

Dr. Oliver Wilken, RA, und Dr. Sebastian Hagemann, RA

Compliance-Verstöße und Insiderrecht

Compliance-Verstöße können erheblich sein. In ihrer Aufbereitung erfordern diese Verstöße einen Spagat zwischen wirtschaftlich notwendigem Krisenmanagement und der Beachtung zwingenden Rechts. Dies ist anspruchsvoll und haftungsträchtig. Ein Dilemma, das zu oft unterschätzt wird – mit zum Teil fatalen Konsequenzen. Der Beitrag zeigt relevante Fragen der Ad-hoc-Publizität bei der Aufbereitung von Compliance-Verstößen auf und führt sie praxisorientierten Lösungen zu (unter I.). Anschließend wird untersucht, welche Schwierigkeiten sich für geschädigte Investoren bei der Geltendmachung von Ersatzansprüchen ergeben (unter II.).

I. Ad-hoc-Publizität bei Compliance-Verstößen

1. Mögliche Insiderinformationen

Compliance-Verstöße werden dem Grunde nach regelmäßig ruck- und explosionsartig aufgedeckt und dem Inhalt nach erst sukzessive aufgeklärt. Volkswagens „Dieselgate“ steht symptomatisch für eine solche Entwicklung. Die nur sukzessive Aufklärung könnte sich so zu einem „Insidergate“ entwickeln.

Unter Annahme eines entsprechenden Geschehensablaufs können bei Compliance-Verstößen verschiedene Ereignisse als mitteilungspflichtige Insiderinformationen klassifizierbar sein.

Grundlage ist § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG. Hiernach sind Inlandsemitenten von Finanzinstrumenten verpflichtet, Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen („Ad-hoc-Publizität“). § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG umschreibt eine Insiderinformation als eine konkrete Information mit Emittentenbezug und der Eigenschaft zur erheblichen Kursbeeinflussung.¹

Sinn und Zweck dieser Regelungen zur Ad-hoc-Publizität ist Markttransparenz² durch informatorische Anlegergleichbehandlung. Anleger sollen informationssymmetrisch Risiko und Chance bewerten und informierte Anlageentscheidungen treffen können. Dies ist wesentliche Voraussetzung eines funktionierenden Marktes.

a) Strafzahlungen, Bußgeld, Schadensersatz etc.

Geldbußen, zivilrechtliche Ersatzansprüche und strafrechtliche Sanktionen sind übliche Nachwirkungen von Compliance-Verstößen und können – insoweit noch unproblematisch – eine eigenständige Ad-hoc-Publizität begründen.³ So führt etwa die BaFin „erhebliche außerordentliche Aufwendungen (z.B. nach Großschäden oder Aufdeckungen krimineller Machenschaften)“ der Emittentin sowie „Aufwendungen aufgrund des Ausgangs eines für das Unternehmen existenziellen Prozesses“ als Katalogtatbestand eines Ereignisses mit erheblichem Preisbeeinflussungspotenzial.⁴ Eine erhebliche Kursbeeinflussung wird in diesem Zusammenhang bei einem prognostizierbaren Kursauschlag ab 5% angenommen.⁵

Entsprechende Nachwirkungen können demnach rechtlich unabhängig von dem ursächlichen Pflichtverstoß eine Insiderinformation begründen. Der Compliance-Verstoß selbst ist dann allein faktische

Ursache und die wirtschaftliche Belastung mit der konkreten Aufwendung eigentlicher Inhalt der Insiderinformation.

aa) Zukünftige Aufwendungen

Vorbezeichnete Aufwendungen lassen jedoch nicht erst mit ihrer Realisierung eine mitteilungspflichtige Insiderinformation entstehen. Vielmehr begründen nach § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG bei hinreichender Eintrittswahrscheinlichkeit auch zukünftige Umstände eine Insiderinformation. Die vitale Kontroverse um die zutreffende Konkretisierung hinreichender Eintrittswahrscheinlichkeit⁶ und etwaiger Korrelation zwischen zu erwartender Detonationswirkung einer Insiderinformation und ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit (sog. „probability/magnitude-test“)⁷ gilt nach der „Daimler/Gelt“-Entscheidung des EuGH als beendet.⁸ Grundfrage der Entscheidung war, ob bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen (sog. „gestreckte Sachverhalte“) bereits (zukünftige) Zwischenschritte eine Insiderinformation i.S.v. § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG darstellen können. Im Vorabentscheidungsverfahren zur o.g. Entscheidung hat der EuGH die Anwendbarkeit des „probability/magnitude-test“ abgelehnt⁹ und damit eine differenzierte Betrachtung von Eintrittswahrscheinlichkeit und Kursbeeinflussungspotenzial gestärkt.¹⁰ Die Eintrittswahrscheinlichkeit ist nach dem EuGH anzunehmen, soweit eine „umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie [= die Ereignisse, Anm. d. Verf.] in Zukunft existieren oder eintreten werden“.¹¹ Auf einen Wahrscheinlichkeitsgrad hat sich der EuGH nicht festgelegt, eine besonders hohe Wahrscheinlichkeit sei allerdings nicht zu verlangen.¹² Der BGH macht sich dies unter Aufhebung seiner bisherigen Rechtsprechung zu eigen. Danach müsse zwar „eher mit dem Eintreten des künftigen Ereignisses als mit seinem Ausbleiben zu rechnen sein, aber die Wahrscheinlichkeit muss nicht zusätz-

1 Die ab dem 3.7.2016 geltende Marktmissbrauchsverordnung (MAR) greift den Begriff der Insiderinformation inhaltlich in Art. 7 Abs. 1 (a) auf. Durch die MAR werden Freiverkehrsemitenten in die Ad-hoc-Publizität einbezogen, so dass der Anwendungsbereich künftig deutlich erweitert wird.

2 Assmann, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 15, Rn. 2.

3 Für Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung Hilgendorf, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl. 2013, § 13 WpHG, Rn. 115.

4 BaFin-Emitentenleitfaden i. d. F. vom 22.7.2013, IV.2.2.4, S. 53 ff.

5 Vgl. Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 154.

6 Vormalig für eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50%, BGH, 25.2.2008 – II ZB 9/07, BB 2008, 855 m. BB-Komm. Widder, WM 2008, 641, NZG 2008, 300, NJW-RR 2008, 865. Für eine „deutlich mehr als bloß überwiegende Wahrscheinlichkeit“ hingegen OLG Stuttgart, 15.2.2007 – 901 Kap 1/06, BB 2007, 565, 571 m. BB-Komm. Widder; Veil, AG 2006, 690, 694.

7 Bejahend Fleischer, NZG 2007, 401, 405; a.A. Assmann, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 13, Rn. 25b; Leuering, DStR 2008, 1287, 1290; Kocher/Widder, BB 2012, 1817, 1821.

