

**Nicolaus Emmanuel Schubert**

Aufschub von Ad-hoc-  
publizitätspflichtigen  
Informationen:  
Notwendigkeit, Probleme  
und Risiken

**Heft 163**

**Mai 2019**

# **Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen**

Notwendigkeit, Probleme und Risiken

Von

Nicolaus Emmanuel Schubert

Institut für Wirtschaftsrecht  
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht  
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

*Nicolaus Emmanuel Schubert studiert Rechtswissenschaft mit Schwerpunkt Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht und Business and Economic Law an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.*

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Christoph Kumpan (Hrsg), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 163

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-998-4 (print)

ISBN 978-3-86829-999-1 (elektr.)



Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

<http://institut.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/de/node/23>

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/node/23>

Institut für Wirtschaftsrecht  
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht  
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg  
Universitätsplatz 5  
D-06099 Halle (Saale)  
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180  
Fax: 0345-55-27201  
E-Mail: [ecohal@jura.uni-halle.de](mailto:ecohal@jura.uni-halle.de)

## INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung .....	5
B. Notwendigkeit eines Aufschubs nach Art. 17 Abs. 4 MAR.....	6
I. Erwägungsgründe des europäischen Gesetzgebers .....	6
1. Schutz des Emittenten .....	6
2. Schutz des Allgemeinen Persönlichkeitsrechts.....	7
3. Schutz des Kapitalmarkts .....	7
a) Allokative Effizienz .....	8
b) Informationelle Effizienz .....	8
c) Institutionelle Effizienz.....	9
d) Operationale Effizienz .....	9
e) Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht für den Kapitalmarkt.....	10
II. Fazit.....	11
C. Die Tatbestandsmerkmale des Art. 17 Abs. 4 MAR mit ausgewählten Problemen.....	11
I. Berechtigtes Aufschubinteresse: Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR .....	11
1. Wonach bestimmt sich das Interesse des „Emittenten“? .....	11
2. Wann sind die Aufschubinteressen des Emittenten „berechtigt“? .....	14
a) Das Emittenteninteresse .....	14
b) Interessenabwägung zwischen Emittent und Kapitalmarkt .....	16
c) Das Kapitalmarktinteresse .....	17
3. Stellungnahme .....	18
II. Keine Irreführung der Öffentlichkeit: Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR .....	21
III. Sicherstellung der Geheimhaltung: Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR.....	22
IV. Beschlusserfordernis für Aufschub-Entscheidung.....	22
D. Rechtsfolge des Aufschubs .....	24
I. Unter den Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. a-c) MAR.....	24
II. Ohne die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. a-c) MAR .....	25
1. Öffentlich-rechtliche Sanktionen .....	25
a) Strafrechtliche Sanktionen .....	25
b) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen .....	25
c) Ordnungswidrigkeiten.....	25
2. Zivilrechtliche Sanktionen .....	26
III. Würdigung der Rechtsfolgen.....	26
IV. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse .....	26
Schrifttum .....	28



## A. Einleitung

Mit der Einführung der Marktmissbrauchs-VO (Market Abuse Regulation – MAR), die seit dem 3. Juli 2016 unmittelbare Rechtswirkung europaweit entfaltet, ist der europäische Gesetzgeber mit der Vereinheitlichung und Verschärfung des Insiderhandels seinem Ziel eines europäischen Kapitalbinnenmarktes ein großes Stück nähergekommen.<sup>1</sup> Die Vorschrift des § 15 WpHG a. F., die bis dahin die Ad-hoc-Publizitätspflicht und den Aufschub dafür enthielt, wurde abgelöst und ist nunmehr direkt der MAR zu entnehmen.

Gemäß Art. 1 MAR ist es Ziel der Verordnung, Marktmissbrauch zu verhindern, um so die Integrität der Finanzmärkte in der Union sicherzustellen und den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in den Finanzmarkt zu stärken.<sup>2</sup> Zentral für die Umsetzung dabei ist die Veröffentlichungspflicht von Insiderinformationen<sup>3</sup>, geregelt in Art. 17 Abs. 1 MAR und die Aufschub-Möglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 MAR. Damit die Integrität der Finanzmärkte durch die Veröffentlichung oder dem Aufschub von Insiderinformationen sichergestellt werden kann, ist ein Überblick über die Interessenlage der Finanzmarktakteure hilfreich.<sup>4</sup> Denn einerseits beschränkt die Veröffentlichungspflicht den Emittenten immer in seiner unternehmerischen Handlungsfreiheit. Andererseits hat der Gesetzgeber „berechtigter Interessen“ des Emittenten anerkannt, die zu einem Aufschub führen sollen. Die rechtlichen Voraussetzungen, an die ein Aufschub geknüpft werden kann, müssen einen gerechten Ausgleich zwischen der Informationspflicht einerseits und der möglichen Befreiung andererseits herstellen. Die zentrale Frage in diesem Spannungsverhältnis ist, wie eng oder weit ein Aufschub gefasst werden soll, um möglichst große Effizienz für den Markt zu gewährleisten. Dazu soll zunächst herausgearbeitet werden, weshalb es notwendig ist und sinnvoll sein kann, Insiderinformationen aufzuschieben und an welche Voraussetzungen die MAR einen Aufschub knüpft. Besonders umstritten ist dabei die Auslegung des „berechtigten Interesses des Emittenten“, welches für die Reichweite des Aufschubs entscheidend ist und dementsprechend näher überprüft werden muss. Die Untersuchung soll dabei mögliche Risiken mitbetrachten und die gesetzgeberische Bewertung der unterschiedlichen Interessen analysieren. Nachdem ein Auslegungsmaßstab bestimmt worden ist, soll das Ergebnis anhand der Rechtsfolgen des Aufschubs überprüft werden. Damit wird eine umfassende Bewertung des Regelungssystems von Veröffentlichung und Aufschub von Insiderinformationen möglich. Auf die besondere Aufschub-Möglichkeit zum Schutz der

<sup>1</sup> Siehe Erwägungsgrund Nr. 1 VO Nr. 596/2014; *von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1036); *Schäfer*, Hdb. börsennotierter AG, 4. Kap., Rn. 14.3.

<sup>2</sup> Vgl. auch *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert* (Hrsg.), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 1, 6.

<sup>3</sup> Gem. Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR: „nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“.

<sup>4</sup> Siehe zum Überblick über eine diverse Interessenlage: *Klöhn*, in: *Klöhn* (Hrsg.), MAR, Art. 17, Rn. 137.

Finanzstabilität nach Art. 17 Abs. 5 MAR soll nicht eingegangen werden, da diese einen speziellen Fall darstellt, der aus den Erfahrungen der Finanzkrise im Jahr 2008 heraus Eingang ins Gesetz fand<sup>5</sup> und einer gesonderten Betrachtung wert ist.

## B. Notwendigkeit eines Aufschubs nach Art. 17 Abs. 4 MAR

### I. Erwägungsgründe des europäischen Gesetzgebers

#### 1. Schutz des Emittenten

Der europäische Gesetzgeber hat seiner Verordnung unverbindliche Erwägungsgründe vorangestellt, die in Nr. 50 MAR insbesondere zwei nicht erschöpfende Fälle mit berechtigtem Aufschub-Interesse des Emittenten nennen. So soll der Emittent bei laufenden Verhandlungen geschützt werden. Beispielsweise kann es sich um Geschäftsübernahmen oder Investitionen handeln, die ein hohes Maß an Diskretion erfordern. Aber auch Unternehmen, die in finanzieller Schieflage sind, müssen Verhandlungen über Restrukturierungen vor der Öffentlichkeit schützen können, da die Information einen Wettlauf der Gläubiger verursachen könnte und dem Emittenten damit erheblich Schaden zufügen würde. Weiterhin wird in den Erwägungsgründen der Fall geschildert, dass ein Organ (z. B. der Aufsichtsrat) einer Strukturentscheidung noch zustimmen müsste und die vorherige Ankündigung eine korrekte Bewertung dieser Strukturmaßnahme durch den Markt gefährden würde. Allerdings sind die Erwägungsgründe methodisch lediglich Auslegungshilfe für den Zweck der Vorschrift, selbst aber keine bindende Norm.<sup>6</sup>

Gem. Art. 17 Abs. 11 MAR hat die ESMA (European Securities and Markets Authority)<sup>7</sup> die Befugnis, Leitlinien für die „berechtigten Interessen“ zu erarbeiten. Diese hat im Jahr 2016 eine nicht abschließende, indikative Liste erstellt, die zusätzlich zu Erwägungsgrund Nr. 50 MAR Beispielfälle nennt.<sup>8</sup> So soll der Emittent bei Erfindungen und Produktneuheiten solange geschützt werden, bis seine Wettbewerbsposition durch Patente, Liefer- und Abnahmeverträge, etc. ausreichend gesichert ist.<sup>9</sup> Die Wettbewerbsposition des Emittenten wird so nicht durch Innovationshemmnisse beeinträchtigt, was auch dem Anleger zu Gute kommt, der ein Interesse an der Weiterentwicklung des Unternehmens hat.<sup>10</sup> Ein Emittent soll auch geschützt werden, wenn eine angekündigte Transaktion noch von einer behördlichen Genehmigung abhängig ist und die vorläufige Veröffentlichung die Erfüllung der behördlichen Vorgaben erschweren und dadurch die Transaktion als solche gefährden könnte. Die Beispiele lassen die Beobach-

<sup>5</sup> Klöhn, AG 2016, 423 (432).

<sup>6</sup> Köndgen, in: Riesenhuber (Hrsg), Europ. Methodenlehre, § 7, Rn. 40 ff.

<sup>7</sup> Seit dem 01. Januar 2011 die europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde.

<sup>8</sup> ESMA/2016/1478, MAR-Leitlinien vom 20. Dezember 2016, erhältlich im Internet: <[www.esma.europa.eu/system/files\\_force/library/esma-2016-1478\\_de.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma-2016-1478_de.pdf)> (besucht am 8. Februar 2019).

<sup>9</sup> Begr. RegE 2. FMFG, BT-Drs. 12/6679, 48.

<sup>10</sup> So auch Klöhn, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 138.

zung zu, dass der Emittent schutzwürdig ist, wenn seine Ziele oder die unternehmerische Entwicklung durch eine Publizitätspflicht erheblich beeinträchtigt werden würden.<sup>11</sup> Das gleiche Kriterium muss auch für nicht in den Leitlinien aufgezählte Anliegen gelten, wie bspw. der Schutz der Reputation eines Unternehmens.<sup>12</sup> Die MAR erkennt Fälle, in denen der Schutz des Emittenten sinnvoll ist. Da die MAR die Integrität des Kapitalmarkts sicherstellen will, überzeugt es, ein Interesse des Kapitalmarkts an der unternehmerischen Handlungsfähigkeit und dem Wettbewerb zwischen Unternehmen anzunehmen.<sup>13</sup>

## 2. *Schutz des Allgemeinen Persönlichkeitsrechts*

Unter Umständen könnte der Emittent zur Veröffentlichung von Informationen verpflichtet sein, obwohl diese das Persönlichkeitsrecht eines Dritten nach Art. 8 GRCh verletzen würden. Ein typischer Beispielfall ist die schwere Erkrankung einer Person mit Schlüsselposition im Unternehmen.<sup>14</sup> Die Leistungsfähigkeit könnte auf Grund der Krankheit erheblich reduziert sein, was im Einzelfall eine Ad-hoc-Publizitätspflicht begründen kann. Die Publizitätspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR muss jedoch unionsrechtskonform ausgelegt werden und die europäischen Grundrechte des Einzelnen berücksichtigen. Möchte der Betroffene keine Veröffentlichung seines Gesundheitszustandes, so gerät die Publizitätspflicht mit dem Persönlichkeitsrecht in Konflikt. Dieser wird in einer Abwägung grundsätzlich zu Gunsten des Betroffenen aufgelöst werden müssen, soweit eine Veröffentlichung von diesem nicht zugestimmt wird.<sup>15</sup> Der Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist daher auch notwendig für den Schutz höherrangiger Rechtsgüter.

## 3. *Schutz des Kapitalmarkts*

Das Interesse des Emittenten kann sich mit den Interessen des Kapitalmarktes überschneiden.<sup>16</sup> Es ist jedoch konkretisierungsbedürftig, was „Kapitalmarktinteressen“ sein sollen. Um die Bedeutung des Aufschubs von Insiderinformationen erfassen zu können, ist zunächst die Bedeutung der Publizitätspflicht selbst relevant, da der Aufschub (die

<sup>11</sup> *Simon*, Der Konzern 2005, 13 (19); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 6, Rn. 409; *Kumpan*, DB 2016, 2039 (2044).

<sup>12</sup> Vgl. dazu ausführlich *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 (869 ff.).

<sup>13</sup> Vgl. auch *Kersting*, ZBB 2011, 442 (450), der in den Aufschub-Fällen immer auch ein Interesse des Kapitalmarkts sieht; *Simon*, Der Konzern 2005, 13 (19); *Cahn/Götz*, AG 2007, 221 (225); *Steinrück*, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 4 MAR, 115 f.; a. A. *Klöhn*, in: *Klöhn* (Hrsg.), MAR, Art. 17, Rn. 138 f., der den Zweck der Aufschub-Norm im Schutz des Emittenten sieht.

<sup>14</sup> So das Beispiel im Fall Heiko Herrlich von Borussia Dortmund, dazu: *Wertenbruch*, WM 2001, 193 (193 ff.); *Schumacher*, NZG 2001, 769 (769 ff.).

<sup>15</sup> Vgl. für die Grundrechte aus dem GG *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 274; *Schumacher*, NZG 2001, 769 (777 f.).

<sup>16</sup> Siehe S. 6 f.



Nichtveröffentlichung) lediglich eine Situation darstellt, die ohne staatliche Publizitätspflicht bestehen würde.

