

Mathias Fromberger

# Die Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung bei Compliance-Verstößen



**Nomos**

Schriften zum Wirtschafts- und Technikrecht

herausgegeben von

Prof. Dr. Stefanie Jung

Prof. Dr. Philipp Maume

Band 1

Mathias Fromberger

# Die Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung bei Compliance-Verstößen



**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.: Augsburg, Univ., Diss., 2021

ISBN 978-3-8487-8520-9 (Print)

ISBN 978-3-7489-2882-9 (ePDF)

1. Auflage 2022

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2022. 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.

*Meiner Familie*



## Vorwort

Kaum ein Wirtschaftsskandal hat in den vergangenen Jahren die Presse- und Medienlandschaft so bestimmt wie die Manipulation von Abgaswerten durch die Volkswagen AG. Dieser Skandal beschäftigte und beschäftigt die Zivilgerichte aller Instanzen. Im Zentrum der gegen VW erhobenen Klagen stehen dabei nicht nur etwaige Entschädigungsansprüche geschädigter Fahrzeugkäufer. Zu klären ist weiter die Frage, ob und wann die Volkswagen AG mittels einer Ad-hoc-Mitteilung den Kapitalmarkt über die Manipulationsvorwürfe hätte aufklären müssen. Entscheidend ist hierfür, ob der Compliance-Verstoß der Abgasmanipulation eine Insiderinformation im Sinne der europäischen Marktmissbrauchsverordnung ist. Hieran knüpft die vorliegende Arbeit an und versucht die Frage, unter welchen Umständen Compliance-Verstöße als Insiderinformation ad hoc zu veröffentlichen sind, einer Klärung zuzuführen.

Meine Dissertation entstand während der Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter der Professur für Corporate Governance & Capital Markets Law an der Technischen Universität München. Die Recherchen zum rechtsvergleichenden Teil der Arbeit konnte ich im Rahmen eines Forschungsaufenthalts an der University of Washington durchführen, der von der Europäischen Union finanziert wurde. Die Arbeit wurde im Wintersemester 2021/2022 von der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung sind bis Juli 2021 berücksichtigt.

Ich möchte an dieser Stelle zahlreichen Freunden und Wegbegleitern danken. Mein vornehmlicher Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Philipp Maume für die Betreuung der Arbeit und die gemeinsamen Projekte, die ich zusammen mit ihm in den vergangenen Jahren bestreiten durfte. Herrn Professor Dr. Thomas M.J. Möllers danke ich herzlich für die Zweitbegutachtung. Frau Professor Dr. Stefanie Jung und Herrn Professor Dr. Philipp Maume gilt mein Dank für die Aufnahme in diese Schriftenreihe. Für den regen wissenschaftlichen Austausch und ihre freundschaftliche Unterstützung bei der Erstellung der Dissertation bedanke mich herzlich bei meinen Wegbegleiterinnen und Wegbegleitern der Professur sowie des Lehrstuhls für Wirtschaftsrecht und Geistiges Eigentum. Ein besonderer Dank gilt meinem wissenschaftlichen „Sparringspartner“, Lars Haffke, M.Sc., LL.M. Für das Korrekturlesen, ihre wertvollen

*Vorwort*

Hinweise und ihre jahrelange Freundschaft danke ich Frau Staatsanwältin Jana Felker-Zech. Ich danke Herrn Otto von Bressensdorf und Herrn Professor Dr. Christian Folwaczny – ohne sie hätte ich meine Dissertation nicht verfassen können.

Mein größter Dank gilt schließlich meiner Familie: meiner Verlobten, Rechtsanwältin Verena Weber, meinem Bruder Dr. Daniel Fromberger sowie meinen Eltern, Andrea und Manfred Fromberger. Ohne ihre Unterstützung, ihre Liebe und Fürsorge hätte diese Arbeit nicht entstehen können. Sie waren und sind immer bedingungslos an meiner Seite. Hierfür danke ich ihnen von Herzen.

