtlinien (Art. 288 Abs. 3), Annexrichtlinien (Art. 288, 83 Abs. 2 AEUV), delegierte Rechtsakte (Art. 290 AEUV), und Durchführungsrechtsakte (Art. 291 AEUV), behördliche Empfehlungen und Leitlinien zusammen. Diese wirken teils unmittelbar, teils in einer Gemengelage mit – hauptsächlich umsetzenden – nationalem Recht, die zunächst kaum zu überblicken erscheint.<sup>61</sup> Auch der beständige Fluss andauernder Reformprozesse trägt wenig dazu bei, dass die Materie an Komplexität verliert.

Gerade aus der Aufarbeitung der Finanzkrise gezogene Lehren, etwa die Analyseergebnisse des *De-Larosière*-Berichts<sup>62</sup> der von der EU-Kommission eingesetzte Expertengruppe um *Jacques de Larosière*, haben Eingang in das Kapitalmarktrecht gefunden. Sie haben die Entstehung stärkerer europäischer Aufsichtsstrukturen gefördert und zu einem andauernden europaweiten rechtlichen Konsolidierungsprozess beigetragen, der schließlich in ein kapitalmarktrechtlich allumfassendes einziges Regelwerk („single rulebook“) und damit ein vollharmonisiertes europäisches Kapitalmarktrecht münden soll.<sup>63</sup>

Als erster Anwendungsfall beruht das Marktmissbrauchsrecht um die MAD I auf dem *Lamfalussy*-Verfahren.<sup>64</sup> Aber auch der aktuelle Rechts-

381 ff.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 41 ff.; *Rötting/Lang* EuZW 2012, 8 ff.; *Schmolke* NZG 2005, 912 ff.; vgl. *Tridimas*, in: Craig/de Búrca, The Evolution of EU Law, 2. Auflage 2011, S. 783, 786 ff.; *R. Veil* FS Hommelhoff, 2012, S. 1263, 1264 ff.; *R. Veil*, in: R. Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 1 Rn. 16 ff.; *R. Veil* ZGR 2014, 544, 550 ff.; *Kümpel/Wittig/Wittig*, 4. Auflage 2011, Rn. 1.62.

61 Vgl. *Kalss*, in: Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 3. Aufl. 2015, § 20 Rn. 38, 6 ff.; vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.89-1.103; mit Überblick ausgewählter EU-Rechtsakte *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.2; vgl. *Möllers* EBOR 11 (2010), 379, 381 ff.

62 *EU Kommission*, Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU chaired by Jacques de Larosière, 2009 [*De-Larosière*-Bericht].

63 Vgl. ErwG 6 S. 2 MiFID II; vgl. ErwG 1 – 5 MAR; Empfehlung 10, *De-Larosière*-Bericht, 2009, S. 30 ff. [Rn. 99 ff.]; *Kämmerer* NVwZ 2011, 1281, 1282 f; vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 1.4, 14.34, 14.176 ff.; *von der Linden* DStR 2016, 1036, 1036; *Poelzig* NZG 2016, 492, 492; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 50; *Rötting/Lang* EuZW 2012, 8, 9; vgl. *Stiegler* in: Jung/Krebs/Stiegler, Gesellschaftsrecht in Europa, 2019, § 34 Rn. 3 *R. Veil* ZGR 2014, 544, 550 f.; *M. Weber* NJW 2017, 991, 991.

64 Vgl. ErwG 4 ff. MAD I; vgl. *Grimme/von Buttlar* WM 2003, 901, 904 f.; *Keller/Langner* BKR 2003, 616, 616 f; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 35.2; *Parmentier* BKR 2013, 133, 134; *R. Veil*, in: R. Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 1 Rn. 21.

stand des hier besonders interessierenden kapitalmarktrechtlichen Marktmissbrauchsrechts beruht auf der MAR und der diese strafrechtlich flankierenden, auf die Annexrichtlinienkompetenz des Art. 83 Abs. 2 AEUV gestützten<sup>65</sup> MAD II als Rahmenrechtsakten im Sinne des *Lamfalussy (II)*-Verfahrens.<sup>66</sup> Dadurch wurden auch erhebliche Anpassungen des nationalen WpHG erforderlich, die vorrangig durch das erste der zwei Finanzmarktnovellierungsgesetze (FiMaNoG)<sup>67</sup> erfolgten. Die weitgehend seit dem 3.7.2016 geltende MAR wurde bereits davor zweimal angepasst<sup>68</sup> und noch vor dem Jahreswechsel zu 2017 durch drei *Corrigenda* berichtigt, wobei die zwei letzteren allein die deutsche Sprachfassung betrafen,<sup>69</sup> ohne dass dadurch Angriffspunkte berechtigter Kritik an häufig sprachlich-translatori-

---

65 Vgl. Klöhn-MAR/*Klöhn*, 2018, Einl. Rn. 84 f.; HK-Kapitalmarktstrafrecht/*Saliger*, 5. Auflage 2019, §§ 119 Abs. 1, Abs. 4, 120 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 15 Nr. 2 (vormals: §§ 38 Abs. 1, Abs. 4, 39 Abs. 2 Nr. 3, Abs. 3 c, 3 d Nr. 2 WpHG iVm Art. 15, 12 MAR Rn. 19).

66 Klöhn-MAR/*Klöhn*, 2018, Einl. Rn. 32-39; mit Übersicht zu delegierten und durchführenden Rechtsakten zum Marktmissbrauchsregime Klöhn-MAR/*Klöhn*, 2018, Einl. Rn. 52; allgemein zum *Lamfalussy*-Verfahren *Anziger RdF* 2018, 181, 182; *Rötting/Lang EuZW* 2012, 8; vgl. *Tridimas*, in: Craig/de Búrca, *The Evolution of EU Law*, 2. Auflage 2011, S. 783, 786ff.; *R. Veil ZGR* 2014, 544, 551 ff.;

67 Vgl. zu den Gesetzesmaterialien auch *Mock/Stüber*, *Das neue Wertpapierhandelsrecht*, 2018.

68 VO (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.6.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, *ABlEU* v. 29.6.2016, L 171/1 [Englisch: *benchmarks regulation* – BMR]; VO (EU) 2016/1033 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 23.6.2016 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 über Märkte für Finanzinstrumente, der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch und der Verordnung (EU) Nr. 909/2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer, *ABlEU* v. 30.6.2016, L 175/1.

69 Berichtigung der VO (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (*ABl. L* 173 vom 12.6.2014), *ABlEU* v. 21.10.2016, L 287/320; Berichtigung der VO (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.6.2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden, und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2014/17/EU sowie der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (*ABl. L* 171 vom 29.6.2016), *ABlEU* v. 15.11.2016, L 306/43; Berichtigung der VO (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen

schen Mängeln<sup>70</sup> – wie sich im weiteren Verlauf noch zeigen wird – gänzlich ausgeräumt werden konnten.

Für die Zielsetzung der Arbeit, eine konkrete Rechtsfrage im Schnittbereich zwischen Kartell- und Kapitalmarktrecht zu untersuchen, ist ein Grundverständnis und eine Klärung der Topoi der Ad-hoc-Publizität im Gefüge des Kapitalmarktrechts unverzichtbar. Der neue Regelungsstandort in der MAR erfordert eine deutliche Konturierung (noch) offener Fragen der Ad-hoc-Publizität und Betrachtung der Regelungskonstruktion, um das Verhältnis zu den kartellrechtlichen *leniency programmes* bestmöglich beleuchten zu können.

## I. Begriff der Ad-hoc-Publizität

„Ad-hoc-Publizität“ ist nicht legaldefiniert. Es handelt es sich aber um einen vorrangig in der deutschsprachigen Rechtswissenschaft und Anwendungspraxis verfestigten, feststehenden Ausdruck des Kapitalmarktrechts, der im Allgemeinen die anlassbezogene und plesiochrone, also zeitnahe Veröffentlichungspflicht von Emittenten im Kapitalmarktmisbrauchsrecht der Europäischen Union bezeichnet.<sup>71</sup>

Als Komplementärinstrument zu erstmaligen und laufend-periodischen Berichtspflichten eines Emittenten wird der Begriff der „ad-hoc-disclosure“ auch in der englischen Fassung der für das Kapitalmarktrecht grundlegenden zweiten Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente MiFID II<sup>72</sup> gestreift,<sup>73</sup> erfasst aber weitergehend alle anlassbezogene Offenlegungsvorschriften des Kapitalmarktrechts.

---

Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission (ABl. L 173 v. 12.6.2014), ABLEU v. 21.12.2016, L 348/83.

70 Vgl. Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-HdB/Hopt/Kumpan, 5. Auflage 2017, § 107 Rn. 17; vgl. Klöhn-MAR/Klöhn, 2018, Einl. Rn. 26, 87 f.

71 Vgl. auch Vektoruzzo/Mock-MAR/Pietrancosta, 2017, A.4.13; vgl. zur (selbstregulierten) Ad-hoc-Publizität im schweizerischen Recht nach Art. 53 KR Peter, Die kursrelevante Tatsache, 2015, S. 4 f., 19 f.

72 RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABLEU v. 12.6.2014, L 173/349, [Englisch: *markets in financial instruments directive* – MiFID II].

73 Art. 18 Abs. 8, Art. 33 Abs. 7 MiFID II.

Rein sprachlich setzt sich der Begriff der Ad-hoc Publizität (bekanntermaßen) etymologisch aus zwei lateinischen Elementen zusammen.<sup>74</sup> Einerseits bedeutet ad-hoc so viel wie „plötzlich“, „spontan“, „aus dem Augenblick heraus“, „anlassbezogen“; es korrespondiert also mit einem Anlass und einer einzelfallbezogenen Dringlichkeit und Spontaneität, damit auch gleichzeitig mit einem kurzen Zeitelement zwischen Anlass und dem attribuierten zweiten Element, Publizität.<sup>75</sup>

Entsprechend den grundlegenden Überlegungen von *Merkt*<sup>76</sup> begreift „Publizität“ dabei den dem Normadressaten zugewiesenen Vorgang, einer Vielzahl nicht näher bestimmter und im Einzelnen nicht überwachter Adressaten, die zumindest im Ausgangspunkt als Allgemeinheit („Publikum“) zu kennzeichnen sind,<sup>77</sup> die Möglichkeit der Kenntnisnahme einer Information einzuräumen. Durch die Weite des Adressatenkreises kommt es indes auf eine individuelle Wissensabsorption, also eine tatsächliche Kenntnis, nicht an. Nicht gemeint ist im gegebenen Kontext eine Publizität im Verständnis der spezifischen Wirkung einer bestimmten erfolgten oder unterlassenen Offenlegung, etwa im Sinne der negativen oder positiven Publizität des Handelsregisters.<sup>78</sup>

Publizität kann also im gegebenen Kontext gleichzeitig Vorgang und Zielzustand beschreiben, wobei im Rahmen der Untersuchung als Pflicht vor allem der Vorgang im Fokus stehen soll. Entsprechend spricht auch die amtliche Überschrift zu Art. 17 MAR von einer „Veröffentlichung“ bzw. im Normtext von „Bekanntgabe an die Öffentlichkeit“, teils indes nur von „Offenlegung“, jeweils aber gerade vom Vorgang. Ähnlich verwendet etwa die englische Fassung „public disclosure“, bzw. verpflichtet den Emittenten zur Information der Öffentlichkeit („inform the public“), teilweise wird indes ebenfalls nur der Begriff „disclosure“ verwendet.

---

74 Vgl. etwa *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 21, 24; *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 7.

75 Vgl. *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 24; *S. Hahn*, Neue Ansätze im Anlegerschutz durch die Ad-hoc-Publizität des § 15 WpHG, 2004, S. 123; *H. Hirte*, Die Ad-hoc-Publizität im System des Aktien- und Börsenrechts, in: *Hadding/Hopt/Schimansky*, Bankrechtstag 1995, S. 47, 47; *von Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 1 Fn. 3, 8; *KK-WpHG/Klöhn*, 2. Auflage 2014, Vor § 15 Rn. 2; *Klöhn AG* 2016, 423, 429; vgl. *Steinrück*, Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 60; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 42.

76 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 6 ff.

77 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 6, 8, 9; ähnlich *Kronke/Melis/Kuhn* in: *Kronke/Melis/Kuhn*, Handbuch Internationales Wirtschaftsrecht, 2. Auflage 2017, Kapitel 5 Rn. 578.

78 Vgl. *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 7, 239 ff.

„Offenlegung / disclosure“ ist dabei ein weitgefasster Oberbegriff, der nur kontextbezogen betrachtet werden kann. Allgemein kann er als Vorgang jede „Enthüllung“ oder im Wortsinn „Aufdeckung“ einer Information gegenüber einem oder mehreren anderen meinen, sowohl in Gestalt passiver Zugangsgewährung zur Information als auch einer aktiven Mitteilung/Übermittlung des Informationsgegenstands selbst.

Über diese erste Einordnung hinaus kann dem Begriff Ad-hoc-Publizität ohne normative Verankerung kein weiterer Mehrwert entnommen werden.