8 Kocher/Widder, BB 2012, 2837 ff.

9 EuGH, 28.6.2012 – C-19/11, BB 2012, 1817 m. BB-Komm. Kocher/Widder, BKR 2012, 338, 342, Rn. 50f.

10 Frowein, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation 2. Aufl. 2013, § 10, Rn. 17, S. 236.

11 EuGH, 28.6.2012 – C-19/11, BB 2012, 1817 m. BB-Komm. Kocher/Widder, BKR 2012, 338, 342, Rn. 50f.

12 EuGH, 28.6.2012 – C-19/11, BB 2012, 1817 m. BB-Komm. Kocher/Widder, BKR 2012, 338, 342, Rn. 46f.

lich hoch sein“.¹³ Auf dieser Basis ist somit – auch, wenn der II. Zivilsenat ausdrücklich keinen Wahrscheinlichkeitsgrad benennt – eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 50%+X erforderlich.¹⁴

bb) Anwendbarkeit auf Nachwirkungen von Compliance-Verstößen

Entwickelt wurden vorstehende Grundsätze anhand der Fallgruppe sog. „gestreckter Geschehensabläufe“. Ob und wie dies bei der Aufdeckung von Compliance-Verstößen übertragbar ist, ist bislang ungeklärt.¹⁵

Unter einem gestreckten Sachverhalt wird allgemein ein mehrstufiger Geschehensablauf verstanden, der durch sukzessive Verwirklichung einzelner Zwischenschritte in ein gegebenenfalls mitteilungspflichtiges (End-)Ereignis mündet.¹⁶ Für diese Fallgruppe hatten sich Rechtsprechung und Schrifttum mit der Frage auseinanderzusetzen, unter welchen Voraussetzungen auch zukünftige Zwischenschritte als kursrelevante Insiderinformationen zu klassifizieren sind.

Ausgangspunkt der zugrunde liegenden Entscheidung des EuGH und Basis der entwickelten Grundsätze ist, dass das Endergebnis sich noch nicht realisiert hat – und auch nicht notwendigerweise realisieren muss. Bei der Aufdeckung von Compliance-Verstößen hingegen verhält sich der Sachverhalt zuweilen umgekehrt: Die Aufdeckung des Verstoßes steht als umfassendes Ereignis – quasi als „Urknall“ – am Anfang einer Kausalkette und setzt weitere Geschehensabläufe in Gang. Vergleichbar sind die Sachverhalte insoweit, als dass eine Kausalkette ausgelöst wird. In beiden Konstellationen stellt sich die Frage, ob zukünftige, in Zusammenhang mit dem Hauptereignis stehende Zwischenschritte/Nachwirkungen aus sich heraus bereits eine Insiderinformation darstellen. Eine Übertragbarkeit der Grundsätze ist daher möglich und angezeigt, allerdings für Compliance-Verstöße nach dem unterstellten Geschehensablauf mit unterschiedlicher Ausprägung: Der Aufdeckung des Compliance-Verstoßes ist die gesteigerte Eintrittswahrscheinlichkeit von Nachwirkungen immanent. Dies gilt umso mehr, da, anders als etwa bei noch ausstehenden Gremienbeschlüssen, die Belastung mit Strafzahlungen, Bußgeldern und Schadenersatzansprüchen nicht (mehr) im Machtbereich des Emittenten liegt.

Wendet man die Rechtsprechung von EuGH und BGH in Sachen Daimler/Geltl an, kann nach obigen Grundsätzen schon im Zeitpunkt des Compliance-Verstoßes – und ohne, dass sich die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Folgeaktion aus weiteren Umständen konkretisiert hätte¹⁷ – eine kursrelevante Insiderinformation in Gestalt zukünftiger Nachwirkungen vorliegen.

Nach dem BGH ist nicht allein auf die Eintrittswahrscheinlichkeit, sondern auch „auf Regeln der allgemeinen Erfahrung“ abzustellen.¹⁸ Erfahrungsgemäß zieht ein bedeutender Gesetzesverstoß signifikante – mit anderen Worten: kurserhebliche – Straf-/Bußgeldzahlungen sowie Schadenersatzansprüche nach sich. Es ist somit nicht abseitig, dass diese zukünftigen Aufwendungen, und zwar bereits ohne jede weitere Konkretisierung, eine mitteilungspflichtige Insiderinformation begründen. Einer Ad-hoc-Publizität steht jedenfalls nicht entgegen, dass sich die Aufwendungen zu diesem Zeitpunkt noch nicht realisiert haben.¹⁹

b) Strafbarkeit und Strafverfolgung von Leitungsorganen

Auch strafbare Handlungen von einzelnen oder mehreren Organmitgliedern des Emittenten oder von Dritten, welche durch Organmit-

glieder des Emittenten hierzu angestiftet wurden, kommen grundsätzlich als Gegenstand einer Ad-hoc-Mitteilung in Betracht.²⁰ Nach vorherrschender Auffassung steht in diesem Zusammenhang höherrangiges Recht einer zwingenden Ad-hoc-Publizität entgegen.²¹ Insoweit wird auf den „Nemo-tenetur“-Grundsatz, nach welchem niemand verpflichtet ist, sich selbst zu belasten oder an der Aufklärung eines ihm zur Last gelegten Sachverhalts mitzuwirken, hingewiesen.²² § 15 Abs. 1 WpHG verpflichtet indes den Emittenten und nicht etwa ein einzelnes Vorstandsmitglied – dieses ist sicher von der Verpflichtung zur Mitwirkung an der Ad-hoc-Mitteilung zu befreien.²³ Nicht einzu- sehen ist jedoch, dass sich der Emittent zulasten eines informierten Kapitalmarkts ein etwaiges Auskunftsverweigerungsrecht einzelner Organmitglieder zu eigen machen darf.

Schon dem Grunde nach unanwendbar ist somit der „Nemo-tenetur“-Grundsatz hinsichtlich der Mitteilung über die Eröffnung eines – wie auch immer gearteten – Ermittlungsverfahrens, speziell eines staatsanwaltlichen Ermittlungsverfahrens. Schließlich handelt es sich hierbei um eine objektive Tatsache, und zwar ohne eine ergänzend selbstbelastende Offenbarungspflicht.

c) Konkreter Compliance-Verstoß

Ebenso bedeutend ist die Frage, ob ein konkreter Compliance-Verstoß – und zwar schon zum Zeitpunkt seiner Aufdeckung oder in der unmittelbaren Nachphase – als mitteilungspflichtige Insiderinformation zu qualifizieren ist.

Im Gegensatz zu einem gerade aufgedeckten, konkreten Compliance-Verstoß sind daraus resultierende Folgekosten/Sanktionen erst, aber auch zumindest *ab* einem bestimmten Zeitpunkt relativ konkret bezifferbar. Die finanziellen Belastungen tragen somit *ab* einem bestimmten Zeitpunkt ein Preisschild bzw. einen Preisrahmen, dessen Auswirkungen auf die finanzanalytische Bewertung des Emittenten *ab* diesem Zeitpunkt relativ präzise einzuschätzen ist.²⁴

Entscheidend ist auch hier das Kursbeeinflussungspotenzial des Compliance-Verstoßes und somit, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung gemäß § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG berücksichtigen würde („Reasonable Investor-Test“).

Ist der Geschehensablauf so, dass – wie bislang unterstellt – der Gesetzesverstoß feststeht und lediglich sein Ausmaß sowie mögliche Folgekosten Gegenstand der weiteren Aufklärung sind, ist dieser aus sich heraus notwendiger Gegenstand einer Ad-hoc-Mitteilung.²⁵ Deutlich wird dies nicht zuletzt darin, dass nach Aufdeckung von Compliance-Verstößen unmittelbare und drastische Kursstürze zu beobachten sind. Alternativursachen sind in der Praxis kaum begründbar. Zumal

13 BGH, 23.4.2013 – II ZB 7/09, BB 2013, 1483 m. BB-Komm. Widder, NZG 2013, 708, 712, Rn. 29.

14 Ihrig/Kranz, AG 2013, 515, 517; Hitzer, NZG 2012, 860, 862; Schall, ZIP 2012, 1286, 1288.

15 Bejahend wohl Schockenhoff, NZG 2015, 409, 412.

16 Statt vieler Klöhn, in: KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 13, Rn. 63.

17 A. A. wohl Schockenhoff, NZG 2015, 410, 413.

18 BGH, 23.4.2013 – II ZB 7/09, BB 2013, 1483 m. BB-Komm. Widder, NZG 2013, 708, 712, Rn. 29.

19 So sind nach der „Lafonta“-Entscheidung des EuGH schon solche Informationen mitteilungspflichtig, deren Richtung der Kursbeeinflussung noch nicht bestimmt werden kann. Vgl. EuGH, 11.3.2015 – C-628/13, BB 2015, 714 ff.