München im Februar 2022

Mathias Fromberger

## Abkürzungen

a.A.	andere Auffassung
a.F.	alte(r) Fassung
ABl.	Amtsblatt
AcP	Archiv für civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft
AGG	Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz
AktG	Aktiengesetz
AllgPersönlR	Allgemeines Persönlichkeitsrecht
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayVwVfG	Bayerisches Verwaltungsverfahrensgesetz
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band, Bände
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshof in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	Committee of European Securities Regulators

## *Abkürzungen*

CRR	Capital Requirements Regulation
DB	Der Betrieb
ders.	derselbe
DrittelbG	Drittelbeteiligungsgesetz
DStR	Deutsches Steuerrecht
ECFR	European Company and Financial Law Review
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft(en)
EGGVG	Einführungsgesetz zum Gerichtsverfassungsgesetz
EL	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alii
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f./ff.	folgende
FimaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GA	Generalanwalt am Europäischen Gerichtshof
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau
GmbHHG	Gesetz betreffend Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
h.M.	herrschende(n) Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hinweisbeschl.	Hinweisbeschluss
Hrsg.	Herausgeber
i.S.d.	im Sinne des, im Sinne der

i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IKB	Deutsche Industriebank
IntGesR	Internationales Handels- und Gesellschaftsrecht
JA	Juristisch Arbeitsblätter
JR	Juristische Rundschau
Jr.	Junior
KapInHaG	Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KK	Kölner Kommentar
KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	littera
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
M&A	Mergers and Acquisitions
MAR	Marktmissbrauchsverordnung, Market Abuse Regulation
MiStra	Mitteilungen in Strafsachen
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
MüKo	Münchener Kommentar
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungsreport
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NStZ-RR	NStZ Rechtsprechungsreport Strafrecht
N.Y.U.	New York University
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
o.O.	ohne Ort
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
ProstG	Gesetz zur Regelung der Rechtsverhältnisse der Prostituierten
RiStBV	Richtlinien für das Strafverfahren und das Bußgeldverfahren
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs	Rechtssache

## *Abkürzungen*

S.	Satz, Sätze, Seite, Seiten
SE-VO	Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannt(-e/-er/-es)
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
u.a.	unter anderem
Uabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
US	United States
USA	United States of America
VerbSG-E	Entwurf eines Verbandssanktionsgesetzes
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
vs.	versus
VuR	Verbraucher und Recht
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VwVG	Verwaltungsvollstreckungsgesetz
VwZG	Verwaltungszustellungsgesetz
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung

ZRP            Zeitschrift für Rechtspolitik



# Inhaltsübersicht

Abbildungsverzeichnis	27
Tabellenverzeichnis	29
Einleitung und Gang der Untersuchung	31
1. Teil: Das kapitalmarktrechtliche Instrument der Ad-hoc-Publizität	34
1. Kapitel: Funktionen und Schutzobjekte	35
A. Publizitätsfunktion	36
B. Präventionsfunktion	39
C. Schutzobjekte	40
2. Kapitel: Einschlägige gesetzliche Bestimmungen	43
A. Ad-hoc-Pflicht des Emittenten	43
B. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Pflicht	120
2. Teil: Compliance-Verstöße und Ad-hoc-Publizität	158
1. Kapitel: Compliance-Begriff	159
A. Allgemeine Begriffsbestimmung, unternehmensinterne Zuständigkeit und Bedeutung für Emittenten	159
B. Phänomenologie der Compliance-Verstöße	161
2. Kapitel: Veröffentlichungspflicht von Compliance-Verstößen	165
A. Geltung des nemo-tenetur-Grundsatzes für den Emittenten?	165
B. Fehlende öffentliche Bekanntheit	169
C. Kursrelevanz und Präzision von Informationen im Zusammenhang mit Compliance-Verstößen	171

## *Inhaltsübersicht*

D. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten von der Information über einen Compliance-Verstoß	263
E. Unverzüglichkeit der Ad-hoc-Meldung über einen Compliance-Verstoß	265
F. Möglichkeit der Selbstbefreiung	266
3. Kapitel: Verschulden der Nichtveröffentlichung und Wirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes	273
A. Verschuldenszurechnung	273
B. Zurechnung des Wissens über Compliance-Verstöße	274
C. Auswirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes und schützenswerte Geheimhaltungsinteressen	275
3. Teil: Empirische Analyse	281
A. Methode	281
B. Erkenntnisse	285
C. Bewertung	289
D. Limitationen	291
E. Anknüpfungspunkte für weitere Forschungen	292
Zusammenfassung in Thesen	293
Literatur	301