## II. Kursorischer rechtshistorischer Überblick

Im anglo-amerikanischen Rechtsraum ist die Ad-hoc-Publizität teils schon deutlich länger in unterschiedlichen und eher schwächeren Ausgestaltungen vorhanden.<sup>79</sup> Dagegen hat die Ad-hoc-Publizität als in Deutschland geltender verbindlicher Rechtssatz erstmalig 1986 mit der Einführung des damaligen § 44a BörsG durch das Börsenzulassungsgesetz<sup>80</sup> Einzug gehalten.<sup>81</sup>

Ausgangspunkt geltender Regelungen der Ad-hoc-Publizität auch im deutschen Rechtsraum war – für das Kapitalmarktrecht geradezu axiomatisch<sup>82</sup> – das europäische Gemeinschafts- bzw. Unionsrecht.<sup>83</sup> Erste Ansätze, nicht als verbindlicher Rechtssatz, indes als rechtspolitisches Postulat,

---

79 *Hellgardt* FS 25 Jahre WpHG, 2019, 701, 701; KK-WpHG/*Klöhn*, 2. Auflage 2014, § 15 Rn. 3 ff; zu US-amerikanischen Regelungen *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 147 ff.; zu Regelungen im vereinigten Königreich *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 82 ff.

80 Gesetz zur Einführung eines neuen Marktabschnitts an den Wertpapierbörsen und zur Durchführung der Richtlinien des Rates der Europäischen Gemeinschaften v. 5.3.1979, v. 17.3.1980 und v. 15.2.1982 zur Koordinierung börsenrechtlicher Vorschriften v. 16.12.1986, BGBl. I, S. 2478 [Börsenzulassungs-Gesetz].

81 Art. 1 Nr. 4 Börsenzulassungs-Gesetz.; vgl. *Erbs/Kohlhaas/Webowsky*, 231. EL Juli 2020, WpHG § 15 Rn. 1.

82 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 28 ff.; vgl. *Fuchs-WpHG/Fuchs*, 2. Auflage 2016, Einl. Rn. 3; vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.103; vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.3.

83 Vgl. *Hellgardt* FS 25 Jahre WpHG, 2019, 701, 701; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.104; vgl. *Ventoruzzo/Mock-MAR/Mock*, 2017, A.1.03 ff.; vgl. *Mock/Stüber*, Das neue Wertpapierhandelsrecht, 2018, Rn. 1; vgl. *Schwark* NJW 1987, 2041, 2042.

finden sich bereits im noch aus Zeiten der EWG-6 stammenden, für das europäische Kapitalmarktrecht grundlegenden „Bericht einer von der EWG Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe“ zum „Aufbau eines Europäischen Kapitalmarkts“, dem nach dem Vorsitzenden benannten „Segré-Bericht.“<sup>84</sup> Kapitel 11 des *Segré-Berichts*<sup>85</sup> widmete sich dem Thema Publizität und Wertpapierhandel als Bedingungen für einen funktionsfähigen Europäischen Wertpapiermarkt und forderte neben periodischen Berichtspflichten auch eine „ständige“ Publizität, nach der jeder neue Umstand, der die Verhältnisse oder die Rentabilität eines Unternehmens entscheidend beeinflussen könnte, dem Publikum durch den Emittenten so rasch wie möglich zur Kenntnis gebracht werden sollte.<sup>86</sup>

Aufgegriffen wurde sie in einer rechtlich ebenfalls unverbindlichen Empfehlung der Kommission 1977 zu „Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen“.<sup>87</sup>

Erste gemeinschaftsrechtliche Normierung fand die Ad-hoc-Publizität unter der EG-9<sup>88</sup> in Art. 4 Abs. 2 i.V.m. den im Anhang aufgeführten Schema C Nr. 5 lit. a und Schema D Nr. 4 lit. a sowie verfahrensrechtlich durch

---

84 Vgl. Fuchs-WpHG/*Fuchs*, 2. Auflage 2016, Einl. Rn. 3; KK-WpHG/*Hirte/Heinrich*, 2. Auflage 2014, Einl. Rn. 37; Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-HdB/*Hopt/Kumpan*, 5. Auflage 2017, § 107 Rn. 6; *R. Veil*, in: R. Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 1 Rn. 2; *von Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 1; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.16.

85 *Segré-Bericht*, 1966, S. 237 ff.; in der englischen Fassung S. 225 ff., in der französischen S. 236 ff.

86 *Segré-Bericht*, 1966, S. 241; Englisch (S. 229): „Any new factor which might have a major bearing on the firm's situation or profit expectations (for instance investment programmes, important agreements of contracts) should be brought to the public's notice almost at once.“; Französisch (S. 240): „tout élément nouveau susceptible d'avoir une répercussion importante sur la situation ou la rentabilité de l'entreprise (par exemple les programmes d'investissements, la conclusion d'accords ou de contrats importants), devrait, dans les délais les plus brefs, être porté à la connaissance du public“.

87 Empfehlung 77/534/EWG der Kommission v. 25.7.1977 betreffend europäischer Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, ABLEG v. 20.8.1977, L 212/37; vgl. hierzu *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integren Finanzmarkts, 2005, S. 40 f.; *Kallmeier*, Ad-hoc-Publizität in Zwischenschritten, 2016, S. 30; *Ventorozzu/Mock-MAR/Pietrancosta*, 2017, B.17.68.

88 Damit unter Beteiligung von Großbritannien, wo bereits 1972 in seinen insoweit im Titel ähnliche Regeln zu „Admissions of Securities to Listing“ eine nationale Ad-hoc-Publizität existierte, vgl. *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 82.

Art. 17<sup>89</sup> der Börsenzulassungs-RL 1979<sup>90</sup> und Vorgabe für den durch das Börsenzulassungsgesetz verspätet umgesetzten § 44a BörsG 1986.<sup>91</sup> Der Rechtsakt stützte sich kompetenzrechtlich, anders als noch der Entwurf, nicht nur auf die dezidiert gesellschaftsrechtlichen Art. 54 Abs. 3 lit. g, 58 EGV a.F.,<sup>92</sup> sondern auch auf den allgemein binnenmarktspezifischen Art. 100 EGV<sup>93</sup>, weshalb die Börsenzulassungs-RL als erster kapitalmarkt-rechtlicher europäischen Rechtsakt überhaupt gilt.<sup>94</sup>

Die Pflichten der Börsenzulassungs-RL wurden 2001 in die Art. 68 Abs. 1, 102 Abs. 1 Kapitalmarktpublizitäts-RL (CARD)<sup>95</sup> überführt. Bereits zuvor war die Ad-hoc-Publizität durch Art. 7 der Insider-RL 1989,<sup>96</sup> der statisch auf Schema C Nr. 5 lit. a der Börsenzulassung-RL verwies, in ihrem Anwendungsbereich erheblich ausgedehnt worden.<sup>97</sup> Umgesetzt wurde die Art. 7 Insider-RL in Deutschland durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz (2. FFG), mit dem insgesamt auch das WpHG geschaffen wurde. Die Ad-hoc-Publizität war seitdem in § 15 WpHG a.F. geregelt.

- 
- 89 Erwähnt bei *Büche*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts, 2005, S. 42; *von Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 91.
- 90 RL 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABLEG v. 16.3.1979, L 66/21 [Börsenzulassung-RL].
- 91 BegrRegE Börsenzulassungsgesetz, BT-Drs. 10/4296, S. 16.
- 92 Insoweit in der Fassung der Römischen Verträge 1957; inzwischen Art. 50 Abs. 2 lit. g, 54 Abs. 2 AEUV.
- 93 Inzwischen Art. 114 AEUV; vgl. zu Art. 114 AEUV als Ermächtigungsgrundlage der MAR *Waschkowski*, Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung, 2019, S. 110 ff.
- 94 *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 33.1; vgl. *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, 2002, S. 33.
- 95 RL 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABLEG v. 6.7.2001, L 184/1 [Englisch: *consolidated admissions and reporting directive* – CARD].
- 96 RL 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABIEG v. 18.11.1989, L 334/30 [Insider-RL]; vgl. zum Marktmissbrauchsrecht unter der InsiderRL *Uphoff*, Die drei Generationen des europäischen Marktmissbrauchsrechts, 2013, S. 47 ff.
- 97 Vgl. ähnlich *Hellgardt* FS 25 Jahre WpHG, 2019, 701, 701; Überblick bei *Hemeling* ZHR 184 (2020), 397, 398.

Die Insiderrichtlinie wurde 2003 durch die Marktmissbrauchs-RL (MAD I)<sup>98</sup> abgelöst, die die Ad-hoc-Publizität ausdrücklich als selbstständige Pflicht im kapitalmarktrechtlichen Marktmissbrauchsrecht normierte.

Mit entsprechenden Anpassungen blieb aber § 15 WpHG als nationaler Regelungsstandort der Ad-hoc-Publizität erhalten, bis sie mit Rechtswirkung zum 3. Juli 2016<sup>99</sup> auf der Ebene einer europäischen Verordnung gemäß Art. 17 MAR unmittelbar geltendes Recht wurde.

Das neue Marktmissbrauchsrecht soll durch vollharmonisierendes materielles Ordnungsrecht und erheblich verschärfte Vorgaben zum Aufsichts- und Sanktionenrecht (einschließlich strafrechtlicher Mindestharmonisierung) zu einer unionsweit konvergenten und effizienten Anwendung des Kapitalmarktmissbrauchsrechts beitragen und damit auf die Vollendung der europäischen Kapitalmarktunion<sup>100</sup> hinwirken.<sup>101</sup>

### III. Ökonomische und rechtliche Systematisierung des Kapitalmarkts

Als kapitalmarktrechtliche Regelung beschrieben, stellt sich die jedenfalls kursorisch zu streifende Frage nach dem Wesen des Kapitalmarkts selbst. Wesentlichen Einfluss auf das Kapitalmarktrecht als Recht des volkswirt-

---

98 RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABIEU v. 12.4.2003, L 96/16 [Englisch: *market abuse directive* – MAD I]; Durch das neue Marktmissbrauchsregime außer Kraft getreten und abzugrenzen von der RL 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABIEU v. 16.4.2014, L 173/179 [Englisch: *market abuse directive* – MAD II].

99 Art. 39 Abs. 2 MAR.

100 Vgl. zur Kapitalmarktunion ErwG 6 S. 2 MiFID II; ErwG 1 – 5 MAR; *CMU High Level Forum, A New Vision For Europe's Capital Markets – Final Report*, 2020, S. 2 ff.; *Kämmerer NVwZ* 2011, 1281, 1282 f.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 50; *Rötting/Lang EuZW* 2012, 8, 9; vgl. *Stiegler* in: Jung/Krebs/Stiegler, Gesellschaftsrecht in Europa, 2019, § 34 Rn. 3

101 Vgl. ErwG 1 – 5 MAR; Empfehlung 10, *De-Larosière-Bericht*, 2009, S. 30 ff. [Rn. 99 ff.], *von der Linden DStR* 2016, 1036, 1036; vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 1.4, 14.34, 14.176 ff.; vgl. *Muhr*, Das Prinzip der Vollharmonisierung im Kapitalmarktrecht am Beispiel des Reformvorhabens zur Änderung der Transparenzrichtlinie, S. 38 ff.; *Poelzig NZG* 2016, 492, 492; vgl. *R. Veil ZGR* 2014, 544, 550 f.; vgl. *Waschkowski*, Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung, 2019, S. 92 ff., 107 ff.; *M. Weber NJW* 2017, 991, 991.

schaftlich bedeutsamen Kapitalmarkts haben wirtschaftstheoretische Modelle und Überlegungen, indem der Normgeber durch den ordnenden Rahmen des Rechts versucht, die Realität dem Ideal anzunähern, im Übrigen die Akteure aber auf dem geschaffenen Markt frei agieren zu lassen.

## 1. Ökonomisches Grundmodell des Marktes

Auf einem idealtypischen Markt ist jedes Geschäft ohne (zusätzliche) Kosten durchführbar, jede Information ist kostenlos, sofort und zutreffend verarbeitet verfügbar, alle geschlossenen Verträge sind vollkommen und ihr Inhalt vollständig durchsetzbar, so dass bei vollkommener Marktinformation der tatsächliche Wert eines Gutes dem am Markt angegebenen Wert entspricht.<sup>102</sup> Als Anbieter oder Nachfrager des dort gehandelten Gutes tritt der Marktteilnehmer<sup>103</sup> auf, der – betont modellhaft – allwissend ist, zudem rational agiert und seine Mittel nutzenmaximierend einsetzt.<sup>104</sup> Im Ergebnis führt dies dazu, dass auch insgesamt alle Mittel mit ihrem größtmöglichen Nutzen für die Gesamtwirtschaft eingesetzt werden (optimale Allokation<sup>105</sup> bzw. alloкатive Effizienz).

---

102 Brunner/Kehrle, Volkswirtschaftslehre, 3. Auflage 2014, S. 60; Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Finance 383 (1970); Füllbier, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 127; vgl. KK-WpHG/Hirte/Heinrich, 2. Auflage 2014, Einl. Rn. 20; Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, 215.