20 Vgl. Pfüllner, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2009, § 15, Rn. 229.

21 Vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 15, Rn. 91; Pfüllner, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2009, § 15, Rn. 229.

22 Vgl. BVerfG, 13.1.1981 – 1 BvR 116/77, NJW 1981, 1431 f.; BGH, 13.5.1996 – GSS 1/96, NJW 1996, 2940.

23 Vgl. Seibt/Cziupka, AG 2015, 93, 102; Klöhn, ZIP 2015, 1145, 1154.

24 Klöhn, ZIP 2015, 1145, 1151.

25 Bicker, AG 2012, 542, 546; Winter, in: FS Hüffer, 2010, S. 1103, 1106; Fleischer, CCZ 2008, 1, 6.

– ungeachtet der anzulegenden ex-ante-Perspektive – sich faktisch einstellende erhebliche Kursbewegungen nach Bekanntwerden der Tatsache als wesentliches Indiz für eine entsprechende Prognose oder ein etwaiges Insidergeschäft auswirken.²⁶

Bei Aufdeckung eines Compliance-Verstoßes kursbeeinflussenden Ausmaßes ist dem Vorstand demnach ungeachtet entgegenstehender wirtschaftlicher Erwägungen und unvollständiger Sachverhaltsaufklärung grundsätzlich dringend anzuraten, den ermittelten Kenntnisstand ad hoc mitzuteilen.

d) Unzureichendes Compliance-System als solches

Stellt sich im Rahmen der Aufdeckung eines (konkreten) Compliance-Verstoßes heraus, dass dieser selbst wiederum aufgrund eines unzureichenden Compliance-Systems unentdeckt geblieben ist und sich u.U. aus diesem Grund weiter perpetuiert hat, kann auch dies für sich genommen notwendiger Inhalt einer Ad-hoc-Mitteilung sein. Es entspricht schließlich der Verantwortlichkeit der Leitungsorgane, ein effektives System zur Aufdeckung von Gesetzesverstößen zu installieren, zu überwachen und einen entsprechenden Informationsfluss zu gewährleisten.²⁷

Stellt sich nun bei Aufarbeitung eines signifikanten Compliance-Verstoßes heraus, dass das Überwachungssystem inhärent ungeeignet ist, hat dies zum einen negativen Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens. Zum anderen besteht das Risiko weiterer und bislang unentdeckter Verstöße. Jeder Umstand für sich oder – unter Berücksichtigung der Fallgruppe komplexer Sachverhalte²⁸ – beide kumuliert, können im Einzelfall dazu führen, dass in dem unzureichenden Compliance-System eine kurserhebliche Insiderinformation vorliegt.²⁹

e) Compliance-Untersuchungen

Auch wenn ein fraglicher Gesetzesverstoß nicht abschließend feststeht, können bereits anlassbezogene Compliance-Untersuchungen für sich genommen eine kursbeeinflussende Insiderinformation darstellen.

In dieser Fallkonstellation bietet sich ein Rückgriff auf die bereits angesprochene Rechtsprechung zu gestreckten Sachverhalten an.³⁰ Voraussetzung ist, dass die Untersuchungen hinreichend konkretisiert sind und sich als Zwischenschritt zur Feststellung des wahrscheinlichen Verstoßes darstellen. Ob am Ende der Untersuchungen ein Verstoß feststeht, ist unerheblich.³¹ Schließlich ist nicht abwegig, dass auch schon entsprechende Untersuchungen im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens selbst Kursrelevanz aufweisen und dies nicht allein mit Blick auf das spätere Untersuchungsergebnis. Zutreffend verweisen insbesondere *Kocher/Widder* auf die schon in diesem Stadium erheblichen Untersuchungskosten und Reputationschäden.³²

f) Sonderfall: Folge-Ad-hoc-Publizität aufgrund vorsätzlich unzureichender Ad-hoc-Mitteilung

Lässt sich im Einzelfall eine vorsätzliche Verletzung einer Ad-hoc-Pflicht nachweisen – und ist es in der Zwischenzeit zu einem nennenswerten Kursverfall der Aktie gekommen –, stellt sich die Frage, ob nicht wiederum dieser Umstand, somit die vorsätzliche Pflichtverletzung verbunden mit einer enorm hohen Schadensersatzpflicht nach § 37b WpHG, eigenständig und zusätzlich ad-hoc-pflichtig ist. Abseitig ist dies nicht, denn: Dem Emittenten obliegt, will er sich vollends pflichtgerecht verhalten, eine umfassende Mitteilungspflicht.

Dies käme zwar mehr oder weniger einem zwingenden öffentlichen Schuldanerkenntnis der Leitungsorgane in Bezug auf den vergangenen Pflichtverstoß und die zu Unrecht unterlassene Ad-hoc-Mitteilung gleich. Ein solches „public shaming“ ist im System der Kapitalmarktinformation neuerdings gerade gewollt. Insbesondere unter Berücksichtigung der Marktmissbrauchsverordnung ist ein „deterrent effect“ durch öffentlichen Pranger nicht fernliegend, sondern wird mit Wirksamwerden der Verordnung in anderem Zusammenhang geltendes Recht.³³ Einer notwendigen Folge-Ad-hoc-Publizität wäre zumindest der gleiche Abschreckungseffekt zuzugestehen. Will der Emittent dieses Schuldanerkenntnis vermeiden, begibt er sich – wieder und erneut – in die Gefahr, bei fortlaufend signifikantem Kursverfall auch für diesen haftbar zu sein. Eine demnach zwingende Offenbarungs-Ad-hoc diente damit auch der Disziplinierung der Leitungsorgane.

Der Gedanke verfestigt sich, nimmt man den Aktionärsschutz in den Schutzzweck des § 15 WpHG auf.³⁴ Dann aber ist die Information darüber, ob der Emittent in Krisensituationen seiner Ad-hoc-Publizität gerecht wird, wesentliche Grundlage einer informierten Anlageentscheidung.

In Fällen der Missachtung kann sich das Thema „vorsätzlich unzureichende Ad-hoc-Mitteilung“ verselbstständigen und – bei anhaltenden Kursverlusten – ein Insolvenzrisiko des Emittenten auslösen.

2. Keine Gefahr einer „Ad-hoc-Inflation“

Die Vielzahl der möglichen, mitteilungspflichtigen Ereignisse bei der Aufdeckung von Compliance-Verstößen könnte zwar eine Überflutung des Marktes mit Ad-hoc-Mitteilungen befürchten lassen. Es ließe sich vertreten, dass allein die Fülle an Mitteilungen geeignet sei, die Aktionäre zu verwirren und auf diese Weise den Sinn der Ad-hoc-Publizität in das Gegenteil zu verkehren.³⁵

Richtigerweise darf eine Ad-hoc-Mitteilung jedoch nicht trivialisiert oder gar als Marketingtool der Krisenkommunikation missbraucht werden. Bei Lichte betrachtet ist dies keine Frage der Häufigkeit von Mitteilungen, sondern der Relevanz der jeweils mitgeteilten Information und der jeweiligen Art der Darstellung. Schließlich kann der Aktionär eine informierte Anlageentscheidung nur in Kenntnis aller kurserheblichen Informationen treffen.

