

Schriften des Augsburg Center for  
Global Economic Law and Regulation

Arbeiten zum Internationalen Wirtschaftsrecht  
und zur Wirtschaftsregulierung



Timm Gaßner

# Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht

Ein Beitrag zum Spannungsverhältnis zwischen  
Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht



**Nomos**

**Augsburg Center  
for Global  
Economic Law and Regulation**



Augsburger Zentrum  
für Internationales Wirtschaftsrecht  
und Wirtschaftsregulierung

Centre pour  
le droit international et la régulation  
économiques, Augsburg

Schriften des Augsburg Center for  
Global Economic Law and Regulation

Arbeiten zum Internationalen Wirtschaftsrecht  
und zur Wirtschaftsregulierung

herausgegeben von

Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers, Universität Augsburg

Prof. Dr. Matthias Rossi, Universität Augsburg

Band 82

Timm Gaßner

**Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung  
und die aktienrechtliche  
Verschwiegenheitspflicht**

Ein Beitrag zum Spannungsverhältnis zwischen  
Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht



**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., 2020

u.d.T.: Ad-hoc-Publizität, Wissenszurechnung und die aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht. Ein Beitrag zum Spannungsverhältnis zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht unter besonderer Berücksichtigung von Doppelmandaten

ISBN 978-3-8487-6792-2 (Print)

ISBN 978-3-7489-0895-1 (ePDF)

1. Auflage 2020

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2020. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort

Diese Arbeit wurde im Wintersemester 2019/2020 von der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg als Dissertation angenommen. Für die Veröffentlichung konnte die Rechtsentwicklung und die Literatur bis Ende Juni 2020 berücksichtigt werden.

Mein Dank gilt an erster Stelle meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers. Er hat das Thema der vorliegenden Arbeit angeregt und ihre Erstellung mit großem Engagement begleitet. Gleichzeitig hat er mir immer die notwendige akademische Freiheit gewährt. Danken möchte ich auch Herrn Prof. Dr. Raphael Koch, LL.M. für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Für die Aufnahme meiner Arbeit danke ich zudem den Herausgebern dieser Schriftenreihe.

Mein Dank gilt außerdem Herrn Rechtsanwalt Dr. Michael Brellocks, LL.M für die vielen Gespräche und die wertvollen Hinweise aus Wissenschaft und Praxis, die wesentlich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen haben.

Besonders möchte ich zudem meiner Freundin Julia Wiechmann danken. Sie hat nicht nur die kritische Prüfung des Manuskripts übernommen, sondern auch durch ihren Rückhalt und ihre unermüdliche moralische Unterstützung die Fertigstellung der Arbeit ermöglicht.

Schließlich möchte ich meinen Eltern danken, die mich immer auf meinem Weg unterstützt haben. Ohne sie wäre das Gelingen dieser Arbeit undenkbar gewesen. Ihnen ist die Arbeit in tiefster Dankbarkeit gewidmet.



## Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	21
Erster Teil: Grundlagen	27
§ 1 Einleitung	27
§ 2 Ad-hoc-Publizitätspflicht und Kapitalmarktinformationshaftung	36
§ 3 Grundsätze der Wissenszurechnung	87
Zweiter Teil: Zusammenspiel von Ad-hoc-Publizität und Wissenszurechnung	95
§ 4 Die Bedeutung individuellen Wissens für den Tatbestand der Ad-hoc-Publizität	95
§ 5 Unionskonforme Anwendbarkeit nationaler Zurechnungsregelungen	126
§ 6 Maßgebliches individuelles Wissen	167
Dritter Teil: Ad-hoc-Publizität und die aktienrechtliche Schweigepflicht	252
§ 7 Doppelmandate und Informationsbarrieren	252
§ 8 Kollision von Bekanntgabe- und Schweigepflicht	264
§ 9 Verhältnis von Art. 17 Abs. 1 MAR zu § 93 Abs. 1 S. 3 AktG	275
Vierter Teil: Unbeachtlichkeit der Verschwiegenheitspflicht	325
§ 10 Ausgewählte Sonderfälle des dualistischen Systems	325
Fünfter Teil: Schlussbetrachtung	374
§ 11 Ergebnis in Thesen	374
§ 12 Ausblick	379
Literaturverzeichnis	383
Register	405



## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	21
Erster Teil: Grundlagen	27
§ 1 Einleitung	27
A. Risiko Kapitalmarktinformationshaftung	27
B. Zielsetzung und Themeneingrenzung	31
C. Gang der Untersuchung	34
§ 2 Ad-hoc-Publizitätspflicht und Kapitalmarktinformationshaftung	36
A. Historische Entwicklung	36
I. Börsenzulassungsrichtlinie und Börsengesetznovelle	37
II. Insiderrichtlinie und Zweites Finanzmarktförderungsgesetz	38
III. Viertes Finanzmarktförderungsgesetz	39
IV. Marktmissbrauchsrichtlinie und Anlegerschutzverbesserungsgesetz	39
V. Marktmissbrauchsverordnung	40
B. Zweck der Regelungen	43
I. Marktintegrität und Anlegervertrauen	43
II. Prävention und Transparenz	44
III. Individueller Anlegerschutz?	45
C. Tatbestand der Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	47
I. Der Emittent gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR	49
II. Begriff der Insiderinformation	51
1. Präzise Information	52
a) Gegebene Umstände und eingetretene Ereignisse	53
b) Zukünftige Umstände und Ereignisse	54
2. Fehlende öffentliche Bekanntheit	55
3. Betroffenheit des Emittenten oder seiner Finanzinstrumente	56
4. Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial	57
III. Unmittelbare Betroffenheit	59

*Inhaltsverzeichnis*

IV. Unverzügliche Veröffentlichung	61
1. Definition des Tatbestandsmerkmals	62
a) Anwendungsbereich der Definition aus § 121 Abs. 1 S. 1 BGB	64
b) Der Grundsatz der unionsautonomen Auslegung	65
c) Vergleich mit Art. 17 Abs. 7 MAR	67
d) Rechtsgebietsvergleich	68
e) Adressatenkreis	69
f) Zwischenergebnis	70
2. Erste Eingrenzung des Tatbestandsmerkmals durch unionsautonome Auslegung	71
3. Angemessene Frist	73
4. Compliance-Dimension	74
V. Modalitäten der Veröffentlichung	76
VI. Aufschieb der Veröffentlichung	76
VII. Konzernpublizität	77
D. Schadensersatz wegen unterlassener Ad-hoc-Mitteilung gemäß § 97 WpHG	80
I. Tatbestandsmerkmale von § 97 Abs. 1 WpHG	83
II. Verschulden gemäß § 97 Abs. 2 WpHG: Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit	84
E. Zwischenergebnis	86
§ 3 Grundsätze der Wissenszurechnung	87
A. Überblick zur Wissenszurechnung im deutschen Recht	87
B. Entwicklung der Rechtsprechung	88
I. Organtheorie	88
II. Wissenszurechnung kraft Organisationspflichtverletzung	89
C. Wissenszurechnung im Konzern	91
Zweiter Teil: Zusammenspiel von Ad-hoc-Publizität und Wissenszurechnung	95
§ 4 Die Bedeutung individuellen Wissens für den Tatbestand der Ad-hoc-Publizität	95
A. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR als maßgebliche Wissensnorm	97
I. Enge Ansicht: Kenntnis als weitere Tatbestandsvoraussetzung	98
II. Weite Ansicht: Objektive Auslösung der Publizitätspflicht	98

