

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 373

Insiderinformationen vor staatlichen Entscheidungen

Von

Benjamin Wolter



Duncker & Humblot · Berlin

BENJAMIN WOLTER

Insiderinformationen vor staatlichen Entscheidungen

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 373

Insiderinformationen vor staatlichen Entscheidungen

Von

Benjamin Wolter



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Ruhr-Universität Bochum hat diese Arbeit
im Jahre 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2026 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimpär
Druck: Prime Rate Kft., Budapest, Ungarn

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-19564-0 (Print)
ISBN 978-3-428-59564-8 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2024/2025 von der Juristischen Fakultät der Ruhr-Universität Bochum als Dissertation angenommen. Die mündliche Prüfung fand im April 2025 statt. Die Arbeit befindet sich auf dem Stand der Einreichung im September 2022. Die Änderungen durch den EU Listing Act, die sich auf die Analyse im zweiten Teil der Dissertation auswirken, konnten daher leider nicht berücksichtigt werden.

Zunächst möchte ich meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Martin Zimmermann, LL.M. (Michigan), für die Betreuung der Arbeit und den dabei gewährten Freiraum danken. Die wissenschaftliche Mitarbeit an seinem Lehrstuhl, während derer diese Dissertation entstanden ist, wird mir immer in bester Erinnerung bleiben. Herrn Professor Dr. Markus Fehrenbach danke ich für die Erstellung des Zweitgutachtens. Außerdem möchte ich mich bei Herrn Professor Dr. Arndt Kiehle für die Teilnahme an der mündlichen Prüfung und die spannenden Beiträge zur dortigen Diskussion bedanken.

Der größte Dank gilt meinen Eltern, Johannes und Ursula Wolter, deren liebevolle und großzügige Unterstützung in allen Phasen meines Lebens diese Entwicklung ermöglicht hat. Ihnen ist meine Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, Juli 2025

Benjamin Wolter

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	23
------------------	----

Erster Teil

Insiderinformation	26
---------------------------------	----

A. Einführung	26
----------------------------	----

I. Präzise Information	26
1. Information	26
2. Kursspezifität	27
3. Bedeutung im gestreckten Sachverhalt	28
II. Nicht öffentlich bekannt	29
III. Emittentenbezug	30
IV. Kursrelevanz	31
1. Fundamentalwertveränderung	32
2. Tatsächliche Kursentwicklung	33
3. Bedeutung im gestreckten Sachverhalt	34

B. Zivilprozesse	37
-------------------------------	----

I. Das Endereignis	38
1. Ereignisstudien	38
2. Qualifizierte Rechtsstreitigkeit	39
a) Besondere Bedeutung: Bewertungskriterien	39
b) Die Bedeutung von Markterwartungen	43
aa) Anwendbarkeit auf Rechtsstreitigkeiten	43
bb) Bestimmung der Markterwartungen	44
3. Betrachtung nach Klagezielen	45
a) Feststellungsklagen	45
b) Gestaltungsklagen	46
4. Praktischer Anwendungsbereich	47
a) Grundsätzliches: Bereicherungsverbot	47
b) Spruchverfahren	48
c) Kartellrechtliche Schadensersatzklagen	48
d) Patentrecht	49

II. Erste Instanz	50
1. Klageerhebung	51
a) Abgeleitete Kursrelevanz: Allgemeines	52
aa) Bewertung der Erfolgsaussichten	52
bb) Rückschluss vom Aktienrecht	53
cc) Teleologische Betrachtung	54
(1) Informationseffizienz	54
(2) Chancengleichheit	55
dd) Zwischenergebnis	57
b) Besonderheiten der eigenen Klageerhebung	58
aa) Rechtsansicht	58
(1) Präzise Information	58
(2) Kursrelevanz	60
bb) Gutachten	61
cc) Außergerichtliche Geltendmachung	61
dd) Zwischenergebnis	62
c) Besonderheiten der gegnerischen Klageerhebung	62
aa) Bestimmung der Kursrelevanz	62
bb) Rückstellungen	63
cc) Perspektive des Klägers	64
2. Schriftsätze	64
a) Bewertungsmaßstab: Mosaikinformation	65
b) Neuer Tatsachenvortrag	66
c) Rechtliche Ausführungen	67
3. Hinweise des Gerichts	68
a) Inhalt des Hinweises	69
b) Einwand: Keine Bindung	70
4. Beweiserhebung	70
a) Möglichkeit zur Prognose	71
b) Geeignete Prozesslage	72
c) Beweisvortrag und -angebot	73
5. Zwischenurteil	73
6. Klagerücknahme	74
7. Vergleich	75
a) Kursrelevanz	75
b) Widerrufsmöglichkeit	76
c) Vergleichsvorschlag	77
8. Gerichtsentscheidung	77
a) Kein Erfordernis der Rechtskraft	78
b) Öffentlichkeit der Information	78