Gerade in Fällen und Stadien der Unternehmenskrise ist eine gesteigerte Ad-hoc-Publizität anerkanntermaßen angezeigt.³⁶ Die sukzessive Aufdeckung eines hier im Fokus stehenden Compliance-Verstoßes ist mit Blick auf die Dynamik des Prozesses und die Fülle an wirtschaftlich relevanten Informationen mit den Geschehensabläufen einer Unternehmenskrise vergleichbar. Gerade während der laufenden

26 BGH, 27.1.2010 – 5 StR 224/09, AG 2010, 249, 250, Rn. 16; *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 13, Rn. 55.

27 *Kort*, in: FS Hopt, 2010, S. 983, 987; *Winter*, in: FS Hüffer, 2010, S. 1104, 1106.

28 *Pfüller*, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2009, § 15, Rn. 97.

29 So im Ergebnis wohl auch *Klöhn*, der es für praktisch schwer vorstellbar erachtet, dass ein mangelhaftes Compliance-System Gegenstand eines formellen Selbstbefreiungsbeschlusses ist, was grds. voraussetzt, dass es sich dabei um eine Insidertatsache handelt, ZIP 2015, 1145, 1152.

30 Vgl. auch *Schockenhoff*, NZG 2015, 409, 412 f.

31 BGH, 23.4.2013 – II ZB 7/09, BB 2013, 1483 m. BB-Komm. *Widder*, NZG 2013, 708, 712.

32 *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837, 2840.

33 So sieht Art. 34 Abs. 1 MAR vor, dass Behörden grundsätzlich Sanktionierungen von Verstößen auf ihrer offiziellen Website über einen Zeitraum von fünf Jahren veröffentlichen.

34 Vgl. *Klöhn*, ZIP 2015, 1145, 1152 f. m. w. N.; *ders.*, in: KK-WpHG, 2. Aufl. 2014, § 15, Rn. 266.

35 So zu gestreckten Sachverhalten und mit Bezug auf die Entscheidung des EuGH in Sachen *Daimler/Geltl Szesny*, GWR 2012, 292; a. A. *Heider/Hirte*, GWR 2012, 429, 431.

36 *Kocher/Widder*, NZI 2010, 925 ff.

Aufarbeitung eines Compliance-Verstoßes darf sich kein Herrschaftswissen bilden. Es ist ein gesteigerter Transparenzmaßstab zu beachten, dem notwendigerweise auch eine erhöhte Zahl an Ad-hoc-Meldungen folgen muss. In „einer – einzigen – Ad-hoc“ ist ein typischerweise komplexer und eben sukzessiv vollends zu Tage tretender Sachverhalt gar nicht darstellbar.

Für eine Verwirrung der Anleger dürfte weniger die Häufigkeit an ad hoc gemeldeten Informationen, sondern vielmehr die Darstellung der Mitteilungen verantwortlich sein. So ist auch nicht vertretbar, dass eine pauschale Ad-hoc-Mitteilung zur Aufdeckung eines Compliance-Verstoßes schon pauschal auch die weitere Information (ad hoc) betreffend die Kosten späterer Zivilprozesse entbehrlich macht. Vielmehr können und werden regelmäßig bei diesem Geschehensablauf auch nachfolgend weitere meldepflichtige Ereignisse entstehen.³⁷

3. Kenntnis des Meldepflichtigen

Die Mitteilung einer Information setzt naturgemäß ihre Kenntnis voraus.

Bei der Aufdeckung von Compliance-Verstößen ist die Weiterleitung und/oder unmittelbare Veröffentlichung der Insiderinformation im Regelfall misslungen. Anderenfalls hätte sich der Geschehensablauf nicht so entwickeln oder unentdeckt bleiben können. Damit kommt es auf die Frage von Informationsfluss und Wissenszurechnung im Verband und Konzern an.

Die allgemein durch die Rechtsprechung erarbeiteten Grundsätze der Wissensaufspaltung in arbeitsteiligen Organisationen rücken den Verkehrsschutz in den Vordergrund.³⁸

Demnach wird durch einen Organvertreter etwa vermitteltes „typischerweise aktenmäßig festgehaltenes Wissen“³⁹ oder jede Information, die hätte verfügbar gemacht werden können, dauerhaft zugerechnet.⁴⁰ Nur so lässt sich die strukturelle Besonderheit der organisatorischen Aufspaltung in personeller und zeitlicher Hinsicht ausgleichen. Einmal erlangtes Wissen schließt die Verpflichtung ein, seine Verfügbarkeit zu organisieren; kommt die juristische Person dieser Pflicht nicht nach, muss sie sich so behandeln lassen, als hätte sie Kenntnis.⁴¹

a) Zurechnung von Mitarbeiterwissen

Nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG ist der Emittent selbst Adressat der Meldepflicht von Insiderinformationen. Ist die Information bei der Emittentin an einer Stelle entstanden, die keine Entscheidungsberechtigung über die Veröffentlichung der Mitteilung hat, verlangt der Emittentenleitfaden der BaFin, dass die entsprechende Informationsweiterleitung durch eine unternehmensinterne Organisation gewährleistet ist.⁴² Der Emittent ist damit verpflichtet, eine organisatorische Struktur der Informationsgewinnung und Weiterleitung zu schaffen, um die notwendige Veröffentlichung zu gewährleisten.⁴³ Dies entspricht dem Pflichtenkreis der Leitungsorgane.⁴⁴ Entsteht eine Insiderinformation innerhalb der Gesellschaft und ein Mitarbeiter erlangt Kenntnis hiervon oder ist er sogar Urheber des Entstehens der Information, hat nach oben stehenden Grundsätzen auch die Gesellschaft unmittelbar Kenntnis von der Information und muss diese unverzüglich melden. Dies lässt den Schluss zu, dass es allein auf das Vorliegen einer Insiderinformation und nicht auf die Frage der Wissenszurechnung an sich ankommt.⁴⁵ Für das primäre Bestehen einer Mitteilungspflicht mag dies zutreffen. Auf Sekundärebene, konkret für ein

Verschulden gemäß § 37b Abs. 2 WpHG⁴⁶, wird dies regelmäßig erheblich.⁴⁷

Voraussetzung ist, dass es sich hierbei um „typischerweise aktenmäßig festgehaltenes“ Wissen handelt.⁴⁸ Stellt sich die Information als ein planmäßiges Vorgehen dar, das in seiner Umsetzung die Mitwirkung einer größeren Zahl von Mitarbeitern erfordert, ist von einem solchen aktenmäßigen Festhalten zweifelsohne auszugehen. Dass ein komplexer Vorgang vollständig abgekoppelt von einer aktenmäßigen Dokumentation und ohne Kenntnis hiervon auf verschiedenen Ebenen abläuft, kann nicht ernsthaft behauptet werden. Ob der Vorstand, dem die Erfüllung der Mitteilungspflicht in der Regel zufällt, von der Information Kenntnis erlangt, ist demnach unbedeutend.