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	27
Tabellenverzeichnis	29
Einleitung und Gang der Untersuchung	31
1. Teil: Das kapitalmarktrechtliche Instrument der Ad-hoc-Publizität	34
1. Kapitel: Funktionen und Schutzobjekte	35
A. Publizitätsfunktion	36
B. Präventionsfunktion	39
C. Schutzobjekte	40
I. Schutz des Marktes	40
II. Individualschutz des einzelnen Anlegers	40
2. Kapitel: Einschlägige gesetzliche Bestimmungen	43
A. Ad-hoc-Pflicht des Emittenten	43
I. Marktmissbrauchsverordnung	43
II. Anwendungsbereich des Art. 17 MAR	44
III. Veröffentlichungstatbestand des Art. 17 I UAbs. 1 MAR	45
1. Begriff der Insiderinformation	45
a. Präzision der Information	46
aa. Sachlicher Bezugspunkt	48
bb. Zeitlicher Bezugspunkt	49
(1) Zukünftige Umstände und Ereignisse	49
(a) Problemstellung	49
(b) Keine Anwendung der Probability-Magnitude-Formel	51
(c) Kein Erfordernis einer „hohen“ Eintrittswahrscheinlichkeit	53
(d) 50 %-Schwelle der Eintrittswahrscheinlichkeit	53

(2) Zeitlich gestreckte Vorgänge	55
(3) Gegenwärtige Umstände und Ereignisse	57
cc. Spezifität	59
dd. Zusammentreffen mehrerer Unsicherheitselemente	61
b. Fehlende öffentliche Bekanntheit	62
c. Erhebliches Kursbeeinflussungspotential	64
aa. Allgemeines	64
bb. Perspektive des verständigen Anlegers als Beurteilungsmaßstab	65
(1) Perspektive der Beurteilung	65
(2) Modellbild des verständigen Anlegers	66
cc. Anlageentscheidung als Anknüpfungspunkt	71
(1) Allgemeines	71
(2) Informationsspektrum und Fundamentalwertrelevanz als Determinanten der Anlageentscheidung	72
(a) Theoretische Grundlagen	72
(b) Veränderung des Informationsspektrums	73
(c) Einwirkung auf den Fundamentalwert	75
(3) Anlageentscheidung des verständigen Anlegers	76
(a) Gesicherte Informationen über gegenwärtige oder vergangene Umstände und Ereignisse	77
(b) Behandlung von Unsicherheitselementen	77
dd. Berücksichtigung bei der Anlageentscheidung als Erheblichkeitsschwelle	82
(1) Handelsanreiz als maßgebliches Kriterium	82
(2) Indizwirkung tatsächlicher Kursentwicklungen	84
d. Emittentenbezug	86
2. Unmittelbare Betroffenheit	86
a. Fundamentalwertrelevanz	88
b. Unmittelbarkeit der Fundamentalwertrelevanz	89
c. Emittentenspezifität	90
3. Unverzüglichkeit der Veröffentlichung	91
a. Kenntniserfordernis des Art. 17 MAR?	91
b. Wissensorganisationspflichten des Art. 17 MAR	93
c. Zeitlicher Gehalt des Kriteriums	96

IV. Aufschubmöglichkeit der Veröffentlichung	97
1. Aufschub wegen berechtigter Emittenteninteressen	97
a. Berechtigte Interessen des Emittenten	99
aa. Emittenteninteresse als Aktionärsinteresse	99
bb. Berechtigte Interessen	100
b. Irreführung der Öffentlichkeit	102
c. Sicherstellung der Geheimhaltung	102
2. Aufschub wegen der Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems	103
3. Erfordernis einer bewussten Entscheidung des Emittenten	104
4. Vorsorgliche Aufschubentscheidung	106
5. Änderung der Information während der Aufschubphase	109
a. Verlust der Eigenschaft „Insiderinformation“	109
b. Erwachen einer Information zur „Insiderinformation“	110
6. Zuständige Behörde	110
V. Veröffentlichungstatbestand des Art. 17 VIII MAR	111
VI. Interne Zuständigkeit	114
VII. Inhalt und Form der Veröffentlichung	116
VIII. Im Besonderen: Konzernsachverhalte	118
B. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Pflicht	120
I. Öffentlich-rechtliche Rechtsfolgen	121
1. Europarechtlicher Mindestrahmen	121
2. Nationale Ausgestaltung	121
a. Bußgeldfestsetzung gegen Einzelpersonen	122
b. Bußgeldfestsetzung gegen den Emittenten	124
c. Bekanntmachung der Sanktionen	125
II. Zivilrechtliche Rechtsfolgen	125
1. Haftung des Emittenten nach §§ 97, 98 WpHG	125
a. Rechtsnatur	126
b. Normzweck und Auswirkung auf den ersatzfähigen Schaden	127
c. Tatbestand	129
aa. Passivlegitimation	129
bb. Aktivlegitimation	130
cc. Pflichtverletzung	131
dd. Haftungs begründende Kausalität	132