103 Nicht gemeint ist der Marktteilnehmer (engl. „market operator“) im Sinne des Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MAR, der auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 MiFID II verweist. Dort wird der „market operator“ zutreffend mit „Marktbetreiber“ übersetzt. Die deutsche Bezeichnung nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MAR ist also ebenso verunglückt wie irreführend. Denn außerhalb der Begriffsbestimmung bezeichnet keine Verwendung von „Marktteilnehmer“ einen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 5 MAR, sondern ein Wirtschaftssubjekt (engl. „participant“) im Wortsinn nach obigem Verständnis. „Market Operator“ dagegen werden außerhalb der Begriffsbestimmung in Art. 4 Abs. 1 UAbs. 1, 4 und Art. 16 Abs. 1 UAbs. 1 MAR ausdrücklich erwähnt, in ErwG 9 und ErwG 84 angedeutet und in der deutschen Fassung jeweils zutreffend als Marktbetreiber bzw. Betreiber von Märkten bezeichnet.

104 Brunner/Kehrle, Volkswirtschaftslehre, 3. Auflage 2014, S. 23, 115, 117.

105 Brunner/Kehrle, Volkswirtschaftslehre, 3. Auflage 2014, S. 27 f.

## 2. Der Kapitalmarkt

Auf dem Kapitalmarkt ist das gehandelte Gut – vereinfacht gesprochen und ohne terminologische volkswirtschaftliche Differenzierung von Gütern und Faktormärkten – Kapital.<sup>106</sup> Unternehmen fragen es direkt auf dem nicht notwendigerweise physischen Kapitalmarkt nach und bieten hierfür im Gegenzug Finanzprodukte an,<sup>107</sup> die dem Kapitalanbieter, dem Anleger, eine Gewinnaussicht versprechen, deren Realisierung der Anleger durch Halten des Produkts abwarten kann. Alternativ aber kann er – als zentraler Aspekt gegenüber einer schlichten Kreditfinanzierung – mit den Finanzprodukten durch Handel Gewinn erzielen.<sup>108</sup> In seiner exakten Konturierung weder ökonomisch noch juristisch abschließend geklärt, besteht jedenfalls Einigkeit, dass sich der Kapitalmarkt als Teilmarkt der Finanzmärkte zu einer zentralen Quelle der langfristigen Unternehmensfinanzierung und somit zu einem Markt von erheblicher volkswirtschaftlicher Bedeutung entwickelt hat.<sup>109</sup> Verwerfungen auf dem Kapitalmarkt wirken gravierend in die Gesamtwirtschaft und in den Rechtsfrieden hinein.<sup>110</sup>

Im Sinne eines juristisch handhabbaren Terminus im weitestgehend – unmittelbar oder mittelbar – unionsrechtlichen Kapitalmarktrecht empfiehlt sich für das Verständnis von Kapitalmarkt im Allgemeinen der Terminus „Markt für Finanzinstrumente“ der sogenannten „Grundgesetze des

---

106 Zum Begriff *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.11.

107 Vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.6; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 1, 13 f.

108 Vgl. *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 1, 16

109 Vgl. *Assmann/Buck-Heeb* in: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 2a ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 2, 7 f.; vgl. *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 142; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.8 ff.; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.1, 14.4 ff., 14.16, 14.18; *HK-Kapitalmarktstrafrecht/Park*, 4. Auflage 2017, Teil 1 Rn. 1.

110 Vgl. *Assmann/Buck-Heeb* in: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 13; vgl. *Mülbert/Sajnovits* ZfPW 2016, 1, 2 ff.; *J. Schmidt*, Financial Crisis and European Company and Capital Markets Law, in: *J. Schmidt/Esplugues/Arenas*, EU Law after the Financial Crisis, 2016, S. 34, 34 ff.; *Schwartz*, Good Price Discovery, the Neglected Regulatory Objective, in: *Schwartz/Byrne/Schnee*, Rethinking Regulatory Structure, 2013, S. 1, 1.

europäischen Kapitalmarktrechts<sup>111</sup> bzw. „kapitalmarktrechtsdefragmentierenden“<sup>112</sup> Regelungen von MiFID II und MiFIR<sup>113, 114</sup>

a) Produkte und Organisationsgrad

Kapitalmärkte können einerseits nach den konkret gehandelten Gütern unterschieden werden, andererseits aber auch nach ihrem Organisationsgrad, wobei es je nach Produkt zu erheblichen Korrelationen kommen kann.

aa) Produktbezogener Ausgangspunkt

Klassisches Produkt – und europäisch schon seit dem *Segré*-Bericht und der ersten kapitalmarktrechtlichen Regelungen in der Börsenzulassungs-RL besonders intensiv begleiteter Fall – sind Wertpapiere,<sup>115</sup> wobei darunter die bekanntesten Eigenkapitalwertpapiere Aktien, die bekanntesten Fremdkapitalwertpapiere Schuldverschreibungen sein dürften.<sup>116</sup> Wertpa-

---

111 So auch *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.7; *Parmentier* EuZW 2016, 45, 45.

112 *M. Weber* NJW 2018, 995, 995.

113 VO (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABLEU v. 12.6.2014, L 173/84 [Englisch: *markets in financial instruments regulation – MiFIR*].

114 *MüKoBGB/Lehmann*, 7. Auflage 2018, IntFinanzmarktR Rn. 248; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.7; *M. Weber* NJW 2018, 995, 995; *Wilhelm*, Kapitalgesellschaftsrecht mit Grundzügen des Kapitalmarktrechts, 4. Auflage 2018, Rn. 692; daher die Bezeichnung Finanzmarktrecht favorisierend *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 5; dagegen wiederum *Assmann/Buck-Heeb* in: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 2a ff.; vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 5, 67 ff.

115 *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.6; *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-HdB/Seiler/Geier*, 5. Auflage 2017, § 104 Rn. 2; vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.8ff, 1.77ff.

116 *Segré*-Bericht, 1966, S. 244; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 10.1; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.6; vgl. *Schimansky/Bunte/Lwowski*

piermärkte<sup>117</sup> wurden als Ausgangspunkt des modernen europäischen Kapitalmarktrechts genommen, weil sie in ihrer regulatorischen Entwicklung und Verflechtung gegenüber anderen Bereichen des Kapitalmarkts als deutlich weiter fortgeschritten angesehen wurden und daher auch als Schablone für die Verwirklichung des Kapitalbinnenmarktes auch für die weiteren Kapitalmärkte als geeignet angesehen wurden.<sup>118</sup> Die Wertpapiermärkte werden allgemein auch als „Kapitalmarkt im engeren Sinne“ bezeichnet.<sup>119</sup> Klassische Ausprägung sind die Wertpapierbörsen, wobei sich freilich ein wesentlicher Anteil der Börsengeschäfte auf digital betriebene Handelsplätze wie Xetra verlagert hat.

Neben den exemplarisch genannten Wertpapieren hat sich eine Vielzahl anderer Finanzinstrumente<sup>120</sup> entwickelt, die innerhalb und außerhalb des vielfach nur noch sprichwörtlichen Börsenparketts gehandelt werden.<sup>121</sup> Vormalig in den nicht spezifischen Regelungen unterworfenen Bereich des „Grauen Kapitalmarkts“ fallende Vorgänge, der zum „Kapitalmarkt im weiteren Sinne“ gehört, sind dabei zunehmend in den Fokus des Normgebers geraten und werden verstärkt einer rechtlichen Einhegung und institutionellen Kontrolle zugeführt.<sup>122</sup>

---

ski-BankR-HdB/*Seiler/Geier*, 5. Auflage 2017, § 104 Rn. 6; *R. Veil*, in: *R. Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § Rn. 7, 12.

117 Zum historischen Verständnis von Wertpapier *Segré*-Bericht, 1966, S. 244 f.

118 *Segré*-Bericht, 1966, S. 184; vgl. *Assmann/Buck-Heeb* in: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 5 ff.

119 *Assmann/Buck-Heeb* in: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 13; *von Essen*, Mitteilungspflichten bei Finanzinstrumenten nach der novellierten Transparenz-Richtlinie, 2019, S. 119, 123 ff.; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.6; *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-HdB/ Seiler/Geier*, 5. Auflage 2017, § 104 Rn. 2

120 Vgl. etwa die durch Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 iVm Anhang I Abschnitt C MiFID II erfassten Finanzinstrumente; vgl. auch *von Essen*, Mitteilungspflichten bei Finanzinstrumenten nach der novellierten Transparenz-Richtlinie, 2019, S. 81 ff.

121 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 63; MAH BankR/*Fandrich*, 2. Auflage 2018, § 1 Rn. 61; vgl. *Mitental/Anders* DStR 2003, 1893, 1893; vgl. bereits *Reuschle/Fleckner* BKR 2002, 617.

122 Vgl. *Güllner* WM 2017, 938, 940 f.; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.6; *Möllers/Kastl* NZG 2015, 849, 849 f.

## bb) Handelsplätze

Der ad-hoc-publicitätsbezogen interessierende Teil des Kapitalmarkts sind die unter dem Begriff „Handelsplatz“ (Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 MiFID II) zusammengefassten geregelten Märkte (*regulated market* – RM<sup>123</sup>), multilateralen Handelssysteme (*multilateral trading facilities* – MTF) und die erst durch MiFID II geschaffenen organisierten Handelssysteme (*organised trading facilities* – OTF).<sup>124</sup>

## (1) Geregelter Markt

Der geregelte Markt (Art. 3 Abs. 1 Nr. 6 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 MiFID II)<sup>125</sup> als regulatorischer Anknüpfungspunkt ist erstmals durch die durch MiFID I abgelöste ISD<sup>126</sup> in das europäische Recht eingeführt worden.<sup>127</sup> Er weist den größten Organisationsgrad auf und ist damit auch Referenzmaterie für Regulierungspotentiale des weiteren Kapitalmarktrechts. Im Bereich der Wertpapierbörsen kommt es dabei zu Überschneidungen mit der CARD, die Regelungen noch aus der Börsenzulassungs-RL, namentlich zur amtlichen Notierung enthält. Dabei ist aber zu beachten, dass das Kapitalmarktrecht und die wesentlichen kapitalmarktrechtlichen Pflichten inzwischen nicht mehr an das Konzept der CARD und der Zulassung zur amtlichen Notierung anknüpfen, sondern auf dem Konzept

---

123 Anders als MTF und OTF wird die Abkürzung „RM“ nicht offiziell in Normtexten verwendet oder in Legaldefinitionen angegeben. Sie findet sich trotzdem in der Rechtspraxis – etwa in offiziellen Äußerungen der ESMA – und wird daher auch in dieser Arbeit vereinzelt verwendet. Grundsätzlich gilt, dass sich der Begriff des geregelten Marktes in dieser Arbeit ausschließlich auf das unionsrechtliche Verständnis bezieht.

124 Vgl. hierzu auch *Klöhn*, in: Langenbucher, *Europarechtliche Bezüge des Privatrechts*, 3. Auflage 2013, § 6 Rn. 39 ff.

125 Im deutschen Kapitalmarktrecht historisch bedingt als „organisierter Markt“ in § 2 Abs. 11 WpHG geregelt, börsenrechtlich als „regulierter Markt“ (öffentlich-rechtlich verfasste) Entsprechung des geregelten Marktes in Deutschland; *Klöhn*, in: Langenbucher, *Europarechtliche Bezüge des Privatrechts*, 3. Auflage 2013, § 6 Rn. 48 ff.; Fuchs-WpHG/Pfüller, 2. Auflage 2016, § 15 Rn. 64; *Poelzig*, *Kapitalmarktrecht*, 2018, Rn. 11.

126 RL 93/22/EWG des Rates v. 10.5.1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABIEG v. 11.6.1993, L 141/27 (Investment Services Directive – ISD).

127 Vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, *Europäisches Unternehmensrecht*, 6. Auflage 2018, 33.5; vergleiche zur (indes nur peripheren) Andeutung in Art. 1 Nr. 2 InsiderRL *Hansen N&ECL* 16-03, S. 3.

der Handelsplätze beruhen, wie es sich gerade auch aus der MiFID II ergibt.<sup>128</sup>

## (2) MTF und OTF

Als weitere Handelsplätze ermöglichen MTF (Art. 3 Abs. 1 Nr. 7 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 MiFID II)<sup>129</sup> und das durch die MiFID II neu eingeführte OTF (Art. 3 Abs. 1 Nr. 8 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II) den unionsrechtlich rechtsinfrastrukturell unterstützten Handel mit Finanzinstrumenten. Anders als bei MTF vollzieht sich der Handel über OTF diskretionär, also mit Ermessensspielraum (Art. 19 Abs. 1, Art. 20 Abs. 6 MiFID II);<sup>130</sup> zudem ist der Handel über OTF auf Nichteigenkapitalinstrumente (*non equity*) beschränkt (Art. 20 Abs. 6 MiFID II).<sup>131</sup>

---

128 Vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.72, 33.5; *J. Schmidt* in: Lehmann/Kumpan, European Financial Services Law, 2019, CARD Art. 2 Rn. 3; vgl. zum Bedeutungsverlust der klassischen Zulassung auch *Holzborn/Israel* NJW 2008, 791, 795; so klar der Systemwechsel von der Zulassung zur amtlichen Notierung hin zum pflichtenbezogenen Ausgangspunkt Zulassung zum geregelten Markt/Handelsplatz ist, so schwierig gestaltet sich durch begriffliche Überschneidungen und selbst im Unionsrecht angelegte Zusammenhänge die Abgrenzung. So wird bei Wertpapieren bei bestehender Zulassung zur amtlichen Notierung im Sinne der CARD davon ausgegangen, dass das betroffene Wertpapier die wesentlichen qualitativen Voraussetzungen zur Zulassung zum geregelten Markt erfüllt; die Zulassung zur amtlichen Notierung ist insoweit also in die Zulassung zum geregelten Markt integriert, wobei Zulassungsstelle (CARD) und (initial) einbeziehender geregelter Markt (Art. 51 MiFID II) ebenfalls identisch sind (vgl. in Deutschland §§ 32, 38 BörsG). Das Fehlen bzw. der Entzug der Zulassung zur amtlichen Notierung beseitigt daher auch die Berechtigung der Zulassung zum Handel am geregelten Markt (Art. 51 Abs. 1 UAbs. 2, Abs. 6 UAbs. 3 MiFID II, Art. 3 DurchführungsVO (EU) 2017/568 der Kommission v. 24.5.2016 zur Ergänzung der RL 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel am geregelten Markt, ABLEU v. 31.3.2017, L 87/117).