Gleichsam besteht für den Vorstand eine Informationsabfragepflicht bei Verdacht auf bestehende Insiderinformationen.⁴⁹ Diese Pflicht kann beispielhaft entstehen, wenn auf Produktionsebene Zielvorgaben erfüllt werden, die bei objektiver Betrachtung nicht oder nur schwer zu den kalkulierten Kosten erfüllt werden können. In diesem Fall ist der Verdacht einer unsauberen oder manipulierten Zielerreichung so stark erhärtet, dass es sich bereits um eine Insiderinformation im Sinne von § 13 WpHG handeln kann. Als Ausführungsorgan der Publizitätspflichten fällt diese potentielle Insiderinformation in den Bereich wesentlicher Informationen des Vorstandes. Für ihn ist im Beispiel auch erkennbar, dass diese Information innerhalb der Gesellschaft vorhanden ist, sodass den Vorstand eine Abfragepflicht trifft. Ein Berufen auf Unkenntnis ist damit unmöglich.

b) Wissenszurechnung im Konzern

Anderes gilt für eine Wissenszurechnung im Konzern.⁵⁰ Eine Zurechnung von Wissen innerhalb eines Konzernverbundes, beispielsweise das Wissen des Vorstandes der Tochtergesellschaft zur Muttergesellschaft, ist nur denkbar, wenn die Tochtergesellschaft derart intensiv von der Muttergesellschaft beherrscht wird, dass diese sich die Informationen jederzeit und ohne Probleme beschaffen könnte oder die Gesellschaft eigene Aufgaben auf eine Konzerngesellschaft outsourct.⁵¹ Eine Ad-hoc-Publizitätspflicht für die Muttergesellschaft entsteht somit nicht bereits durch Entstehen einer Insidertatsache bei der Tochtergesellschaft. Eine Wissenszurechnung im Konzern kommt demnach nur dann in Betracht, wenn eine Konzerngesellschaft entsprechende Daten bei einer anderen Konzerngesellschaft „routinemäßig

37 Kocher/Widder, BB 2012, 2837, 2840.

38 BGH, 8.12.1989 – V ZR 246/87, BGHZ 109, 327, 331, DNotZ 1991, 122, 123; BGH, 2.2.1996 – V ZR 239/94, BGHZ 132, 30, 35 ff., BB 1996, 924; vgl. Schwintowski, ZIP 2015, 617, 619 ff.

39 BGH, 8.12.1989 – V ZR 246/87, BGHZ 109, 327, 331, DNotZ 1991, 122, 123.

40 Schneider, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl. 2013, § 3, Rn. 62.

41 Vgl. Schwintowski, ZIP 2015, 617, 621.

42 BaFin-Emittentenleitfaden i. d. F. vom 22.7.2013, IV.6.3., S. 70.

43 Schneider, in: Habersack/Mülbart/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation 2. Aufl. 2013, § 3, Rn. 60.

44 Vgl. Bicker, AG 2012, 542, 550; Buck-Heeb, CCZ 2009, 18, 22.

45 Spindler/Speier, BB 2005, 2031, 2032.

46 Die Vorschrift sieht eine Beweislastumkehr anhand der jeweils von den Beteiligten beherrschten Verantwortungsbereichen zulasten des Emittenten vor; vgl. RegE 4. FFG, BT-Drs. 14/807, 93.

47 Buck-Heeb, CCZ 2009, 18, 22. Im forensischen Verfahren dürfte der Versuch einer Exkulpation mit Nichtwissen indes ungeschickt sein; würde damit doch eine Verletzung der Organisationspflicht gerade dokumentiert.

48 BGH, 8.12.1989 – V ZR 246/87, BGHZ 109, 327, 331, DNotZ 1991, 122, 123.

49 Bicker, AG 2012, 542, 547.

50 Unabhängig hiervon ist die Streitfrage der Verantwortlichkeit des Konzernvorstands für ein konzernweites Compliance-System zu behandeln; vgl. Mader, WM 2015, 2074 ff.; Schneider, NZG 2009, 1321, 1325; Fleischer, CCZ 2008, 1, 6; Bicker, AG 2012, 542, 550.

51 Vgl. Verse, AG 2015, 413, 419; Spindler/Speier, BB 2005, 2031, 2032; BGH, 13.10.2000 – V ZR 349/99, BB 2000, 2592, NJW 2001, 359.

fig abfragen würde“.⁵² Denkbar ist allerdings, dass sich die Muttergesellschaft mit einer bei der Tochter bestehenden Insiderinformation in Fällen der Personenidentität infiziert.⁵³

In jedem Fall muss die Insiderinformation im Konzern die Muttergesellschaft nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG ebenfalls unmittelbar betreffen, somit geeignet sein, den Kurs dieser erheblich zu beeinflussen.⁵⁴

4. Nicht öffentlich bekannte Tatsache

Eine Information bleibt nur so lange Insiderinformation als sie nicht öffentlich bekannt ist. Die Aufdeckung eines Compliance-Verstoßes erreicht häufig rasch eine breite Öffentlichkeit. Es stellt sich insoweit die Frage bis zu welchem Grad der Öffentlichkeit eine Mitteilungspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG besteht.

Nach überwiegender Auffassung ist eine Information bei Bestehen einer Bereichsöffentlichkeit⁵⁵ nicht mehr öffentlich.⁵⁶ Diese ist anzunehmen, wenn es einer unbestimmten Anzahl von regelmäßigen Marktteilnehmern möglich ist, von der Information Kenntnis zu erlangen.⁵⁷

Es ist dabei nicht entscheidend, wie die Information öffentlich bekannt geworden ist, so dass eine Verletzung Ad-hoc-Pflicht insoweit unerheblich ist.⁵⁸ Allerdings ist eine Information, die auf einer Pressekonferenz des Unternehmens, der Homepage oder per Pressemitteilung bekannt gegeben wird nicht öffentlich bekannt im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG.⁵⁹ Wird der Umstand hingegen in der öffentlichen Tagespresse diskutiert, so kann keine Ad-hoc-Publizitätspflicht mehr bestehen.⁶⁰

Anders kann sich dies für nicht öffentliche, kursrelevante, finanzielle Folgen des nicht mehr ad-hoc-pflichtigen Ereignisses darstellen.⁶¹

5. Selbstbefreiung

Schon angesichts der Fülle notwendiger Ad-hoc-Mitteilungen und dem damit einhergehenden Reputationsschaden werden Emittenten bei der Aufdeckung von Compliance-Verstößen eine Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG anstreben. Um etwaiger Marktmanipulation nicht Tür und Tor zu öffnen, setzt dies tatbestandlich die Gewährleistung der Vertraulichkeit der Information voraus.⁶²

Nach § 7 WpAIV hat der Emittent organisatorische Maßnahmen zu treffen, um zu gewährleisten, dass nur solche Personen Zugang zu den Informationen haben, für die solche unerlässlich in der Aufgabenwahrnehmung für den Emittenten⁶³ sind. Dies wird bei Compliance-Verstößen etwa in industriellen Produktionsabläufen kaum gelingen.⁶⁴ Schließlich muss der Emittent dafür sorgen, dass die Träger von Insiderinformationen die aus diesen folgenden Pflichten kennen.⁶⁵

Dies gilt umso mehr, ab dem Zeitpunkt zu dem die Presse oder unabhängige Organisationen Kenntnis erlangt haben. Zwar sind Gerüchte nach überwiegender Auffassung erst kommentierungspflichtig, soweit auf Seiten des Emittenten eine Vertraulichkeitslücke zu befürchten ist.⁶⁶ Diese Schwelle dürfte bei umfangreichen Compliance-Vorfällen indes frühzeitig überwunden sein.