c) Perspektive des Richters	79
III. Rechtsmittel	80
1. Einlegung des Rechtsmittels	80
a) Abgeleitete Kursrelevanz	81
b) Erfolgsaussichten einzelner Rechtsmittel	81
2. Weitere Zwischenschritte	82
a) Hinweis: Abweichende Entscheidung	82
b) Revision: Zulassungsentscheidung	82
IV. Besondere Fragestellungen	83
1. Organhaftung	83
a) Vorgelagerte Sorgfaltspflichtverletzung	83
b) Besonderheiten des Zivilprozesses	85
aa) Kursrelevantes Endereignis	85
bb) Vorbereitung der Klage	87
2. Emittent als Nichtpartei	88
a) Streitverkündung	88
b) Keine Beteiligung	90
3. Schiedsverfahren	90
a) Kursrelevantes Endereignis	91
b) Bewertung der (Gesamt-)Prozesslage	92
c) Rechtsmittel	92
4. Vielzahl von Ansprüchen	93
a) Individuelle Prozesse: „Klagewelle“	93
aa) Kursrelevanz: Gesamtbetrachtung der Prozesse?	94
bb) Markterwartungen	95
cc) Verbleibender Anwendungsbereich	95
b) Musterfeststellungsklage	95
aa) Vorbereitung der Klage	96
bb) Eintragung im Klageregister	96
(1) Zivilprozessuale Publizität	97
(2) Teleologische Betrachtung	98
(3) Keine Lösung über Art. 8 Abs. 4 UAbs. 2 MAR	100
(4) Zwischenergebnis	101
cc) Vergleichsabschluss	102
(1) Präzise Information	102
(2) Kursrelevanz	103
c) KapMuG	104
5. Schadensersatzklagen in den USA	105
a) Gerichtsstand	105
b) Rechtsstreitigkeit von besonderer Bedeutung	106

c) Auswirkungen auf die Bewertung nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR	107
aa) Klageerhebung	108
bb) Öffentliche Bekanntheit	109
cc) Schlussfolgerungen	109
V. Zusammenfassung	109
C. Kartellverfahren	110
I. Das Endereignis	111
1. Fundamentalwertveränderung	111
a) Bußgeld	111
b) Schadensersatzklagen	113
c) Reputationsschaden	114
aa) Konkreter Reputationsvermögensschaden	115
bb) Imageschaden	116
cc) Zwischenergebnis	117
d) Ende des Kartells	117
e) Straftaten	117
2. Ereignisstudien	118
3. Zwischenergebnis	118
4. Gestreckter Sachverhalt	118
II. Kronzeugenantrag	119
1. Interne Entdeckung	119
a) Einleitung interner Ermittlungen	121
aa) Eigene Kursrelevanz	121
bb) Abgeleitete Kursrelevanz	122
(1) Stichprobenartige Untersuchungen	122
(2) Anlassbezogene Untersuchungen	123
b) Feststellung des Verstoßes	125
aa) Dogmatischer Anknüpfungspunkt	125
bb) Konkretisierte Verdachtslage	126
cc) Bedeutung der Aufklärungswahrscheinlichkeit	127
c) Abschlussbericht	129
d) Rückstellungen, § 249 Abs. 1 HGB	129
2. Stellung des Antrags	130
a) Abgeleitete Kursrelevanz	130
aa) Informationslage: Bußgeld	131
bb) Informationslage: Übrige Risiken	132
b) Marker	132
c) Hypothetischer Antrag	133
3. Keine Stellung des Antrags	134
a) Rechtsansicht: Kein Kartellverstoß	134