Die MAR soll die Integrität der Finanzmärkte allgemein und das Anlegervertrauen schützen, gemäß Art. 1 MAR. Der „Anleger“ ist dabei nicht als individueller Anleger zu verstehen, sondern es ist der „überindividuelle Anleger“<sup>17</sup> im Sinne des Anlegerpublikums gemeint.<sup>18</sup> Der Anlegerschutz ist auf das Bestehen und Funktionieren kapitalmarktbezogener Einrichtungen bezogen, weshalb die Integrität des Kapitalmarkts den Anlegerschutz mitumfasst.<sup>19</sup> Für die Integrität des Kapitalmarkts sind Publizitätsvorschriften von elementarer Bedeutung, da sie den Kapitalmarkt mit Emittenteninformationen versorgen.<sup>20</sup>

Die Ökonomie hat die Verbindung von Publizität und Kapitalmarkt unter dem Maßstab der Effizienz untersucht und in allokativen, informationellen, institutionellen und operativen Effizienz unterteilt.<sup>21</sup>

#### a) *Allokative Effizienz*

Die allokativen Effizienz beschreibt die Funktion, dass anlagensuchendes Kapital den Investitionsmöglichkeiten zugeführt werden kann.<sup>22</sup> Dies geschieht am effizientesten, wenn das Kapital dort verwendet wird, wo es am dringendsten benötigt wird und gleichzeitig die höchste Rendite erzielt.<sup>23</sup> Wie viel Kapital zur Verfügung gestellt wird, hängt von dem Renditeversprechen bei hinreichender Sicherheit ab.<sup>24</sup> Für eine angemessene Risikoeinschätzung ist ein möglichst hohes Informationsniveau notwendig.<sup>25</sup> Daher befürwortet die herrschende Meinung in der Ökonomie (entgegen der sog. Signaltheorie) eine staatliche Regulierung mit Publizitätspflichten.<sup>26</sup>

#### b) *Informationelle Effizienz*

In engem Zusammenhang mit der allokativen Effizienz steht die informationelle Effizienz, die voraussetzt, dass die Marktpreise zu jedem Zeitpunkt die Summe der verfügbaren Informationen widerspiegeln.<sup>27</sup> Dazu wurde das ECMH-Modell (efficient

<sup>17</sup> *Oulds*, in: Kümpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.141.

<sup>18</sup> *Ibid.*, Rn. 14.141.

<sup>19</sup> *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, 20.

<sup>20</sup> *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg), Europ. Kapitalmarktrecht, § 12, Rn. 1.

<sup>21</sup> *Oulds*, in: Kümpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.168 f.; *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), BankR-Hdb., Vor § 104, Rn. 73 ff.; *Bartsch*, Effektives Kapitalmarktrecht, 20 ff.

<sup>22</sup> *Möllers*, AcP 208 (2008), 1 (7); *Vokuhl*, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz, 184.

<sup>23</sup> *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, Einl., Rn. 17.

<sup>24</sup> *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 23; *Hirte/Heinrich*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 2. Aufl., Einl., Rn. 14; *Bak/Bigus*, ZBB 2006, 430 (431); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 10.

<sup>25</sup> Vgl. *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 8.

<sup>26</sup> Mit ausführlicher Darstellung siehe *Hirte/Heinrich*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 2. Aufl., Einl., Rn. 17-25; *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 179.

<sup>27</sup> *Fama*, The Journal of Finance, Vol. 25 (1970), 383 (383).

capital markets hypothesis) von *Fama* entwickelt, bei denen drei Finanzmärkte mit jeweils einem schwachen (lediglich Reflexion der vergangenen Kurse), mittelstarken (alle allgemein zugänglichen Informationen) und starken Informationszugang (zusätzlich alle Insiderinformationen) betrachtet wurden.<sup>28</sup> Nach dieser Theorie werden bei einem schwachen Informationszugang Preise nur aus der Analyse vergangener Kurse gebildet.<sup>29</sup> Je mehr Informationen bestehen, desto effizienter wird ein Preis gebildet.<sup>30</sup> Ergänzt man die Theorie mit den Mechanismen der Kapitalmarkteffizienz, indem man die Bedeutung der Verbreitung von Informationen und die Kosten dafür (Akquisitions-, Verifizierungs-, und Verwertungskosten)<sup>31</sup> betrachtet, so ergibt sich die folgende Überzeugung: „je weniger eine Information kostet, desto weiter wird sie verbreitet, und desto effizienter schlägt sie sich im Preis nieder.“<sup>32</sup> Daraus folgt, dass ein System mit Publizitätspflicht einem System mit freiwilliger Informationspreisgabe in seiner Effizienz überlegen ist.<sup>33</sup>

### c) Institutionelle Effizienz

Die institutionelle Effizienz stellt einen tatsächlichen und rechtlichen Rahmen her und gewährleistet so den Kapitalmarkt als Veranstaltung.<sup>34</sup> Als Effizienzmaßstab dient der freie Marktzugang für Kapitalanbieter und Kapitalnachfrager, die Angebotsvielfalt und das Volumen des Kapitals.<sup>35</sup> Je besser diese Kriterien für Anleger gesichert erscheinen, desto mehr Vertrauen werden sie in den Markt entwickeln, was sich wiederum positiv auf den Markt äußern wird.<sup>36</sup>

### d) Operationale Effizienz

Unter der operationalen Effizienz wird die Reduzierung von Transaktionskosten gefasst, die den Anlegern sowie den Emittenten durch Bereitstellung und Vertrieb von Anlageprodukten entstehen.<sup>37</sup> Die Kosten senken die Rendite, weshalb der Markt umso mehr akzeptiert werden wird, je geringer die Kosten sind.<sup>38</sup>

<sup>28</sup> *Ibid.*, 383 (383); Vgl. auch *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg), Europ. Kapitalmarktrecht, § 12, Rn. 8; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365 (377 f.).

<sup>29</sup> *Fama*, The Journal of Finance, Vol. 25 (1970), 383 (383).

<sup>30</sup> *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg), Europ. Kapitalmarktrecht, § 12, Rn. 9.

<sup>31</sup> Vgl. die ausführliche Analyse von *Gilson/Kraakman*, The Mechanisms of Market Efficiency (1984), 549 (592 ff.).

<sup>32</sup> *Ibid.*, 549 (593); so die Übersetzung ins dt. von: *Veil*, ZHR 167 (2003), 365 (379).

<sup>33</sup> So auch *Fülbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität, 165 ff.; *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 61 ff.; *Veil*, ZHR 167 (2003), 365 (379).

<sup>34</sup> *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 10; *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg), Europ. Kapitalmarktrecht, § 12, Rn.10.

<sup>35</sup> *Oulds*, in: Kümpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.148 f.; *Brinckmann*, in: Veil (Hrsg), Europ. Kapitalmarktrecht, § 12, Rn. 10; *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, Einl., Rn. 16.

<sup>36</sup> Vgl. *Ripken*, 58 Baylor L. Rev. (2006), 139 (194).

<sup>37</sup> *Seiler/Geier*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), BankR-Hdb., Vor § 104, Rn. 75.

<sup>38</sup> *Oulds*, in: Kümpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.163.

e) *Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht für den Kapitalmarkt*

In Bezug auf die allokativen Effizienz wurde dargelegt, dass ein hohes Informationsniveau den Kapitalmarkt effizienter gestaltet, da Risiken besser eingeschätzt werden können und Preise gerechter zustande kommen, weil sich die marktrelevanten Informationen im Wert des Unternehmens widerspiegeln.<sup>39</sup> Auch das Risiko Opfer von Insiderhandel zu werden, wird drastisch gesenkt.<sup>40</sup> Das erhöht das Vertrauen in den Markt.<sup>41</sup> Geringere Kosten für die Informationsbeschaffung bewirken einen einfacheren Zugang zu den Informationen und eine weitere Verbreitung dieser, wobei die Publizitätspflicht nach überwiegender Ansicht das geeignetste Mittel für die Kostenreduzierung darstellt. Durch Publizitätsvorschriften werden für die Anleger die Kosten für die Informationsbeschaffung und Informationsanalyse<sup>42</sup> sowie der Zeitaufwand für die Suche nach relevanten Informationen vermieden, welche die Emittenten am schnellsten und kostengünstigsten zu Verfügung stellen können.<sup>43</sup> Die verfügbaren Informationen steigern die informationelle Effizienz. Die mit der Publizitätspflicht verbundenen Mehrkosten für den Emittenten sind gerechtfertigt, weil der Emittent die Informationen am kostengünstigsten für alle Anleger zur Verfügung stellen kann.<sup>44</sup> Man wird daher auch eine operationale Effizienzsteigerung annehmen können. Der verringerte Aufwand für Kosten und Suche der Informationen einerseits und die mit einer Veröffentlichungspflicht verbundene Chance, sorgfalts- und treuwidriges Verhalten der Verwaltung eines Unternehmens aufzudecken andererseits, senken ebenfalls die Agenturkosten.<sup>45</sup> Die Ad-hoc-Publizität unterstützt somit auch die Corporate-Governance-Regulierung, da sie Disziplinierungswirkung entfaltet.<sup>46</sup> Die beschriebenen Effekte tragen dazu bei, dass der Anleger mehr Vertrauen in den Kapitalmarkt haben wird und entsprechend bereit ist, mehr darin zu investieren.<sup>47</sup> Das wiederum wird den Kapitalmarkt in seiner institutionellen Effizienz stärken.

<sup>39</sup> Begr. RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174, 34; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbart (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 8.

<sup>40</sup> *Klöhn*, ZHR 177 (2013), 349 (375).

<sup>41</sup> Vgl. *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Vor Art. 17, Rn. 39 m. w. N.

<sup>42</sup> *Georgakopoulos*, 16 Int. Rev. L. & Econ. (1996), 417 (424).

<sup>43</sup> *Klöhn*, WM 2010, 1869 (1878); *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 21, 30; *Gerber*, Die Prospekthaftung bei Wertpapieremissionen nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, 27; *Oulds*, in: Kumpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.233.

<sup>44</sup> *Vokuhl*, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz, 181 f.

<sup>45</sup> Vgl. *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 (876); *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, 188 f.; *Schön*, in: Schön (Hrsg), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, 579 f.; *Seibt*, ZHR 177 (2013), 388 (393).

<sup>46</sup> Vgl. *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 (876).

<sup>47</sup> Vgl. *Vokuhl*, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz, 180.

## II. Fazit

Die Publizitätspflicht dient ausschließlich dem Schutz des Kapitalmarkts und nicht dem Schutz Dritter<sup>48</sup>, weshalb ein Aufschub nur in Ausnahmefällen im Interesse des Kapitalmarkts liegen kann.<sup>49</sup>

Der Aufschub der Publizität beinhaltet immer das Risiko für den Kapitalmarkt, in seiner Effizienz beeinträchtigt zu werden. Dementsprechend will die ESMA Art. 17 Abs. 4 MAR eng auslegen.<sup>50</sup> Für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts kann ein Interesse am Aufschub einer Insiderinformation nur dann bestehen, wenn der Kapitalmarkt durch die Veröffentlichung in seiner Effizienz mehr Einbußen erleiden würde, anstatt eine Effizienzsteigerung zu erfahren.<sup>51</sup> Ein Aufschub erweist sich allgemein effizienter als die Veröffentlichung, wenn die Offenlegung die unternehmerischen Ziele oder Entwicklungen erheblich beeinträchtigen würde.<sup>52</sup> Der Gesetzgeber hat das Spannungsverhältnis zwischen Veröffentlichungspflicht und Aufschub durch den unbestimmten Rechtsbegriff<sup>53</sup> des „berechtigten Interesses“ des Emittenten in Verbindung mit einer indikativen Liste der ESMA (Art. 17 Abs. 11 MAR) geregelt.

### C. Die Tatbestandsmerkmale des Art. 17 Abs. 4 MAR mit ausgewählten Problemen

Der Emittent kann nach Art. 17 Abs. 4 MAR auf eigene Verantwortung Insiderinformationen aufschieben, wenn die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, berechnigte Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, der Aufschub der Offenlegung nicht zur Irreführung der Öffentlichkeit geeignet wäre und der Emittent die Geheimhaltung der Insiderinformation sicherstellen kann.

#### I. Berechtigtes Aufschubinteresse: Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR

##### 1. Wovon bestimmt sich das Interesse des „Emittenten“?

Es muss ein berechtigtes Aufschubinteresse des Emittenten bestehen. „Emittent“ ist gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR „eine juristische Person des privaten oder öffentlichen

<sup>48</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 11.

<sup>49</sup> Siehe S. 6 f.

<sup>50</sup> ESMA/2016/1130, Final Report on the MAR vom 13. Juli 2016, Rn. 52, erhältlich im Internet <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130\\_final\\_report\\_on\\_mar\\_guidelines.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf)> (besucht am 8. Februar 2019).

<sup>51</sup> So auch Steinrück, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 113.

<sup>52</sup> Simon, Der Konzern 2005, 13 (19); Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, Rn. 409; Kumpan, DB 2016, 2039 (2044).

<sup>53</sup> Büche, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarktes – Die Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie und ihre Umsetzung in § 15 WpHG, 123.

Rechts, die Finanzinstrumente emittiert (...)“ . Für das Unternehmen handelt das geschäftsführende Organ (i. d. R. der Vorstand), das für den Aufschub stimmen muss.<sup>54</sup> Ausnahmsweise kann auch der Aufsichtsrat die Entscheidung treffen, wenn nämlich ein Bereich betroffen ist, in dem dieser ausschließlich vertretungsbefugt ist.<sup>55</sup>

Durch die Zuständigkeitsbestimmung ist jedoch nicht implementiert, auf wessen Interessen konkret abzustellen ist. Der „Emittent“ ist als juristische Person eine rechtliche Fiktion, die keine eigenen Interessen haben kann.<sup>56</sup> Man kann lediglich die Interessen der natürlichen Personen hinter der Gesellschaft (Mitglieder des Vorstands, des Aufsichtsrats, Aktionäre) oder aber auch im weiten Sinne der Gläubiger, Arbeitnehmer und Allgemeinheit in die juristische Person hineinlegen.<sup>57</sup> Die h. M. geht – diesem Problem ausweichend – von einem allgemeinen Emittenteninteresse aus, ohne dies näher zu begründen.<sup>58</sup> Die Frage, woraus sich die Interessen der Gesellschaft bilden, ist im Kern eine gesellschaftsrechtliche. Im Gesellschaftsrecht wird bereits lange heftig und ohne endgültiges Ergebnis darüber gestritten.<sup>59</sup> Es bestehen maßgeblich die Ansätze, dass entweder die Aktionäre das Unternehmensinteresse mit ihrem Ziel der Wertmaximierung maßgeblich bestimmen (shareholder value)<sup>60</sup> oder zusätzlich das Unternehmen einer Sozialbindung unterliegt und gleichfalls Arbeitnehmer, Gläubiger und je nach Größe und Gegenstand des Unternehmens auch die Allgemeinheit das Unternehmensinteresse prägen und nach dem Gebot der praktischen Konkordanz zwischen diesen Interessen abgewogen werden müsse (stakeholder value).<sup>61</sup>

Die MAR stellt gemäß Erwägungsgrund Nr. 50 auf die Interessen der „vorhandenen und potenziellen Aktionäre“ ab. Daraus leitet *Klöhn* ab, dass der Gesetzgeber das Emittenteninteresse mit dem Aktionärsinteresse gleichsetzten und dem shareholder-value Ansatz folgen wollte.<sup>62</sup> Die potenziellen Anleger seien diejenigen, die während der Geheimhaltungsphase Aktien erwerben, anderenfalls wären die Marktinteressen nicht

<sup>54</sup> *Kumpan*, in: Baumbach/Hopt (Hrsg), HGB, Art. 17 MAR, Rn. 8; *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 140.