129 In Deutschland entspricht das (privatrechtlich organisierte) Börsensegment des Freiverkehrs (§§ 48 f. BörsG) den Voraussetzungen des MTF (vgl. ausdrücklich § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG (seit 2. FiMaNoG), § 2 Abs. 7a WpHG (vor 2. FiMaNoG)).

130 Vgl. *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 32.38 f.

131 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020 Rn. 144; *Güllner* WM 2017, 938, 943; *Klöhn-MAR/Klöhn*, 2018, Art. 2 Rn. 95; *Moloney*, EU Securities and financial markets regulation, 3rd ed. 2014, V.6.4.3 S. 466; vgl. *MüKoBGB/Lehmann*, 7. Auflage 2018, IntFinanzmarktR Rn. 147.

Eine durch die MiFID II ebenfalls neu geschaffene Unterkategorie multilateraler Handelssysteme bildet der KMU-Wachstumsmarkt (Art. 4 Abs. 1 Nr. 12, Art. 33 MiFID II). Damit soll bereits bestehenden Handelsplätzen, die der Sache nach auf die Bedürfnisse kleiner und mittlerer Unternehmen bei der kapitalmarktorientierten Finanzierung zugeschnitten sind, eine besondere regulatorische Kategorie zugewiesen werden (ErwG 132 f. MiFID II). Für Emittenten ist der Handel auf einem KMU-Wachstumsmarkt mit geringerem Verwaltungsaufwand verbunden. Insoweit wurden zuletzt auch mit der KMU-Wachstumsmarkt-VO<sup>132</sup> weitere Maßnahmen ergriffen, diese durch regulatorische Erleichterungen noch weiter zu stärken.<sup>133</sup> Seit dem 16.12.2019 sind die drei Handelsplätze des „Scale“-Kapitalmarktsegments der Frankfurter Wertpapierbörse als erste deutsche KMU-Wachstumsmärkte registriert.

### (3) Mengenmäßige Verteilung

Laut den etwa aufgrund von Art. 56, 19 Abs. 10 MiFID II<sup>134</sup> von der ESMA zur Verfügung gestellten Daten<sup>135</sup> existieren in ihrem Aufsichtsbereich 430 Handelsplätze, davon 141 geregelte Märkte, 207 MTF (davon 18 KMU-Wachstumsmärkte) und 71 OTF (Stand: Januar 2021).<sup>136</sup>

### b) Primär- und Sekundärmarkt

Das Stichwort der Handelsplätze leitet über zur funktionalen Abgrenzung des Kapitalmarktes in Primärmarkt und Sekundärmarkt.

---

132 VO (EU) 2019/2115 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 27.11.2019 zur Änderung der Richtlinie 2014/65/EU und der Verordnungen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten, ABIEU v. 11.12.2019, L 320/1 (KMU-Wachstumsmärkte-VO).

133 Vgl. *J. Schmidt*, EuZW 2020, 3, 4.

134 Vgl. auch Art. 47 MiFID I.

135 <[https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_register\\_s\\_upreg](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_register_s_upreg)> [Stand: 3.1.2021; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

136 In Deutschland: 20 als RM qualifizierte regulierte Märkte, 20 als MTF qualifizierte Freiverkehrhandelsplätze (davon drei KMU-Wachstumsmärkte) und drei OTF.

aa) Grundsätzliche Abgrenzung

Auf dem Primärmarkt (Emissionsmarkt) wird ein Finanzinstrument erstmalig bei Anlegern platziert und damit dem Wirtschaftsverkehr zugeführt; auf dem Sekundärmarkt (Zirkulationsmarkt) können die Anleger mit diesen erworbenen Finanzinstrumenten ihrerseits handeln.<sup>137</sup> Schon der *Segré*-Bericht unterschied begrifflich wie auch inhaltlich eingangs seines elften Kapitels Emissionsmärkte und Märkte für umlaufende Wertpapiere.<sup>138</sup> Letztere werden dabei ausdrücklich als Sekundärmärkte bezeichnet, erstere, jedenfalls in der englischen und französischen Fassung, als Primärmärkte.<sup>139</sup> Die Handelbarkeit der Finanzinstrumente auf Sekundärmärkten ist wesentliches Charakteristikum des Kapitalmarktes, die zuvor genannten Handelsplätze sind besonders reglementierte Erscheinungsformen des Sekundärmarktes.

bb) Grundsätzlicher Ablauf einer Emission am Primärmarkt

Wirtschaftlicher Akteur des Primärmarktes ist auf der einen Seite üblicherweise der Emittent. Dieser platziert entweder das Finanzinstrument direkt selbst bei den Anlegern (sog. Selbst-, Direkt- oder Eigenemission),<sup>140</sup> nimmt aber regelmäßig die Unterstützung einer Geschäftsbank bzw. eines Konsortiums von Geschäftsbanken in Anspruch, die/das die Finanzinstru-

---

137 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 59 f.; *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-Hdb/Grundmann*, 5. Auflage 2017, § 112 Rn. 1; *MüKoBGB/Lehmann*, 7. Auflage 2018, IntFinanzmarktR Rn. 38 f.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 10.2; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 14.8, *Wilhelm*, Kapitalgesellschaftsrecht mit Grundzügen des Kapitalmarktrechts, 4. Auflage 2018, Rn. 700.

138 *Segré*-Bericht, 1966, S. 185; in der englischen Fassung Seite 177, in der französischen Seite 185.

139 Englisch: „primary' (...) securities market“; Französisch: „le marché « primaire »“.

140 Vgl. *Ekkenga* in: *Claussen* (Begr.), Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage 2014, § 7 Rn. 64 ff.; *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-Hdb/Grundmann*, 5. Auflage 2017, § 112 Rn. 5; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2018, § 13 Rn. 20; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.22; *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-Hdb/Seiler/Geier*, 5. Auflage 2017, Vor § 104 Rn. 45; *Wilhelm*, Kapitalgesellschaftsrecht mit Grundzügen des Kapitalmarktrechts, 4. Auflage 2018, Rn. 700.

mente gesammelt erwirbt und diese sodann ihrerseits am Primärmarkt platziert (Fremdemission), wobei auch bei der Fremdemission das ausgebende Unternehmen jedenfalls als mittelbarer aktiver Marktteilnehmer auf dem Primärmarkt und wirtschaftlich betrachtet als Kapitalnachfrager auf dem Kapitalmarkt anzusehen ist.<sup>141</sup>

Die Fremdemissionskosten<sup>142</sup> überwiegt dabei der wesentliche Vorteil, dass sich dem Emittenten infrastrukturell bedeutsame Informationskanäle, Absatzstrukturen und fachliche Expertise erschließen.<sup>143</sup> Zudem wird statt individueller Zahlungsflüsse der jeweiligen Anleger ein einheitlicher Kapitalzufluss an den Emittenten sichergestellt.<sup>144</sup> In Deutschland kommt hinzu, dass eine Fremdemission grundsätzlich erforderlich ist, wenn zu emittierende Wertpapiere zum Handel am regulierten Markt im Sinne des BörsG<sup>145</sup> zugelassen und eingeführt, damit zum geregelten Markt im Sinne des Unionsrechts zugelassen werden sollen (§ 32 Abs. 2, § 38 BörsG).<sup>146</sup>

---

141 Vgl. *Ekkenga* in: Claussen (Begr.), Bank- und Börsenrecht, 5. Auflage 2014, § 7 Rn. 64 ff.; vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 2.272, 10.3, 10.16 ff.

142 7-9 Prozent des Emissionsvolumens, vgl. *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2018, § 13 Rn. 21 Fn 34.

143 MünchHdb GesR I/*Schücking*, 5. Auflage 2019, § 32 Rn. 8; *R. Veil*, in: R. Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 7 Rn. 10 f.

144 Hölter-AktG/*Apfelbacher/Niggemann*, 3. Auflage 2017, § 182 Rn. 6; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 2.272; MüKoHGB/*Singhoff*, 3. Auflage 2014, Emissionsgeschäft Rn. 9 f.

145 Wie hinlänglich beschrieben wird, ist der regulierte Markt durch das MiFID I umsetzende Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) aus den vorherigen Segmenten des amtlichen Marktes (bzw. noch davor „amtlicher Handel“) und geregelten Marktes im Sinne des BörsG hervorgegangen, vgl. BegrRegE FRUG, BT-Drs. 16/4028, S. 87; vgl. Fuchs-WpHG/*Fuchs*, 2. Auflage 2016, § 2 Rn. 163; vgl. Schwark/D. Zimmer-KMRK/*Heidelbach*, 5. Auflage 2020, BörsG § 32 Rn. 7, 13; Baumbach/Hopt/*Kumpan*, 39. Auflage 2020, BörsG § 32 Rn. 1; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 33.16; Weitnauer-HdB Venture Capital/*Weitnauer*, 6. Auflage 2019, Teil I Rn. 109 ff.

146 Vgl. *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2018, § 13 Rn. 21; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 33.16; *J. Schmidt* in: Lehmann/Kumpan, European Financial Services Law, 2019, CARD Art. 2 Rn. 3; vgl. zur Einbeziehung bereits anderweitig zugelassener Wertpapiere in den regulierten Markt § 33 BörsG.

cc) Vorteile der Zulassung für die Emission

Zwar ist die Zulassung zum entsprechenden Handel eine Frage des Sekundärmarktes. Sie zielt darauf ab, ob die Infrastruktur besonders organisierter und damit besonders attraktiver Märkte für das konkrete Finanzinstrument zur Verfügung steht. Regelmäßig handelt es sich dabei um die Handelsplätze im unionsrechtlichen Sinn. Ein entsprechend gut handelbares Finanzinstrument steigert wiederum dessen Attraktivität für Kapitalanbieter auf dem Primärmarkt. Entsprechend liegt es auch im Interesse des Emittenten, zwecks erfolgreicher Emission auch den Gang zu bestimmten Handelsplätzen voranzutreiben.<sup>147</sup> Bei angestrebtem Handel an Handelsplätzen stehen zusätzlich zu den Vertriebswegen der Emissionsbankkonsortien auch diejenigen der Handelsplatzbetreiber zur Verfügung. Aus diesem Grund wird parallel zur Vorbereitung der Emission häufig zeitgleich die Zulassung zum Handel auf einem Handelsplatz vorangetrieben. Rechtstechnisch findet aber auch diese Zeichnung nicht auf dem Handelsplatz selbst statt,<sup>148</sup> weshalb etwa die Betreiber damit werben, so ohne Handelsentgelt Wertpapiere erwerben zu können.<sup>149</sup>

dd) Gleichsetzung von „IPO“ und „Börsengang“

Weil aber Erstemissionen gerade im klassischen Fall der Aktienemission häufig mit einer Zulassung zu einem Handelsplatz verbunden sind, wird die Emission im Wege eines ersten öffentlichen Angebots (buchstäblich *initial public offering* – „IPO“) häufig mit dem „Börsengang“<sup>150</sup> insgesamt,<sup>151</sup>

---

147 Vgl. *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 142; KK-WpHG/*Klöhn*, 2. Auflage 2014, Vor. § 15 Rn. 83.

148 *R. Veil*, in: *R. Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 7 Rn. 10 f.

149 <<https://www.boerse-frankfurt.de/wissen/handeln/anleihen-handeln/so-zeichnen-sie-wertpapiere-ueber-die-boerse>> [Stand: Juni 2019; zuletzt abgerufen am 4.1.2021].

150 Vgl. etwa *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2018, § 13 Rn. 3; umfassend zum Börsengang auch *Wuntke/Richter*, in: *Frodermann/Jannott*, Handbuch des Aktienrechts, 9. Auflage 2017, Kapitel 13 Rn. 98 ff.