ee. Verschulden	134
(1) Verschulden bei unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung	134
(a) Zurechnung des Verschuldens der für die Ad-hoc-Pflicht zuständigen Stelle	135
(b) Zurechnung des Wissens für die Ad-hoc- Pflicht unzuständiger Stellen	137
(aa) Zurechnung des Wissens von (unzuständigen) Vorstandsmitgliedern	138
(bb) Zurechnung des Wissens sonstiger Mitarbeiter	140
(α) Verletzung von Wissensorganisationspflichten als Zurechnungsgrund	140
(β) Verschulden der Wissensorganisationspflichtverletzung	142
(γ) Irrelevanz einer unterlassenen Weiterleitung	142
(δ) Korrekturbedürftigkeit des Ergebnisses?	143
(cc) Zurechnung des Wissens von Aufsichtsratsmitgliedern	145
(dd) Zurechnung im Konzern	146
(c) Erforderliche Nachweise für die Exkulpation	147
(2) Verschulden bei fehlerhafter Veröffentlichung	147
d. Rechtsfolge	148
aa. Umfang des ersatzfähigen Schadens	148
bb. Haftungsausfüllende Kausalität	150
cc. Mitverschulden / Haftungsausschluss	150
2. Haftung des Emittenten nach weiteren Vorschriften	151
a. § 826 BGB	152
b. § 823 II BGB in Verbindung mit einer Schutzgesetzverletzung	154
3. Haftung der Organmitglieder	156

2. Teil: Compliance-Verstöße und Ad-hoc-Publizität	158
1. Kapitel: Compliance-Begriff	159
A. Allgemeine Begriffsbestimmung, unternehmensinterne Zuständigkeit und Bedeutung für Emittenten	159
B. Phänomenologie der Compliance-Verstöße	161
I. Interne vs. externe Regelwerke	162
II. Freiwillige vs. zwingende Regelwerke	163
2. Kapitel: Veröffentlichungspflicht von Compliance-Verstößen	165
A. Geltung des nemo-tenetur-Grundsatzes für den Emittenten?	165
B. Fehlende öffentliche Bekanntheit	169
C. Kursrelevanz und Präzision von Informationen im Zusammenhang mit Compliance-Verstößen	171
I. Erwiesene Compliance-Verstöße mit feststehenden Folgen als Anknüpfungspunkt	172
1. Präzision der Information über einen Compliance- Verstoß	173
2. Kursrelevanz der Information über einen Compliance- Verstoß	174
a. Änderung des Informationsspektrums	174
b. Erhebliche Fundamentalwertrelevanz	175
aa. Verstöße gegen freiwillige Regelungen	175
bb. Verstöße gegen zwingende Regelungen	177
(1) Compliance-Verstöße der Stufe 1	177
(a) Fundamentalwertrelevanz	177
(b) Erheblichkeit?	179
(2) Compliance-Verstöße der Stufe 2	181
(a) Monetäre Auswirkungen als Kriterium der Kurerheblichkeit	182
(aa) Bildung eines Schwellenwerts	183
(α) Rückgriff auf das materiality-Konzept der Wirtschaftsprüfung	183
(β) Argumente für die Übertragung des materiality-Konzepts	185
(γ) Formel zur Berechnung der Erheblichkeit	187
(δ) Bestimmung der EBT-Vergleichsgröße	192