b) Rechtsansicht: Kartellverstoß	134
4. Sonderfall: Antragstellung eines Dritten	134
a) Relevanz der Fragestellung	135
b) Emittentenbezug	135
c) Kursrelevanz	136
d) Schlussfolgerungen	137
5. Abschluss des Kronzeugenverfahrens	137
III. Settlement-Verfahren	138
1. Kursrelevantes Endereignis	138
a) Bekanntheit des Kartellverstoßes	139
b) Keine Bekanntheit des Kartellverstoßes	140
2. Zwischenschritte vor dem Verfahrensabschluss	140
a) Sondierung	141
b) Interessenbekundung	142
c) Vergleichsgespräche	142
d) Stellung des Vergleichsantrags	144
e) Abbruch der Gespräche	144
3. Verfahrensabschluss	145
IV. Behördliche Ermittlungsmaßnahmen	145
1. Europäisches Kartellrecht	146
a) Sektoruntersuchung, Art. 17 VO (EG) 1/2003	146
b) Auskunftsverlangen, Art. 18 VO (EG) 1/2003	147
aa) Grundlagen	148
bb) Wahrscheinlichkeit einer Bußgeldentscheidung	148
c) Nachprüfung, Art. 20 VO (EG) 1/2003	149
aa) Grundlagen	151
bb) Abgeleitete Kursrelevanz und Rechtsansicht des Vorstands	151
cc) Ereignisstudien	153
dd) Zwischenergebnis	154
2. Deutsches Kartellrecht	154
V. Bußgeldentscheidung	155
VI. Rechtsschutz	156
1. Gerichtsentscheidung als Endereignis	156
2. Einlegung von Rechtsmitteln	157
3. Zwischenschritte	157
4. Gerichtsentscheidung	157
VII. Zusammenfassung	158
D. Enforcement-Verfahren	158
I. Das Endereignis	158
1. Fundamentalwertveränderung	158

2. Praktischer Anwendungsbereich	159
II. Prüfungsschritte und alte Rechtslage	160
1. Verfahrenseinleitung	161
a) Stichprobenartige Prüfung	161
b) Anlassprüfung	162
aa) Umfang der Beanstandungen	162
bb) Eintrittswahrscheinlichkeit im Einzelfall	163
cc) Prüfungsvorbereitung	165
2. Mitwirkung	166
a) Mitwirkungsentscheidung	166
b) Alte Rechtslage: Ergebnis der DPR	167
c) Keine Mitwirkung	168
3. Verfahrensabschluss	168
4. Rechtsschutz	170
III. Änderungen durch das FISG	171
1. Einstufiges Verfahren	171
2. Ermittlungsbefugnisse	171
a) Auskunftsverlangen, § 107 Abs. 5 WpHG	171
b) Durchsuchungen, § 107 Abs. 7 WpHG	172
3. Öffentlichkeit	172
IV. Zusammenfassung	173
E. Strafverfahren	174
I. Das Endereignis	174
1. Fundamentalwertveränderung	174
a) Behördliche Sanktionen	175
b) Schadensersatzansprüche	175
c) Reputationsschaden	176
d) Agentur-Kosten	176
e) Personalveränderungen	178
f) Ereignisstudien	178
2. Kasuistik	178
a) Verwirklichter Tatbestand	179
b) „Private“ Straftaten	180
aa) Emittentenbezug	181
bb) Kursrelevanz	181
c) (Beachtigter) Täter	182
aa) Vorstandsvorsitzender	182
bb) Ehemalige Organmitglieder	183
cc) Nachgeordnete Mitarbeiter	183
d) Zwischenergebnis: Praktischer Anwendungsbereich	184