151 Die Börse ist die wohl klassischste Ausprägung des geregelten Marktes als seinerseits klassischer (Sekundär)Handelsplatz.

teilweise mit der Zulassung gleichgesetzt.<sup>152</sup> Dabei ist ersteres und damit der Komplex des Primärmarktes mit der Unterbringung beim Publikum für sich abgeschlossen und findet nur im technischen Sinne außerbörslich<sup>153</sup> (bzw. außerhalb der Handelsplätze) statt. Es markiert nur einen Schritt auf dem Weg zum Handelsplatz, der erst mit der Notierungsaufnahme (*listing*) und dem damit verbundenen Handelsbeginn des konkreten Finanzinstruments auf dem konkreten Sekundärmarkthandelsplatz abgeschlossen ist.<sup>154</sup>

Zur weiteren Komplexität trägt bei, dass die börsenrechtliche Zulassung von Wertpapieren im Sinne der CARD mit der Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel zum geregelten Markt verwoben ist.<sup>155</sup> Hinzu kommt, dass die MiFID II von der Zulassung zu einem Handelsplatz spricht, obwohl etwa nach deutscher Terminologie Finanzinstrumente nicht zum Freiverkehr (unionsrechtlich MTF, vgl. § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG) zugelassen, sondern lediglich in diesen einbezogen werden.

Alternativen zum IPO mit Börsengang sind etwa ein *spin off* in Verbindung mit einer Zulassung zum geregelten Markt<sup>156</sup> oder rein sekundärmarktbezogene *cold listing* oder *uplisting* bzw. *downlisting* (im Sinne eines Handelsplatzwechsels).

*IPO* und *listing* eint die Funktion einer (üblicherweise seitens des Emittenten vorangetriebenen) Markteinführung, einerseits auf dem Primärmarkt, andererseits auf dem Sekundärmarkt oder jedenfalls auf einem bestimmten Handelsplatz oder Markt des Sekundärmarktes. In der Praxis liegen freilich Abschluss der Emission und Aufnahme des Handels am ent-

---

152 Vgl. etwa – allerdings mit Blick auf die börsenspezifische Zulassung im Sinne der CARD nach § 32 BörsG – *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 169 f.

153 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 172, 173 ff.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 1.24.

154 Vgl. Schwark/D. Zimmer-KMRK/*Heidelberg*, 5. Auflage 2020, BörsG § 38 Rn. 6, 12 ff.

155 So erfordert Art. 51 Abs. 1 MiFID II zwar nur allgemein, dass Zulassungsregeln für geregelte Märkte gewährleisten, dass die zugelassenen Finanzinstrumente fair, ordnungsgemäß und effizient gehandelt werden können und im Falle übertragbarer Wertpapiere, frei handelbar sind. In der ergänzenden Art. 1, Art. 2 Delegierten VO (EU) 2017/568 wird aber neben allgemeinen Maßstäben für diese Kriterien für übertragbare Wertpapiere – gewissermaßen ersatzweise – die amtliche Notierung im Sinne der CARD als Nachweis für die Zulassungsvoraussetzungen anerkannt.

156 Vgl. *Harrer/Carbonare/A. Fritzsche BKR* 2013, 309.

sprechenden Handelsplatz idealiter zeitlich eng zusammen,<sup>157</sup> sodass auch grundsätzlich der gesamte Handel nach der Emission auf dem konkreten Handelsplatz stattfinden kann.

ee) Zusammenfassung

Primärmarktbezogene Kapitalanbieter sind auf der anderen Seite die Anleger oder Investoren als Ersterwerber. Auf der Anlegerseite nehmen ebenfalls regelmäßig – für einige Handelsplätze bzw. Segmente innerhalb von Handelsplätzen<sup>158</sup> verpflichtend – Finanzintermediäre die konkreten Verkaufs- und Erwerbvorgänge als Kommissionäre der Anleger vor,<sup>159</sup> ohne dass sich in der insoweit entscheidenden wirtschaftlichen Betrachtung an der Funktion der Anleger als Kapitalgeber etwas ändern würde.

Der Anleger ist folglich unter Umständen mittelbarer, jedenfalls aktiver Marktteilnehmer auf dem Emissions- und auf dem Zirkulationsmarkt.

Die Rolle des Emittenten ist auf dem Sekundärmarkt insoweit – im Grundsatz – keine aktive.<sup>160</sup> Präziser gefasst ist der Emittent bezogen auf seine eigenen Finanzinstrumente im Regelfall kein unmittelbarer aktiver Marktteilnehmer am Sekundärmarkt, indem nicht er als Handelssubjekt auftritt, sondern lediglich durch die über das Finanzinstrument vermittelte Rechtsbeziehung beteiligt ist, in den hier interessierenden Fällen, vereinfacht gesprochen, gehandeltes Produkt auf dem Zirkulationsmarkt ist.<sup>161</sup>

---

157 Überblick zur Abfolge eines IPO mit Börsengang *Apfelbacher/Metzner* BKR 2006, 81, 90; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, vor Rn. 166 ff.; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 10.34; umfassend auch *Wuntke/Richter*, in: *Frodermann/Jannott*, Handbuch des Aktienrechts, 9. Auflage 2017, Kapitel 13 Rn. 98 ff.

158 Zur Terminologie von Handelsplatz als Kategorisierung des Normgebers und Segment als Kategorisierung innerhalb von Handelsplätzen durch die Marktbetreiber *Klöhn* NZG 2012, 1041, 1041 f.

159 *F. Schäfer* in: *Assmann/Schütze/Buck-Heeb*, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 12 Rn. 2 ff., 7 ff.; *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-Hdb/Seiler/Geier*, 5. Auflage 2017, Vor § 104 Rn. 47.

160 Vgl. *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, 28 f.; *KK-WpHG/Klöhn*, 2. Auflage 2014, Vor § 15 Rn. 91 ff.

161 *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-Hdb/Seiler/Geier*, 5. Auflage 2017, Vor § 104 Rn. 46.

IV. Modifizierung des ökonomischen Grundmodells<sup>162</sup>

Die Existenz und wirtschaftliche Entwicklung des Emittenten hat damit, jedenfalls in den hier interessierenden Bereichen, erheblichen Einfluss auf Angebot und Nachfrage nach dem zugehörigen Finanzprodukt und damit den Preis oder Kurswert, zu dem das Finanzinstrument gehandelt wird. Kurszuwächse der emittierten Wertpapiere gelten umgekehrt als Indikator guter Vorstandstätigkeit,<sup>163</sup> wobei die Überberücksichtigung kurzfristiger kapitalmarktrechtlicher Kursgewinne zulasten der strategischen Entwicklung des Emittenten in seinem eigentlichen Tätigkeitsfeld gerade auch unter dem Schlagwort des *short termism* berechnete Kritik erfährt, sodass inzwischen ein Umdenken hinsichtlich der anzulegenden Unternehmensphilosophie einsetzt.<sup>164</sup> Die zukünftige Kapitalaufnahme auf dem Primärmarkt ist bei hohen Kurswerten ebenso leichter wie die Abwehr feindlicher Übernahmen bei hohen Kurswerten von (mittelbar) Stimmrechte vermittelnden Wertpapieren.<sup>165</sup> Obwohl der Emittent somit nur eine mittelbare und grundsätzlich passive Rolle am Sekundärmarkt übernimmt, bestehen doch erhebliche Wechselwirkungen, die dazu führen, dass der Emittent mit sekundärmarktbezogenen Informationspflichten belastet wird.<sup>166</sup>

Hinzu tritt, dass in der Realität für jede Inanspruchnahme des Marktes Kosten anfallen (Transaktionskosten), wobei hier die informationsbezogenen Kosten wie die Suche nach und Generation und richtige Verarbeitung von Informationen bedeutsam sind.<sup>167</sup> Marktteilnehmer sind nicht idealtypisch allwissend, nur eingeschränkt rational oder teils rational uninformatiert, Verträge gehen gegebenenfalls durch einen nicht erkennbaren Wissensvorsprung der einen Seite zu Lasten der anderen (Informationsasymmetrie).<sup>168</sup> Dies führt dazu, dass Informationen, selbst wenn sie allgemein

---

162 Vgl. zum nachfolgenden Absatz *Brunner/Kehrle*, Volkswirtschaftslehre, 3. Auflage 2014, S. 116 ff.

163 Vgl. *Klöhn* ZHR 178 (2014), 55, 68.

164 *R. Veil*, in: *R. Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 9 Rn. 6; näher zum Entscheidungshorizont auch unten § 2 E. III. 2. a), S. 431 ff.

165 *Schanz* NZG 2000, 337, 341; vgl. *Schwichtenberg* DStR 2001, 2075, 2075.

166 Vgl. zu den ökonomischen Grundannahmen *Coase*, *The Problem of Social Cost*, 3 JLE 1, 15 (1960); vgl. *Thomale* NZG 2018, 1007, 1008.

167 *Coase*, *The Problem of Social Cost*, 3 JLE 1, 15 (1960); vgl. *Fülbi*, *Regulierung der Ad-hoc-Publizität*, 1998, S. 125.

168 Vgl. *Colaert* EuCML 2017, 229, 229 f.; *Klöhn* ZHR 178 (2014), 55, 67 ff.

zugänglich sind, nicht zwingend und erst recht nicht synchron mit diesem Zustand im Kurswert abgebildet sind.

Entstehen aber bei der Ermittlung und Aufbereitung kapitalmarktrelevanter Informationen Kosten, so hat eine Information anders gewendet auch einen Wert.<sup>169</sup> Deren Inhaber kann diese nutzen, indem er seinen Wissensvorsprung unmittelbar selbst am Kapitalmarkt durch Handel einsetzt, wodurch gleichzeitig ihm entstandene Kosten internalisiert, also über den Marktmechanismus verteilt werden können, als auch in der Rolle des Informationsintermediärs (z.B. Ratingagentur, Finanzanalysten) die Information selbst veräußern,<sup>170</sup> die dann vom Erwerber seinerseits auf dem Kapitalmarkt eingesetzt werden kann. Die auf Basis dieses Informationsvorteils „risikolos“ handelnden Kapitalmarktteilnehmer (Arbitrageure) werden als Informationshändler bezeichnet.<sup>171</sup>

Durch diesen zweiten Effekt entsteht ein eigener Markt für kapitalmarktrelevante Informationen (Doppelmarktthese), der als Katalysator der Informationseinarbeitung in die Kapitalmärkte hineinwirkt und somit zu einer Abbildung der tatsächlichen Werte von Finanzinstrumenten auf den Kapitalmärkten beiträgt.<sup>172</sup> Hierdurch verkürzt sich gleichzeitig der Zeitraum, in dem ein Wissensvorsprung am Informationsmarkt oder Kapitalmarkt genutzt werden kann, was wiederum den Wettbewerb der informationsbasiert agierenden Marktteilnehmer fördert, wodurch wieder eine – jedenfalls ansatzweise – Annäherung an den Idealmarkt stattfindet.<sup>173</sup>

Marktteilnehmer mit längerfristigen Strategien sind in geringerem Maße von der konkreten einzelnen Information abhängig und verbleiben,

---

169 Vgl. Klöhn-MAR/Klöhn, 2018, Vor Art. 7 Rn. 79 ff.

170 Klöhn ZHR 178 (2014), 55, 64 ff.; Poelzig, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 19; eingehend zur Rolle des Informationsintermediärs Stahl, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 80 ff.; Stanzel, Qualität des Aktienresearchs von Finanzanalysten, 2007, S. 14 ff.

171 KK-WpHG/Klöhn, 2. Auflage 2014, Vor §§ 12-14 Rn. 85 ff., Vor § 15 Rn. 61 ff.; Klöhn-MAR/Klöhn, 2018, Vor Art. 7 Rn. 80, 85; Thelen ZHR 182 (2018), 62, 64 f., 94.

172 Vgl. EBJs-HGB II/Grundmann, 3. Auflage 2015, Rn. VI 28; Klöhn-MAR/Klöhn, 2018, Vor Art. 17 Rn. 36 ff., 61 ff.; Art. 17 Rn. 6 f.; vgl. J. Koch BKR 2012, 485, 486; vgl. Stahl, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 80 ff., 83.