<sup>55</sup> *Retsch*, NZG 2016, 1201 (1206); *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg), Hdb. zum Marktmissbrauchsrecht, § 10, Rn. 135.

<sup>56</sup> *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 (875).

<sup>57</sup> Insofern zustimmend *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 (875); *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (73 f.).

<sup>58</sup> *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg), Kapitalmarktrecht-Kom., § 15 WpHG, Rn. 58; *Koch*, in: Veil (Hrsg), Europ. Kapitalmarktrecht, § 15, Rn. 75; *Petsch*, Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, 127; *Kersting*, ZBB 2011, 442 (446); *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (649 f.); *Veith*, NZG 2005, 254 (257); *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg), WpHG, § 15, Rn. 163 ff.

<sup>59</sup> *Spindler*, in: Goette/Habersack/Kalss (Hrsg), MüKo, AktG, § 76, Rn. 67 f.; Zum Kurzüberblick der vertretenen Ansätze *Mülbert*, ZGR 1997, 129 (144 f.).

<sup>60</sup> Dafür unter anderem *Mülbert*, ZGR 1997, 129 (153 ff.); *Fleischer*, in: Spindler/Stilz (Hrsg), AktG, § 76, Rn. 36; *Klöhn*, ZGR 2014, 55 (77); *Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns, 46 ff.; *Servatius*, Strukturmaßnahmen als Unternehmensleitung, 57 ff.; das Aktionärsinteresse als dominierend erachtend auch *Spindler*, in: Goette/Habersack/Kalss (Hrsg), MüKo, AktG, § 76, Rn. 80.

<sup>61</sup> Dafür unter anderem *Koch*, in: Hüffer/Koch (Hrsg), AktG, § 76 Rn. 30 ff.; *Hopt*, ZGR 2002, 333 (360); *Hommelhoff*, ZGR 2001, 238 (250 f); *Mertens/Cahn*, in: Zöllner/Noack (Hrsg), KK-AktG, § 76, Rn. 19.

<sup>62</sup> *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 146; *ders.*, ZIP 2015, 1145 (1153); *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 (875); zustimmend: *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001 (2006).

von dem Emittenteninteresse abgrenzbar.<sup>63</sup> Die Auslegung würde auch zu den von Art. 17 Abs. 4 MAR verfolgten Zweck passen, der auf den Schutz der Geschäftschancen und dem Erhalt von Investitionsanreizen gerichtet sei.<sup>64</sup> Denn das Geschäftsrisiko treffe unmittelbar nur die Aktionäre.<sup>65</sup> Arbeitnehmer und Gläubiger hätten kein eigenes Interesse am Geschäftserfolg, solange die Geldzahlungen an sie gesichert seien.<sup>66</sup>

Jedoch könnten alle „vorhandenen und potenziellen Aktionäre“ auch für den Kapitalmarkt als solchen stehen, der in Ausnahmefällen ebenfalls ein Interesse am Aufschub hat.<sup>67</sup> Dafür spricht das allgemeine Sprachverständnis des Wortes „potenziell“, welches neben den tatsächlichen Aktionären alle Anleger am Kapitalmarkt mit einschließt.<sup>68</sup> Es ergäbe wenig Sinn, wenn Erwägungsgrund Nr. 50 MAR zwischen den Interessen der Aktionäre unterscheiden würde, die bereits vor Geheimhaltung investiert waren und denen die erst während der Geheimhaltungsphase investiert haben.<sup>69</sup> Vielmehr ist der potenzielle Aktionär jeder Teilnehmer am Kapitalmarkt.<sup>70</sup> Erwägungsgrund Nr. 50 MAR spricht daher für den Kapitalmarkt als solchen der geschützt werden soll. Wenn der Kapitalmarkt maßgeblicher Schutzzweck von Art. 17 Abs. 4 MAR ist, weil die MAR nicht unmittelbar sondern *mittelbar* individuelle Anlageinteressen schützen will, so trägt auch die Argumentation über den Schutzzweck nicht.<sup>71</sup>

Allerdings legt der Wortlaut des „Emittenteninteresses“ nahe, dass nicht der Kapitalmarkt im Ganzen das Interesse des Emittenten bestimmen soll. Für ein Verständnis, dass Unternehmensinteresse nach dem stakeholder-value Ansatz zu definieren sind, lassen sich der MAR keine Anhaltspunkte entnehmen. Inwiefern potenzielle Anleger das Interesse des Emittenten mitbestimmen können sollen, ist in der MAR nicht näher konkretisiert. Daher muss *Klöhn* darin zugestimmt werden, dass nach Erwägungsgrund Nr. 50 MAR das Marktinteresse (potenzielle Anleger) nicht konsequent vom Emittenteninteresse abgegrenzt wird.<sup>72</sup> Man wird allerdings ohnehin nicht von der nationalen Deutung heraus auf das europäische Verständnis vom Unternehmensinteresse schließen können.<sup>73</sup> Die Wertungen der Verordnung bestimmen das Emittenteninteresse europarechtlich autonom und sind nicht an die Ergebnisse der nationalen Rechtsauslegung gebunden.<sup>74</sup> Die MAR nimmt nach Erwägungsgrund Nr. 50 MAR Bezug auf die Aktionäre des Emittenten. Diese bestimmen nach der Vorstellung der MAR das Emitten-

<sup>63</sup> *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (75); *ders.*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 146.

<sup>64</sup> *Ibid.*, Rn. 147.

<sup>65</sup> *Ibid.*

<sup>66</sup> *Ibid.*

<sup>67</sup> Siehe S. 11.

<sup>68</sup> *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 108.

<sup>69</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 101, Fn. 3.

<sup>70</sup> So auch *Kersting*, ZBB 2011, 442 (446); *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 108; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 101.

<sup>71</sup> *Kersting*, ZBB 2011, 442 (449).

<sup>72</sup> *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (75); *ders.*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 146.

<sup>73</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 101.

<sup>74</sup> *Ibid.*

teninteresse. Die potenziellen Aktionäre sind alle Kapitalmarktakteure, die auf das Aufschub-Interesse nur über die „Berechtigung“ Beachtung finden können. Das Interesse der Aktionäre ist auf die Maximierung des Kapitalwerts der Gesellschaft gerichtet.<sup>75</sup> Im Ergebnis *Klöhn* folgend, kann ein Aufschub-Interesse der Aktionäre immer dann angenommen werden, „wenn die erwarteten Kosten der sofortigen Publizität den erwarteten Nutzen der sofortigen Publizität überwiegen“.<sup>76</sup>

## 2. Wann sind die Aufschubinteressen des Emittenten „berechtigt“?

Höchst umstritten ist die Frage, wann das Interesse eines Emittenten berechtigt ist. Das Gesetz bringt durch die Qualifikation der „Berechtigung“ zum Ausdruck, dass nicht alle Interessen des Emittenten berücksichtigt werden sollen, sondern nur bestimmte. Problematisch ist einerseits, wie breit die „berechtigten Interessen“ zu fassen sind. Andererseits ist nicht eindeutig, welches Interesse abseits der Auflistung in der Leitlinie der ESMA konkret berechtigt sein soll, bspw. ob die Unternehmensreputation ein schutzwürdiges Interesse darstellt.<sup>77</sup>

Es werden im Schrifttum drei Standpunkte deutlich, die für eine Konkretisierung des unbestimmten Rechtsbegriffs entweder auf die Interessen des Emittenten abstellen, eine Abwägung zwischen den Emittenten- und Kapitalmarktinteressen vornehmen wollen oder nach den Kapitalmarktinteressen eine Berechtigung bestimmen.

### a) Das Emittenteninteresse

Ein großer Teil in der Literatur vertritt die Ansicht, dass ein berechtigtes Aufschubinteresse allein von den Interessen des betroffenen Emittenten abhängig sei und eine Berücksichtigung der Kapitalmarktinteressen darüber hinaus nicht notwendig sei.<sup>78</sup> Dafür ist zunächst der Wortlaut des Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR anzuführen, der von dem „Emittenten“ und dessen Interessen spricht und im Gegensatz zu § 15 Abs. 3

<sup>75</sup> Vgl. *Schröder*, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, 95 f.; für das Interesse der Aktionäre *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (78).

<sup>76</sup> *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (78 f.); eine ausführliche Darstellung dazu, wann dies der Fall sein soll: *Klöhn*, in: *Klöhn* (Hrsg.), MAR, Art. 17, Rn. 151 ff.; *ders.*, in: *Hirte/Möllers* (Hrsg.), KK-WpHG, 2. Aufl., § 15 Rn. 196 ff.

<sup>77</sup> Befürwortend: *Klöhn/Schmolke*, ZGR 2016, 866 (883 ff.); Ablehnend: *Versteegen*, in: *Hirte/Möllers* (Hrsg.), KK-WpHG, 1. Aufl., § 15 Anh.-§ 6 WpAIV, Rn. 22; *Koch*, in: *Veil* (Hrsg.), Europ. Kapitalmarktrecht, § 15, Rn. 76.

<sup>78</sup> *Klöhn*, AG 2016, 423 (430 f.); *Söhner*, BB 2017, 259 (260); *Retsch*, NZG 2016, 1201 (1202); *Mülbart/Sajnovits*, WM 2017, 2001 (2003); wohl auch *Kumpan*, DB 2016, 2039 (2043); *Poelzig*, NZG 2016, 761 (764); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 434; bereits zur MarktmissbrauchsRL: *Versteegen*, in: *Hirte/Möllers* (Hrsg.), KK-WpHG, 1. Aufl., § 15 Anh.-§ 6 WpAIV, Rn. 16 ff.; *Grot-haus*, ZBB 2005, 62 (64 f.); *Parmentier*, NZG 2007, 407 (415); bereits zur Rechtslage des 2. FFG: *Asmann*, ZGR 1994, 494 (528); *Hirte*, Die Ad-hoc-Publizität im System des Aktien- und Börsenrechts, in: *Hadding/Hopt/Schimansky* (Hrsg.), Das 2. FFG in der praktischen Umsetzung, 47 (50).

WpHG a. F. keine Interessenabwägung fordert.<sup>79</sup> Letzterem wird entgegengehalten, dass zumindest die Marktmissbrauchs-RL (MAD) eine Interessenabwägung auch nicht verboten hat.<sup>80</sup> Systematisch wird argumentiert, dass für einen Aufschub nach Art. 17 Abs. 5 MAR in Erwägungsgrund Nr. 52 S. 3 eine Interessenabwägung ausdrücklich vorgesehen ist, weshalb der Gesetzgeber in Fällen des Art. 17 Abs. 4 MAR nicht von einer solchen ausgegangen sei.<sup>81</sup> Die Befürworter dieser Ansicht haben jedoch die Herausforderung zu konkretisieren, wann das Emittenteninteresse ihrer Ansicht nach berechtigt ist, ohne dabei andere Interessen oder Schutzzwecke des Kapitalmarkts in die Formel einfließen zu lassen. So hat *Versteegen* immer dann ein berechtigtes Interesse angenommen, „wenn es sich um konkrete legitime Belange des Emittenten von für diesen nicht ganz unerheblicher Bedeutung handelt.“<sup>82</sup> *Nietsch*, der den Aufschub als Ausnahmeregelung betrachtet, möchte hingegen nur „Nachteile (...) berücksichtigen, die entweder für sich allein oder im Zusammenhang mit anderen Umständen erhebliches Gewicht haben.“<sup>83</sup> *Klöhn* hat aufwendig hergeleitet, weshalb der Emittent ein Interesse am Aufschub habe, wenn die Kosten der Ad-hoc-Publizität für die Aktionäre des Emittenten höher sind als der Nutzen, den die Aktionäre aus der Veröffentlichung ziehen könnten.<sup>84</sup> Insbesondere seien dadurch Missmanagement und Treuepflichtverstöße als unberechtigt qualifiziert, weil hier die Kosten der Geheimhaltung hoch ausfallen würden.<sup>85</sup> Somit schränke man über die Definition des Emittenteninteresses (als Aktionärsinteresse) den Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR ein, was eine darüber hinaus gehende restriktive Anwendung entbehrlich mache.<sup>86</sup> Eine Berechtigung erhalte das Aufschub-Interesse dann, wenn die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR (Keine Irreführung der Öffentlichkeit und Sicherstellung der Geheimhaltung) vorliegen.<sup>87</sup> Diese Merkmale hätten anderenfalls keine eigenständige Bedeutung.<sup>88</sup> Außerdem sei, da eine Interessenabwägung entfiere, die Rechtssicherheit für den Emittenten erhöht.<sup>89</sup>

<sup>79</sup> Siehe bereits zur alten Rechtslage *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 1. Aufl., § 15 Anh.-§ 6 WpAIV, Rn. 16 f., der die Europarechtswidrigkeit von § 15 Abs. 3 WpHG a. F. als zentrales Argument heranzieht und damit nach dem Ausschlussprinzip das Emittenteninteresse vom Kapitalmarktinteresse loskoppelt; zur neuen Rechtslage: *Klöhn*, AG 2016, 423 (430).