Darüber hinaus stellt sich die Frage des berechtigten Geheimhaltungsinteresses. Folgt man der These der Gleichsetzung von Unternehmensinteresse und Aktionärsinteresse, dürfte die Mitteilung über die Aufdeckung von Compliance-Verstößen keinen Aufschub dulden.⁶⁷ Außer in Fällen, in denen die Erhaltung der Reputation über das Aufklärungsinteresse überwiegt, ist eine Befreiung von der Mitteilungspflicht demnach ausgeschlossen.⁶⁸ Schließlich

muss die Geheimhaltung im Fall der Befreiung einen größeren Nutzen für die Aktionäre haben als die Veröffentlichung. Dann müsste der Mantel des Schweigens indes für alle Zeiten um den Compliance-Verstoß gehüllt werden können. Schließlich lebt die Veröffentlichungspflicht nach Wegfall der zum Aufschub führenden Gründe wieder auf.⁶⁹ Der befürchtete Reputationsschaden eines Compliance-Verstoßes entfällt nicht; vielmehr droht gleichsam zu jedem späteren Zeitpunkt dessen Aufdeckung, wobei sich zwischenzeitlich der Reputationsschaden noch vertiefen dürfte. Ist der Reputationsschaden damit unausweichlich, dürfte das unmittelbare Aufklärungsinteresse der Aktionäre überwiegen. Führt man sich vor Augen, dass bei signifikanten Compliance-Verstößen eine Vielzahl von Mitarbeitern involviert und unter Umständen Presse und Behörden informiert sind, ist eine ewige Selbstbefreiung indes ausgeschlossen.

Auch eine vorsorgliche Selbstbefreiung⁷⁰ dürfte in diesen Zusammenhängen ausscheiden; schließlich ist die Publizitätspflicht des Compliance-Verstoßes unzweifelhaft.

Ungeachtet dessen wird eine Selbstbefreiung bei der Aufdeckung von Compliance-Verstößen in der Praxis regelmäßig auch an formalen Gründen scheitern. Zutreffend weist etwa Klöhn darauf hin, dass für eine Selbstbefreiung nach dem Emittentenleitfaden der BaFin eine entsprechende Beschlussfassung des Vorstandes erforderlich ist,⁷¹ erforderlich wäre somit eine Beschlussfassung über eine Befreiung zur Preisgabe/Bekanntgabe eines – regelmäßig selbst zu verantwortenden – unzureichenden Compliance-Systems. Ein solcher Vorstandsbeschluss ist praktisch fernliegend.⁷²

II. Schadensersatz geschädigter Kapitalanleger

Bei der Aufarbeitung von Compliance-Verstößen unterliegt ein Emittent nach Vorstehendem umfassenden insiderrechtlichen Mitteilungspflichten.

52 BGH, 13.12.1989 – IV a ZR 177/88, NJW-RR 1990, 285, 286.

53 Spindler/Speier, BB 2005, 2031, 2032; a. A. Verse, AG 2015, 413, 415.

54 Vgl. auch Spindler/Speier, BB 2005, 2031, 2032.

55 Zum Begriff vgl. Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 153; Schneider, BB 2005, 897, 899; Harbarth, ZIP 2005, 1898, 1905 f.; Kuthe, ZIP 2004, 883, 885.

56 Sethe, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8, Rn. 56; Assmann, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 13, Rn. 2; RegE zum 2. FFG, BT-Drs. 12/6679, 46; a. A. und für eine notwendige Verbreitung über die Massenmedien Schödermeier/Wallach, EuZW 1990, 122, 123.

57 BaFin-Emittentenleitfaden i. d. F. vom 22.7.2013, III.2.1.2., S. 34.

58 Sethe, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Aufl. 2015, § 8, Rn. 55.

59 BaFin-Emittentenleitfaden i. d. F. vom 22.7.2013, III.2.1.2., S. 34.

60 Pfüller, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2009, 15, Rn. 119;

61 Vgl. Hopt, ZHR 159 (1995), 135, 153; Pfüller, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2009, § 15, Rn. 119.

62 Vgl. Schneider, BB 2005, 897, 900.

63 Die Vertraulichkeit muss demnach auch innerhalb der organisatorischen Einheit des Emittenten gewährleistet sein, vgl. Schneider, BB 2005, 897, 900.

64 So empfiehlt etwa Kuthe einen möglichst kleinen Kreis von Wissensträgern, ZIP 2004, 883, 885.

65 RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174, 35.

66 BaFin-Emittentenleitfaden i. d. F. vom 22.7.2013, IV.3.3., S. 67; Harbarth, ZIP 2005, 1898, 1906; Zimmer/Kruse, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. 2010, WpHG, § 15, Rn. 72; a. A. und für eine unmittelbare Veröffentlichungspflicht Wehowsky, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze, 195. EL, § 15 WpHG, Rn. 15; Kuthe, ZIP 2004, 883, 885.

67 Vgl. Klöhn, ZIP 2015, 1145, 1152 ff.

68 Klöhn/Schmolke, NZG 2015, 689, 695.

69 RegE AnSVG, BT-Drs. 15/3174, 35.

70 Vgl. hierzu Widder, DB 2008, 1480, 1483.

71 BaFin-Emittentenleitfaden i. d. F. vom 22.7.2013, IV.3., S. 59; ebenso OLG Frankfurt a. M., 12.2.2009 – 2 SsOWi 514/08, NJW 2009, 1520, 1521; Widder, BB 2009, 967, 971; a. A. Ihrig/Kranz, BB 2013, 451, 455 f.

72 Klöhn, ZIP 2015, 1145, 1152.

pflichten. Wird er diesen nicht gerecht, könnten geschädigte Kapitalanleger nach § 37b Abs. 1 WpHG Schadensersatz verlangen.

Allerdings bereitet die konkrete Schadensberechnung – insbesondere bei komplexen und langjährigen Compliance-Verstößen – Schwierigkeiten.

Zwar ist nach der IKB-Entscheidung des BGH geklärt, dass neben dem Kursdifferenzschaden auch der Vertragsabschlussschaden, somit die Erstattung des Erwerbspreises Zug-um-Zug gegen Übertragung der Wertpapiere, ersetzt verlangt werden kann.⁷³

Nach dem typischen Geschehensablauf einer unterbliebenen Ad-hoc-Mitteilung zu einem Compliance-Verstoß können sich geschädigte Kapitalanleger auf Schadensersatz nach § 37b Abs. 1 Nr. 1 WpHG berufen. Denn sie werden regelmäßig in Unkenntnis der negativen Veröffentlichung „zu teuer“ gekauft haben.⁷⁴ Aufgrund der demnach höheren Praxisrelevanz soll im Folgenden auf die Berechnung des Kursdifferenzschadens anhand der herrschenden Theorie der Rückwärtsinduktion⁷⁵ eingegangen werden.

1. Rückwärtsinduktion

Nach der Rückwärtsinduktion wird auf die Kursveränderung unmittelbar nach Ende der Desinformationsphase abgestellt und hieraus der tatsächliche Wert des Papiers im Zeitpunkt des Kaufs/Verkaufs ermittelt. Aus diesem Wert lässt sich wiederum rückwärts induktiv der Schaden ableiten.