3. Gestreckter Sachverhalt	184
II. Unternehmensinterne Entdeckung	185
III. Ermittlungsverfahren	186
1. Strafanzeige, § 158 StPO	186
a) Kursrelevanz	186
b) Erstattung durch Emittenten	188
2. Durchsuchungen, § 102 StPO	188
3. Untersuchungshaft, § 112 StPO	189
a) Belastungen aus der Straftat	190
b) Personalwechsel	190
c) Zwischenergebnis	191
4. Einstellung, §§ 153, 153a StPO	191
5. Anklage, §§ 170 Abs. 1, 199 Abs. 2 StPO	192
IV. Hauptverfahren	193
V. Zusammenfassung	194

Zweiter Teil

Ad-hoc-Publizität	195
A. Einführung	195
I. Tatbestandsvoraussetzungen	196
II. Zeitpunkt der Ad-hoc-Mitteilung	197
III. Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung	199
IV. Möglichkeit zur Selbstbefreiung	199
1. Berechtigtes Interesse	200
2. Weitere Voraussetzungen	202
3. Bedeutung im gestreckten Sachverhalt	203
B. Zivilprozesse	204
I. Klageerhebung	205
1. Eigene Klageerhebung	205
a) Berechtigtes Interesse	205
b) Zeitraum des Aufschubs	206
c) Besonderheiten im Organhaftung	207
aa) Geltendmachung des Anspruchs	207
bb) Keine Geltendmachung des Anspruchs	209
cc) Gewährleistung der Vertraulichkeit	210
2. Gegnerische Klageerhebung	210
a) Betrachtung von Vor- und Nachteilen	211
b) Geheimhaltung	211

c) Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung	213
II. Neue Insiderinformationen im Zivilprozess	214
1. Berechtigtes Interesse	214
a) Gesetzliches Regelbeispiel	214
b) Betrachtung der Vor- und Nachteile	216
aa) Wahrung der Erfolgsaussichten	216
bb) Wahrung von Verfahrensrechten	218
cc) Zwischenergebnis	218
2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	218
a) Lagebericht, § 289 Abs. 1 HGB	219
b) Sonstige Umstände des Einzelfalls	219
3. Möglichkeit der Geheimhaltung	220
a) Gesetzliche Ausschlussgründe	221
b) Vertraulichkeitsvereinbarungen	222
c) Konsequenzen	222
4. Zwischenergebnis	223
III. Gerichtsentscheidung	224
IV. Rechtsmittel	225
V. Zusammenfassung	225
C. Kartellverfahren	226
I. „Entdeckung“ des Kartellverstoßes	227
1. Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht: Nemo-tenetur	227
a) Rechtsgrundlage	227
b) Schutzbereich	228
aa) Strafrechtsqualität	229
bb) Zeitlicher Geltungsbereich	230
c) Verletzung	231
aa) Umfang der Veröffentlichung	231
bb) Öffentliches Interesse	232
cc) Abwägung	233
d) Ergebnis	234
2. Einleitung der internen Untersuchung	235
3. Aufschub bis zum Abschluss der internen Ermittlungen	235
4. Keine Stellung eines Kronzeugenantrags	236
a) Rückschluss aus Gesellschaftsrecht	236
b) Vorteile des Aufschubs	237
c) Kosten des Aufschubs	238
d) Zwischenergebnis	239
5. Stellung eines Kronzeugenantrags	240
a) Spannungsverhältnis zwischen Kapitalmarkt- und Kartellrecht	240