173 Grundlegend zur *semi-strong efficient capital market hypothesis* Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. Finance 383, 391 ff., 414 (1970); vgl. Fiedler/Seibt, in: Rübenstahl/A. Hahn/Voet van Vormizeele, Kartell Compliance, 2020, Kap. 21 Rn. 3; vgl. Fülbier, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 156 f.; vgl. Waschkowski, Insiderhandel nach der Marktmissbrauchsverordnung, 2019, S. 53 ff.

entgegen dem Grundmodell, in einem Stadium rationaler Uninformiertheit, weil ihre Anlagestrategie nicht von kurzfristigen Kursausschlägen determiniert wird.<sup>174</sup> Sie nehmen bestehende Informationen nicht in Anspruch, tragen aber durch ihr kurzfristig nachteiliges Geschäft mit dem informierten Marktteilnehmer zur Internalisierung entstandener Informationskosten bei; insoweit liegt eine vom marktschaffenden Normgeber gebilligte berechnete Informationsasymmetrie vor.<sup>175</sup>

Dieser nützliche Doppelmarktmechanismus wird konterkariert, wenn ein Informationsfluss an diesen offiziellen Märkten und Kanälen vorbei stattfindet, der gleichwohl auf diesen Märkten eingesetzt wird (Insiderhandel).<sup>176</sup> Denn Informationsasymmetrien sind nur solange unschädlich, wie die Beteiligten dennoch gleichberechtigt auf marktrelevante Informationen zugreifen konnten (*equal access* und *level playing field*),<sup>177</sup> sodass Wissensvorsprünge Folge einer freiwilligen Entscheidung sind und gerade nicht auf strukturellen Vorteilen, etwa der Exklusivität von oder dem privilegierten Zugang zu Informationen beruhen. Diese stellen einen ungerechtfertigten Vorteil dar, der die Integrität der Finanzmärkte und das Vertrauen der Investoren untergräbt<sup>178</sup> (vgl. ErWG 23 S. 1, ErWG 49 MAR).<sup>179</sup>

Um diesen marktinhärenten Prädispositionen zu begegnen, müssen einerseits die wünschenswerten Strukturen gefördert, die nachteiligen Verhaltensweisen aber andererseits verhindert oder zumindest zurückgedrängt werden, was wesentliches Ziel und Kernaufgabe des kapitalmarktrechtlichen Marktmissbrauchs- und Insiderrechts ist.

In Annäherung an die Modelle ist es daher Aufgabe des Kapitalmarktrechts, Mechanismen zu finden, durch die Transaktionskosten möglichst gering gehalten werden und gleichzeitig unvermeidbare Informationskos-

---

174 Vgl. *Thelen* ZHR 182 (2018), 62, 84 f.

175 Vgl. auch „(legaler) Wissensvorsprung“ *Altenhofen*, Die Europäisierung der Normdurchsetzung im Marktmissbrauchsrecht, 2018, S. 40; ähnlich *Peter*, Die kursrelevante Tatsache 2015, S. 27 f.

176 Vgl. *Hopt*, Das neue Insiderrecht nach §§ 12 ff WpHG – Funktion, Dogmatik, Reichweite, in: Hadding/Hopt/Schimansky, Bankrechtstag 1995, S. 3, 4.

177 Klöhn-MAR/Klöhn, 2018, Vor Art. 17 Rn. 39; vgl. *Stahl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 297.

178 Vgl. *Hopt*, Das neue Insiderrecht nach §§ 12 ff WpHG – Funktion, Dogmatik, Reichweite, in: Hadding/Hopt/Schimansky, Bankrechtstag 1995, S. 3, 4 ff.; *Mülbert/Sajnovits* ZfPW 2016, 1, 2 ff.

179 Vgl. *Assmann* in: Assmann/U. H. Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, MAR Art. 17 Rn. 1, 7 ff.; zu dieser Doppelfunktion der Ad-hoc-Publizität nach InsiderRL *Lutter* FS Zöllner 1998, 363, 368.

ten möglichst umfassend in den Markt überführt werden. Wesentlich ist hierfür eine hoheitliche Moderation des Informationsflusses, der durch Transparenzpflichten verstärkt, standardisiert und kanalisiert werden kann, während gleichzeitig inoffizielle Informationsflüsse und Insiderhandel ausgetrocknet werden müssen, sodass sichergestellt ist, dass alle wesentlichen Informationen dem Markt zur Verfügung stehen, das heißt jedem auch nur potentiellen Marktteilnehmer zugänglich sind.<sup>180</sup>

Das aber ist einerseits nicht der Fall bei Informationsdefiziten. Andererseits ist auch ein Überangebot an Informationen problematisch, indem dadurch die Verarbeitung der Informationslage, die Extraktion der markt wesentlichen Informationen, erschwert, ökonomisch gesehen, verteuert wird, im Extremfall sogar derart abschreckend wird, dass nicht nur die Information, sondern auch der Markt nicht in Anspruch genommen werden.<sup>181</sup> Modelle<sup>182</sup> zeigen auf, dass bei suboptimaler Informationslage die Erwartung, ein „schlechtes“ Produkt zu erhalten, eingepreist wird, sodass unter eben dieser Berücksichtigung ein an sich „gutes“ Produkt unterhalb seines eigentlichen Wertes bewertet wird, was anders gewendet die Kapitalbeschaffung verteuert.<sup>183</sup> Das wiederum führt im Ergebnis dazu, dass die „guten“ Produkte auf dem Markt nicht mehr rentabel gehandelt werden können, sodass Anbieter „guter“, seriöser Finanzprodukte entweder den Markt verlassen oder ihrerseits „schlechte“ Produkte anbieten.<sup>184</sup>

## V. Das Modell und die Kapitalmarktrealität

Historisch war die Informationslage der (damals noch nationalen) Kapitalmärkte in Europa, wie schon der *Segré*-Bericht grundlegend thematisiert, in beiderlei Hinsicht suboptimal:

---

180 Vgl. *Dreyerling*, Erste Erfahrungen mit dem WpHG – Ad-hoc-Publizität, Insiderrecht, Verfahrensnormen, in: Hadding/Hopt/Schimansky, Bankrechtstag 1995, S. 159, 161.

181 Eingehend *Stabl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 68 ff.

182 Grundlegend Akerlof, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 QJE 488 (1970).

183 Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 QJE 488, 489 (1970); *Fiedler/Seibt*, in: Rübenthal/A. Hahn/Voet van Vormizeele, Kartell Compliance, 2020, Kap. 21 Rn. 3; vgl. KK-WpHG/*Hirte/Heinrich*, 2. Auflage 2014, Einl. Rn. 19 ff.

184 Vgl. Akerlof, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 QJE 488, 489 f. (1970).

## 1. Unterinformation

Eine Unterinformation des Marktes ist auf dem Kapitalmarkt nicht gänzlich unverständlich, obwohl Vertreter einer Deregulierung darauf verweisen, dass die *Market-for-lemons*-Situation Anreize schafft, durch freiwillige Offenlegung von Informationen die Unterbewertung ihres Produktes zu überwinden.<sup>185</sup>

Kapitalmarktrelevante Informationen sind aber häufig gerade mit der wirtschaftlichen Situation des Emittenten verknüpft, der nicht zum Selbstzweck Kapital aufnimmt, sondern für die Finanzierung seiner Tätigkeit, die üblicherweise gerade nicht auf dem Kapitalmarkt, insbesondere nicht bezogen auf den Markt der eigenen Finanzinstrumente stattfindet. So ist etwa ein Automobilhersteller unter anderem Nachfrager auf dem Beschaffungsmarkt für Fahrzeugteile, Anbieter auf dem Absatzmarkt für Kraftfahrzeuge und Nachfrager von Arbeitskraft auf dem Arbeitsmarkt. Freilich ist als Faktormarkt auch der Kapitalmarkt (im Sinne des Marktes aller gehandelten Finanzprodukte) bedeutsam. Informationspflichten auf Teilen des Kapitalmarktes (wie auf Sekundärhandelsplätzen) können sich auch auf die Kapitalnachfrage durch Kreditaufnahme auswirken.

Dadurch ergeben sich eine Vielzahl von Konfliktlinien – exemplarisch diejenigen gegenüber Arbeitnehmern, konkurrierenden Unternehmen auf den jeweiligen Märkten, aber auch staatlichen Behörden.<sup>186</sup> Diesen Umstand leugnet eine rechtliche Fokussierung auf den Kapitalmarkt, wie sie das Kapitalmarktrecht vollzieht, keineswegs, sie muss jedoch für das Hintergrundverständnis von Problemfeldern im Blick behalten und somit regulatorisch berücksichtigt werden.

Informationen, über die das Unternehmen verfügt, die ihm unter Umständen teils unter erheblichen Kosten entstanden sind, beispielsweise durch Forschung und Entwicklung neuartiger oder verbesserter Produkte, können zu Informationsvorsprüngen und Vorteilen gegenüber anderen Marktteilnehmer der jeweiligen Märkte durch das Unternehmen genutzt werden. Dieser Mechanismus ist eine wesentliche Triebfeder wirtschaftlichen Fortschritts. Eine Informationsweitergabe an den Kapitalmarkt im Sinne einer Verfügbarmachung für alle potentiellen Kapitalmarktnutzer, also jedermann, ist damit nicht exklusiv auf diesen beschränkt.

Vielmehr können einmal veröffentlichte Informationen, soweit kein Schutzmechanismus besteht, von jedermann auch an anderer Stelle, auch

---

185 Vgl. nur Klöhn-MAR/Klöhn, Vor. Art. 17 Rn. 81 ff.

186 *Segré*-Bericht, 1966, S. 241.

auf anderen Märkten verwendet werden, sie wirken sich somit positiv auf andere Akteure aus, während das informierende Unternehmen für die ihm entstehenden Kosten nicht entschädigt wird, also keine Kompensation erhält und seine Kosten nicht internalisieren kann (Information als öffentliches Gut<sup>187</sup>).<sup>188</sup> Fehlt aber die Möglichkeit, den unter Kosten erworbenen Vorsprung nutzen zu dürfen, fehlen Anreize solche Wissensvorsprünge zu generieren; vielmehr wird Trittbrettfahrtum befördert.<sup>189</sup> Tatsächlich ist eine wesentliche Kritik an Informationspflichten auch diejenige, dass kleinere Unternehmen, die nicht über Skaleneffekte, sondern gerade durch Innovation in Wettbewerb treten müssen, diese Vorsprünge bei überbordenden Informationspflichten gegenüber der Konkurrenz einbüßen und somit auch dem Kapitalmarkt fernbleiben.<sup>190</sup>

Hinzu kommt noch der beschriebene, wiederum rein kapitalmarktbezogene Aspekt, dass sich die Nichtoffenlegung von Schwächen des Finanzprodukts auf einen „unseriöseren“ Anbieter nicht nachteilig auswirkt. Empirischen Nachweis findet diese Überlegung im zeithistorischen europäischen Kapitalmarkt (im weiteren Sinne) in Bezug auf die Primärmärkte selbst: Die Kapitalnehmer der organisierten Märkte gerieten angesichts der auf dem grauen Kapitalmarkt in Aussicht gestellten Renditen für die Kapitalanlage unter erheblichen Konkurrenzdruck, sodass der Anteil des grauen Kapitalmarktes, trotz mitunter unseriöser, teils betrügerischer Angebote und „spektakulärer Zusammenbrüche“<sup>191</sup> gegenüber dem Anteil des organisierten Kapitalmarktes stark anstieg.<sup>192</sup>

---

187 *Brinckmann*, in: R. Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2014, § 16 Rn. 19; *Brunner/Kehrle*, Volkswirtschaftslehre, 3. Auflage 2014, S. 17 f.; vgl. KK-WpHG/Klöhn, 2. Auflage 2014, Vor 15 Rn. 87.

188 Vgl. *Ekkenga* ZGR 1999, 165, 193; ähnlich *Petsch*, Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, 2012, S. 207.

189 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 218 f.

190 Vgl. KK-WpHG/Klöhn, 2. Auflage 2014, Vor. § 15 Rn. 84; Klöhn-MAR/Klöhn, 2018, Vor. Art. 17 Rn. 84; Art. 17 Rn. 138 ff.; vgl. auch *Mennicke* NZG 2009, 1059, 1060, 1063; entsprechend daher bei der Ad-hoc-Publizität der Schutz der Handlungsfähigkeit des Emittenten als Gesellschaft im Sinne der Tatbestandsausnahme aus Art. 17 Abs. 4 MAR, dazu eingehend unten § 2 E. III. 2., S. 430.

191 *Assmann/Buck-Heeb* in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 12.

192 Vgl. *Assmann/Buck-Heeb* in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, HdB KapitalanlageR, 5. Auflage 2020, § 1 Rn. 12; 16; vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 12.4 ff.

## 2. Überinformation und Überregulierung

Ein Übermaß an Informationspflichten (Bürokratie) und Information (*information overload*) schadet ebenfalls der Markteffizienz. Dazu gehören etwa auch kapitalmarktbezogene Informationspflichten, die letztlich nicht mehr zu verarbeitende Datenmengen generieren und damit ihren Informationszweck verfehlen. Ebenso können zusätzliche äußere Einflüsse einer nicht dezidiert kapitalmarktorientierten Informationslage, wie sie ohne entsprechende Strukturen zwangsläufig vorliegen, zu einer Überbewertung von für den Kapitalmarkt selbst irrelevanten Informationen führen (Verarbeitungsfehler) und somit den Markt verzerren, bzw. potentielle Marktteilnehmer angesichts zu hoher Informationskosten von der Teilnahme am Kapitalmarkt gänzlich von der Marktteilnahme abhalten. Eine solche suboptimale Informationslage stellt ebenfalls im schlimmsten Fall ein Marktzugangshindernis dar.<sup>193</sup> Stattdessen beschränken sich dann potentielle Investoren auf andere, zu deutlich geringeren Informations- und damit Transaktionskosten verfügbare Kapitalanlageformen (etwa Spareinlagen), nutzen konkurrierende Märkte, die aber sowohl für den Anleger selbst als auch volkswirtschaftlich deutlich geringeren Nutzen bringen, es kommt also zu einer ineffizienten Mittelallokation.<sup>194</sup> Damit korreliert auch die Kritik, dass die Überinformation des Marktes einerseits und die übermäßige Belastung mit Informationspflichten andererseits letztlich nur von entsprechend großen Marktteilnehmern getragen werden können, sodass sich Finanzmärkte einerseits kleinen und mittelständischen Unternehmen als Finanzierungsquelle verschließen, andererseits Kleininvestoren als Kapitalanbieter abschrecken.