<sup>80</sup> *Schröder*, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, 122.

<sup>81</sup> *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 171.

<sup>82</sup> *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 1. Aufl., § 15 Anh.-§ 6 WpAIV, Rn. 19.

<sup>83</sup> *Nietsch*, BB 2005, 785 (788).

<sup>84</sup> *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (73 ff.); *ders.*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 2. Aufl., § 15, Rn. 187 ff, 215 f.

<sup>85</sup> *Ibid.*, Rn. 202.

<sup>86</sup> *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 174.

<sup>87</sup> *Klöhn*, AG 2016, 423 (431); *ders.*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 171.

<sup>88</sup> *Ibid.*, Rn. 171.

<sup>89</sup> *Klöhn*, AG 2016, 423 (431).



## b) Interessenabwägung zwischen Emittent und Kapitalmarkt

Die nationalen Vorgängerregelungen<sup>90</sup> von Art. 17 Abs. 4 MAR wurden von der herrschenden Meinung so ausgelegt, dass eine Abwägung zwischen Emittenteninteresse und Kapitalmarktinteresse ergeben sollte, ob das jeweilige Interesse des Emittenten am Aufschub berechtigt ist oder nicht.<sup>91</sup> Zwar ergibt sich, wie schon in der MAD, aus dem Wortlaut von Art. 17 Abs. 4 MAR kein Anhaltspunkt für eine Interessenabwägung. Auch § 6 WpAV<sup>92</sup>, wo ausdrücklich von einer Interessenabwägung die Rede ist, ist auf Grund der im Vergleich zur Richtlinie unmittelbar geltenden Verordnung nicht mehr anwendbar.<sup>93</sup> Jedoch könnte sich ein berechtigtes Interesse nach wie vor aus einer Abwägung zwischen dem Publizitätsinteresse des Kapitalmarkts und denen des Emittenten ergeben, da Art. 17 Abs. 4 MAR keine Konkretisierung vorgibt.<sup>94</sup> Daher wurden aus der Literatur verschiedene Konkretisierungsvorschläge unterbreitet, die sich jedoch überwiegend noch auf die alte Rechtslage der MAD bezogen. Beispielsweise hat *Schröder* ein überwiegendes Kapitalmarktinteresse stets dann angenommen, „wenn der Befreiungszeitraum durch den Emittenten nicht so kurz wie möglich gestaltet wird.“<sup>95</sup> *Bodenhöfer-Alte* sieht bei einem objektiven Interesse eine Vermutung für ein berechtigtes Emittenteninteresse, die nur im Einzelfall widerlegbar sei.<sup>96</sup> *Klöhn*<sup>97</sup> hat die These aufgestellt, dass ein Emittenteninteresse grundsätzlich das Kapitalmarktinteresse überwiege, wenn die übrigen Voraussetzungen der Norm (keine Irreführung der Öffentlichkeit und Sicherstellung der Vertraulichkeit) erfüllt sind, da diese, abgesehen von den Interessen „Senkung von Suchkosten“ und „Senkung des Insiderrisikos“, das Kapitalmarktinteresse ausreichend schützen würden.<sup>98</sup> Auch zur aktuellen Rechtslage der MAR sehen *Veil* und *Brüggemeier* eine Abwägung zwischen dem Emittenteninteresse (als Gesellschafterinteresse) einerseits und dem Interesse des Kapitalmarkts (kursrelevante Informationen zu veröffentlichen) andererseits auf Grund des Normzwecks als geboten an.<sup>99</sup> Ein Interesse könne nur dann berechtigt sein, wenn der Nachteil für

<sup>90</sup> § 15 Abs. 1 S. 2 in der Fassung vom 2. FFG und § 15 Abs. 1 S. 5 WpHG in der Fassung vom 4. FFG i. V. m. § 6 WpAIV.

<sup>91</sup> *Zimmer/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg), Kapitalmarktrecht-Kom., § 15 WpHG, Rn. 57; *Oulds*, in: Kümpel/Wittig (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 14.252; *Koch*, in: Veil (Hrsg), Europ. Kapitalmarktrecht, § 15, Rn. 76; *Veith*, NZG 2005, 254 (257); *BaFin*, Emittentenleitfaden vom 20. Mai 2009, 66, erhältlich im Internet: <[https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2009.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2009.html)> (besucht am 8. Februar 2019); *Wilga*, in: Möllers/Rotter (Hrsg), Ad-hoc-Publizität, § 9, Rn. 16 ff.

<sup>92</sup> Entspricht weitestgehend § 6 WpAIV a. F.

<sup>93</sup> *Klöhn*, AG 2016, 423 (431).

<sup>94</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg), Hdb. zum MarktmissbrauchsR, § 10, Rn. 97; *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 120 f.; so bereits zur alten Rechtslage: *Leppert/Stürwald*, ZBB 2002, 90 (95); *Schneider*, BB 2001, 1214 (1215).

<sup>95</sup> *Schröder*, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, 126.

<sup>96</sup> *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 120 f.

<sup>97</sup> *Klöhn* hat noch 2014 eine Interessenabwägung vertreten und diese zum Inkrafttreten der MAR aus den auf S. 14 f. dargelegten Gründen aufgegeben.

<sup>98</sup> *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (90 ff.).

<sup>99</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg), Hdb. zum MarktmissbrauchsR, § 10, Rn. 97 ff.

den Emittenten durch die Veröffentlichung eine gewisse Intensität habe und hinreichend wahrscheinlich sei.<sup>100</sup>

c) *Das Kapitalmarktinteresse*

Andere Stimmen in der Literatur plädieren dafür ein berechtigtes Interesse dann anzunehmen, wenn der Kapitalmarkt ein Interesse an dem Aufschub hat.<sup>101</sup> Noch zur alten Rechtslage begründete *Kersting* seine Priorisierung allem voran mit den Regelbeispielen des § 6 S. 2 Nr. 1 und 2 WpAIV a. F.<sup>102</sup>, in denen die Anlegerinteressen im Vordergrund stünden.<sup>103</sup> Ein Aufschub soll möglich sein, wenn die Information auf die ihr zu Grunde liegenden Umstände kontraproduktiv einwirken könnte oder die Anleger verwirrt zu werden drohen.<sup>104</sup> Insofern müsste nach *Kersting* für ein Aufschub ein Interessengleichlauf zwischen Emittent und den Anlegern bestehen.<sup>105</sup> Das Interesse des Emittenten: weil dieser die Insiderinformation und einen Anreiz hat, diese aufzuschieben.<sup>106</sup> Die Anleger: weil sie an informationsgerechten Preisen durch eine sachgerechte Bewertung interessiert sind.<sup>107</sup> In einem letzten Schritt stellt *Kersting* fest, dass der Kapitalmarkt so wie die Anleger eine realistische Preisbildung erreichen wolle, das Anlegerinteresse daher Schutzzweck des Aufschubs sei und im Zweifel stets Vorrang vor dem Emittenteninteresse genieße, da dieses nichts zur Erreichung dieses Zwecks beitrage.<sup>108</sup> Auch wenn die Veröffentlichungspflicht aus der Sicht des Emittenten im Einzelfall negative Konsequenzen mit sich bringe, so sei sie auf lange Sicht dennoch für den Emittenten von Vorteil, da die Gesamtheit der Marktteilnehmer den größten Nutzen erziele und der Einzelne dadurch mit profitiere.<sup>109</sup> Daran anknüpfend sieht *Steinrück* das Hauptziel der MAR in einem Effizienten Kapitalmarkt, weshalb der Maßstab für die Auslegung des „berechtigten Interesses“ die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (seine Effizienz) sein solle.<sup>110</sup> Da der Aufschub von Insiderinformationen den Kapitalmarkt grundsätzlich ineffektiv mache<sup>111</sup>, könne ein solcher nur berechtigt sein, wenn er auch im Interesse des Kapitalmarkts liege.<sup>112</sup> Das Kapitalmarktinteresse müsse aus einer

<sup>100</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg), Hdb. zum MarktmissbrauchsR, § 10, Rn. 99 f.

<sup>101</sup> *Kersting*, ZBB 2011, 442 (450); *ders.*, in: Schön (Hrsg), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz, 411 (483 f.); *Bachmann*, ZHR 172 (2008), 597 (608), Fn. 58; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 109.

<sup>102</sup> Entsprechend übernommen in § 6 WpAV.

<sup>103</sup> *Kersting*, ZBB 2011, 442 (448).

<sup>104</sup> *Ibid.*, 442 (448).

<sup>105</sup> *Ibid.*, 442 (443).

<sup>106</sup> *Ibid.*, 442 (448).

<sup>107</sup> *Ibid.*, 442 (447).

<sup>108</sup> *Ibid.*, 442 (449).

<sup>109</sup> Vgl. *Kersting*, in: Schön (Hrsg), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz, 441 (516); *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 107.

<sup>110</sup> *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 97.

<sup>111</sup> *Ibid.*, 97 ff.

<sup>112</sup> *Ibid.*, 112.

*ex-ante*-Perspektive aller Kapitalmarktteilnehmer gebildet werden, die ein Aufschub-Interesse haben, soweit dieser die Effizienz steigere.<sup>113</sup> Ob die Effizienz durch eine vorübergehende Geheimhaltung gesteigert wird, sollte durch eine vorherige Abwägung von positiven und negativen Effizienzeffekten zu ermitteln sein, die wahrscheinlich mit einem Aufschub der Ad-hoc-Publizität eintreten würden.<sup>114</sup>

### 3. Stellungnahme

Die Befürworter des Emittenteninteresses haben seit der Neufassung des Aufschubs der Ad-hoc-Publizität in Art. 17 Abs. 4 MAR den Wortlaut insofern auf ihrer Seite, als dass eine Interessenabwägung nicht verlangt wird.<sup>115</sup> Man könnte daraus den Schluss ziehen, dass der Gesetzgeber eine Interessenabwägung nicht mehr wollte. Allerdings erscheint dieser Umkehrschluss zweifelhaft, da der europäische Gesetzgeber bereits in der Vorgängerregelung Art. 6 Abs. 2 MAD eine Interessenabwägung nicht vorsah und daher vereinzelt Stimmen in der Literatur die nationalen Vorschriften für nicht anwendbar hielten.<sup>116</sup> Darüber hinaus würde eine Interessenabwägung die Wortlautgrenze nicht überschreiten, sondern den unbestimmten Rechtsbegriff des „berechtigten Interesses“ auslegen.<sup>117</sup> Diese Auslegung ist methodisch mit Art. 17 Abs. 4 MAR vereinbar.

Dem Argument der Rechtssicherheit unter Bezugnahme auf die Definition<sup>118</sup> von *Klöhn* ist für positive Unternehmensinformationen zuzustimmen. Die Kosten der Geheimhaltung würden gering ausfallen und damit könnte der Emittent davon ausgehen, dass der Nutzen des Aufschubs überwiegt und somit ein berechtigtes Interesse vorläge. Allerdings sind negative Unternehmensinformationen geeignet, hohe Kosten durch die Geheimhaltung zu verursachen, z. B. wenn auf Grund eines Bestechungskandals das Unternehmen viele Geschäftspartner verlieren würde und sich somit die Kosten einer Veröffentlichung nicht klar errechnen lassen würden, weil der drohende Schaden nicht vorhersehbar ist.<sup>119</sup> Dies führe dann gerade zu Rechtsunsicherheit.<sup>120</sup> Problematisch ist, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht den Kapitalmarkt in seiner Effizienz schützen will und die Publizitätspflicht dafür sehr hohe Bedeutung hat. Das Emittenteninteresse hingegen ist, je nach Auslegung, auf eine Kosten-Nutzen-Abwägung der Aktionäre redu-

<sup>113</sup> *Ibid.*, 113.

<sup>114</sup> *Ibid.*, 113 f.

<sup>115</sup> *Klöhn*, AG 2016, 423 (430); *Kumpan*, DB 2016, 2039 (2043); *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765 (783).

<sup>116</sup> *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 1. Aufl., § 15 Anh.-§ 6 WpAIV, Rn. 16 f.; *Grotthaus*, ZBB 2005, 62 (65); *Parmantier*, NZG 2007, 407 (415).

<sup>117</sup> Vgl. *Schröder*, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, 122; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 83; *Kersting*, in: Schön (Hrsg), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz, 441 (484); *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 110 f.

<sup>118</sup> *Klöhn*, ZHR 178 (2014), 55 (78 f.), siehe S. 14.

<sup>119</sup> Dieses Beispiel anbringend *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 92; grundsätzlich *Klöhn* zustimmend, aber in Bezug auf Missmanagement auch kritisch relativierend *Müllbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001 (2006).

<sup>120</sup> Siehe *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 92.

ziert. Wenn die Publizitätsvorschriften für den Schutz des Kapitalmarkts gemacht wurden, ist nicht ersichtlich, warum der Aufschub allein im Interesse des Emittenten liegen sollte und die Interessen des Kapitalmarkts keinen Einfluss haben sollten.<sup>121</sup> Es soll nicht jedes Interesse des Emittenten zum Aufschub führen können, sondern nur „berechtigte“, weshalb der Wortlaut sogar gegen diese Position anzuführen ist, wenn man die „Berechtigung“ als Schranke versteht.<sup>122</sup> Die verschiedenen Definitionsversuche für das „berechtigte Emittenteninteresse“ füllen den unbestimmten Rechtsbegriff tendenziell mit neuen auslegungsbedürftigen Begriffen und eröffnen die Möglichkeit für den Emittenten, je nach dafürhalten den Tatbestand zu strecken oder eng auszulegen.<sup>123</sup> Dabei hat die ESMA in ihrer indikativen Liste die Voraussetzungen als Ausnahme eng gestaltet.<sup>124</sup> Die BaFin hat erklärt, die Leitlinien anzuwenden und sie zur Konkretisierung des „berechtigten Interesses“ heranzuziehen.<sup>125</sup> Die Zielrichtung ist es, die Kapitalmarkteffizienz zu maximieren, was grundsätzlich durch die Veröffentlichung von Insiderinformationen erreicht wird. Die Publizität wirkt sich positiv auf die informationelle, institutionelle und operationale Effizienz aus. Ein Abstellen auf das Emittenteninteresse lässt jedoch eine großzügigere Aufschub-Praxis und damit eine geringere Menge an Informationen für den Kapitalmarkt erwarten.<sup>126</sup> Diese Ansicht überzeugt daher nicht.