b) Berechtigtes Interesse	240
c) Zeitraum des Aufschubs	241
6. Möglichkeit der Geheimhaltung	242
a) Entdeckung durch (Mit-)Kartellanten	242
b) Interne Vorkehrungen	242
c) Konkrete Umstände des Einzelfalls	243
II. Settlement-Verfahren	244
1. Verhandlungen, Erwägungsgrund Nr. 50 MAR	244
2. Vertraulichkeitserfordernis	245
III. Ermittlungsmaßnahmen	246
IV. Bußgeldentscheidung und Rechtsschutz	247
V. Zusammenfassung	247
D. Enforcement-Verfahren	248
I. Konkurrenz der §§ 106 ff. WpHG zu Art. 17 Abs. 1 S. 1 MAR	248
1. Allgemeine Anwendbarkeit des Art. 17 Abs. 1 S. 1 MAR	248
2. Veröffentlichung nach § 109 Abs. 2 S. 1 WpHG	249
a) Einwand der Normenhierarchie	249
b) Herstellung der Öffentlichkeit	250
aa) Internetseite der BaFin, § 109 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 WpHG	250
bb) Bundesanzeiger, § 109 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpHG	251
cc) Zwischenergebnis	252
c) Zeitliche Komponente	252
d) Inhaltliche Anforderungen	253
e) Zwischenergebnis	254
II. Selbstbefreiung nach der Prüfungseinleitung	254
1. Berechtigtes Interesse	254
a) Grundsätzliche Unbeachtlichkeit eines Reputationsschadens	254
b) Entkräftung des Verdachts	254
aa) Konkretisierung des „begründeten Anlasses“	255
bb) Konkretisierung des erwarteten Nachteils	256
cc) Dauer des Aufschubs	257
2. Geheimhaltung	258
III. Prüfungsergebnis der BaFin, § 109 WpHG	259
1. Kein öffentliches Interesse, § 109 Abs. 2 S. 3 WpHG	259
2. Keine Beanstandungen, § 109 Abs. 3 WpHG	259
3. Keine Selbstbefreiung	260
IV. Rechtsmittel	260
V. Zusammenfassung	260

E. Strafverfahren	261
I. Eintritt der Publizitätspflicht	261
1. Unmittelbare Betroffenheit	261
2. Nemo-tenetur-Grundsatz	262
a) Emittent	262
b) Organmitglieder	263
c) Reichweite	264
3. Persönlichkeitsrecht des Beschuldigten	264
a) Beeinträchtigung	265
b) Verhältnismäßigkeit	267
aa) Stellung des Betroffenen	267
bb) Konkretisierung der Verdachtslage	268
cc) Zwischenergebnis	268
c) Lösungsansätze	268
aa) Kein Eintritt der Publizitätspflicht gem. Art. 17 Abs. 1 S. 1 MAR	269
bb) Möglichkeit zur Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR	269
II. Leitlinien zur Selbstbefreiung	270
1. Unverzüglichkeit und Wissenszurechnung	270
a) Nemo-tenetur	271
b) Ausschluss der Wissenszurechnung: Persönlichkeitsrecht	272
2. Interne Entdeckung und Strafanzeige	272
a) Berechtigtes Interesse	272
b) Geheimhaltung	273
c) Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung	274
3. Ermittlungsmaßnahmen und Gerichtsverfahren	274
a) Durchsuchung	274
b) Untersuchungshaft	275
c) Anklageerhebung und Hauptverfahren	275
III. Zusammenfassung	276

Dritter Teil

Gemeinsame Leitlinien	277
------------------------------	-----

Zusammenfassung in Thesen	281
----------------------------------	-----

Literaturverzeichnis	287
-----------------------------	-----

Stichwortverzeichnis	307
-----------------------------	-----

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere(r) Ansicht
Abl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a. F.	alte(r) Fassung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Am. Econ. Rev.	American Law and Economics Review
Art.	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Baylor L. Rev.	Baylor Law Review
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BImSchG	Bundesimmissionsschutzgesetz
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
Cardozo L. Rev.	Cardozo Law Review
CB	Compliance Berater
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
Clev. St. L. Rev.	Cleveland State Law Review
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
DAR	Deutsches Autorecht
DB	Der Betrieb
Diss.	Dissertation
DSGVO	VO (EU) 2016/679 (Datenschutz-Grundverordnung)
DStR	Deutsches Steuerrecht
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
EMSA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
FISG	Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz

GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
IHR	Internationales Handelsrecht
Int. Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i. S. d.	im Sinne des, im Sinne der
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
IWRZ	Zeitschrift für Internationales Wirtschaftsrecht
J. Bus. Res.	Journal of Business Research
J. Comp. L. & Econ.	Journal of Competition Law and Economics
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Fin.	The Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Quant. Anal.	The Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Industr. Econ.	The Journal of Industrial Economics
J.L. & Econ.	Journal of Law & Economics
KapMuG	Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz
KoR	Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht
LG	Landgericht
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Market Abuse Regulation)
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für Insolvenz- und Sanierungsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
NZM	Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PHi	Haftpflicht international
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RiStBV	Richtlinien für das Strafverfahren und das Bußgeldverfahren
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
S.	Satz, Seite
sa	siehe auch
SchiedsVZ	Zeitschrift für Schiedsverfahren
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung

u. a.	unter anderem, und andere
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
USA	United States of America
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
VuR	Verbraucher und Recht
Wash. U. L. Q.	Washington University Law Quarterly
Was. U. L. Rev.	Washington University Law Review
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZPO	Zivilprozessordnung
ZVglRwiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Einleitung

Art. 17 Abs. 1 S. 1 MAR ordnet die unverzügliche Veröffentlichung von Insiderinformationen an, die in unmittelbarem Bezug zum Emittenten stehen. Art. 14 MAR enthält diverse Verbotstatbestände zum Umgang mit Insiderinformationen. Verstöße werden gemäß §§ 119 f. WpHG sanktioniert (vgl. § 120 Abs. 15 WpHG). Diese Sanktionen betreffen den Emittenten selbst, über § 9 OWiG darüber hinaus auch die verantwortlichen Organmitglieder. Aufgrund dieser Sanktionen ist es von erheblicher Bedeutung, Insiderinformationen (Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR) als solche zu erkennen. Diese Bewertung ist indes komplex. Das Kapitalmarktrecht ist von einer Vielzahl an unbestimmten Rechtsbegriffen geprägt, denen gewisse Unklarheiten bei der Rechtsanwendung immanent sind.¹

Von dieser Unsicherheit ist eine Fallgruppe in besonderer Weise betroffen: Gestreckte Sachverhalte. Damit werden Vorgänge bezeichnet, in denen einem Ereignis herausragender Bedeutung („Endereignis“) verschiedene Ereignisse vorausgehen, die sich auf dem Weg zum Eintritt des Endereignisses als „Zwischenschritte“ darstellen. Hierbei handelt es sich nicht um Ausnahmekonstellationen, sondern um einen typischen Anwendungsfall des Insiderrechts.² Die Gefahr von verbotenen Insidergeschäften ist hier besonders groß, liegt zwischen den ersten Zwischenschritten und dem Eintritt des Endereignisses eine erhebliche Zeitspanne.³ Diese Gefahr legt es nahe, auch in den Zwischenschritten mögliche Insiderinformationen zu sehen. Inwieweit die Zwischenschritte eigene Insiderinformationen sein können, war in der Literatur lange umstritten.⁴ Die Frage wurde durch das Gettl/Daimler-Urteil des EuGH geklärt: Zwischenschritte sind Insiderinformationen, wenn sie die Tatbestandsvoraussetzungen eigens erfüllen.⁵ Diese Kernaussage des Urteils ist mittlerweile durch Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR ausdrücklich vorgegeben. Dadurch ist den Emittenten gewiss, dass die Zwischenschritte jeweils eigens nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR zu bewerten sind. Vonseiten der Praxis wird dennoch ein

¹ Vgl. *Fülbi*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, S. 242 f.; *Weber*, FS Schwark 2009, S. 653 (663 f.); *Hopt*, AG 1995, 353 (361); *Bachmann*, ZHR 172 (2008), 597 (631).

² Vgl. *Augstein*, Insiderrecht, S. 97; *Waldhausen*, Die ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, S. 179; *Waschkowski*, Insiderhandel, S. 157.

³ Vgl. *Staake*, BB 2007, 1573 (1576), der diesen Gedanken im Zusammenhang mehrstufiger Entscheidungsprozesse im Aktienrecht erwähnt (Zustimmungsbedürftige Maßnahmen).

⁴ Vgl. nur *Burgard*, ZHR 162 (1998), 51 (54 ff.); *Bingel*, AG 2012, 685 (686 ff.) m. w. N.