III. Auslegung des Tatbestands	99
1. Wortlaut der Ad-hoc-Publizitätspflicht	100
a) Ohne schuldhaftes Zögern	100
b) Bekanntgabe	102
c) Möglichkeit der Bekanntgabe	103
2. Verstoß gegen den Unmöglichkeitensgrundsatz	103
3. Systematische Erwägungen	105
a) Selbstbefreiungsentscheidung, Art. 17 Abs. 4 MAR	105
b) Kenntnis als Tatbestandsmerkmal in anderen Normen des Kapitalmarktrechts	106
aa) Meldepflichtige Schwellen gemäß § 33 Abs. 1 S. 3 WpHG	106
bb) Subjektive Elemente in den Art. 8 bis 10 MAR	107
c) Relativierung auf Haftungs- und Sanktionsebene	108
4. Fallvergleich – EuGH, Rs. C-45/08 – <i>Spector Photo Group</i>	109
5. Gefährdung des geplanten einheitlichen Rechtsrahmens	110
6. Theorie der Irrelevanz der Wissenszurechnung	110
IV. Bewertung der Auffassungen und Zwischenergebnis	111
B. §§ 97, 98 WpHG als maßgebliche Wissensnormen	113
I. Meinungsstand	113
II. Weite Ad-hoc-Pflicht und enge Haftung als Verstoß gegen den Effektivitätsgrundsatz	115
1. Abschreckende Wirkung tatbestandsmäßig begrenzter Haftung?	115
2. Gleichlauf zwischen Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR und § 97 Abs. 1 WpHG	117
C. Die Möglichkeit der Bekanntgabe und das betriebsintern vorhandene Wissen	118
I. Relevanz des Wissens natürlicher Personen	119
1. Fehlende kognitive Fähigkeiten bei juristischen Personen	120
2. Maßgeblichkeit der Bekanntgabemöglichkeit	122
3. Disziplinierende Funktion der Zurechnung	123
II. Ergebnis	124

Inhaltsverzeichnis

§ 5 Unionskonforme Anwendbarkeit nationaler Zurechnungsregelungen	126
A. Funktionaler Ansatz und <i>respondeat superior</i>	127
I. Zurechnung im Kartellbußgeldrecht	127
1. Funktionaler Ansatz im Rahmen der Kapitalmarktinformationshaftung	129
2. Emittent als wirtschaftliche Einheit nach Art. 101 AEUV?	130
II. Zurechnung im Deliktsrecht im europäischen Vergleich – <i>respondeat superior</i>	132
B. Grundsätze der Wissenszurechnung und Ad-hoc-Publizität	133
I. Nationales Recht und europäisches Marktmissbrauchsrecht	134
II. Das Zusammenspiel von Aktienrecht und Marktmissbrauchsrecht in Kapitel 3 der MAR	137
1. Im Bereich von Art. 17 Abs. 1 und 18 Abs. 1 MAR	137
2. Im Bereich von Art. 17 Abs. 4 MAR	138
3. Im Bereich von Art. 17 Abs. 8 MAR	140
4. Zwischenergebnis	141
III. Unionsautonome Auslegung und ihre Grenzen	141
1. Abhängigkeit vom Systemkontext des Mitgliedstaates	141
2. Fehlende Konkretisierung durch den Unionsgesetzgeber	143
IV. Rückgriff auf nationales Recht in der Rechtsprechung des EuGH	143
1. EuGH, Rs. C-384/02 – <i>Grøngaard/Bang</i>	144
2. Fortgeltung der <i>Grøngaard/Bang</i> -Grundsätze unter der MAR	146
3. EuGH, Rs. C-237/02 – <i>Freiburger Kommunalbauten</i>	148
4. Die Entscheidungen <i>Sapir</i> und <i>Sunico</i>	149
5. EuGH, Rs. C-327/82 – <i>Ekro</i>	149
6. Weitere Entscheidungen des Gerichtshofs	150
7. Zwischenergebnis	151
V. Keine Gefährdung der Rechtseinheit	152
VI. Fehlende unionsrechtliche Vorgaben	153
1. Im Kapitalmarktrecht	153
2. Im Gesellschaftsrecht	155
VII. Anwendbarkeit der rechtsgeschäftlichen Zurechnungsregeln im öffentlich-rechtlichen Bereich	155