Hinsichtlich der Überinformation des Marktes kann aber auch der Emittent – wie tatsächlich nach Einführung des § 15 WpHG in der zweiten

---

193 *Segré-Bericht*, 1966, S. 238; vgl. *Stabl*, Information Overload am Kapitalmarkt 2013, S. 68 ff.

194 So bevorzugten Erhebungen zufolge 56 Prozent deutscher Anleger Spareinlagen, Tages- und Festgeld, während Kapitalmarktprodukte wie Fonds (20 Prozent), Aktien (16 Prozent) und andere festverzinsliche Wertpapiere (6 Prozent) deutlich geringeren Zuspruch erfahren (*Statista*, Bevorzugte Anlageprodukte 2016). Die Wertsteigerung einer Anlage in Aktien (orientiert an DAX-Werten als standardisierte Messgröße) hätte mit mehr als zehn Prozent deutlich bessere Ergebnisse hervorgebracht als die präferierten Anlagemöglichkeiten (*Statista*, Beste Geldanlage 2016; *Statista*, Beste Geldanlage 2017). Auffällig ist, dass deutsche Anleger zwar Aktien, Fonds und festverzinsliche Wertpapiere für vorteilhafter halten, aber dennoch weniger nutzen (vgl. *Statista*, Geeignete Produkte für die Vermögensplanung aus Verbrauchersicht 2017).

Hälfte der 1990er Jahre geschehen – verleitet sein, über Informationsstrukturen des Kapitalmarktes Nachrichten zu streuen, um seine Wettbewerbssituation (auch auf den nicht kapitalbezogenen Märkten) zu fördern.<sup>195</sup> Diese Werbemaßnahmen hatten und haben für den Kapitalmarkt keinen Nutzen, sondern erhöhen vielmehr die Informationskosten, indem eine stärkere Filterung des Informationsflusses erforderlich wird. Folgerichtig wurde diesen unechten Ad-hoc-Mitteilungen durch das Verbot der Verbindung einer Ad-hoc-Mitteilung mit der Vermarktung der Tätigkeit des Emittenten regulatorisch gegengesteuert,<sup>196</sup> die sich im geltenden Recht nunmehr auf europäischer Ebene in Art. 17 Abs. 1 UAbs. 2 S 2 MAR wiederfindet.<sup>197</sup>

### 3. Zusammenfassung

Auf dem Primär- wie auf dem Sekundärmarkt erschwert eine suboptimale Informationslage die Einschätzung, ob der Preis, zu dem der Emittent ein Finanzinstrument ausgibt oder den der Markt einem gehandelten Finanzinstrument zuschreibt, den tatsächlichen Wert abbildet und somit die Gesamtbewertung, ob eine Investition vorteilhaft ist.<sup>198</sup>

Ernüchtert konstatierte bereits der *Segré*-Bericht, dass angesichts der unbefriedigenden Informationslage auf dem Kapitalmarkt potentielle Investoren andere, unvorteilhaftere Anlageentscheidungen treffen,<sup>199</sup> weil sie die Vorteilhaftigkeit des Kapitalmarkts nicht erkennen,<sup>200</sup> bzw. eine zutreffende Kosten/Nutzenabwägung angesichts der suboptimalen Informationslage nicht treffen können.<sup>201</sup>

Fehlt es aber an hinreichendem Kapitalangebot auf dem Primärmarkt, können sich Unternehmen nicht im erforderlichen Ausmaß finanzieren.

---

195 Vgl. Fuchs-WpHG/Pfüller, 2. Auflage 2016, § 15 Rn. 14; Lettl ZGR 2003, 853, 854.

196 Vgl. Fuchs-WpHG/Pfüller, 2. Auflage 2016, § 15 Rn. 14; Stabl, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 298; M. Weber NJW 2003, 17, 20; Lettl ZGR 2003, 853, 854.

197 Vormalig Art. 2 Abs. 1 UAbs. 3 Durchführungs-RL 2003/124/EG.

198 Problem operationaler Funktionsfähigkeit, vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 9.

199 Problem allokativer Funktionsfähigkeit, vgl. Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 10.

200 *Segré*-Bericht, 1966, S. 238.

201 Ähnlich Stabl, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 70 f.

Gleichzeitig ist bei geringerem Angebot von Kapital und damit einhergehend geringerer Nachfrage nach dem Finanzprodukt auf dem Sekundärmarkt die gewinnbringende Weiterveräußerung durch den Ersterwerber erschwert, was Rückwirkungen wiederum auf den Investoren suchenden Emittenten auf dem Primärmarkt hat; eine Schwächung des Handelsinteresses auf dem Sekundärmarkt reduziert damit auch die Nachfrage auf dem Primärmarkt.<sup>202</sup> Im gegebenen Fall schwächt somit eine suboptimale insbesondere defizitäre Informationslage die Institution Kapitalmarkt sowohl auf Emissions- als auch auf Zirkulationsebene.<sup>203</sup>

## VI. Informationspflichten – Instrumente zur Annäherung an den Idealmarkt

Um den Kapitalmarkt zu stärken, beziehungsweise einen dauerhaft funktionsfähigen und transparenten Kapitalmarkt zu schaffen, also die Realität dem Idealmarkt anzunähern, muss somit die Informationslage auf dem Kapitalmarkt verbessert und auf eine gleiche Ebene gebracht werden<sup>204</sup> – Insidervorteile also verhindert werden,<sup>205</sup> wodurch das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Marktes und die darauf gehandelten Güter gefördert wird.<sup>206</sup>

### 1. Allgemeines

Dazu dienen dezidiert kapitalmarktorientierte Publizitätsvorschriften, letztlich mit dem Ziel einer durchgehend möglichst vollständigen Infor-

---

202 Vgl. *Altenhofen*, Die Europäisierung der Normdurchsetzung im Marktmissbrauchsrecht, 2018, S. 32; *Klöhn*, in: Langenbucher, Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 3. Auflage 2013, § 6 Rn. 114; *Klöhn ZHR* 178 (2014), 55, 69; vgl. *Klöhn-MAR/Klöhn*, 2018, Vor Art. 17 Rn. 59.

203 Problem institutioneller Funktionsfähigkeit, vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 8.

204 Vgl. zu dieser Erkenntnis bereits *Segré-Bericht*, 1966, S. 31 f.; in der englischen Fassung Seite 30 f., in der französischen Seite 30 bis 32; vgl. auch LG Stuttgart v. 24.10.2018 – 22 O 101/16, Rn. 134.

205 *Dreyerling*, Erste Erfahrungen mit dem WpHG – Ad-hoc-Publizität, Insiderrecht, Verfahrensnormen, in: Hadding/Hopt/Schimansky, Bankrechtstag 1995, S. 159, 161.

206 Eingehend *Mülbert/Sajnovits ZfPW* 2016, 1, 2 ff.; vgl. *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried/Meyer*, 5. Auflage 2019, 12.331 ff.

mation des Marktes. Deshalb wird im Kapitalmarktrecht auch vom Informationsparadigma oder Offenlegungsphilosophie gesprochen wird.<sup>207</sup> Sie weisen üblicherweise demjenigen, der am kostengünstigsten eine Information beschaffen und zur Verfügung stellen kann, diese Aufgaben zu, wodurch informationsbezogene Transaktionskosten minimiert werden<sup>208</sup> und die operationale Effizienz der Märkte gesteigert wird, mehr Teilnehmer die Märkte betreten und so den Markt stärken (institutionelle Effizienz) und durch die Verbesserung der Informationslage der Kapitalfluss effektiviert wird (allokative Effizienz).<sup>209</sup> Ihre ökonomische Grenze finden Informationspflichten dort, wo sie nicht mehr zu einer Effizienzsteigerung beitragen (Überregulierung).<sup>210</sup> Im Spannungsfeld von Unter- und Überinformation geht es nicht um ein Mehr an Information als Selbstzweck; gerade das rechtliche Umfeld kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten muss daher sowohl in der quantitativen wie auch in der qualitativen Ebene auf ihren spezifischen Zweck hin konzipiert und strukturiert bzw. bei bestehenden Pflichten evaluiert werden und – wenn notwendig – reformiert und reduziert werden.<sup>211</sup>

Vereinfacht gesprochen lassen sich Informationen auf dem Kapitalmarkt als Markt für Finanzinstrumente in Informationen über den Markt und Informationen über das betroffene Finanzinstrument teilen. Dabei ist es naheliegend, dass die wesentlich mit der wirtschaftlichen Entwicklung des Emittenten verknüpften Informationen über dessen Finanzinstrument am

---

207 *Fleischer* NZG 2006, 561, 561 f.; *Grundmann* DStR 2004, 232, 233; *Klöhn*, in: Langenbucher, Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 3. Auflage 2013, § 6 Rn. 113.

208 Vgl. *Hommelhoff* ZGR 2000, 748, 753 f.; *R. Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/R. Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 10 Rn. 146; ohne Quantifizierung kritisch zu Belastungen der Pflichtadressaten *Stahl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 64.

209 Vgl. dahingehend *Hommelhoff* ZGR 2000, 748, 753 f.; *Klöhn-MAR/Klöhn*, 2018, Einleitung Rn. 69 ff.; Vor Art. 17 Rn. 51 ff.; *Köndgen* FS Druey, 2002, S. 791, 796 ff.

210 *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 281 f.; vgl. *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 1; *Klöhn-MAR/Klöhn*, 2018, Vor Art. 17 Rn. 63 ff.; vgl. *Fuchs-WpHG/Pfüller*, 2. Auflage 2016, § 15 Rn. 53 f.; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 55; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 39.

211 Vgl. *Colaert* EuCML 2017, 229, 229 ff.; vgl. *Fülbier/Rupertus* Audit Committee Quarterly 2018, 52 f.; vgl. *Staub-HGB/Grundmann*, 5. Auflage 2017, Bd. XI.1 Teil 6 Rn. 519; vgl. *Möllers/Kernchen* ZGR 2011, 1, 1; vgl. *J. Koch* BKR 2012, 485, 485 ff.

kostengünstigsten durch diesen erbracht werden können.<sup>212</sup> Entsprechend bildet die Emittentenpublizität<sup>213</sup> eine wesentliche und die hier vorrangig interessierende Kategorie kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten.

Bereits der *Segré*-Bericht widmete sich Informationsdefiziten auf dem Kapitalmarkt und setzte sich als deren Kehrseite in Kapitel 11 mit Publizitätsfragen auf dem Wertpapiermarkt insgesamt auseinander, das heißt sowohl mit primär- also auch sekundärmarktbezogenen, ohne sie ausdrücklich zuzuweisen. Dem *Segré*-Bericht ist diese Differenzierung aber keineswegs fremd. Tatsächlich nennt Kapitel 11 zunächst grundlegende Publizitätsprobleme der Wertpapiermärkte insgesamt, insbesondere fehlende Informationen und fehlende Vergleichbarkeit bestehender Informationen, einerseits zu anderen Anlagemöglichkeiten, andererseits zwischen den einzelnen Produkten auf den unterschiedlichen national abgegrenzten Wertpapiermärkten.<sup>214</sup> In der Zusammenfassung des Kapitels<sup>215</sup> wird betont, dass Publizitätsfragen grundsätzlich der Verbesserung des Handels mit Wertpapieren, also dem Sekundärmarkt dienen.

Daneben wird die Etablierung eines gegenüber Jahresabschlussberichten enghaschigeren Informationssystems angerissen,<sup>216</sup> eine „ständige Publizität“,<sup>217</sup> deren Zielrichtung explizit gerade nicht auf den Primärmarkt beschränkt ist, sondern als notwendige Voraussetzung für informierte Anlageentscheidungen und Wertpapierhandel insgesamt angesehen wird,<sup>218</sup> somit eine wesentliche sekundärmarktbezogene Dimension hat. Der *Segré*-Bericht empfiehlt unter Verweis auf eine im Zuge des Zutritts europäischer Unternehmen zum amerikanischen, Informationspflichten unterworfenen Markt beobachtete Zunahme „regelmäßiger“ Veröffentlichun-

---

212 Konkret zur Ad-hoc-Publizität *Bartmann*, Ad-hoc-Publizität im Konzern, 2017, S. 281 f.; Klöhn-MAR/Klöhn, 2018, Vor Art. 17 Rn. 63 ff., Art. 17 Rn. 67 ff.; vgl. Fuchs-WpHG/Pfüller, 2. Auflage 2016, § 15 Rn. 53 f.; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 55; *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 38 f.; *R. Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/R. Veil/Rönnau, HdB Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 10 Rn. 49, 146; ohne Quantifizierung kritisch zu Belastungen der Pflichtadressaten *Stabl*, Information Overload am Kapitalmarkt, 2013, S. 64.

213 *Fleischer* NZG 2006, 561, 561 f.

214 *Segré*-Bericht, 1966, S. 238 f.