Auch die Anhänger der Abwägungslehre tun sich schwer damit, eine praktikable Konkretisierung zu finden, die dem Emittenten Rechtssicherheit verschaffen würde.<sup>127</sup> Der Emittent, der vor der Frage steht, ob er berechtigter Weise aufschieben kann, muss zunächst definieren auf wessen Interessen abzustellen ist, die verschiedenen Interessen vollumfänglich erfassen und anschließend noch fehlerfrei abwägen. Diese Aufgabe wird die Emittenten wohl überfordern. Eine Vermutung für ein berechtigtes Interesse ist weder dem Wortlaut von Art. 17 MAR, noch systematisch zu entnehmen, da Art. 17 Abs. 1 MAR als Grundsatz eine Publizitätspflicht bestimmt.

Ein berechtigtes Interesse des Emittenten anzunehmen, wenn dieser den Befreiungszeitraum so kurz wie möglich gestaltet, erklärt im Endeffekt nicht, ob überhaupt berechtigt aufgeschoben werden kann. Es wird ferner dem Emittenten nicht erklärt, wann der Zeitpunkt von berechtigter Nichtveröffentlichung hin zu unberechtigter Nichtveröffentlichung ist. Auch die Interessenabwägung lässt erheblichen Interpretationsspielraum, je nachdem wie weit oder eng man die Interessen versteht und gewichtet. Da der europäische Gesetzgeber keinen Anhaltspunkt für die Notwendigkeit einer (komplizierten) Interessenabwägung gibt, ist sie nicht überzeugend.

<sup>121</sup> Vgl. *Schröder*, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, 122.

<sup>122</sup> Vgl. *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 95.

<sup>123</sup> *Ibid.*, 85.

<sup>124</sup> ESMA/2016/1130, Final Report on the MAR, Rn. 54, vom 13. Juli 2016.

<sup>125</sup> *BaFin*, Zur Anwendbarkeit der ESMA-Leitlinien für den Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen vom 6. Dezember 2016, erhältlich im Internet: <[https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/161205\\_Aufschub\\_Insiderinformationen\\_ESMA.html](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/161205_Aufschub_Insiderinformationen_ESMA.html)> (besucht am 8. Februar 2019).

<sup>126</sup> *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 85.

<sup>127</sup> *Versteegen*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 1. Aufl., § 15 Anh.-§ 6 WpAIV, Rn. 18; kritisch zur Interessenabwägung auch: *Fühlbier*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität – Ein Beitrag zur ökonomischen Analyse des Rechts, 271.

Diejenigen, die ein „berechtigtes Interesse“ nur dann annehmen, wenn es im Interesse des Kapitalmarkts liegt, sind gleichfalls herausgefordert, dem Emittenten zu erklären, ab wann der Kapitalmarkt an der Veröffentlichung ihrer Insiderinformation interessiert ist und wann nicht. Der Vorstand eines Unternehmens kann maximal eine Vermutung äußern, ob die Anleger von gewissen Informationen verwirrt werden könnten. Auch der Wortlaut, der auf das berechnete Interesse des *Emittenten* abstellt, wäre nach dieser Auslegung mehr als verwirrend und unklar formuliert. Angesichts der Sanktionsmöglichkeiten ist eine derart unkonkrete Interessenbestimmung ebenfalls mit erheblicher Rechtsunsicherheit verbunden. Die alleinige Sicht des Kapitalmarkts könnte Wachstumschancen eines Unternehmens reduzieren, da die Gefahr besteht, dass der Emittent übereilt ein Kapitalmarktinteresse an der Information annimmt, ohne dass ein solches objektiv vorliegt. Die MAR hat, beeinflusst von der Rechtsprechung des EuGH, die Ad-hoc-Publizitätspflicht weit gefasst. Diese führt für die Unternehmen zu hohen Compliance-Kosten und birgt die Gefahr, dass zu große Transparenzanforderungen Verhandlungsprozesse behindern.<sup>128</sup> Regelmäßig wird ein Interessengleichlauf zwischen Emittenten und Anlegern gegeben sein, da beide ein allgemeines Interesse an der Entwicklung der Unternehmen haben. Die Interessenüberschneidung wird dann auch das für den Kapitalmarkt effektivste sein. Es kann aber auch ein Interessengegensatz vorliegen. Es kann Anleger geben, die dem Emittenten als Wettbewerber gegenüberstehen oder zu einem anderen Ergebnis im Rahmen der Kosten-Nutzen-Abwägung einer Veröffentlichung kommen. Eine klare Abgrenzung wird für den Emittenten nicht möglich sein, um eine Entscheidung über den Aufschieb treffen zu können. Daher ist auch ein Abstellen auf das Kapitalmarktinteresse nicht überzeugend.

Nichtsdestotrotz sprechen gewichtige Gründe für ein enges Auslegungsverständnis für die berechtigten Interessen. So z. B. das strenge Sanktionsregime und die Haftung für den Emittenten,<sup>129</sup> da es widersprüchlich wäre, dem Emittenten einen großen Spielraum bei der Einschätzung zu ermöglichen und gleichzeitig diesem weitreichende Sanktionen für Fehleinschätzungen anzudrohen.<sup>130</sup> Dies wurde auch in den Leitlinien der ESMA berücksichtigt. Wann ein Interesse „berechtigt“ sein soll, kann sich nur aus dem Gesetz selbst ergeben. Auf die Leitlinien der ESMA wird in Art. 17 Abs. 11 MAR verwiesen, womit der Wille des Gesetzgebers deutlich wird, unter welchen Umständen eine Ausnahme von Art. 17 Abs. 1 MAR bestehen soll. Zum Teil wurden die Leitlinien mit dem Argument der Unverbindlichkeit relativiert, so dass eine Bindungswirkung für den Emittenten durch diese nicht entstehen könne.<sup>131</sup> Dem muss jedoch entgegengehalten werden, dass die indikative Liste lediglich eine Konkretisierung der „Berechtigung“ sein soll und ein „berechtigtes Interesse“ sehr wohl Tatbestandsmerkmal der Norm ist. Außerdem wird in Art. 17 Abs. 11 MAR auf die Liste verwiesen, was deutlich macht, dass eine Verbindlichkeit gewollt war.<sup>132</sup> Anderenfalls hätte der Gesetzgeber keine Verweisungsnorm schaffen müssen. Die Leitlinien bieten eine gute Orientierung

<sup>128</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Hdb. zum MarktmissbrauchsR, § 10, Rn. 96; den Aufschieb als notwendiges Korrektiv sehen auch: *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 443; *Kumpen*, DB 2016, 2039 (2043).

<sup>129</sup> *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215 (2218).

<sup>130</sup> Zu den konkreten Sanktionsmöglichkeiten siehe S. 25 f.

<sup>131</sup> Vgl. *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschieb der Ad-hoc-Publizität, 80, 114.

<sup>132</sup> Vgl. *ibid.*, 81.

sowohl für Fälle, die sich unter den Katalog subsumieren lassen, als auch für abweichende Fälle, die man in ihrer Intensität mit den gegebenen Beispielen vergleichen kann. Auch der im Europarecht dominierende *effet utile* legt nahe, den Aufschieb-Tatbestand eng zu verstehen und somit dem Zweck der Verordnung (Transparenz herzustellen und Marktmissbrauch zu verhindern) bestmöglich umzusetzen. Die MAR wurde für ein einheitliches Recht in der EU geschaffen, weshalb auch keine nationalen Vorgängernormen mehr die Auslegung so beeinflussen sollen, dass die Anwendung der Norm in anderen Mitgliedstaaten unterschiedlich ausfällt, da diese bspw. eine Interessenabwägung im Gesetz nie kannten. Die Leitlinien sind (im Bewusstsein des unbestimmten Rechtsbegriffs) daher maßgebliches Kriterium für die Aufschieb-Berechtigung geworden. Diese stellen im Vergleich zu der Emittenten-, der Interessen-, und der Kapitalmarktlösung erheblich mehr Rechtssicherheit her. Ein berechtigtes Interesse liegt daher immer dann vor, wenn die ESMA in ihren Leitlinien eine Berechtigung nahelegt oder das Aufschieb-Interesse des Emittenten von der Intensität einen vergleichbaren Fall darstellt, der sich in die Regelbeispiele der ESMA systematisch einordnet. Sollten dann noch Zweifelsfälle bestehen, sollte man die BaFin kontaktieren.

## II. Keine Irreführung der Öffentlichkeit: Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR

Der Emittent darf die Veröffentlichung auch dann nicht aufschieben, wenn der Aufschieb geeignet wäre, die Öffentlichkeit in die Irre zu führen, Art. 17 Abs. 4 lit. b) MAR. Der Wortlaut („wäre geeignet“) macht deutlich, dass nicht feststehen muss, ob der Irreführungserfolg eintritt. Die Gefahr genügt, um einen Aufschieb auszuschließen.<sup>133</sup> Je gravierender die erwartete Irreführung, desto geringere Anforderungen sind an die Wahrscheinlichkeit ihres Eintritts zu stellen.<sup>134</sup> Zu der Frage, wann eine Irreführung der Öffentlichkeit vorliegt, hat die ESMA ebenfalls gem. Art. 17 Abs. 11 MAR eine nicht abschließende, indikative<sup>135</sup> Liste erstellt.<sup>136</sup> Demzufolge ist die Gefahr der Irreführung anzunehmen, wenn die verzögert offenzulegende Insiderinformation sich von einer in diesem Zusammenhang früher veröffentlichten Information wesentlich unterscheidet, wobei sie nicht notwendigerweise zu ihr im Widerspruch stehen muss<sup>137</sup>, die offenzulegende Information sich auf zuvor öffentlich angekündigte finanzielle Ziele bezieht, die nicht erreicht werden können oder die Information von Markterwartungen abweicht, die der Emittent zuvor durch Signale erzeugt hat. Die „Öffentlichkeit“ ist kapitalmarktspezifisch zu verstehen und umfasst damit das Anlegerpublikum.<sup>138</sup>

<sup>133</sup> Klöhn, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 246.

<sup>134</sup> *Ibid.*, Rn. 261.

<sup>135</sup> A. A. Veil/Brüggemeier, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg), Hdb. zum MarktmissbrauchsR, § 10, Rn. 124, welche die Liste entgegen des Wortlauts von Art. 17 Abs. 11 MAR nicht indikativ auffassen, weil die ESMA eine Veröffentlichungspflicht annimmt, sobald ein Merkmal verwirklicht ist.

<sup>136</sup> ESMA/2016/1130, Final Report on the MAR, 13.7.2016, Rn. 82 ff., sowie Annex V, Rn. 95.

<sup>137</sup> ESMA/2016/1130, Final Report on the MAR, 13.7.2016, Annex IV, Rn. 140.

<sup>138</sup> Klöhn, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 249.

### III. Sicherstellung der Geheimhaltung: Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR

Der Emittent muss schließlich die Geheimhaltung der aufgeschobenen Information sicherstellen können, Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR. Dazu muss er dafür Sorge tragen, dass Personen, die von den Insiderinformationen Kenntnis erlangen, ihre rechtlichen Verschwiegenheitspflichten anerkennen und sich der Sanktionsmöglichkeiten bei einem Missbrauch bewusst sind.<sup>139</sup> Eine Compliance-Struktur ist für die Inanspruchnahme eines Aufschubs nicht zwingend, jedoch wird von dem Emittent eine Organisation verlangt, welche verhindert, dass die Informationen bekannt werden könnten.<sup>140</sup> Praktisch bedeutet das, dass einzelne Maßnahmen zur Prävention dokumentiert und Verschwiegenheitserklärungen vereinbart werden müssen, bevor Informationen weitergegeben werden.<sup>141</sup> Sobald Gerüchte auf dem Markt hinreichend präzise sind, sodass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit nicht mehr zu gewährleisten ist, muss der Emittent die Insiderinformationen gem. Art. 17 Abs. 7 MAR veröffentlichen.<sup>142</sup>

### IV. Beschlusserfordernis für Aufschub-Entscheidung

Bereits in dem Fall *Daimler/Geltl*<sup>143</sup> wurde noch unter Geltung der MAD diskutiert, ob der Vorstand eine bewusste Befreiungsentscheidung treffen muss oder ob eine Befreiung per Gesetz eintritt, sobald die Voraussetzungen dafür erfüllt sind.<sup>144</sup> Relevant wird die Frage, wenn der Emittent fälschlicher Weise nicht veröffentlicht, weil er der Information keine Kursrelevanz beigemessen hat.<sup>145</sup> Die BaFin war dabei stets der Ansicht, dass ein Beschluss erforderlich sei, da §§ 8 Abs. 1, 9 WpAV einen solchen fordern.<sup>146</sup> Dieser Ansicht folgte die wohl herrschende Meinung.<sup>147</sup> Der Wortlaut des § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG a. F. („ist (...) befreit“) legte hingegen eine automatische Aufschub-Berechtigung nahe.<sup>148</sup> Somit war eine gesetzliche Grundlage für einen Streit über eine praktisch relevante Frage gegeben. Eine andere Betrachtung legt nun Art. 17 Abs. 4 S. 1 MAR nahe, der anders als noch § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG a. F. formuliert, dass der Emittent „auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen für die

<sup>139</sup> *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 485.

<sup>140</sup> *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), BankR-Hdb., § 107, Rn. 157.

<sup>141</sup> *Ibid.*; siehe auch Art. 18 Abs. 2 MAR.

<sup>142</sup> *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg.), Hdb. zum MarktmissbrauchsR, § 10, Rn. 131.

<sup>143</sup> BGH, NJW 2011, 309 (309 ff.).

<sup>144</sup> Wobei sich keine klare Linie in der Rechtsprechung ergeben hat, zumindest der BGH keine eindeutige Antwort diesbezüglich gegeben hat, siehe dazu näher: *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg.), MAR, Art. 17, Rn. 180.

<sup>145</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg.), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 89; *Schröder*, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG, 164.