VIII. Ergebnis	156
C. Wissenszurechnung im Rahmen der besonderen Deliktshaftung	157
I. Grundsätzliche Anwendbarkeit der wertenden Wissenszurechnung	158
1. Im Deliktsrecht im Allgemeinen	158
2. Im Rahmen der Kapitalmarktinformationshaftung im Besonderen	160
II. Sonderfall § 826 BGB: keine Wissenszurechnung und -zusammenrechnung	160
1. Die Entscheidung des BGH vom 28. Juni 2016 – VI ZR 536/15	161
2. Keine Übertragung der Entscheidung auf die Kapitalmarktinformationshaftung	162
3. Würdigung der BGH-Entscheidung	165
D. Zusammenfassung	166
§ 6 Maßgebliches individuelles Wissen	167
A. Wissenszurechnung von Unternehmensangehörigen im Rahmen der Ad-hoc-Publizität	167
I. Anwendbarkeit der wertenden Kriterien des BGH im Rahmen von Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR und § 97 Abs. 1 WpHG	168
1. Verkehrs- und Vertrauensschutz	169
2. Gleichstellungsprinzip	170
3. Sinn und Zweck der Wissensnorm	173
4. Ordnungsgemäße Organisation der betriebsinternen Kommunikation	174
5. Typischerweise aktenmäßig festzuhaltendes Wissen	175
6. Zumutbarkeit von Wissensorganisation und -zurechnung	176
7. Zusammenfassung	177
II. Wissen des Vorstands	178
1. Im Gesamtvorstand vorhandenes Wissen	178
2. Individuelles Wissen einzelner Vorstandsmitglieder	179
a) Zurechnung amtlich erlangten emittentenbezogenen Wissens	180
b) Zurechnung privat erlangten Wissens	183
aa) Dienstbezogene Informationen ohne Bezug zur Privatsphäre des Vorstandsmitglieds	185

*Inhaltsverzeichnis*

bb) Dienstbezogene Informationen aus rechtlich geschützten Sphären	187
3. Zwischenfazit	188
III. Wissen der Aufsichtsratsmitglieder	188
1. Meinungsstand zur Wissenszurechnung aus dem Aufsichtsrat im rechtsgeschäftlichen Bereich	189
2. Meinungsstand zur Zurechnung von Insiderwissen aus dem Aufsichtsrat	191
3. Unmittelbare Zurechnung	195
a) Keine selbständige Ad-hoc-Publizitätspflicht des Aufsichtsrats	195
aa) Auslegung des Wortlauts von Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	196
bb) Historische Erwägungen	197
cc) Systematische Erwägungen	198
(1) Adressaten vergleichbarer Ge- und Verbote im Marktmissbrauchsrecht	198
(2) Mitteilungspflichten im Wertpapierhandelsrecht	199
(3) Weitere spezialgesetzlich geregelte Publizitätspflichten	200
(4) Aufschub der Ad-hoc-Publizität	201
(5) Zusammenfassung systematischer Befunde	203
dd) Teleologische Erwägungen	204
ee) Funktion des Aufsichtsrats als Kontrollorgan	205
ff) Zwischenergebnis	205
b) <i>Effet utile</i> und die Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats	205
c) Fazit	207
4. Mittelbare Zurechnung kraft Informationsweiterleitungspflicht	207
a) Insiderrechtliche Erwägungen	208
aa) Emittent als Adressat der Mitteilungs- und Schadensersatzpflicht	210
bb) Aufsichtsratsmitglieder als Teil des Informationsorganisationskomplexes „Emittent“	210