⁵ EuGH, Urt. v. 28. 6. 2012 – Rs. C-19/11, ZIP 2012, 1282 (Gettl/Daimler) mit zahlreichen Besprechungen, vgl. nur *Klöhn*, ZIP 2012, 1885 ff.; *Mock*, ZBB 2012, 286 ff.

Wunsch nach mehr Rechtssicherheit und -klarheit geäußert.⁶ Dieses Bedürfnis erwächst daraus, dass die dogmatischen Grundsätze zur Bewertung gestreckter Sachverhalte noch nicht abschließend geklärt sind. Allgemeine Fragen zur Bewertung von Zwischenschritten sind Gegenstand eigener Dissertationen.⁷ Nach dem Daimler/Geltl-Urteil wird insbesondere diskutiert, unter welchen Voraussetzungen den Zwischenschritten ein eigenes Potenzial zur „erheblichen Kursbeeinflussung“ zukommt.⁸ Da in jedem Zwischenschritt eine Insiderinformation liegen könnte, ist diese Prüfung vor dem Eintritt des Endereignisses mehrfach durchzuführen.⁹ Damit ist ein erheblicher Aufwand verbunden. Die unbestimmten Rechtsbegriffe des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR bereiten bei der Rechtsanwendung erhebliche Schwierigkeiten, die das Bedürfnis nach Rechtsklarheit torpedieren.

Um den verbleibenden Unsicherheiten zu begegnen, wird von rechtswissenschaftlicher Literatur und Praxis eine umfassende Kasuistik herausgearbeitet. Der Emittentenleitfaden der BaFin enthält einen Katalog möglicher Insiderinformationen, der auch Aussagen zur Bewertung einiger Zwischenschritte enthält. In einigen Abhandlungen werden die verschiedenen Zwischenschritte auf dem Weg zum Endergebnis differenziert bewertet – derartige Abhandlungen gibt es etwa zu Unternehmenskäufen.¹⁰ Eine allgemein gültige Bewertung bestimmter Ereignisse ist nicht möglich. Maßgeblich sind stets die Umstände des Einzelfalls.¹¹ Derartige Abhandlungen können jedoch Leitlinien zur Bewertung der Zwischenschritte hervorbringen, die dem gesetzlichen Tatbeständen Konturen verschaffen.¹² Dadurch wird ersichtlich, welche Sachverhalte eine umfassende Prüfung erfordern.¹³ Damit wird ein Beitrag zur Rechtsklarheit geleistet, der die Rechtsanwendung erheblich erleichtert.¹⁴

⁶ Vgl. die Umfrageergebnisse von *Groß/Royé*, BKR 2019, 272 (273); siehe auch *Kumpan*, in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2018, Rn. 2.

⁷ *Kallmaier*, Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten; vgl. ansonsten nur die vorstehenden Nachweise.

⁸ *Vetter/Engel/Lauterbach*, AG 2019, 160 (161 f.); *Bingel*, AG 2012, 685 (689 ff.); *Groß/Royé*, BKR 2019, 272 (276); *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2019, 621 (625); *Mock*, ZBB 2012, 286 (288).

⁹ *Augstein*, Insiderrecht, S. 98 f.

¹⁰ Vgl. nur die Dissertationen von *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmenstransaktionen, S. 102 ff.; *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen, S. 124 ff. sowie den Aufsatz von *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765 (786 ff.) mit zahlreichen weiteren Nachweisen.

¹¹ *Reichert/Ott*, FS Hopt 2010 Bd. 2, S. 2385 (2400); *Kümpel*, WM 1994, 2137 (2141); *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, Art. 7 Rn. 444 f.; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 7 MAR Rn. 94; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 133 f.; *Klöhn*, in: KK-WpHG, § 13 Rn. 373.

¹² *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 7 MAR Rn. 94; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 134; vgl. auch *Klöhn*, ZIP 2015, 1145 (1150): „Wegmarken“.

¹³ Vgl. auch BaFin, Emittentenleitfaden Modul C, Kap. I.2.1.4.2.; *Eichner*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, S. 62; *Kümpel*, WM 1994, 2137 (2141).