(bb) Anwendung der Schwellenwertregel: Konkrete Bestimmung der Kursserheblichkeit	194
(b) Im Besonderen: Reputationsschäden als Kriterium der Kursserheblichkeit	194
(c) Kriterien bei Verstößen gegen Strafrecht	195
(aa) Straftaten gegen den Emittenten	196
(α) Agency-Problem massiven Ausmaßes	196
(β) Schädigung des Emittenten	198
(bb) Sonstige mit der Tätigkeit für den Emittenten in Zusammenhang stehende Straftaten	198
(α) Feststehende Haftstrafe	198
(β) Feststehende Verbandsgeldbuße	200
(δ) Feststehende Vermögensabschöpfung	202
(d) Kriterien bei Verstoß gegen öffentlich- rechtliche Vorschriften	203
(aa) Verwaltungshandeln außerhalb des Vollstreckungsverfahrens	203
(bb) Zwangsgelder im Rahmen des Vollstreckungsverfahrens	205
(cc) Bußgelder	206
(α) Verstoß des Emittenten	206
(β) Verstoß einer für den Emittenten tätigen Person	207
(dd) Private Enforcement	207
II. Erwiesene Compliance-Verstöße und unsichere Folgen als Anknüpfungspunkt	208
1. Allgemeines	208
2. Behandlung monetärer Auswirkungen – Anwendung der Schwellenwertregel	210
III. Weitere Anknüpfungspunkte der Veröffentlichungspflicht	212
1. Der Compliance-Verstoß als Element eines zeitlich gestreckten Vorgangs	212
2. Anknüpfungspunkte der Veröffentlichungspflicht	215
a. Unzureichende Compliance-Strukturen	215
aa. Aufdeckung unabhängig von einem konkreten Regelverstoß	215
bb. Aufdeckung aufgrund eines konkreten Regelverstoßes	217

b. Verdacht eines Compliance-Verstoßes	218
aa. Unsichere Informationsquelle	221
bb. Inhaltliche Unsicherheit	223
cc. Zusammentreffen der Unsicherheitselemente	224
dd. Weiteres Verhalten beim Absehen von einer Veröffentlichung	225
ee. Besonderheiten bei Verdacht einer Straftat	225
ff. Sonderfall: Berichterstattung in den Massenmedien	226
c. Interne Untersuchungen	227
d. Behördliche Ermittlungen und Verwaltungsmaßnahmen	229
aa. Verfahrensaufnahme	229
bb. Maßnahmen zur Ermittlung und Beweisgewinnung	230
cc. Ergebnis der Ermittlungen	230
dd. Verwaltungsmaßnahmen	231
ee. Parallele Ermittlungspflicht des Emittenten	232
ff. Besonderheiten des Verwaltungszwangsverfahrens	233
gg. Korrigierende Zweit-Ad-hoc-Mitteilung	235
e. Besonderheiten des Strafverfahrens	236
aa. Überblick über relevante Fallkonstellationen	236
bb. Möglichkeit der Kenntnis über Verfahrensschritte	237
cc. Aufnahme des Ermittlungsverfahrens	238
dd. Klagerhebung und Eröffnungsbeschluss	239
ee. Maßnahmen zur Ermittlung und Beweissammlung	241
ff. Vereinbarkeit der Grundsätze mit Europarecht	243
gg. Parallele Ermittlungspflicht des Emittenten	245
hh. Einstellung des Verfahrens	246
ii. Inhaftierung	247
jj. Straftaten während der Tätigkeit für ein anderes Unternehmen	247
f. Gerichtsverfahren	248
aa. Allgemeine Regeln	248
(1) Vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	248
(2) Keine vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	249
(a) Entstehen der Veröffentlichungspflicht während der Verhandlung	250