215 *Segré*-Bericht, 1966, S. 31 f.; in der englischen Fassung S. 30 f., in der französischen S. 30 ff.

216 *Segré*-Bericht, 1966, S. 241.

217 *Segré*-Bericht, 1966, S. 240 f.

218 *Segré*-Bericht, 1966, S. 31, 240.

gen,<sup>219</sup> zunächst eine den Jahresabschluss ergänzende Information hinsichtlich bestimmter Bilanzzahlen in „regelmäßigen Zeitabständen, also jedes Viertel- oder halbe Jahr“.<sup>220</sup> Daneben sollte „jeder neue Umstand, der die Verhältnisse oder die Rentabilität des Unternehmens entscheidend beeinflussen könnte, [...] dem Publikum so rasch wie möglich zur Kenntnis gebracht werden (Beispiele: Investitionsprogramme, Abschluß wichtiger Verträge und Übereinkommen).“<sup>221</sup> Mit dieser Empfehlung ist zwar noch kein rechtsverbindlicher Anknüpfungspunkt, wohl aber der erste Beleg auf Gemeinschaftsebene zur Ad-hoc-Publizität gegeben.<sup>222</sup>

Obwohl der *Segré*-Bericht gerade keine verbindlichen Rechtssätze enthielt, sondern eine Bestandsaufnahme des damaligen Status quo mit Schlussfolgerungen und Empfehlungen zum normativen Gerüst eines noch zu formenden europäischen Kapitalmarkt(rechts) verband,<sup>223</sup> sind die im *Segré*-Bericht gelegten Grundannahmen als Ausgangspunkt der europäischen Rechtsentwicklung für das Verständnis der heutigen Rechtslage umso bedeutsamer. Daher müssen auch diese Anfänge auf Rückschlüsse für die Gegenwart untersucht werden.

Insbesondere im europäischen Binnenmarkt müssen daher Pflichten nicht nur materiell harmonisiert, sondern auch verfahrenstechnisch formell standardisiert werden. Dadurch werden Informationen allgemein vergleich- und einordbar, im besten Fall sogar maschinell auswertbar und die Gefahr von *information overload* reduziert.<sup>224</sup>

---

219 *Segré*-Bericht, 1966, S. 239 f.

220 *Segré*-Bericht, 1966, S. 241; Englisch (S. 229): „periodically, that is at quarterly or six-monthly intervals“; Französisch (S. 240): „périodiquement, c'est-à-dire sur base trimestrielle ou semestrielle“.

221 *Segré*-Bericht, 1966, S. 241; Englisch (S. 229): „Any new factor which might have a major bearing on the firm's situation or profit expectations (for instance investment programmes, important agreements of contracts) should be brought to the public's notice almost at once.“; Französisch (S. 240): „tout élément nouveau susceptible d'avoir une répercussion importante sur la situation ou la rentabilité de l'entreprise (par exemple les programmes d'investissements, la conclusion d'accords ou de contrats importants), devrait, dans les délais les plus brefs, être porté à la connaissance du public“.

222 Bereits von *Klitzing*, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, S. 1.

223 Vgl. *Segré*-Bericht, 1966, S. 11.

224 Vgl. *Colaert* EuCML 2017, 229, 230; *Fülbier/Rupertus* Audit Committee Quarterly 2018, 52 f.

## 2. Prospektpflichten

Regelmäßig nur primärmarktbezogen gedeutet – jedenfalls unter diesem Topos behandelt – werden die bereits im *Segré-Bericht*<sup>225</sup> vertieft betrachteten Prospektpflichten.<sup>226</sup> Demnach erforderten Emission oder Börseneinführung von Wertpapieren gegenüber einem grundsätzlichen Publizitätsregime ausführlichere Veröffentlichungen von Informationen (Kapitel 11 *Segré-Bericht*)<sup>227, 228</sup>

Mit Wirkung zum 21.7.2019<sup>229</sup> ist auch im Prospektrecht mit der neuen Prospekt-VO<sup>230</sup> unmittelbar geltendes Unionsrecht an die Stelle des bisherigen Regimes um die Prospekt-RL<sup>231</sup> (insb. Art. 3 Abs. 1 Prospekt RL) und das umsetzende WpPG<sup>232</sup> (insb. § 3 WpPG)<sup>233</sup> getreten. Die Prospektpublizität greift grundsätzlich für das öffentliche Angebot von Wertpapieren oder für deren Zulassung zum geregelten Markt (Art. 3 Abs. 1, Abs. 3

225 *Segré-Bericht*, 1966, S. 31, 267 ff.

226 Vgl. *Buck-Heeb* NZG 2016, 1125, 1125; *Grundmann* DStR 2004, 232, 233; *Klöhn*, in: Langenbucher, Europarechtliche Bezüge des Privatrechts, 3. Auflage 2013, § 6 Rn. 58 ff.; *Köndgen* FS Druey 2002, S. 791, 800; *MüKoBGB/Lehmann*, 7. Auflage 2018, IntFinanzmarktR Rn. 295 mit Fokus auf vorrangig fokussierte Emissionsprospekte zutreffend *Luy*, Kapitalmarktinformationspflichten und Lauterkeitsrecht, 2017, S. 153 ff.; *Fuchs-WpHG/Pfüller*, 2. Auflage 2016, § 15 Rn. 52.; vgl. *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 33, 233 ff.; *Habersack/Müllbert/Schlitt/Schlitt/Wilczek*, HdB Kapitalmarktinformation, 2. Auflage 2013, §§ 4 ff. unter dem Abschnitt „A. Emittenten-/Anbieterpublizität auf dem Primärmarkt“; *Spindler* DStR 2002, 1576, 1577; *Thomale* NZG 2018, 1007, 1008; *Wieneke* NZG 2005, 109, 109.

227 *Segré-Bericht*, 1966, S. 31, 240 f., 244 ff., 267 ff.

228 *Segré-Bericht*, 1966, S. 31 Nr. 1-3.

229 Allgemein zur Entwicklung des europäischen Prospektrechts *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 34.2 ff.; *Schmitt/Bhatti/Storck* ZEuP 2019, 287, 290 ff.

230 VO (EU) Nr. 1129/2017 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichten ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, AblEU v. 30.6.2017, L 168/12 [Prospekt-VO].

231 RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichten ist, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, AblEG v. 31.12.2003, L 345/64.

232 Wertpapierprospektgesetz vom 22.6.2005, BGBl. I, S. 1698.

233 Siehe aber für das Börsenzulassungsprospekt § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG (a.F.); vgl. *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, 9. Auflage 2017, Kapitel 13 Rn. 144 ff.

Prospekt-VO).<sup>234</sup> Der Anwendungsbereich erfasst also nicht alle Finanzinstrumente und gilt in Alt. 2 nicht für alle Handelsplätze. Durch Prospektpflichten soll eine umfassende Bewertungsgrundlage für die erfassten Wertpapiere geschaffen werden, sodass etwaige Informationsasymmetrien beseitigt werden und insbesondere in der Sphäre des Emittenten vorliegendes Wissen allgemein verfügbar wird.<sup>235</sup>

Daneben existieren aber auch in anderen Segmenten des Kapitalmarkts für andere Finanzinstrumente ähnlich ausgestaltete – und unionsrechtlich vorgegebene Prospekt- oder sonstige Produktinformationspflichten, etwa nach §§ 164, 268 KAGB (vgl. Art. 78 OGAW-IV-RL,<sup>236</sup> Art. 23 AIFMD<sup>237</sup>)<sup>238</sup> und den – lediglich nationalen Regelungen<sup>239</sup> – des §§ 6, 13 VermAnlG.<sup>240</sup>

---

234 ErwG 2, 3, 5 Prospekt-VO.

235 ErwG 3 Prospekt-VO; vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2019, Rn. 193 ff.; *Lutter/Bayer/J. Schmidt*, Europäisches Unternehmensrecht, 6. Auflage 2018, 17.2; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 233; *Thomale NZG* 2018, 1007, 1008.

236 RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABIEU v. 17.11.2009, L 302/32 [OGAW-IV-RL].

237 RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 8.6.2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU v. 1.7.2011, L 174/1 [*alternativ investment funds manager directive* – AIFMD].

238 Vgl. zur Vorgängervorschrift des § 42 InvG BegrRegE OGAW-IV-UmsG, BT-Drs. 17/4510, S. 70 f.; *Blankenheim ZBB* 2011, 344, 349; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, 14.117 ff.; zur Verlagerung in §§ 164, 268 KAGB BegrRegE AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 254 ff., 273.

239 Vgl. *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 194; *Bußalb/Vogel WM* 2012, 1416, 1417, 1426.

240 *Assmann* in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, Wertpapierprospektgesetz/ Vermögenanlagegesetz, VermAnlG § 13 Rn. 22; *Blankenheim ZBB* 2011, 344, 349; *Buck-Heeb NJW* 2015, 2535, 2537 ff.; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Auflage 2020, Rn. 194, 293 ff.; *Bußalb/Vogel WM* 2012, 1416; *MAH BankR/von Buttlar*, 2. Auflage 2018, § 8 Rn. 382; *Casper ZBB* 2015, 265, 273 f.; vgl. *Demleitner BB* 2014, 2058, 2059; vgl. *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2018, § 14 Rn. 2; *Möllers/Kastl NZG* 2015, 849, 851 f.; vgl. *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2018, Rn. 234; vgl. *Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-HdB/Grundmann*, 5. Auflage 2017, § 112 Rn. 34 ff.

Die Prospektpflicht erfüllt nicht nur auf den Primärmarkt bezogen, sondern insgesamt die Aufgabe einer Markteinführungspublizität,<sup>241</sup> die deshalb für den Emittenten gilt, weil er freiwillig die insbesondere unionsrechtlich (moderiert) geschaffenen, notwendigen Anlegerschutz berücksichtigenden Strukturen des anonymen, allgemein zugänglichen Raums des europäischen Kapitalmarkts in höherem Maße in Anspruch nehmen will und sich hierfür dessen Regeln zu unterwerfen hat. Die Platzierung bei einem anonymen, unbestimmten Personenkreis im Rahmen eines öffentlichen Angebots erfolgt dabei unter weitergehender Inanspruchnahme der Strukturen des öffentlichen Kapital(primär)marktes als etwa bei einer Platzierung mit vergleichsweise geringen Emissionsvolumen, bei der Unterbringung bei qualifizierten oder wenigen Anlegern, einem erheblichen Mindeststückelungswert, bei bestimmten Mindestabnahmevolumina oder bei Mitarbeiterprogrammen. Entsprechend unterliegt der Emittent bei letzteren Fällen weniger Pflichten oder ist sogar ganz von der Prospektpflicht ausgenommen (Art. 1 Abs. 4 Prospekt-VO).<sup>242</sup> Unter vereinfachten Voraussetzungen sind Prospekte bei bestimmten Sekundäremissionen möglich,<sup>243</sup> das heißt, wenn sich ein Emittent bzw. dessen Wertpapiere bereits im reglementierten Zirkulationsmarkt (geordneter Markt oder KMU-Wachstumsmarkt) mit dessen Transparenzvorschriften über 18 Monate bewährt haben (Art. 14 Prospekt-VO).<sup>244</sup>

---

241 OLG Frankfurt ZIP 2004, 1411, 1413; EBJS-HGB II/*Groß*, 3. Auflage 2015, Rn. IX 799; Schimansky/Bunte/Lwowski-BankR-HdB/*Grundmann*, 5. Auflage 2017, § 112 Rn. 34; *Heidinger/N. Schmidt* RdF 2017, 71, 71 f.; vgl. *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 144; MAH AktienR/*Sudmeyer*, 2. Auflage 2010, § 47 Rn. 100.

242 vgl. MüKoHGB/*Singhof*, 3. Auflage 2014, Emissionsgeschäft Rn. 21 f.

243 Vgl. *Schmitt/Bhatti/Storck* ZEuP 2019, 287, 303 f, die allerdings missverständlich das vereinfachte Prospekt bei Sekundäremissionen mit dem Sekundärmarktprospekt (grds. jedes Zulassungsprospekt) gleichsetzen.

244 Bemerkenswerterweise setzen die emittentenbezogenen Art. 14 Abs. 1 lit. a, lit. b Prospekt-VO keine Fungibilität mit den „bewährten“ zugelassenen Wertpapieren voraus. Offensichtlich ist das bei Art. 14 Abs. 1 lit. b Prospekt-VO, indem es sich einerseits um Eigenkapitalwertpapiere, andererseits um Fremdkapitalwertpapiere handelt. Gleiches gilt aber auch für Art. 14 Abs. 1 lit. a Prospekt-VO. Zwar stellt die deutsche Sprachfassung durch bestimmten Artikel einen Bezug zu den vorgenannten „bewährten“ Wertpapieren her, der mutmaßlich auch den Regelfall bilden dürfte. Die englische und französische Sprachfassung verzichten indes auf diesen zwingenden Nexus. Dem folgend würde für Art. 14 Abs. 1 lit. a Prospekt-VO auch genügen, wenn der Emittent bereits Wertpapiere A und B ausgegeben hat, wovon nur Wertpapier A bereits seit 18 Monaten entspre-