2. Wertermittlung

Zur Ermittlung des wahren Wertes ist darüber hinaus eine Bereinigung um andere Markteinflüsse sinnvoll.⁷⁶ Auch der BGH greift auf die rückwärts induktive Berechnung des Schadens zurück.⁷⁷ Der hypothetische Transaktionspreis soll dabei weiterhin einer Schätzung nach § 287 ZPO zugänglich sein.⁷⁸ Entscheidend für die konkrete Berechnung ist die Festlegung des maßgebenden Zeitraumes nach Ende der Fehlinformationsphase.⁷⁹ Der BGH verweist hier auf die Obliegenheit des geschädigten Anlegers, die relevanten Zeitpunkte zu benennen und entsprechend geltend zu machen.⁸⁰

Gedanklicher Ausgangspunkt des Berechnungsmodells ist ein existierender, „informationseffizienter“ Kapitalmarkt, der neue Informationen schnell aufnimmt und in dem Kurs des Papiers abbildet.⁸¹ Im Fall der pflichtwidrig unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung ist der Beginn des Bemessungszeitraums bei eindeutigem Bekanntwerden klar festzustellen und lediglich die Festlegung des Endzeitpunktes unsicher. Im Hinblick auf einen informationseffizienten Kapitalmarkt ist im Regelfall auf den Tag als Ende des Bemessungszeitraums abzustellen, der dem Bekanntwerden zeitlich nachfolgt.⁸² Problematisch wird die Festlegung des Beginns jedoch, wenn die Information nicht punktgenau im Markt bekannt wird, sondern erst schrittweise durch eine Verknüpfung von Einzelinformationen des Emittenten und aus anderen Quellen,⁸³ etwa der Presse, wie es speziell bei der Aufdeckung von Compliance-Verstößen zu erwarten ist.

Nicht abschließend geklärt ist, ob sich der Schaden – grob verkürzt formuliert – anhand der prozentualen Wertminderung oder anhand der nominalen Wertminderung bemisst. Konkret und im Einzelnen ist ungeklärt, ob sich der Schaden aus der prozentualen Kursänderung unmittelbar nach Ende der Desinformationsphase übertragen auf den Kurs der Aktie am Tag des Geschäftsabschlusses⁸⁴ oder aus der Nominalwert-Differenz zwischen dem Transaktionskurs und

dem wahren Wert des Wertpapiers, der sich ergeben hätte, wenn der Informationspflicht ordnungsgemäß nachgekommen wäre, ergibt.⁸⁵ Die besseren Gründe sprechen für eine Schadensberechnung anhand der prozentualen Wertminderung, da diese Berechnung auch zwischenzeitliche Kursschwankungen sowie anderweitige wertsteigernde und wertmindernde Faktoren angemessen berücksichtigen kann. Eine Schadensberechnung anhand der nominalen Wertminderungen würde sich demgegenüber – bei einem ursprünglich niedrigen (Börsen-)Kurs – deutlich stärker auswirken als der tatsächliche, prozentuale Kursverfall infolge des Bekanntwerdens; dies und ein darauf auszurichtender Schadensersatz erscheinen unangemessen.

Exemplarisch soll nachfolgend die Wertermittlung des Schadens eines „zu teuer“ erworbenen Wertpapiers bei *nachfolgend steigenden Börsenkursen* nach § 37b Abs. 1 Nr. 1 WpHG veranschaulicht werden.

Fallbeispiel 1 (blau):

Unterstellt, der Erwerbspreis liegt im Zeitpunkt des Entstehens der *negativ-preisbeeinflussenden* Ad-hoc-Tatsache (t1) bei 100, im Zeitpunkt des Kaufs (t2) ist der Kurs auf 120 gestiegen und steigt bis zum Zeitpunkt des Bekanntwerdens (t3) weiter auf 180. Einen Börsenhandelstag nach Bekanntwerden der *negativ-preisbeeinflussenden* Ad-hoc-Tatsache – im Vorfeld einer formellen Ad-hoc-Mitteilung – (t4) ist der Kurs auf 60 gefallen. Bis zur Veröffentlichung der formellen Ad-hoc-Mitteilung (t5) ist er wieder auf 70 gestiegen und steigt bis zum Zeitpunkt der Geltendmachung des Schadensersatzanspruches (t6) weiter auf 100. Der geschädigte Anleger hat 10 Aktien gekauft.

Das Prinzip der Rückwärtsinduktion ermittelt den Schaden über den prozentualen Kursverlust unmittelbar nach Bekanntwerden der Ad-hoc-Tatsache. Der Bemessungszeitraum wird durch den Ablauf des folgenden (Börsen-)Tages bestimmt. Im vorliegenden Fall ergibt sich damit ein Kursverfall von 66,6%, so dass die Aktie im Kaufzeitpunkt lediglich nominal 40 (33,3% von nominal 120) wert war und sich ein Schaden von nominal 800 (66,6% von nominal 120 × 10 Aktien) ergibt. Unbedeutend bei der Berechnung muss bleiben, zu welchem Zeitpunkt (wann) und ob die Ad-hoc-Mitteilung nachgeholt wurde. Entscheidend ist lediglich das tatsächliche Bekanntwerden des preisbeeinflussenden Umstandes, dies kann auch ohne und außerhalb einer formellen Ad-hoc-Mitteilung erfolgen. Andernfalls hätte der Emittent die Schadensberechnung „in der Hand“ und unangemessenen Einfluss auf das Schadensmaß.

Nachfolgend wird die vorstehende Wertermittlung des Schadens eines „zu teuer“ erworbenen Wertpapiers bei *nachfolgend fallenden Börsenkursen* nach § 37b Abs. 1 Nr. 1 WpHG verprobt.

73 BGH, 13.12.2011 – XI ZR 51/10, BB 2011, 530, NJW 2012, 1800, NZG 2012, 263, Rn. 53; krit. Klöhn, AG 2012, 345, 352. Bis dahin sah die h. M. allein den Kursdifferenzschaden als ersatzfähig an: Sethe, in: Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012, § 37b, Rn. 85; Fuchs, in: Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2009, § 37b, Rn. 34 f.; Fleischer, BB 2002, 1869, 1870 ff.; Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1860 ff.; Reichert/Weller, ZRP 2002, 49, 55.

74 RegE zum 4. FFG, BT-Drs. 14/8017, 93.

75 BGH, 9.5.2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, NZG 2005, 672, 676, a. A. und für eine einfache Differenzberechnung Reichert/Weller, ZRP 2002, 49, 55; für die Berücksichtigung eines Mittelwerts aus Kursanstieg und Kursrutsch Wagner, ZGR 2008, 495, 527.

76 Vgl. Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1860 ff.; Zimmer/Grotheer, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. 2010, § 37b/37c WpHG, Rn. 92 f.