<sup>146</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden vom 22. Juli 2013, 59, erhältlich im Internet: <[https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html)> (besucht am 8. Februar 2019).

<sup>147</sup> *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 418 ff.; *Koch*, in: Veil (Hrsg.), Europ. Kapitalmarktrecht, § 15, Rn. 102; *Schneider*, BB 2005, 897 (900); *Mennicke*, NZG 2009, 1059 (1061 f.); *Harbarth*, ZIP 2005, 1898 (1906); *Petsch*, Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, 126; *Widder*, BB 2009, 967 (969 ff.).

<sup>148</sup> *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 417.

Öffentlichkeit aufschieben“ kann. Der Wortlaut scheint den Streit zu Gunsten eines Beschlusserfordernis beendet zu haben, wenn man die „Verantwortung“ als Handlungsanforderung liest.<sup>149</sup> Ergänzt wird der Wortlaut von Art. 4 Abs. 1 lit. b) Nr. 1 DurchfVO 2016/1055 (Rz. 16), der von einer „Entscheidung über den Aufschieb“ spricht und damit von der Notwendigkeit eines aktiven Beschlusses ausgegangen werden kann.<sup>150</sup> Allerdings kann unter „Verantwortung“ auch verstanden werden, dass die Aufsichtsbehörde nicht informiert werden muss und der Emittent für Fehlentscheidungen alleinig haftet.<sup>151</sup> Es wird weiterhin angemerkt, dass zwar die MAR von einem Beschluss ausginge, jedoch damit nichts zur Rechtsfolge erklärt werde, die eintritt, wenn ein solcher Beschluss nicht erfolgt.<sup>152</sup> Der MAR lasse sich nur eine Obliegenheit für den Emittenten entnehmen.<sup>153</sup> Jedoch könnte demnach in Mitgliedsstaaten, die eine zivilrechtliche Haftung wegen Verletzung der Ad-hoc-Publizität kennen, Anleger am Kapitalmarkt begünstigt werden, die in der Zeit handeln, wo die Selbstbefreiung möglich gewesen wäre.<sup>154</sup> Ein Ausschluss des Aufschiebs mangels Beschlusses würde daher eine Verzerrung des Kapitalmarktes befürchten lassen. Um den Wortlaut und den Zweck des Aufschiebs in ein angemessenes Verhältnis zu bringen, ist die Konsequenz von *Klöhn*, dass der Emittent seinen Beurteilungsspielraum (ob ein Aufschieb im Interesse seiner Aktionäre ist) verliere, da dieser nur bei einem Beschluss wahrgenommen werden könne.<sup>155</sup> Allerdings solle der Aufschieb an sich nach wie vor möglich sein.<sup>156</sup> Im Ergebnis von *Klöhn* ist festzuhalten, dass immer ein Beschluss erforderlich sei, wovon der Wortlaut auch ausgeht. Zwar könne ein Aufschieb noch stattfinden, wenn ein Beschluss nicht erfolgte, jedoch sei ein Aufschieb zu diesem Zeitpunkt noch nicht rechtskräftig. Sobald jedoch kein Aufschieb erfolgte, besteht eine Veröffentlichungspflicht. Hat der Emittent nun entgegen dieser Pflicht die Information nicht veröffentlicht, so ist er dafür haftbar. Die Argumentation, der fehlende Beschluss würde nur zum Wegfall eines Beurteilungsspielraumes führen, vermag daher nicht zu überzeugen. *Steinrück* wiederum hält einen Beschluss nicht für notwendig, da der Aufschieb erfolgen solle, sobald die Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 lit. a-c) MAR vorliegen.<sup>157</sup> Ob

<sup>149</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 89; so auch: *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 431; *Koch*, in: FS Köndgen, 329 (337); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), BankR-Hdb., § 107, Rn. 151; *Kumpan*, DB 2016, 2039 (2043); *Mülbert/Sajnovits*, WM 2017, 2001 (2003); präferierend auch: *von den Linden*, DStR 2016, 1036 (1038); nach wie vor kritisch: *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 181 ff.

<sup>150</sup> *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 89; *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg), Hdb. zum Marktmissbrauchsrecht, § 10, Rn. 133; relativierend, da auch konkludente Beschlüsse als zulässig erachtend *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg), BankR-Hdb., § 107, Rn. 151; *Kumpan*, DB 2016, 2039 (2043).

<sup>151</sup> *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschieb der Ad-hoc-Publizität, 173 f.

<sup>152</sup> *Klöhn*, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 183.

<sup>153</sup> *Ibid.*, Rn. 183.

<sup>154</sup> *Ibid.*, Rn. 184.

<sup>155</sup> *Ibid.*, Rn. 185.

<sup>156</sup> *Ibid.*, Rn. 185.

<sup>157</sup> *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschieb der Ad-hoc-Publizität, 176.



der Aufschieb zufällig erfolgt oder ein Beschluss vorliegt, sei für die Effizienz des Kapitalmarkts gleichgültig und könne daher teleologisch nicht Voraussetzung sein.<sup>158</sup>

Von dem bereits erwähnten Wortlaut der DurchfVO einmal abgesehen, welcher der Auslegung einer Legal Ausnahme widerspricht, ist systematisch betrachtet für einen Aufschieb zur Wahrung der Finanzstabilität ebenfalls die Behörde von der Absicht eines Aufschiebs in Kenntnis zu setzen.<sup>159</sup> Teleologisch dient der Beschluss der sich anschließenden Dokumentationspflicht und ihrer Vorbereitung.<sup>160</sup> Es wird im Unternehmen klargestellt, dass Insiderinformationen bestehen und weiterhin können damit Vorkehrung für die Sicherstellung der Geheimhaltung getroffen werden. Andererseits stellt die Pflicht zur Geheimhaltung mit allen damit verbundenen Dokumentationspflichten ein eigenständiges Tatbestandsmerkmal für eine Aufschieb-Berechtigung dar, weshalb der Kapitalmarkt bei einer Legal Ausnahme auch zwingend hinreichend geschützt wäre. Ein Beschlusserfordernis ist aus Transparenzrechtlichen Gründen daher nicht zwingend erforderlich, aber hilfreich für die Sicherstellung der Geheimhaltung.<sup>161</sup> In Bezug auf die Schutzbedürftigkeit des Emittenten, der nun davon ausgeht, dass die konkrete Information nicht publizitätspflichtig sei und damit auch keinen Beschluss in Erwägung zieht, hat der BGH in einem *obiter dictum* bereits festgestellt, dass der Emittent sich auf das Vorliegen der Aufschieb-Voraussetzungen stützen kann.<sup>162</sup> Ob damit jegliche Sanktionsmöglichkeit ausgeschlossen werden sollte, erscheint hingegen mehr als fraglich. Im Ergebnis erscheint auf Grund des klaren Wortlauts ein Beschlusserfordernis vorzuzugewürdig.

## D. Rechtsfolge des Aufschiebs

### I. Unter den Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. a-c) MAR

Der Emittent muss die aufgeschobene Insiderinformation unverzüglich veröffentlichen, sobald die Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 lit. a-c) MAR nicht mehr vorliegen, was sich aus den Tatbestandsmerkmalen des Aufschiebs selbst ergibt und für die mangelnde Geheimhaltung aus Art. 17 Abs. 7 MAR folgt. Weiterhin muss die zuständige Behörde gemäß Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 MAR nach Offenlegung über den Aufschieb informiert werden und dieser gegenüber schriftlich<sup>163</sup> erläutert werden, inwieweit der Aufschieb tatsächlich gerechtfertigt war.<sup>164</sup> Dabei muss der Emittent auch seine Dokumentation zur Sicherstellung der Geheimhaltung darlegen können, weshalb der

<sup>158</sup> *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschieb der Ad-hoc-Publizität, 176; vgl. ähnlich: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg), KK-WpHG, 2. Aufl., § 15, Rn. 315; *Bodenhöfer-Alte*, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG, 150.

<sup>159</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 431.

<sup>160</sup> Vgl. *Veil/Brüggemeier*, in: Meyer/Veil/Rönnau (Hrsg), Hdb. zum Marktmissbrauchsrecht, § 10, Rn. 133.

<sup>161</sup> *Ibid.*, Rn. 133; *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschieb der Ad-hoc-Publizität, 176.

<sup>162</sup> BGH, AG 2013, 518 (521), Rn. 33; so auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider/Mülbert (Hrsg), WpHG, Art. 17 VO Nr. 596/2014, Rn. 91.

<sup>163</sup> Art. 4 Abs. 2 DurchfVO-2016/1055.

<sup>164</sup> *Franke/Schulenburg*, in: Unmuß (Hrsg), Corporate Compliance Checklisten, Kapitel 3, Rn. 125.

Emittent bereits während des Aufschubs kontinuierlich prüfen muss, ob die Aufschub-Voraussetzungen noch vorliegen.<sup>165</sup> Soweit eine aufgeschobene Information nicht mehr als Insiderinformation zu bewerten ist, muss sie zwangsläufig auch nicht mehr veröffentlicht werden, da die Publizitätspflicht entfallen ist.<sup>166</sup> Sollte der Mitteilungspflicht fahrlässig oder vorsätzlich nicht oder nicht ausreichend entsprochen werden, so bleibt der Aufschub zwar rechtmäßig, wird jedoch gemäß § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG als eine eigenständige Ordnungswidrigkeit geahndet.<sup>167</sup>

## II. Ohne die Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. a-c) MAR

Wenn ein Emittent eine Insiderinformation aufschiebt, obwohl die Voraussetzungen dafür nicht vorliegen, kommen sowohl öffentlich-rechtliche, als auch zivilrechtliche Sanktionen in Betracht.

### 1. Öffentlich-rechtliche Sanktionen

#### a) Strafrechtliche Sanktionen

Ein Verstoß gegen Art. 17 MAR stellt keine Straftat dar. Denkbar ist lediglich eine mit Geldstrafe oder Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren bedrohte Marktmanipulation (§ 119 Abs. 1 WpHG).

#### b) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen

Die BaFin ist gem. § 6 Abs. 5 WpHG die für die Überwachung der ordnungsgemäßen Ad-hoc-Publizität zuständige Behörde und kann dem Emittenten gegenüber Anordnungen treffen, die zur Durchsetzung der Regelungen geeignet und erforderlich sind (§ 6 Abs. 2 S. 2 WpHG). Insbesondere kann sie den Handel mit ausgewählten Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen (§ 6 Abs. 2 S. 4 WpHG), einer für den Verstoß der Publizitätspflicht verantwortlichen, natürlichen Person den Handel mit den der MAR unterfallenden Finanzinstrumenten auf eigene Rechnung für bis zu zwei Jahre untersagen (§ 6 Abs. 7 WpHG) und im Wege der Ersatzvornahme auf Kosten des Emittenten Veröffentlichungen von Insiderinformationen vornehmen (§ 6 Abs. 14 WpHG).

#### c) Ordnungswidrigkeiten

§ 120 Abs. 15 WpHG enthält von Nr. 6-10 einen Katalog, in dem leichtfertige oder vorsätzliche Verstöße gegen die Vorschriften der Ad-hoc-Publizität und ihres Aufschubs geahndet werden können. Der Bußgeldrahmen liegt bei bis zu einer Million

<sup>165</sup> Siehe zur Pflicht der Sicherstellung der Geheimhaltung S. 22.

<sup>166</sup> *Frankel/Schulenburg*, in: Unmuß (Hrsg.), Corporate Compliance Checklisten, Kapitel 3, Rn. 127.

<sup>167</sup> Siehe *Steinrück*, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 188, m. w. N in Fn. 54.

Euro gegenüber natürlichen Personen und zweieinhalb Millionen Euro oder – falls höher – bis zu 2 Prozent des Gesamtumsatzes (§ 120 Abs. 18 WpHG). Außerdem stellt ein Verstoß gegen die Mitteilungspflicht des Emittenten nach § 26 Abs. 1 WpHG eine Ordnungswidrigkeit nach § 120 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 3 WpHG dar, welche mit bis zu 200.000 Euro geahndet werden kann (§ 120 Abs. 24 WpHG).

## 2. Zivilrechtliche Sanktionen

Auch zivilrechtlich kann gegenüber dem Emittenten, der pflichtwidrig eine Insiderinformation aufgeschoben hat oder unwahre Informationen veröffentlicht, ein Schadensersatzanspruch gem. §§ 97, 98 WpHG geltend gemacht werden. Daneben kommt stets ein Anspruch nach § 826 BGB in Betracht. Ein Anspruch nach § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Art. 17 Abs. 1, 7, 8 MAR soll durch § 26 Abs. 3 S. 1 WpHG ausgeschlossen sein. Lediglich hingewiesen sei an dieser Stelle jedoch auf die starken Stimmen in der Literatur, die bezweifeln, ob eine nationale Norm eine europarechtliche Norm vollends durchzusetzen befugt ist oder nicht auf Grund des *effet utile* der Art. 17 Abs. 1, 7, 8 MAR als Schutznorm gewertet werden muss.<sup>168</sup>

## III. Würdigung der Rechtsfolgen

Die starken Sanktionsmöglichkeiten, die für einen unrechtmäßigen Aufschub von Insiderinformationen angedroht werden, erscheinen für eine hier vertretene enge Auslegung des „berechtigten Interesses“ nur konsequent. Hohe Sanktionen zeigen auf, dass der Staat ein großes Interesse an einem effizienten Kapitalmarkt hat und dementsprechend gewährleisten möchte, dass dieser mit Informationen versorgt wird. Die hohen Sanktionen müssen aber auch mit Rechtssicherheit für den Emittenten einhergehen, also entsprechend präzise Voraussetzungen stellen unter denen sanktioniert wird. Daher bestätigt die Rechtsfolge die hier vertretene Ansicht, dass die Leitlinien der ESMA für das Bestimmen der berechtigten Interessen maßgeblich ist und dem Emittenten möglichst klare Definitionen für ein berechtigtes Interesse bietet.