(b) Entstehen der Veröffentlichungspflicht mit dem Urteil	250
bb. Strafgerichtliche Verfahren	251
(1) Vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	252
(2) Keine vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	253
cc. Verwaltungsgerichtliche Verfahren	253
(1) Vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	253
(2) Keine vorausgegangene Ad-hoc-Mitteilung	254
dd. Zivilgerichtliche Verfahren	255
(1) Private-Enforcement-Klagen	255
(a) Einzelverfahren	256
(b) Maßnahmen kollektiven Rechtsschutzes	257
(aa) Musterfeststellungsverfahren	257
(bb) Kapitalanleger-Musterverfahren	258
(2) Schadensersatzprozesse gegen für den Emittenten tätige Personen	260
g. Personelle Konsequenzen	261
h. Versagungsvermerk durch den Abschlussprüfer	262
D. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten von der Information über einen Compliance-Verstoß	263
E. Unverzüglichkeit der Ad-hoc-Meldung über einen Compliance- Verstoß	265
F. Möglichkeit der Selbstbefreiung	266
I. Selbstbefreiungsmöglichkeit bei nicht aufgedeckten Compliance-Fällen?	266
II. Abgrenzung zu Fällen der teleologischen Reduktion der Veröffentlichungspflicht	270
III. Selbstbefreiungsmöglichkeit bei aufgedeckten Compliance- Fällen	272
3. Kapitel: Verschulden der Nichtveröffentlichung und Wirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes	273
A. Verschuldenszurechnung	273
B. Zurechnung des Wissens über Compliance-Verstöße	274
C. Auswirkungen des nemo-tenetur-Grundsatzes und schützenswerte Geheimhaltungsinteressen	275
I. Auswirkungen auf die Verschuldenszurechnung	275
II. Auswirkungen auf die Wissenszurechnung	277

III. Schützenswertes Geheimhaltungsinteresse des Emittenten?	279
3. Teil: Empirische Analyse	281
A. Methode	281
B. Erkenntnisse	285
C. Bewertung	289
D. Limitationen	291
E. Anknüpfungspunkte für weitere Forschungen	292
Zusammenfassung in Thesen	293
Literatur	301



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Präzisionsmerkmal und Unsicherheitselemente	47
Abbildung 2: Compliance-Fälle aufgegliedert nach Rechtsgebieten der gebrochenen Normen)	286
Abbildung 3: Verstöße gegen Normen des öffentlichen Rechts gegliedert nach Unterkategorien	287
Abbildung 4: Compliance-Verstöße (gesamt) aufgegliedert nach Anknüpfungspunkten	288



## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Ermittlung der Datengrundlage für die quantitative Analyse	282
Tabelle 2: Verhältnis Datengrundlage zu allen deutschlandweit veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilungen	283
Tabelle 3: Anknüpfungspunkte der Ad-hoc-Mitteilungen	284
Tabelle 4: Verhältnis Mitteilungen über Compliance-Verstöße zu allen betrachteten Mitteilungen	285



## Einleitung und Gang der Untersuchung

Immer wieder nehmen schwerwiegende, durch börsennotierte Unternehmen und ihre Mitarbeiter begangene Gesetzesverstöße eine prominente Rolle in der nationalen und internationalen Berichterstattung ein. Die Presse richtet ihren Fokus auf die mangelnde „Compliance“ und macht diesen Begriff zum inflatorisch gebrauchten „Modewort“.<sup>1</sup> Spektakuläre Gerichtsverfahren der jüngeren Vergangenheit taten ihr Übriges, sodass der Compliance-Begriff in breiten Kreisen der Öffentlichkeit bekannt wurde.

Werden Gesetzesverstöße aufgedeckt, so erschüttern diese, wie im Fall des VW-Abgas-Skandals, nicht nur die Reputation des betroffenen Unternehmens. Häufig gehen sie auch mit beachtlichen finanziellen Folgen einher. Unternehmen sehen sich mit Strafzahlungen und Schadensersatzforderungen konfrontiert. Im VW-Skandal machten dabei nicht nur Fahrzeugkäufer Forderungen geltend. Auch die VW-Aktionäre verklagten den Autobauer auf Schadensersatz.<sup>2</sup> Diese Ansprüche begründeten sie mit einem Verstoß gegen die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität aus Art. 17 MAR,<sup>3</sup> vormals § 15 WpHG a.F. Die Volkswagen AG habe es unterlassen, den Kapitalmarkt rechtzeitig über die Betrugsvorwürfe und den Verstoß gegen geltende Umweltgesetze zu unterrichten. Daraus resultiere nach § 97 I Nr. 1 WpHG, vormals § 37b WpHG a.F., ein Schadensersatzanspruch.