¹⁴ *Waschkowski*, Insiderhandel, S. 157; *Kümpel*, WM 1994, 2137 (2141); *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert, Art. 7 MAR Rn. 94; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 134; vgl. auch *Klöhn*, ZIP 2015, 1145 (1150): „Wegmarken“.

Derartige Leitlinien fehlen zu Sachverhalten, deren Endereignis in einer staatlichen Entscheidung liegt. Staatlichen Entscheidungen gehen langwierige Entscheidungsprozesse voraus, die aus einer Vielzahl von Verfahrensschritten bestehen. Im insiderrechtlichen Kontext bestehen damit zahlreiche Zwischenschritte, die eigens nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR zu prüfen sind. Davon sind Gerichts-, Verwaltungs- und Strafverfahren gleichermaßen erfasst. Ziel der Dissertation ist es, Leitlinien zur kapitalmarktrechtlichen Bewertung von Verfahren herauszuarbeiten.¹⁵ Über den rechtswissenschaftlichen Erkenntnisgewinn hinaus soll somit auch ein Mehrwert für die Praxis erzielt werden. Im ersten Teil der Dissertation soll untersucht werden, unter welchen Voraussetzungen die zahlreichen Zwischenschritte im Fortschreiten von Zivil-, Kartell-, Enforcement- und Strafverfahren als Insiderinformationen gem. Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR eingeordnet werden können. Dafür soll zunächst „vor der Klammer“ herausgearbeitet werden, unter welchen Voraussetzungen das Endereignis des Verfahrens als kursrelevante Information zu betrachten ist. Anschließend sollen die angestrebten Leitlinien zur Bewertung der Verfahrensschritte entwickelt werden. Der zweite Teil der Dissertation befasst sich mit der Frage, inwieweit die im Verfahrensverlauf entstehenden Insiderinformationen der Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß Art. 17 Abs. 1 S. 1 MAR unterliegen. Dabei soll insbesondere die Möglichkeit einer Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR untersucht werden. Durch die Trennung zwischen Art. 7 MAR und Art. 17 MAR soll der eigenständigen Bedeutung des Art. 7 MAR Rechnung getragen werden: Stellt die Ad-hoc-Publizität auch die meistdiskutierte Folge der Bewertung als Insiderinformation i. S. v. Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR dar, sind die Verbotstatbestände aus Art. 14 MAR unabhängig von einer möglichen Selbstbefreiung gem. Art. 17 Abs. 4 MAR anwendbar. Im dritten Teil sollen aus den wesentlichen Erkenntnissen, die zu den einzelnen Verfahren erzielt wurden, verallgemeinerungsfähige Grundsätze zur Bewertung gestreckter Sachverhalte – insbesondere vor staatlichen Entscheidungen – abstrahiert werden. Diese abschließende Betrachtung soll dazu dienen, einen Erkenntnisgewinn auch für die Rechtsanwendung in solchen Sachverhalten zu erzielen, die nicht im unmittelbaren Themenfeld der Dissertation liegen.

¹⁵ Differenzierte Betrachtungen liefern in Aufsätzen bisher *Teigelack*, BB 2016, 1604 zu Gerichtsverfahren; *Dreher*, WuW 2010, 731; *Thelen*, ZHR 182 (2018), 62 (74 f., 78 f.); *Hübner*, ZGR 2021, 765 zu kartellrechtlichen Kronzeugenverfahren und *Assmann*, AG 2006, 261 (265 ff.); *Boxberger*, DStR 2007, 1362 (1368 f.) zu Enforcement-Verfahren. Mittlerweile sind einige Dissertationen erschienen, die sich in Teilbereichen mit dieser Arbeit überschneiden, vgl. *Roth*, Kartellrechtliche Leniency Programmes, S. 887 ff. zu Kronzeugenanträgen und *Fromberger*, Ad-hoc-Mitteilung bei Compliance-Verstößen, S. 195 ff., 236 ff. zu Strafverfahren. Insbesondere durch die deutliche Schwerpunktsetzung auf die Bewertung verschiedener Verfahrensschritte nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR unterscheidet sich diese Arbeit aber deutlich von diesen Veröffentlichungen.