cc) Zurechnung unter Berücksichtigung des Schutzzwecks der relevanten Norm	212
(1) Gleichbehandlung der Anleger und Anlegervertrauen	212
(2) Keine Begünstigung des Insiderhandels durch publizitätsfreie Räume	213
(3) Minimierung des Zeitraums falscher Preisbildung am Kapitalmarkt	215
dd) Möglichkeit der Bekanntgabe	215
ee) Keine Ermessensentscheidung der Aufsichtsräte	216
ff) Zwischenergebnis	216
b) Gesellschaftsrechtliche Erwägungen	217
aa) Treuepflicht und Überwachung der Legalitäts- und Legalitätskontrollpflicht des Vorstands	217
bb) Veränderte Rolle des Aufsichtsrats in der Kapitalmarktkommunikation	220
c) Gleichstellungsargument und Verkehrsschutz	225
d) Fallvergleich	227
aa) Bestellung und Abberufung des Vorstands und Vertretung der Gesellschaft, §§ 84 Abs. 1 S. 1 und 5, 112 AktG	227
bb) Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats, § 111 Abs. 4 S. 2 AktG	228
cc) Treuwidriges Handeln	228
dd) Schwerwiegende Interessenkollisionen	229
ee) EuGH, Rs. C-19/11 – <i>Geltl/Daimler</i>	230
e) Zwischenergebnis	232
5. Zurechnung privat erlangten Wissens	232
6. Fazit: Pflicht zur Weiterleitung emittentenbezogener Insiderinformationen	233
IV. Das Wissen von Mitarbeitern in nachgeordneten Positionen	235
1. Arbeitnehmer als Adressaten des Regelungsregimes der MAR	235
2. Maßgebliche Zurechnungskriterien	237
3. Zwischenergebnis	240

*Inhaltsverzeichnis*

V. Informationszurechnung aus konzernverbundenen Unternehmen	241
1. Kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch	242
2. Ansätze zur Informationszurechnung aus der BGH-Rechtsprechung	247
B. Zusammenfassung	248
C. Ausblick: Verschuldenszurechnung i.R.v. § 97 Abs. 2 WpHG	250
Dritter Teil: Ad-hoc-Publizität und die aktienrechtliche Schweigepflicht	252
§ 7 Doppelmandate und Informationsbarrieren	252
A. Überblick	252
I. Zur Zulässigkeit von Vorstandsdoppelmandaten	254
II. Aufsichtsratsdoppelmandate und „gemischte“ Doppelmandate	255
B. Informationsweitergabeverbote und Verschwiegenheitspflichten	256
I. Kapitalmarktrechtliches Offenlegungsverbot	256
II. Aktienrechtliche Verschwiegenheitspflicht	260
1. Umfang des Gebots	260
2. Grenzen der Pflicht	260
3. Einschränkung in Konzernsituationen	262
§ 8 Kollision von Bekanntgabe- und Schweigepflicht	264
A. Meinungsstand zur Wissenszurechnung bei Doppelmandaten und der Grenze der Verschwiegenheitspflicht	267
I. Die Entscheidung des OLG Celle vom 24. August 2011 – 9 U 41/11	267
II. Grenzenlose Wissenszurechnung im Konzern	268
III. Wissensinfektion durch personelle Verflechtung	269
IV. Vorrang des unionsrechtlichen Regelungsregimes	270
V. Verschwiegenheitspflicht als Grenze der Wissenszurechnung	270
1. Verschwiegenheitspflicht als absolute Grenze	271
2. Verschwiegenheitspflicht als relative Grenze	272
VI. Stellungnahme	273
B. Meinungsstand im Dieselgate-Fall	274

§ 9 Verhältnis von Art. 17 Abs. 1 MAR zu § 93 Abs. 1 S. 3 AktG	275
A. Beachtlichkeit des Schweigegebots im insiderrechtlichen Kontext	276
I. Verhältnis der aktienrechtlichen Schweigepflicht zum insiderrechtlichen Weitergabeverbot	276
1. Ad-hoc-mitteilungspflichtiger Umstand als Geheimnis i.S.d. § 93 Abs. 1 S. 3 AktG	277
2. Parallele Anwendbarkeit von Art. 14 MAR und § 93 Abs. 1 S. 3 AktG im Hinblick auf denselben Umstand	279
II. Praktische Folge: Informationsquelle maßgeblich für die öffentliche Bekanntgabe	281
III. Unterschiedliche Adressaten der Pflichten	282
IV. Auslegung des Wortlauts	283
V. Regelungscharakter der Aufschubentscheidung	285
1. Abschließende Regelung über die Nichtbekanntgabe von Insiderinformationen?	286
2. Vorrang der Veröffentlichungsfähigkeit	288
VI. <i>Effet utile</i> und teleologische Erwägungen	289
1. Anwendungsvorrang des Unionsrechts	290
2. Keine Harmonisierung im (Kapital-)Gesellschaftsrecht	293
3. Analyse der EuGH-Rechtsprechung	295
a) EuGH, Rs. C-384/02 – <i>Grøngaard/Bang</i>	295
b) EuGH, Rs. C-45/08 – <i>Spector Photo Group</i>	297
c) EuGH, Rs. C-19/11 – <i>Geltl/Daimler</i>	298
d) EuGH, Rs. C-628/13 – <i>Lafonta</i>	299
e) EuGH, Rs. C-174/12 – <i>Hirrmann/Immofinanz</i>	300
f) Zusammenfassung und Übertragung auf die untersuchte Konstellation	301
aa) Insiderrecht und Gesellschaftsrecht	302
bb) Informationelle Gleichbehandlung als oberstes Gebot	304
cc) Stellungnahme	306
(1) Gewährleistung der Finanzmarktintegrität und des Anlegervertrauens	307
(2) Vorbeugung von Insidergeschäften und keine Irreführung der Anleger	308