77 BGH, 9.5.2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, NZG 2005, 672, 676.

78 BGH, 9.5.2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, NZG 2005, 672, 676.

79 Klöhn, AG 2012, 345, 357 f.

80 BGH, 9.5.2005 – II ZR 287/02, BB 2005, 1644, NZG 2005, 672, 676.

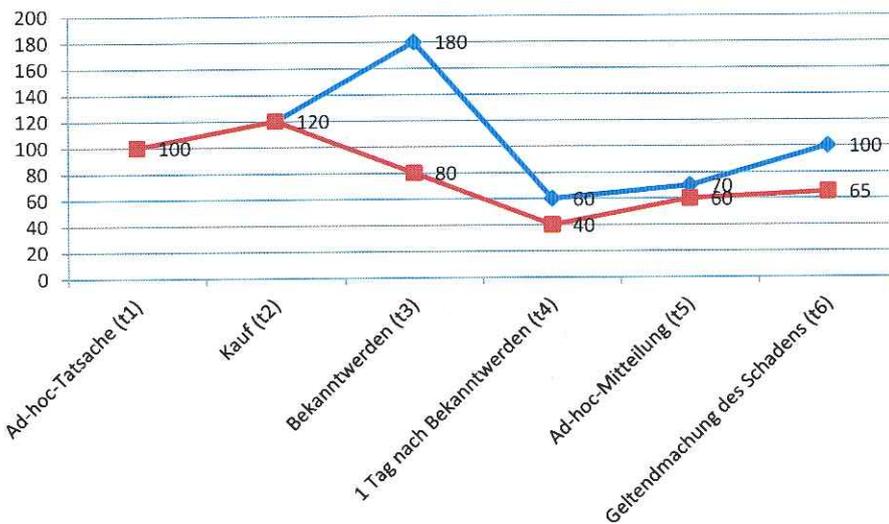
81 Escher-Weingart/Lägeler, WM 2004, 1845, 1850; Fleischer, BB 2002, 1869, 1873.

82 Fleischer, BB 2002, 1869, 1873.

83 Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1862.

84 Maier-Reimer/Webering, WM 2002, 1857, 1860 ff.

85 Fleischer, BB 2002, 1869, 1873 f.



Fallbeispiel 2 (rot):

Hier entwickelt sich der Kurs bis zum Kauf gleichförmig zu dem ersten Fallbeispiel. Bis zum Tag des Bekanntwerdens (t3) ist der Kurs jedoch auf 80 gefallen und fällt im Verlauf des folgenden Tages weiter auf 40 (t4). Als die Ad-hoc-Mitteilung (t5) erfolgt, ist der Kurs bereits wieder auf 60 gestiegen und steigt bis zur Geltendmachung des Schadens weiter auf 65 (t6). Hier fällt der (Börsen-)Kurs unmittelbar nach Bekanntwerden von 80 auf 40, es ergibt sich somit ein Kursverfall von 50%, so dass übertragen auf den Kaufwert einen Minderwert von nominal 60 entsteht. Der Gesamtverlust liegt damit bei 600.

3. Verfahrensoportune Bereinigung um Markteinflüsse

Fraglich ist darüber hinaus, ob der anhand vorstehender Maßgaben ermittelte und die Rückwärtsinduktion berücksichtigende Schadensbetrag noch um Markteinflüsse zu bereinigen ist.⁸⁶

Zwar hat der BGH – mit Blick auf den Vertragsabschlussschaden, welcher hier, wie einleitend erwähnt, aufgrund der geringeren Praxisrelevanz ausgeblendet bleibt – entschieden, dass dem Schädiger das Marktrisiko auferlegt werden kann.⁸⁷ Gleichzeitig soll aber – im Rahmen des Kursdifferenzschadens – durch die Rückwärtsinduktion lediglich die (hier: negative) Kursveränderung ermittelt werden, die ausschließlich auf das Bekanntwerden der Ad-hoc-Tatsache zurückzuführen ist. Eine generelle Bereinigung um Markteinflüsse innerhalb des Zeitraums, auf den die Rückwärtsinduktion sich erstreckt, ist somit methodisch und soweit als möglich für den Kursdifferenzschaden geboten.

Mit einer solchen Bereinigung wird die ersatzpflichtige Kursbeeinflussung festgestellt. Allein die Methode der Rückwärtsinduktion, bereinigt um andere marktbeeinflussende Faktoren,⁸⁸ ist in der Lage, den tatsächlichen Einfluss der Ad-hoc-Tatsache auf den Kurs zu bestimmen. Trotzdem stellt sich die Berechnung in der Praxis nicht immer einfach dar. Speziell auch die Festlegung des Bemessungszeitraums, wenn die Ad-hoc-Tatsache langsam in den Markt „einsickert“,⁸⁹ kann besondere Schwierigkeiten nach sich ziehen. Auch die Bereinigung um andere Markteinflüsse mit dem Ziel, die reine (Kurs-)Auswirkung der Tatsache zu ermitteln, ist schwierig.⁹⁰ Ein Rückgriff auf finanzwissenschaftliche Methoden und Erkenntnisse bleibt unerlässlich.⁹¹ Auf welchem konkreten methodischen Weg diese Bereinigung stattzufinden hat, ist bislang noch nicht abschließend geklärt.⁹²

III. Thesen

1. Der Aufdeckung signifikanter Compliance-Verstöße folgt regelmäßig signifikante Ad-hoc-Publizität: Ein konkreter Compliance-Verstoß, ein unzureichendes Compliance-System, daraus resultierende finanzielle Folgen, die Strafbarkeit bzw. die Strafverfolgung von Leitungsorganen und/oder das vorsätzliche Unterlassen einer angezeigten Kapitalmarktinformation können eine eigenständige, mitteilungspflichtige Insiderinformation begründen. Angesichts potenzieller Haftungsrisiken gilt für Emittenten das „better safe than sorry“-Prinzip.
2. Aufgrund umfassender Wissenszurechnung kann sich der Emittent bzw. können sich die Leitungsorgane des Emittenten bei typischem Geschehensablauf nicht erfolgreich auf Un-

kenntnis berufen.

3. Die Bestimmung des notwendigen Zeitpunktes der Preisgabe des Compliance-Verstoßes bereitet im Einzelfall Schwierigkeiten.
4. Eine Selbstbefreiung kommt bei Compliance-Sachverhalten mangels hinreichender Vertraulichkeit und mangels berechtigten Interesses regelmäßig nicht in Betracht.
5. Wird der Emittent der Ad-hoc-Pflicht nicht gerecht, können geschädigte Kapitalanleger – bei hier unterstelltem Vorliegen negativpreisbeeinflussender Tatsachen – u.a. nach § 37b Abs. 1 Nr. 1 WpHG Schadensersatz verlangen. Die konkrete Schadensberechnung – insbesondere bei verzögertem „Einsickern“ in den Markt – ist noch nicht abschließend geklärt.

Dr. Oliver Wilken, RA, ist Partner der Sozietät GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB am Standort Köln. Er berät schwerpunktmäßig Konzerne und private Großinvestoren, vorwiegend bei Reorganisationen und Kapitalmarkttransaktionen.



Dr. Sebastian Hagemann ist Rechtsanwalt der Sozietät GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten mbB am Standort Köln. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind das Aktien- und Kapitalmarktrecht sowie Unternehmensrestrukturierungen.



86 Befürwortend Wagner, ZGR 2008, 495, 525; Adams, BKR 2009, 277, 283.
 87 BGH, 13.12.2011 – XI ZR 51/10, BB 2011, 530, NJW 2012, 1800, NZG 2012, 263, Rn. 58.
 88 Fleischer, BB 2002, 1869, 1872.
 89 Fleischer löst dies mit einer Vorverlagerung des Beobachtungsbeginns – allerdings nicht ohne auf die Gefahr einer Verzerrung der Kursbildung durch weitere Umstände hinzuweisen, BB 2002, 1869, 1872.
 90 Vgl. Bermuth/Wagner/Kremer, WM 2012, 831, 836.
 91 Escher-Weingart/Lägeler, WM 2004, 1845 ff.
 92 Für das sog. Capital Asset Pricing Model Zimmer/Grotheer, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. 2010, § 37b/37c WpHG, Rn. 92 f.; Fleischer, BB 2002, 1869, 1872.