## IV. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

Ein Emittent ist nach den Leitlinien der ESMA schutzwürdig, wenn seine Ziele oder die unternehmerische Entwicklung durch eine Publizitätspflicht erheblich beeinträchtigt werden würden. Dieses Kriterium gilt auch für Fälle die nicht in den Leitlinien beschrieben sind, weil der Kapitalmarkt ein Interesse an der unternehmerischen Handlungsfähigkeit des Emittenten hat und den Wettbewerb zwischen Unternehmen fördern will. Ein Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR ist auch für den Schutz höherrangiger Rechtsgüter, wie z. B. das Allgemeine Persönlichkeitsrecht eines Menschen, erforderlich.

<sup>168</sup> Hellgardt, AG 2012, 154 (164 ff.); Seibt, ZHR 177 (2013), 388 (424 ff.); Schmolke, AG 2016, 434 (445); ders., NZG 2016, 721 (722); Klöhn, in: Klöhn (Hrsg), MAR, Art. 17, Rn. 589; Wundenberg, ZGR 2015, 124 (134); Veil, ZGR 2016, 305 (323 f.).

Das Kapitalmarktinteresse ist auf seine Funktionsfähigkeit gerichtet, die anhand der allokativen-, informationellen-, institutionellen- und operationalen Effizienz untersucht werden kann. Der Kapitalmarkt wird umso effizienter, je höher das Informationsniveau der Anleger in Bezug auf die Emittenten ist. Das liegt zum einen daran, dass sich die Informationen in der Bewertung der Unternehmen niederschlagen und das Vertrauen der Anleger erhöht wird. Der Kosten- und Zeitaufwand wird für Anleger verringert, da Informationen einfacher zugänglich sind. Der Druck der Veröffentlichung von Informationen hat einen Disziplinierungseffekt auf die Verwaltung eines Unternehmens und/oder unterstützt die Aufklärung von Missständen in einem Unternehmen. Es werden Agenturkosten gesenkt. Auf Grund des effizienzsteigernden Effekts der Publizitätspflicht birgt der Aufschub von Insiderinformationen immer das Risiko für den Kapitalmarkt, in seiner Effizienz beeinträchtigt zu werden.

Der Kapitalmarkt kann daher nur dann ein Interesse an einem Aufschub haben, wenn der Kapitalmarkt durch die Veröffentlichung in seiner Effizienz mehr Einbußen erleiden würde, anstatt eine Effizienzsteigerung zu erfahren. Eine Effizienzeinbuße ist anzunehmen, wenn die Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 lit. a-c) MAR vorliegen.

Maßgebliches Kriterium dabei ist, ob ein berechtigtes Emittenteninteresse vorliegt. Das Interesse des Emittenten wird nach der MAR durch die Aktionäre bestimmt, unabhängig von den nationalen Bestimmungen zum Unternehmensinteresse. Ein Aufschub-Interesse kann angenommen werden, wenn die erwarteten Kosten der sofortigen Publizität den erwarteten Nutzen der sofortigen Publizität überwiegen.

Das Interesse des Emittenten ist nur dann berechtigt, wenn das Gesetz dieses legitimiert. Die bisherigen Ansätze des Schrifttums überzeugen nicht, weil sie unkonkret sind und in unterschiedlichem Maße jeweils die Interessen des Emittenten oder die des Kapitalmarktes gewichten, ohne dafür eine fundierte Grundlage für eine Konkretisierung der Berechtigung im Gesetz anführen zu können. Das Gesetz hat für eine Konkretisierung auf die Leitlinien der ESMA verwiesen. Die ESMA hat eine Liste mit Regelbeispielen entworfen, die zwar nicht verbindlich und abschließend ist, aber seinem Inhalt nach, dem Willen des Gesetzgebers entsprechend, eine Konkretisierung geschaffen hat. Die Regelbeispiele sind dabei bewusst eng gehalten, um den Zweck der MAR effektiv umzusetzen. Außerdem will die MAR einen europaweiten einheitlichen Rechtsstandard erreichen, was durch eine speziell deutsche Interessenabwägung jedoch nicht möglich wird. Dem Vorstand eines Unternehmens ist angesichts der Sanktionsmöglichkeiten (in verwaltungsrechtlicher und finanzieller Hinsicht) nicht zuzumuten, eine rechtsunsichere Interessenwürdigung vorzunehmen. Einen Beschluss muss der Emittent für einen rechtmäßigen Aufschub zwingend fassen.

## SCHRIFTTUM

- Arnold, Arnd*, Die Steuerung des Vorstandshandelns, München 2007.
- Assmann, Heinz-Dieter*, Das neue deutsche Insiderrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1994, 494-529.
- */Schneider, Uwe H./Mülbert, Peter* (Hrsg), Wertpapierhandelsrecht Kommentar, 7. Auflage, Köln 2019.
- Bak, Jacek/Bigus, Jochen*, Kapitalmarkteffizienz versus zwingender Anlegerschutz im Aktienrecht, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2006, 430-443.
- Bartsch, Meinhard*, Effektives Kapitalmarktrecht: Zur Rechtsfolgenseite der Richtlinien im Europäischen Kapitalmarktrecht, Augsburg 2005.
- Baumbach, Adolf/Hopt, Klaus* (Hrsg) Handelsgesetzbuch Kommentar, 38. Auflage, München 2018.
- Bodenhöfer-Alte, Katja*, Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gem. § 15 Abs. 3 WpHG – Legalausnahme oder bewusste Befreiungsentscheidung des Emittenten, Frankfurt a.M. 2016.
- Büche, Christian*, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarktes – Die Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie und ihre Umsetzung in § 15 WpHG, Baden-Baden 2005.
- Buck-Heeb, Petra*, Kapitalmarktrecht, 9. Auflage, Heidelberg 2017.
- Cahn, Andreas/Götz, Jürgen*, Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung, Die Aktiengesellschaft 2007, 221-226.
- Fama, Eugene*, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Volume 25 (1970), 383-417.
- Fleischer, Holger*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, München 2002.
- Fuchs, Andreas* (Hrsg), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 2. Auflage, München 2016.
- Fülbier, Rolf Uwe*, Regulierung der Ad-hoc-Publizität – Ein Beitrag zur ökonomischen Analyse des Rechts, Wiesbaden 1998.
- Georgakopoulos, Nicholas L.*, Why Should Disclosure Rules Subsidize Informed Traders?, 16 International Review of Law and Economics (1996), 417-431.
- Gerber, Olaf*, Die Prospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, Baden-Baden 2001.
- Gilson, Ronald/Kraakman, Reinier*, The mechanisms of market efficiency, Virginia Law Review, Volume 70 (Nr. 4, 1984) 549-644.
- Goette, Wulf/Habersack, Mathias/Kals, Susanne* (Hrsg), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2, 5. Auflage, München 2019.
- Grothaus, Achim*, Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2005, 62-68.
- Harbarth, Stephan*, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2005, 1898-1909.
- Hellgardt, Alexander*, Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformativhaftung – de lege lata und nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung, Die Aktiengesellschaft 2012, 154-168.

- Kapitalmarktdeliktsrecht, Tübingen 2008.
- Hirte*, Heribert, Die Ad-hoc-Publizität im System des Aktien- und Börsenrechts, in: Hadding/Hopt/Schimansky (Hrsg), Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz in der praktischen Umsetzung, Berlin 1996, 46-93.
- /*Möllers*, Thomas (Hrsg), Kölner Kommentar zum WpHG, München 2007.
- /*Möllers*, Thomas (Hrsg), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, München 2014.
- Hommelhoff*, Peter, Die OECD-Principles on Corporate Governance – ihre Chancen und Risiken aus dem Blickwinkel der deutschen corporate governance-Bewegung, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2001, 238-267.
- Hopt*, Klaus, ECLR Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, 333-376.
- /*Kumpan*, Christoph, Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2017, 765-828.
- Hüffer*, Uwe/*Koch*, Jens (Hrsg), Aktiengesetz Kommentar, 13. Auflage, München 2018.
- Kersting*, Christian, Das Erfordernis des Gleichlaufs von Emittenten- und Anlegerinteresse als Voraussetzung für den Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2011, 442-450.
- Klitzing von*, Joachim, Die Ad-hoc-Publizität, Hallesche Schriften zum Recht Band 10, Köln/Berlin/Bonn/München 1999.
- Klöhn*, Lars (Hrsg), Marktmissbrauchsverordnung Kommentar, München 2018.
- Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, Die Aktiengesellschaft 2016, 423-434.
- Kapitalmarktinformationshaftung für Corporate-Governance-Mängel?, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2015, 1145-1156.
- Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität wegen überwiegender Geheimhaltungsinteressen des Emittenten (§ 15 Abs. 3 WpHG), Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 178 (2014), 55-97.
- Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 177 (2013), 349-387.
- Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, Zeitschrift für Wirtschafts- Bankrecht 2010, 1869-1882.
- /*Schmolke*, Klaus Ulrich, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 Abs. 4 MAR zum Schutz der Unternehmensreputation, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2016, 866-896.
- Koch*, Jens, Beschlusserfordernis und rechtmäßiges Alternativverhalten bei der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG, in: Casper, Mathias/Klöhn, Lars/Roth, Wulf-Henning/Schmies, Christian (Hrsg), Festschrift für Johannes Köndgen, Köln 2016, 329-351.
- Kumpan*, Christoph, Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung – Untersuchung wesentlicher Neuerungen und deren Auswirkungen auf Emittenten, Der Betrieb 2016, 2039-2046.
- Leppert*, Michael/*Stürwald*, Florian, Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen

- Wertpapierhandelsrecht, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, 90-106.
- von der Linden*, Klaus, Das neue Marktmissbrauchsrecht im Überblick, Deutsches Steuerrecht 2016, 1036-1041.
- Marsch-Barner*, Reinhard/*Schäfer*, Frank (Hrsg), Handbuch börsennotierte AG, 4. Auflage, Köln 2018.
- Mennicke*, Petra, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentscheidung des Emittenten, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2009, 1059-1063.
- Meyer*, Andreas/*Rönnau*, Thomas/*Veil*, Rüdiger (Hrsg), Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, München 2018.
- Möllers*, Thomas, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts, Archiv für die civilistische Praxis 208 (2008), 1-36.
- */Rotter*, Klaus (Hrsg), Ad-hoc-Publizität: Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003.
- Mülbert*, Peter. Shareholder value aus rechtlicher Sicht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 1997, 129-172.
- */Sajnovits*, Alexander, Der Aufschub der Ad-hoc-Publizität bei Internal Investigations, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 2017, 2001-2006.
- Nitsch*, Michael, Schadensersatzhaftung wegen Verstoßes gegen Ad-hoc-Publizitätspflichten nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, Betriebs-Berater 2005, 785-790.
- Parmenier*, Miriam, Ad-hoc-Publizität bei Börsengang und Aktienplatzierung, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2007, 407-416.
- Petsch*, Andrea, Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten versus Geheimhaltungsinteressen des Emittenten, Baden-Baden 2012.
- Poelzig*, Dörte, Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmissbrauchsverordnung, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, 761-773.
- Retsch*, Alexander, Die Selbstbefreiung nach der Marktmissbrauchsverordnung, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, 1201-1207.
- Riesenhuber*, Karl (Hrsg), Europäische Methodenlehre, 2. Auflage, Berlin/New York 2010.
- Ripken*, Susanna Kim, The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation, 58 Baylor Law Review (2006), 139-204.
- Schimansky*, Herbert/*Bunte*, Hermann-Josef/*Lwowski*, Hans-Jürgen (Hrsg), Bankrechts-Handbuch, Band II, 5. Auflage, München 2017.
- Schmolke*, Klaus Ulrich, Das Verbot der Marktmanipulation nach dem neuen Marktmissbrauchsregime – Ziele, Kennzeichen und Problemlagen der Neuregelung in Art. 12 f., 15 MAR, Die Aktiengesellschaft 2016, 434-445.
- Private Enforcement und institutionelle Balance – Verlangt das Effektivitätsgebot des Art. 3 III EUV eine Schadensersatzhaftung bei Verstoß gegen Art. 15 MAR?, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, 721-728.
- Schneider*, Sven H., Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität“, Betriebs-Berater 2005, 897.

- Befreiung des Emittenten von Wertpapieren von der Veröffentlichungspflicht des § 15 WpHG, Betriebs-Berater 2001, 1214-1219.
- Schön*, Wolfgang (Hrsg), Rechnungslegung und Wettbewerbsschutz im deutschen und europäischen Recht, Berlin/Heidelberg 2009.
- Schröder*, Sönke, Die Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Absatz 3 WpHG, Berlin 2011.
- Schumacher*, Thorsten, Ad-hoc-Publizitätspflichten börsennotierter Fußballclubs, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2001, 769-779.
- Schwark*, Eberhard/*Zimmer*, Daniel (Hrsg), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage, München 2010.
- Seibt*, Christoph, Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc-Publizität, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 177 (2013), 388-426.
- Servatius*, Wolfgang, Strukturmaßnahmen als Unternehmensleitung, Köln/Berlin/München 2004.
- Simon*, Stefan, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13-22.
- Söhner*, Matthias, Praxis-Update Marktmissbrauchsverordnung: Neue Leitlinien und alte Probleme, Betriebs-Berater 2017, 259-266.
- Spindler*, Gerald/*Stilz*, Eberhard, Aktiengesetz Kommentar, Band 1, 4. Auflage, München 2019.
- Steinhauer*, Carsten, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, Baden-Baden 1999.
- Steinrück*, Philipp, Das Interesse des Kapitalmarkts am Aufschub der Ad-hoc-Publizität, Tübingen 2018.
- Unmuß*, Karsten (Hrsg), Corporate Compliance Checklisten, 3. Auflage, München 2017.
- Veil*, Rüdiger, Sanktionsrisiken für Emittenten und Geschäftsleiter im Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2016, 305-328.
- (Hrsg), Europäisches Kapitalmarktrecht, Tübingen 2011.
- Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung“, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 167 (2003), 365-402.
- Veith*, Alexander, Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2005, 254-259.
- Vokuhl*, Nikolai, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft, Baden-Baden 2007.
- Wertenbruch*, Johannes, Die Ad-hoc-Publizität bei der Fußball-AG, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2001, 193-195.
- Widder*, Stefan, Befreiung von der Ad-hoc-Publizität ohne Selbstbefreiungsbeschluss?, Betriebs-Berater 2009, 967-972.
- Wittig*, Arne/*Kümpel*, Siegfried (Hrsg), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln 2011.
- Wundenberg*, Malte, Perspektiven der privaten Rechtsdurchsetzung im europäischen Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2015, 124-160.
- Zöllner*, Wolfgang/*Noack*, Ulrich (Hrsg), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2/1, 3. Auflage, Köln 2010.