*Inhaltsverzeichnis*

VII. Systematische Erwägungen, Art. 17 Abs. 8 S. 2 MAR	310
1. Anwendungsbereich von Art. 17 Abs. 8 MAR	311
2. Wertung des Gesetzgebers und Übertragung auf die untersuchte Konstellation	312
VIII. Konzerninterner kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch	314
IX. Vergleichbare Konstellationen	315
1. Kollision der Ad-hoc-Publizität mit der Selbstbelastungsfreiheit	315
2. Rechtsanwalt im Aufsichtsrat	319
3. (Schwere) Erkrankung eines Vorstandsmitglieds	320
4. Zusammenfassung der Vergleichsfälle	321
B. Ergebnis	322
C. Auswirkung der Verschwiegenheitspflicht auf Haftungs- und Sanktionsebene	323
Vierter Teil: Unbeachtlichkeit der Verschwiegenheitspflicht	325
§ 10 Ausgewählte Sonderfälle des dualistischen Systems	325
A. Der konzerninterne Informationsfluss	325
I. Vertragskonzern	326
II. Faktischer Konzern	328
1. Doppelvorstandsmandate	328
2. Vorstandsmitglied der Mutter im Aufsichtsrat der Tochter	329
3. Doppelaufsichtsratsmandat	331
III. Doppelmandat bei Schwestergesellschaften	332
IV. Zwischenergebnis und Stellungnahme	332
B. Erhebliche Interessenkonflikte in der Person des Doppelmandatars	335
I. Pflichtenkollision in Übernahmesituationen	337
II. Grundsätzlicher Umgang mit Interessenkonflikten im Aufsichtsrat	338
1. Konfliktprävention in der Aktiengesellschaft	339
2. Fünfstufiges Reaktionssystem	339
3. Interessenkonflikte im Konzern	341
4. Entscheidungskompetenz	341
5. Rechtsfolge bei Verstößen des Aufsichtsrats	342
III. Einwand der unzulässigen Rechtsausübung	344
1. Ausnutzung einer formalen Rechtsposition	345
2. Widersprüchliches Verhalten	346

IV. Übertragung auf die Verschwiegenheitspflicht	347
1. Rechtsmissbräuchliches Ausspähen durch Doppelmandat	347
2. Berufung auf Verschwiegenheitspflicht als unzulässige Rechtsausübung des Emittenten	348
V. Zwischenfazit	351
VI. Betrachtung aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive	352
1. Erhöhte Organisationsanforderungen bei Verdacht auf Insiderwissen	355
a) Insiderwissen erreicht andere Unternehmensangehörige	355
b) Insiderwissen ausschließlich in „geschützter Sphäre“	355
c) Vorliegen objektiver Verdachtsmomente	357
aa) Grundsatz der Informationsaufklärung	358
bb) Anwendbarkeit der Aufklärungspflicht im konkreten Fall	360
(1) Notwendige Organisations- und Aufklärungsmaßnahmen	360
(2) Die Folgen erfolgreicher und unterlassener Informationsaufklärung	361
cc) Ad-hoc-Publizität bei bloßem Verdacht	363
d) Zwischenergebnis	363
2. Gefährdung des Sinn und Zwecks der Ad-hoc-Publizität?	364
a) Abwägung widerstreitender Interessen	365
b) Eingriff in verfassungsrechtlich geschützte Positionen	366
c) Überwiegendes Interesse an öffentlicher Bekanntgabe im Einzelfall	367
d) Beispielsfall	371
C. Ergebnis	372
Fünfter Teil: Schlussbetrachtung	374
§ 11 Ergebnis in Thesen	374
§ 12 Ausblick	379
Literaturverzeichnis	383
Register	405