Diese Klagen werfen die wissenschaftlich bisher wenig diskutierte Frage auf, ob und wann Non-Compliance-Fälle eine Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung auslösen. Für die Praxis ist diese Frage von großer

---

1 Vgl. *Bürkle*, in: *Bürkle/Hauschka*, *Der Compliance Officer*, 2015, § 1 Rn. 2.

2 Siehe nur *Wirtschaftswoche*, *So profitieren Aktionäre von den Klagen gegen deutsche Autokonzerne*, 2020, <https://www.wiwo.de/my/finanzen/steuern-recht/boersenwoche-240-so-profitieren-aktionae-re-von-den-klagen-gegen-deutsche-autokonzerne/25441426.html?ticket=ST-1952777-4qOJTCSqkTFfor2iBKl9E-ap1> (Abruf v. 06.07.2021).

3 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.04.2014 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. Nr. L 173 v. 12.06.2014, S. 1 (abgekürzt als: MAR).

Bedeutung, denn der Emittent befindet sich bei schwerwiegenden Compliance-Fällen in einem Dilemma:<sup>4</sup> Veröffentlicht er eine Ad-hoc-Mitteilung zum begangenen Gesetzesverstoß, ohne dass er dazu verpflichtet gewesen wäre, löst er damit zumeist zahlreiche negative Folgen aus. Zu denken ist an Reputationseinbußen, die Aufnahme behördlicher Ermittlungen sowie Strafzahlungen und Schadensersatzforderungen. Diese Folgen wären nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt eingetreten, hätte der Emittent die Information über den Compliance-Verstoß nicht veröffentlicht. Andererseits führt eine unterbliebene Veröffentlichung bei bestehender Ad-hoc-Pflicht zu Schadensersatzpflichten und öffentlich-rechtlichen Sanktionen. Aufgrund dieses Dilemmas ist es für die Verantwortlichen innerhalb eines Emittenten von enormer Wichtigkeit, das Ob und den Zeitpunkt der Entstehung der Veröffentlichungspflicht genau einschätzen zu können. Ziel dieser Arbeit ist es, hierfür Kriterien zu entwickeln.

Einleitend soll dazu im ersten Teil der Ausarbeitung ein Überblick über das kapitalmarktrechtliche Instrument der Ad-hoc-Publizitätspflicht gegeben werden. Das Voranstellen der abstrakten Betrachtung ist notwendig, da Tatbestand und Rechtsfolgen der Veröffentlichungspflicht bereits im Allgemeinen durch zahlreiche Streitpunkte gekennzeichnet sind. Die Arbeit versucht Beiträge zur Lösung dieser ungeklärten Fragen zu leisten.

Der zweite Teil widmet sich der Ad-hoc-Pflichtigkeit von Compliance-Verstößen. Dabei werden die denkbaren Verstöße phänomenologisch kategorisiert. Auf dieser Grundlage betrachtet die Arbeit, ob Emittenten in gewissen Konstellationen den *nemo-tenetur*-Grundsatz für sich in Anspruch nehmen können. Es folgt die Untersuchung, welche Arten von Compliance-Verstößen die Veröffentlichungspflicht des Art. 17 I UAbs. 1 MAR auslösen, ab welcher Schwelle finanzielle Folgen beachtlich sind und welche weiteren Anknüpfungspunkte neben dem eigentlichen Gesetzesverstoß als Auslöser einer Ad-hoc-Mitteilung in Betracht kommen. Die Arbeit diskutiert, ob bei Compliance-Verstößen die Möglichkeit einer Selbstbefreiung besteht und widmet sich der Frage des Verschuldens einer unterlassenen Meldung – wiederum vor dem Hintergrund des *nemo-tenetur*-Grundsatzes. Die Dissertation berührt in diesem Abschnitt zahlreiche unterschiedliche Rechtsbereiche. Im Zuge der behandelten Gesetzesverstöße wird insbesondere auf strafrechtliche, öffentlich-rechtliche und gesellschaftsrechtsrechtliche Bestimmungen eingegangen.

Im Anschluss wird im dritten Teil der Ausarbeitung anhand einer quantitativen Analyse der Ad-hoc-Publikationen der Jahre 2012–2016 empirisch

---

4 Von einem Dilemma sprechen auch *Wilken/Hagemann*, BB 2016, 67.