## **Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht**

(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem  
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)  
ISSN 1868-1778 (elektr.)

### **Bislang erschienene Hefte**

- Heft 100 Ernst-Joachim Mestmäcker, Die Wirtschaftsverfassung der EU im globalen Systemwettbewerb, März 2011, ISBN 978-3-86829-346-3
- Heft 101 Daniel Scharf, Das Komitologieverfahren nach dem Vertrag von Lissabon – Neuerungen und Auswirkungen auf die Gemeinsame Handelspolitik, Dezember 2010, ISBN 978-3-86829-308-1
- Heft 102 Matthias Böttcher, „Clearstream“ – Die Fortschreibung der Essential Facilities-Doktrin im Europäischen Wettbewerbsrecht, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-318-0
- Heft 103 Dana Ruddigkeit, Die kartellrechtliche Beurteilung der Kopplungsgeschäfte von *eBay* und *PayPal*, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-316-6
- Heft 104 Christian Tietje, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenen-system des Rechts, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-320-3
- Heft 105 Jürgen Bering/Tillmann Rudolf Braun/Ralph Alexander Lorz/Stephan W. Schill/Christian J. Tams/Christian Tietje, General Public International Law and International Investment Law – A Research Sketch on Selected Issues –, März 2011, ISBN 978-3-86829-324-1
- Heft 106 Christoph Benedict/Patrick Fiedler/Richard Happ/Stephan Hobe/Robert Hunter/Lutz Kniprath/Ulrich Klemm/Sabine Konrad/Patricia Nacimiento/Hartmut Paulsen/Markus Perkams/Marie Louise Seelig/Anke Sessler, The Determination of the Nationality of Investors under Investment Protection Treaties, März 2011, ISBN 978-3-86829-341-8
- Heft 107 Christian Tietje, Global Information Law – Some Systemic Thoughts, April 2011, ISBN 978-3-86829-354-8
- Heft 108 Claudia Koch, Incentives to Innovate in the Conflicting Area between EU Competition Law and Intellectual Property Protection – Investigation on the Microsoft Case, April 2011, ISBN 978-3-86829-356-2
- Heft 109 Christian Tietje, Architektur der Weltfinanzordnung, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-358-6
- Heft 110 Kai Hennig, Der Schutz geistiger Eigentumsrechte durch internationales Investitionsschutzrecht, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-362-3
- Heft 111 Dana Ruddigkeit, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-369-2

- Heft 112 Beatriz Huarte Melgar/Karsten Nowrot/Wang Yuan, The 2011 Update of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Balanced Outcome or an Opportunity Missed?, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-380-7
- Heft 113 Matthias Müller, Die Besteuerung von Stiftungen im nationalen und grenzüberschreitenden Sachverhalt, Juli 2011, ISBN 978-3-86829-385-2
- Heft 114 Martina Franke, WTO, China – Raw Materials: Ein Beitrag zu fairem Rohstoffhandel?, November 2011, ISBN 978-3-86829-419-4
- Heft 115 Tilman Michael Dralle, Der Fair and Equitable Treatment-Standard im Investitionsschutzrecht am Beispiel des Schiedsspruchs *Glamis Gold v. United States*, Dezember 2011, ISBN 978-3-86829-433-0
- Heft 116 Steffen Herz, Emissionshandel im Luftverkehr: Zwischen EuGH-Entscheidung und völkerrechtlichen Gegenmaßnahmen?, Januar 2012, ISBN 978-3-86829-447-7
- Heft 117 Maria Joswig, Die Geschichte der Kapitalverkehrskontrollen im IWF-Übereinkommen, Februar 2012, ISBN 978-3-86829-451-4
- Heft 118 Christian Pitschas/Hannes Schloemann, WTO Compatibility of the EU Seal Regime: Why Public Morality is Enough (but May not Be Necessary) – The WTO Dispute Settlement Case “European Communities – Measures Prohibiting the Importation and Marketing of Seal Products”, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-484-2
- Heft 119 Karl M. Meessen, Auf der Suche nach einem der Wirtschaft gemäßen Wirtschaftsrecht, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-488-0
- Heft 120 Christian Tietje, Individualrechte im Menschenrechts- und Investitionsschutzbereich – Kohärenz von Staaten- und Unternehmensverantwortung?, Juni 2012, ISBN 978-3-86829-495-8
- Heft 121 Susen Bielesch, Problemschwerpunkte des Internationalen Insolvenzrechts unter besonderer Berücksichtigung der Durchsetzung eines transnationalen Eigentumsvorbehalts in der Insolvenz des Käufers, Juli 2012, ISBN 978-3-86829-500-9
- Heft 122 Karsten Nowrot, Ein notwendiger „Blick über den Tellerrand“: Zur Ausstrahlungswirkung der Menschenrechte im internationalen Investitionsrecht, August 2012, ISBN 978-3-86829-520-7
- Heft 123 Henrike Landgraf, Das neue Komitologieverfahren der EU: Auswirkungen im EU-Antidumpingrecht, September 2012, ISBN 978-3-86829-518-4
- Heft 124 Constantin Fabricius, Der Technische Regulierungsstandard für Finanzdienstleistungen – Eine kritische Würdigung unter besonderer Berücksichtigung des Art. 290 AEUV, Februar 2013, ISBN 978-3-86829-576-4
- Heft 125 Johannes Rehahn, Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt, April 2013, ISBN 978-3-86829-587-0
- Heft 126 Yuan Wang, Introduction and Comparison of Chinese Arbitration Institutions, Mai 2013, ISBN 978-3-86829-589-4

- Heft 127 Eva Seydewitz, Die Betriebsaufspaltung im nationalen und internationalen Kontext – kritische Würdigung und Gestaltungsüberlegungen, August 2013, ISBN 978-3-86829-616-7
- Heft 128 Karsten Nowrot, Bilaterale Rohstoffpartnerschaften: Betrachtungen zu einem neuen Steuerungsinstrument aus der Perspektive des Europa- und Völkerrechts, September 2013, ISBN 978-3-86829-626-6
- Heft 129 Christian Tietje, Jürgen Bering, Tobias Zuber, Völker- und europarechtliche Zulässigkeit extraterritorialer Anknüpfung einer Finanztransaktionssteuer, März 2014, ISBN 978-3-86829-671-6
- Heft 130 Stephan Madaus, Help for Europe's Zombie Banks? – Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime, Juli 2014, ISBN 978-3-86829-700-3
- Heft 131 Frank Zeugner, Das WTO Trade Facilitation-Übereinkommen vom 7. Dezember 2013: Hintergrund, Analyse und Einordnung in den Gesamtkontext der Trade Facilitation im internationalen Wirtschaftsrecht, Oktober 2014, ISBN 978-3-86829-735-5
- Heft 132 Joachim Renzikowski, Strafvorschriften gegen Menschenhandel und Zwangsprostitution de lege lata und de lege ferenda, November 2014, ISBN 978-3-86829-739-3
- Heft 133 Konrad Richter, Die Novellierung des InvStG unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zum Außensteuergesetz, März 2015, ISBN 978-3-86829-744-7
- Heft 134 Simon René Barth, Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR, April 2015, ISBN 978-3-86829-752-2
- Heft 135 Johannes Ungerer, Das europäische IPR auf dem Weg zum Einheitsrecht Ausgewählte Fragen und Probleme, Mai 2015, ISBN 978-3-86829-754-6
- Heft 136 Lina Lorenzoni Escobar, Sustainable Development and International Investment: A legal analysis of the EU's policy from FTAs to CETA, Juni 2015, ISBN 978-3-86829-762-1
- Heft 137 Jona-Marie Winkler, Denial of Justice im internationalen Investitionsschutzrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, September 2015, ISBN 978-3-86829-778-2
- Heft 138 Andrej Lang, Der Europäische Gerichtshof und die Investor-Staat-Streitbeilegung in TTIP und CETA: Zwischen Konfrontation, Konstitutionalisierung und Zurückhaltung, Oktober 2015, ISBN 978-3-86829-790-4
- Heft 139 Vinzenz Sacher, Freihandelsabkommen und WTO-Recht Der Peru-Agricultural Products Fall, Dezember 2015, ISBN 978-3-86829-814-7
- Heft 140 Clemens Wackernagel, The Twilight of the BITs? EU Judicial Proceedings, the Consensual Termination of Intra-EU BITs and Why that Matters for International Law, Januar 2016, ISBN 978-3-86829-820-8
- Heft 141 Christian Tietje/Andrej Lang, Community Interests in World Trade Law, Dezember 2016, ISBN 978-3-86829-874-1
- Heft 142 Michelle Poller, Neuer Sanktionsrahmen bei Kapitalmarktdelikten nach dem aktuellen europäischen Marktmissbrauchsrecht - Europarechtskonformität des 1. Finanzmarktmissbrauchsrechts, Januar 2017, ISBN 978-3-86829-882-4

2017, ISBN 978-3-86829-876-5

- Heft 143 Katja Gehne/Romulo Brillo, Stabilization Clauses in International Investment Law: Beyond Balancing and Fair and Equitable Treatment, März 2017, ISBN 978-3-86829-885-7
- Heft 144 Kevin Crow/Lina Lorenzoni Escobar, International Corporate Obligations, Human Rights, and the Urbaser Standard: Breaking New Ground?, ISBN 978-3-86829-899-4
- Heft 145 Philipp Stegmann, The Application of the Financial Responsibility Regulation in the Context of the Energy Charter Treaty – Case for Convergence or “Square Peg, Round Hole”?, September 2017, ISBN 978-3-86829-913-7
- Heft 146 Vinzenz Sacher, Neuer Kurs im Umgang mit China? Die Reformvorschläge zum EU-Antidumpingrecht und ihre Vereinbarkeit mit WTO-Recht, Oktober 2017, ISBN 978-3-86829-918-2
- Heft 147 Maike Schäfer, Die Rechtsstellung des Vereinigten Königreiches nach dem Brexit in der WTO: Verfahren, Rechtslage, Herausforderungen, November 2017, ISBN 978-3-86829-924-3
- Heft 148 Miriam Elsholz, Die EU-Verordnung zu Konfliktmineralien Hat die EU die richtigen Schlüsse aus bestehenden Regulierungsansätzen gezogen?, Dezember 2017, ISBN 978-3-86829-926-7
- Heft 149 Andreas Kastl, Brexit - Auswirkungen auf den Europäischen Pass für Banken, April 2018, ISBN 978-3-86829-936-6
- Heft 150 Jona Marie Winkler, Das Verhältnis zwischen Investitionsschiedsgerichten und nationalen Gerichten: Vorläufiger Rechtsschutz und Emergency Arbitrator, April 2018, ISBN 978-3-86829-946-5
- Heft 151 Hrabrin Bachev, Yixian Chen, Jasmin Hansohm, Farhat Jahan, Lina Lorenzoni Escobar, Andrii Mykhailov, Olga Yekimovskaya, Legal and Economic Challenges for Sustainable Food Security in the 21st Century, DAAD and IAMO Summer School, April 2018, ISBN (elektr.) 978-3-86829-948-9
- Heft 152 Robin Misterek, Insiderrechtliche Fragen bei Unternehmensübernahmen Transaktionsbezogene Nutzung und Offenlegung von Insiderinformationen unter der Marktmissbrauchsverordnung, April 2018, ISBN 978-3-86829-949-6
- Heft 153 Christian Tietje, Vinzenz Sacher, The New Anti-Dumping Methodology of the European Union – A Breach of WTO-Law?. Mai 2018, ISBN 978-3-86829-954-0
- Heft 154 Aline Schäfer, Der Report of the Human Rights Council Advisory Committee on the activities of vulture funds and the impact on human rights (A/HRC/33/54): Hintergrund, Entwicklung, Rechtsrahmen sowie kritische völkerrechtliche Analyse, Juni 2018, ISBN 978-3-86829-957-1
- Heft 155 Sabrina Birkner, Der Einwirkungserfolg bei der Marktmanipulation im Kontext nationalen und europäischen Rechts, Juli 2018, ISBN 978-3-86829-960-1

- Heft 156 Andrej Lang, Die Autonomie des Unionsrechts und die Zukunft der Investor-Staat-Streitbeilegung in Europa nach Achmea, Zugleich ein Beitrag zur Dogmatik des Art. 351 AEUV, Juli 2018, ISBN 978-3-86829-962-5
- Heft 157 Valentin Günther, Der Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Europäischen Union – Investitionskontrolle in der Union vor dem Hintergrund kompetenzrechtlicher Fragen, August 2018, ISBN 978-3-86829-965-6
- Heft 158 Philipp Tamblé, Les dispositions sur le droit de la concurrence dans les accords d'intégration régionale, August 2018, ISBN 978-3-86829-967-0
- Heft 159 Georgios Psaroudakis, Proportionality in the BRRD: Planning, Resolvability, Early Intervention, August 2018, ISBN 978-3-86829-969-4
- Heft 160 Friedrich G. Biermann, Wissenszurechnung im Fall der Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR, März 2019, ISBN 978-3-86829-987-8
- Heft 161 Leah Wetenkamp, IPR und Digitalisierung. Braucht das internationale Privatrecht ein Update?, April 2019, ISBN 978-3-86829-987-8
- Heft 162 Johannes Scholz, Kryptowährungen – Zahlungsmittel, Spekulationsobjekt oder Nullum? Zivilrechtliche und aufsichtsrechtliche Einordnung sowie Bedürfnis und mögliche Ausgestaltung einer Regulierung, Mai 2019, ISBN 978-3-86829-996-0
- Heft 163 Nicolaus Emmanuel Schubert, Aufschub von Ad-hoc-publizitätspflichtigen Informationen – Notwendigkeit, Probleme und Risiken, Mai 2019, ISBN 978-3-86829-998-4

Die Hefte 1 bis 99 erhalten Sie als kostenlosen Download unter:

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/forschungen-und-publikationen/beitr%C3%A4ge-transnationalen-wirtschaftsrecht>