## Abkürzungsverzeichnis

A.A., a.A.	Anderer Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
AcP	Archiv für civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BeckOGK	beck-online.Grosskommentar
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BNotO	Bundesnotarordnung
BORA	Berufsordnung für Rechtsanwälte
BörsG	Börsengesetz

*Abkürzungsverzeichnis*

BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung
BR-Drucks.	Bundesratsdrucksache
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BTW	Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVerwGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverwaltungsgerichts
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CB	Compliance Berater (Zeitschrift)
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CRIM-MAD	Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation
D.h., d.h.	Das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DB	Der Betrieb – Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 16. Dezember 2019
Der Konzern	Der Konzern – Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Bilanzrecht und Rechnungslegung der verbundenen Unternehmen
DNotZ	Deutsche Notar-Zeitschrift
DRiG	Deutsches Richtergesetz
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
EAEG	Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECLI	European Case Law Identifier
EG	Europäische Gemeinschaft
EL	Ergänzungslieferung

EMIR	European Market Infrastructure Regulation (Marktinfrasturkturverordnung)
ESMA	European Securities and Market Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f., ff.	folgende, fortfolgende
FAQs	Frequently Asked Questions
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
GenG	Genossenschaftsgesetz
GesRZ	Der Gesellschafter – Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GG	Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GRC	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
GroßKomm	Großkommentar
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht (Zeitschrift)
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
h.M.	herrschende Meinung
HdB	Handbuch

*Abkürzungsverzeichnis*

HG	Handelsgericht
HGB	Handelsgesetzbuch
Hk	Handkommentar
Hs.	Halbsatz
I.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
I.E., i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinn
i.R.v.	im Rahmen von
i.S.d.	im Sinne des
i.V.m.	in Verbindung mit
InsO	Insolvenzordnung
IPrax	Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts (Zeitschrift)
JZ	JuristenZeitung
KapMuG	Kapitalanlagemusterverfahrensgesetz
KG	Kammergericht
KölnKomm	Kölner Kommentar
KOM	Europäische Kommission
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KonzernR	Konzernrecht
lat.	lateinisch
LG	Landgericht
lit.	littera
LMK	Lindenmaier-Möhring – Kommentierte BGH-Rechtsprechung
M&A	Mergers & Acquisitions
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (Zweite Finanzmarkttrichtlinie)
Mio.	Million(en)
Mrd.	Milliarde(n)
MTF	Multilateral Trading Facility (Multilaterales Handelssystem)

MünchKomm	Münchener Kommentar
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZKart	Neue Zeitschrift für Kartellrecht
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere
OLG	Oberlandesgericht
OTF	Organised Trading Facility (Organisiertes Handelssystem)
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RegE	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S.	Satz, Seite, Siehe
SE	Societas Europea
SE-VO	SE-Verordnung
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes und des Gerichts Erster Instanz
sog.	sogenannt, sogenannte
StBerG	Steuerberatungsgesetz
u.a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
v.a.	vor allem
Var.	Variante
Vgl., vgl.	Vergleiche
VuR	Verbraucher und Recht – Zeitschrift für Wirtschafts- und Verbraucherrecht
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
WM	Wertpapier-Mitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht

*Abkürzungsverzeichnis*

WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPO	Gesetz über eine Berufsordnung der Wirtschaftsprüfer (Wirtschaftsprüferordnung)
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht
Z.B., z.B.	Zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht