

Ad-hoc-Publizität und Informationshaftung

Gansmeier

2022

ISBN 978-3-406-79510-7

C.H.BECK

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

also im Sinne einer erwünschten Verhaltensherbeiführung „optimal“ austariert wäre, dürfte eine zusätzlich sanktionierende Ergänzung durch aufsichtsrechtliche Bußgelder die verhaltenssteuernde Abschreckungswirkung weiter verstärken.⁴⁵⁴

4. Ökonomische Analyse unter Anerkennung der normeigenen Spezifika

Eine ökonomische Beurteilung des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität hat – entsprechend dessen Verankerung im Kapitalmarktrecht und dem dort dominanten Regelungszweck – in erster Linie die wahrscheinlichen Auswirkungen der Transparenzpflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR und der Informationshaftung nach §§ 97, 98 WpHG auf die kapitalmarktrechtlichen Effizienz-Dimensionen in den Blick zu nehmen (unter a)). Darüber hinaus bedarf es für eine umfassende Analyse der von der Ad-hoc-Pflicht samt darauf bezogener Haftungsanordnung verursachten Effekte jedoch einer Erweiterung des Bewertungsmaßstabs auch auf sonstige wirtschaftliche Parameter (unter b)). Dabei zeigt sich, dass aus normativ-argumentativer Perspektive das ökonomische Gesamtbild der ad-hoc-bedingten Auswirkungen nicht eindeutig positiv, sondern vielmehr unklar ist. Eine ökonomische Vorzugswürdigkeit des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität in seiner derzeitigen Ausgestaltung lässt sich insofern nicht klar begründen (unter c)).

a) Ad-hoc-Publizität und Kapitalmarkteffizienz-Dimensionen

Der Regelungskomplex Ad-hoc-Publizität dient als kapitalmarktrechtlicher Regulierungsgegenstand zuvorderst einer Verbesserung der einzelnen Kapitalmarkteffizienz-Dimensionen. Seine ökonomische Vorzugswürdigkeit entscheidet sich insofern dominant entlang der Frage, welche Auswirkungen auf diese verschiedenen Ausprägungen zu erwarten sind. Unter Berücksichtigung der normeigenen Spezifika sowie der Schwächen der regulierungstheoretischen Grundlagen wird ersichtlich, dass sich eine regulatorische Vorzugswürdig- oder gar Notwendigkeit des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität unter Rekurs auf dessen kapitalmarkteffizienzbezogenen Auswirkungen argumentativ nicht klar belegen lässt.

aa) Institutionelle Effizienz

Mit Blick auf die institutionelle Kapitalmarkteffizienz dürfte die Ad-hoc-Publizität samt ihrer Effektuierung durch die Informationshaftung im Einzelnen undefinierbare, aber tendenziell positive Auswirkungen auf das allgemeine Marktvertrauen verursachen (unter (1)) und die Insiderhandels-Prävention (nur, aber immerhin) in beschränktem Maße effektuieren (unter (2)).

(1) Verbesserung des „allgemeinen Marktvertrauens“ als konturarmer Referenzpunkt. Als Transparenzpflicht sollte die Ad-hoc-Publizität in dem Umfang zu einer Steigerung des allgemeinen Marktvertrauens im Sinne *Akerlofs* beitragen, in welchem sie tatsächlich zu einer Erhöhung der auf dem Kapitalmarkt verfügbaren Informationen führt und damit die dortigen Informationsasymmetrien

⁴⁵⁴ Zum Zusammenhang zwischen überschießenden Sanktionen und Überabschreckung *Franck*, Marktordnung durch Haftung, 2016, S. 115.

verringert.⁴⁵⁵ Einen geringfügig spezifischeren Ausdruck erhält diese allgemeine Aussage in ihrer – ebenfalls als Funktion der Ad-hoc-Publizität umschriebenen – Ausprägung der Gewährleistung informationeller Chancengleichheit.⁴⁵⁶ Dieser Bezugspunkt bleibt als Analyseelement im Rahmen einer ökonomischen Bewertung jedoch konturarm:

Sicherlich senkt die Ad-hoc-Pflicht zwar die „Chancenungleichheit“ zwischen Investoren insoweit, als sie auch solche (Insider-)Informationen allgemein zugänglich macht, für die der Emittent nicht ohnehin einen eigenständigen Publikationsanreiz hat.⁴⁵⁷ Allerdings wird dadurch das Informationsniveau zwischen den Anlegern keineswegs nivelliert – vielmehr bleiben sowohl hinsichtlich der „Chancen“ einer Informationsakquisition (Ressourcen und Analyseverständnis) als auch hinsichtlich der tatsächlichen Informationslevels große Unterschiede zwischen informierten und uninformierten Händlern. Die (möglicherweise) von diesen gehegte Erwartung informationeller Chancengleichheit dürfte sich also darin erschöpfen, dass sie davon ausgehen, nicht „Opfer“ von Insiderhandel zu werden. Insofern laufen die Argumentationstopoi „informationelle Chancengleichheit“ und „Insiderhandels-Prävention“ auf dasselbe Ziel hinaus.

Darüber hinaus wird durch das bloße Abstellen auf eine Erhöhung des „allgemeinen Marktvertrauens“ nicht ersichtlich, weshalb hierfür gerade *eine Ad-hoc-Pflicht* notwendig wäre. Wieso sich das allgemeine Marktvertrauen insbesondere auf die anlegerseitige Erwartung stützen sollte, hinsichtlich eines Zugangs ausgerechnet (nur) zu solchen Insiderinformationen gleich behandelt zu werden, die der Emittent nicht ohnehin veröffentlichen würde, ist nicht ersichtlich.

(2) Beschränkte Effektivierung der Insiderhandels-Prävention. Die Ad-hoc-Publizität trägt nach verbreiteter Meinung überdies dazu bei, das Risiko von Insiderhandel zu senken und so das Vertrauen aller Marktteilnehmer weiter zu stärken.⁴⁵⁸ Da eine bekannt gemachte Insiderinformation jedermann zugänglich ist und deshalb unmittelbar in den Marktpreis eingearbeitet werden kann (und wird), können Insider auf ihrer Grundlage keine (allein auf der Nicht-Öffentlichkeit beruhende) gewinnbringenden Transaktionen vornehmen.

So plausibel diese Wirkweise der Ad-hoc-Pflicht – und mit ihr die positiven Auswirkungen auf die Insiderhandels-Prävention – grundsätzlich ist (bzw. sind), so sehr bedarf die zugrundeliegende Argumentation einer Relativierung. Der soeben genannte Argumentations-Mechanismus geht (in seiner Reinform) davon aus, dass eine Insiderinformation zeitlich simultan mit ihrer Entstehung (oder mit zu vernachlässigender Verzögerung) veröffentlicht wird; auf diese Weise wird das Zeitfenster für die gewinnbringende Nutzung einer Insiderinformation minimiert. Zwar ist dieser Mechanismus seiner Grundstruktur nach durchaus

⁴⁵⁵ Allgemein zu Transparenz und Marktvertrauen oben § 3 I. 2. Zu einer etwaigen ad-hoc-bedingten Erhöhung der dem Kapitalmarkt (zusätzlich) zur Verfügung gestellten Informationen siehe unten § 3 III. 4. a) cc) (1).

⁴⁵⁶ Dazu *Seibt* ZHR 177 (2013), 388, 394; *Assmann/Schneider/Mülbert-Assmann*, Wertpapierhandelsrecht, 2019, Art. 17 MAR Rn. 9. Auch *Peter*, Kursrelevante Tatsache, 2015, S. 45.

⁴⁵⁷ Hierzu näher unter § 3 III. 4. a) cc) (1).

⁴⁵⁸ Siehe dazu bereits oben § 2 I. 1. b).

anzuerkennen, unterliegt darüber hinaus allerdings einigen Restriktionen, die dessen Effektivität (zum Teil erheblich) verringern dürften:

(1) Nach zutreffender – wenngleich umstrittener – Ansicht ist im Rahmen des Art. 17 Abs. 1 MAR ein Kenntnisvorbehalt auf Leitungsebene des Emittenten verankert.⁴⁵⁹ Nur wenn also ein Vorstandsmitglied Kenntnis von der Insiderinformation hat, muss diese publiziert werden – im Umkehrschluss kann eine Veröffentlichung also nach zutreffender Ansicht *unterbleiben*, wenn und solange der gesamte Vorstand keine Kenntnis hat.⁴⁶⁰ Dies bedeutet aber, dass dem – aus Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Pflicht bestehenden – Regelungskomplex „Insiderhandels-Prävention“ typischerweise eine Phase zwischen Entstehung der Insiderinformation und „Emittentenkenntnis“ – also: Begründung der Veröffentlichungspflicht – *strukturell immanent ist*, in welcher „nur“ das Insiderhandelsverbot Schutz vor Insiderhandel bietet. Da eine gewinnbringende Nutzung von Insiderinformationen in der Regel mittels einer möglichst zügigen Verwertung der entsprechenden Information durch den Insider realisiert werden dürfte – dieser möchte ja gerade seinen potenziell jederzeit „verfliegenden“ Informationsvorsprung ausnutzen –, ist diese Phase besonders „heikel“ und bedürfte insoweit eines hervorgehobenen Schutzes. Für einen solchen kann die Ad-hoc-Publizität aber nur wenig beitragen.⁴⁶¹

Darüber hinaus vermag die Ad-hoc-Publizität (2) auch dann kaum einen Beitrag zur Insiderhandels-Prävention beizusteuern, wenn der jeweilige Emittent unter Ausnutzung seiner partiellen Dispositionsbefugnis die Veröffentlichung der Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 4 MAR aufschiebt. Zwar muss für diesen Fall gemäß Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. c) die Geheimhaltung der entsprechenden Information gewährleistet sein. Dies bedeutet aber weder, dass Insider nicht bereits vor der Aufschubentscheidung Kenntnis der Insiderinformation erlangt haben und diese nun ausnutzen, noch die tatsächliche Effektivität der Geheimhaltung (insbesondere: Möglichkeit von Datenlecks). Auch in der (potenziell unendlichen) „Aufschubphase“ trägt die Ad-hoc-Pflicht somit nichts zur Insiderhandels-Prävention bei.

Die beschriebenen Einschränkungen des Wirkmechanismus der Ad-hoc-Publizität bedeuten im Ergebnis eine beschränkte Effektivierung der Insiderhandels-

⁴⁵⁹ Siehe dazu oben § 2 I. 1. c) aa) (2).

⁴⁶⁰ Selbst bei Ablehnung eines Kenntnisvorbehalts ist eine unterlassene Ad-hoc-Bekanntgabe nicht rechtswidrig, solange die Information auch bei adäquater emittenteninterner Informationsorganisation nicht als bekannt angesehen werden kann (wobei dieser Zeitraum oftmals – wenngleich nicht zwangsläufig – geringer sein wird als bei Anerkennung eines Kenntnisvorbehalts auf Leitungsebene).

⁴⁶¹ Diese strukturelle Leitentscheidung des Unionsrechtsgebers wird auch nicht durch den Umstand infrage gestellt, dass eine publizierte Ad-hoc-Mitteilung die jeweilige Aufsichtsbehörde zu einer *ex post* erfolgenden Überprüfung der vor Ad-hoc-Bekanntgabe vorgenommenen Transaktionen veranlassen dürfte. Eine solche Überprüfung kann zwar in der Tat Insidertransaktionen von Unternehmensinternen (hier ergänzt durch das Instrument der Insiderliste nach Art. 18 MAR) sowie außergewöhnlich großvolumige Insidergeschäfte von Unternehmensexternen aufdecken. Transaktionen im Rahmen des gewöhnlichen Handelsvolumens, die von (mehreren) nicht auf Insiderlisten stehenden Personen getätigt werden, dürften allerdings nur äußerst schwer durch die angesprochene *ex-post*-Überprüfung aufgedeckt werden.

Prävention durch die Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR. Die Ad-hoc-Pflicht ist ihrer Struktur nach *nicht* auf eine Maximierung des Insiderhandelsschutzes – oder kehrseitig: Minimierung des Insiderhandelsrisikos – ausgerichtet. Sie effektuiert die Insiderhandels-Prävention nur (aber immerhin) in der Phase zwischen Kenntnis des Emittenten und etwaiger Aufschubentscheidung. Demgegenüber steuert sie in den Phasen zwischen Entstehung der Insiderinformation und Kenntnis des Emittenten sowie nach einer Aufschubentscheidung bis zur Veröffentlichung nichts (bzw. wenig) zu einer Verstärkung der Insiderhandels-Prävention bei.

bb) Operationale Effizienz

Im Hinblick auf die operationale Effizienzdimension des Kapitalmarkts erscheinen negative Auswirkungen des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität als möglich. Während der Regelungskomplex in der Tendenz sogar zu einer Erhöhung der gesamthaften Transaktionskosten führen könnte (unter (1)), sollte er sich im Hinblick auf die Handelskosten – bzw. allgemeiner: die Situation von Liquiditätsanbietern – nicht in nennenswerter Weise positiv auswirken (unter (2)).

(1) Möglichkeit erhöhter Transaktionskosten im Markt-Saldo. Entgegen verbreiteter Meinung kann nicht *per se* davon ausgegangen werden, dass der Regelungskomplex Ad-hoc-Publizität zu einer Senkung der gesamthaften Transaktionskosten führt. Vielmehr erscheint die Erhöhung derselben nicht unplausibel: Die Ad-hoc-Publizität dürfte für Informationshändler keine (oder bestenfalls marginale) Vorteile generieren, gleichzeitig allerdings für Emittenten hohe zusätzliche Kosten verursachen.

(a) *Ausbleibende Vorteile für Informationshändler.* (i) *Steigerung oder Stagnation statt Reduktion der Kosten.* Die Ad-hoc-Pflicht soll zunächst Such- und Analysekosten informierter Händler senken, indem diesen von den Emittenten als *least cost information seeker* durch eine Ad-hoc-Publikation kostenfrei kurs-erhebliche Informationen zur Verfügung gestellt werden. Informationshändler müssten also nicht mehr nach diesen Informationen suchen und könnten sich stattdessen auf die Analyse der bekannt gemachten Informationen konzentrieren. Da die Informationsakquisitionskosten als für den Wettbewerb unter den Informationshändlern entscheidende Kosten gesenkt würden, könnten mehr informierte Händler in den Markt eintreten und dessen Kompetitivität somit erhöhen. Außerdem erfolge die Selektion unter den Informationshändlern nicht mehr danach, wer die Informationen am besten sucht (diese werden ja für alle identisch veröffentlicht), sondern danach, wer die bekannt gegebenen Informationen am besten auswertet.⁴⁶²

Die Annahme sinkender Kosten für Informationshändler sieht sich aus mehreren Gründen gravierenden Bedenken ausgesetzt. Die Suchkosten informierter Händler dürften (1) real nicht sinken, da nicht damit zu rechnen ist, dass deren

⁴⁶² Vgl. hierzu sowie zum Vorstehenden konzise Klöhn-Klöhn, MAR, 2018, Vor Art. 17 Rn. 63–65. Ähnlich Seibt ZHR 177 (2013), 388, 393; Neumann, Wissenszurechnung, 2020, S. 31. Für eine Senkung jedenfalls auch der Suchkosten wohl Kleinmann, Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 193; Mülbart JZ 2002, 826, 834; Hecker, Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht, 2007, S. 73; Bekritsky, Wissen und Ad-Hoc-Publizität, 2022, S. 52, 80.

tatsächlicher Suchaufwand durch die Ad-hoc-Pflicht verringert wird. Denn diese wissen aus der insoweit maßgeblichen *ex-ante*-Perspektive nicht, (a) auf welche Information sie bei ihrer Suche stoßen werden (vielleicht noch mehr als „nur“ die Insiderinformation), (b) ob eine möglicherweise gefundene Information unter die Ad-hoc-Pflicht fällt oder nicht (und somit ob diese überhaupt jemals durch Ad-hoc-Meldung publik gemacht werden würde oder nicht) und (c) ob sie die entsprechende Information nicht möglicherweise bereits vor einer Ad-hoc-Publikation finden (und somit sehr wohl gewinnbringend nutzen können). Außerdem besteht (d) auch bei Insiderinformationen die Möglichkeit des Aufschubs nach Art. 17 Abs. 4 MAR, welcher dazu führt, dass die Information nicht für alle gleichermaßen auf den Markt gelangt. (Auch) In dieser Konstellation besteht ein Anreiz für informierte Händler, die Insiderinformation zu suchen und vor der (aufgeschobenen) Veröffentlichung – sofern eine solche überhaupt stattfindet – zu nutzen.

Das Geschäftsmodell von Informationshändlern besteht darin, einen Informationsvorsprung zu erarbeiten und diesen in Transaktionen gewinnbringend zu realisieren. Hierfür nutzen sie zweifelsohne auch kostenfrei und für jedermann zugängliche Informationen, darunter unter anderem Ad-hoc-Mitteilungen. Die für die Verursachung von Kosten maßgebliche *ex-ante*-Anreizstruktur im Hinblick auf die Suche nach Informationen ändert sich aufgrund der genannten Aspekte durch eine Ad-hoc-Pflicht allerdings nicht. Kein Informationshändler dürfte von vornherein weniger Suchaufwand betreiben, weil er möglicherweise von einem beliebigen Emittenten zu einem nicht bekannten Zeitpunkt eine Information erhält, deren Inhalt er noch nicht kennt. Effektiv sollte der Suchaufwand informierter Händler stattdessen durch das Instrument der Ad-hoc-Publizität nicht reduziert werden, deren Kosten insoweit gleichbleiben.⁴⁶³ Eine parallele Suche nach Informationen ist auch mitnichten stets „aus sozialer Sicht verschwenderisch [...]“⁴⁶⁴; vielmehr kann eine solche (zufällig oder systematisch) zusätzliche Informationen zutage fördern und so einen informatorischen Mehrwert generieren. Dies ist sogar wahrscheinlich: Selbst wenn mehrere Informationshändler gleichzeitig nach derselben Information suchen, steigt die Wahrscheinlichkeit der Entdeckung weiterer relevanter Informationen (gleichsam als „Beifang“ oder „Hauptfund“). Wenn und soweit es nicht plausibel ist, dass die Ad-hoc-Publizität zu einer Reduktion der Suchkosten führt, kommt es auch zu keiner kostenmäßigen Senkung der „Eintrittshürden“ für neue Informationshändler, deren Zahl somit durch eine Ad-hoc-Pflicht nicht tangiert würde. Auch eine aus gesteigerter Kompetitivität hervorgehende verbesserte Analyse durch den Markt träte somit nicht ein.

⁴⁶³ Im Ergebnis ähnlich *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 84 unter Hinweis auf das „Subtilitätsniveau“ etwaiger Kostensenkungen, welches „nicht eindeutig für die quantitative Bedeutsamkeit dieser Hilfestellung“ spreche.

⁴⁶⁴ *Klöbn* ZHR 178 (2014), 55, 65; *Klöhn-ders.*, MAR, 2018, Vor Art. 17 Rn. 63. Vgl. auch *Seibt* ZHR 177 (2013), 388, 393 (Ad-hoc-Pflicht des Emittenten „erspart [...] den Marktteilnehmern Zeit und Kosten für die ansonsten nötige, parallele Beschaffung der relevanten Informationen“); ähnlich auch *Bekritsky*, Wissen und Ad-Hoc-Publizität, 2022, S. 80 („reduzanter Aufwand“). Der Sache nach im allgemeinen Kontext von Veröffentlichungspflichten auch *Coffee*, 70 Va. L. Rev. (1984), 717, 733 f.; *Gosben/Parchomovskiy*, 55 Duke L. J. (2006), 711, 757 f.

Der Regelungskomplex Ad-hoc-Publizität könnte (2) statt zu einer Kostensenkung sogar dazu führen, dass die Transaktionskosten für Informationshändler steigen. Zunächst verhindert er (insbesondere durch Art. 17 Abs. 8 S. 1 MAR) die selektive Informationsweitergabe durch Emittenten „im kleinen Kreis“, weshalb informierte Händler für derartige Informationen zusätzlichen und kostenintensiven Suchaufwand betreiben müssen (der freilich auch zu profitablen „Beifängen“ führen kann, siehe dazu soeben).⁴⁶⁵ Außerdem erhöht der Regelungskomplex Ad-hoc-Publizität auch das Potenzial einer *Übersorgung* des Kapitalmarkts mit nicht relevanten Informationen durch Emittenten,⁴⁶⁶ was für Informationshändler die (kostenintensive) Steigerung auch ihres Analyse-Aufwands bedeuten kann, möchten diese die Relevanz einer Ad-hoc-Mitteilung zutreffend einschätzen.⁴⁶⁷

Darüber hinaus ist es überzeugender davon auszugehen, dass (3) auch die Profitabilität des Geschäftsmodells von Informationshändlern – als Delta zwischen deren Transaktionsgewinnen und Such- bzw. Analysekosten – durch eine Ad-hoc-Pflicht nicht nennenswert erhöht wird. Denn selbst wenn die Kosten im Hinblick auf die bekanntgegebenen Insiderinformationen ad-hoc-bedingt reduziert würden, dürfte mit der Ad-hoc-Publizität auch eine Schmälerung des Gewinns eines jeden einzelnen Informationshändlers einhergehen. Dies deshalb, weil durch die Ad-hoc-Bekanntgabe von Insiderinformationen plötzlich jeder informierte Händler – unabhängig von dessen vorherigem Aufwand – über die entsprechende Insiderinformation verfügt und diese unmittelbar durch die Vornahme von Transaktionen gewinnbringend nutzen möchte; es kommt also zu einer (anstrengungslosen) Vervielfältigung der Profiteure. Ohne Ad-hoc-Publizität könnten demgegenüber diejenigen Informationshändler relativ exklusiv (oder jedenfalls in kleinerem Kreis) von ihrem – durch Such- und Analyseaufwand erlangten – Informationsvorsprung Gebrauch machen und so in der Regel höhere Transaktionsgewinne erzielen. Bei (erneut: unterstellten) höheren Kosten sollten ihre Gewinne somit höher sein. Die Profitabilität des Geschäftsmodells informierter Händler würde sich in diesem Fall durch eine Ad-hoc-Pflicht jedenfalls nicht wesentlich verbessern.⁴⁶⁸

Schließlich dürfte (4) auch mit bestehender Ad-hoc-Publizität weiterhin eine Selektion unter den Informationshändlern unter anderem danach stattfinden, wer am besten Informationen *sucht*. Dies erscheint schon deshalb naheliegend, weil informierte Händler unverändert einen Anreiz haben, Insiderinformationen vor einer Veröffentlichung (und sei es auch nur minimal) zu erlangen, um diese dann gewinnbringend verwenden zu können (siehe soeben). Außerdem existieren neben *Insiderinformationen* im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MAR noch weitere Informatio-

⁴⁶⁵ Vgl. *Payne*, in: Tountopoulos/Veil (Hrsg.), *Transparency of Stock Corporations in Europe*, 2019, S. 89, 97 („An issuer may be happy for information to be in the hands of a small number of sophisticated investors, but they may not be prepared to disclose this publicly, leading them to deny disclosure to either group.“).

⁴⁶⁶ Siehe dazu unten § 3 III. 4. a) cc) (3) (b).

⁴⁶⁷ Ähnlich *Veil/Gumpp/Templer/Voigt ZGR* 2020, 2, 32 („Angesichts der Vielzahl mitgeteilter Sachverhalte kann es für einen Anleger schwierig sein, die Insiderinformation überhaupt zu erkennen“).

⁴⁶⁸ Aufgrund der möglicherweise gegebenen Kostenkonstanz (siehe dazu soeben) könnte die Profitabilität sogar eher sinken.

nen, die für den Wert eines Finanzinstruments von Bedeutung sind – das Auffinden solcher Informationen ist trotz bestehender Ad-hoc-Pflicht nach wie vor gewinnträchtig. Insgesamt erscheint es somit plausibler, dass die Ad-hoc-Publizität *nicht* zu einer Senkung der Transaktionskosten für Informationshändler samt den damit verbundenen Vorteilen führt.

(ii) *Potenzielle Erhöhung statt Reduktion des Noise-Risikos.* Auch die Argumentation, die Ad-hoc-Pflicht reduziere das *Noise-Risiko*⁴⁶⁹ von Informationshändlern – als das Risiko, durch eine zu große Anzahl uninformatiert-irrationaler Händler an der „Rationalisierung“ des Marktpreises durch Zurückführung nahe den Fundamentalwert des Finanzinstruments gehindert zu sein –, kann nicht restlos überzeugen.⁴⁷⁰ Die Annahme, dass durch die Ad-hoc-Publizität verbesserte Informationsniveau bedinge eine homogenere Preiseinschätzung unter den informierten Händlern, führe so zu einer Verbesserung von deren Fähigkeit zur Bestimmung des Fundamentalwerts eines Finanzinstruments und ermögliche letztlich ein effektives Vorgehen gegen irrationale Marktpreisbewegungen, lässt erneut die Spezifika des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität außen vor:

Denn tatsächlich könnte die Ad-hoc-Publizität – genauer: die durch sie herbeigeführte öffentliche Bekanntgabe kurserheblicher Informationen – vielmehr das *Noise-Risiko* von Informationshändlern ebenso gut erhöhen. Bei Informationen, die von informierten Händlern ermittelt und somit „exklusiv gehalten“ werden, können auch nur diese auf Grundlage jener Informationen Transaktionen vornehmen. Bei einer Ad-hoc-Publikation durch den Emittenten wird die jeweilige Information hingegen öffentlich – und somit für jedermann gleichzeitig – bekanntgegeben. Dies könnte zur Folge haben, dass sich – insbesondere aufgrund der hervorgehobenen Signalwirkung und Marktvisibilität einer explizit als solche bezeichneten Ad-hoc-Mitteilung⁴⁷¹ – auch uninformatiert-irrationale Händler breitflächig zu Transaktionen animiert fühlen („heißer Tipp“). Die so begründete Marktstimmung könnte zur Vornahme zahlreicher Transaktionen irrationaler Händler führen, was wiederum das Risiko einer (irrationalen, weil fundamentalwertbezugslosen oder -fernen) Marktpreisbewegung zuungunsten der Informationshändler – also deren *Noise-Risiko* – verstärken würde. Dabei kann ein rationalisierend auf den Marktpreis einwirkender Ausgleich durch Transaktionen der – in ihren Einschätzungen möglicherweise durch die Ad-hoc-Mitteilung zwar tatsächlich homogeneren – Informationshändler aufgrund der Grenzen des Arbitrage-Mechanismus⁴⁷² nicht zwingend oder nur sehr begrenzt erwartet werden. Im „schlimmsten Fall“ verstärken Informationshändler in Antizipation oder Nachahmung bestimmter irrationaler Verhaltensmuster Marktreaktionen, die von uninformatiert-irrationalen Händlern angesichts einer Ad-hoc-Reaktion ausgelöst wurden, um selbst einen kurzfristigen Gewinn realisieren zu können.

⁴⁶⁹ Zum durch uninformatiert-irrationale Händler verursachten *Noise* siehe allgemein *Kyle*, 53 *Econometrica* (1985), 1315; *Black*, 41 *J. Fin.* (1986), 529.

⁴⁷⁰ So aber *Klöhn* ZHR 178 (2014), 55, 66; *Klöhn-Klöhn*, MAR, 2018, Vor Art. 17 Rn. 67; ebenso *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 20, 24.

⁴⁷¹ Dazu schon oben § 3 III. 2. b) cc).

⁴⁷² Siehe dazu ausführlich oben § 3 I. 3. c) aa) (3).

(iii) *Keine verhaltensbeeinflussende Senkung des Insiderrisikos.* Schließlich erscheint es plausibel, dass das Insiderrisiko der Informationshändler – also das Risiko, ein nachteiliges Geschäft mit einem Insider zu tätigen, dessen ungünstige Wirkungen auf der Insiderstellung des Gegenübers beruhen – durch die Ad-hoc-Publizität nicht in bedeutendem Maße reduziert wird.⁴⁷³ Zunächst wird dieses Risiko ohnehin bereits – vermutlich entscheidend – durch das Insiderhandelsverbot gemäß Art. 14 lit. a) MAR verringert. Überdies bietet die Ad-hoc-Publizität aufgrund des Potenzials einer (teils erheblichen) Bekanntgabeverzögerung nach Art. 17 Abs. 4 MAR sowie des emittentenseitigen Kenntnisvorbehalts strukturell ohnehin nur für einen begrenzten Zeitausschnitt Schutz vor der Ausnutzung von Insiderinformationen – und überantwortet die Insiderhandels-Prävention somit für eine nicht unerhebliche Zeitspanne „allein“ dem Insiderhandelsverbot („beschränkte Effektivierung der Insiderhandels-Prävention“).⁴⁷⁴

Informationshändler müssen (wie alle Marktteilnehmer) auch bei geltender Ad-hoc-Publizitätspflicht also auf jeden Fall ein „Basis-Insiderrisiko“ tragen, welches darin besteht, mit einem Insider trotz Insiderhandelsverbots in einer durch die Ad-hoc-Pflicht „nicht gedeckten“ Phase eine nachteilige Transaktion vorzunehmen. Dieses „Basis-Insiderrisiko“ wiederum dürfte kostenseitig und in der Ausrichtung ihrer marktbezogenen Verhaltensstrategie von Informationshändlern in Rechnung gestellt werden. Diese können (und werden) also trotz Insiderhandelsverbots und Ad-hoc-Publizität nicht mit einer gänzlichen Beseitigung von Insiderhandel rechnen. In diesem Kontext erscheint es fraglich, ob bzw. weshalb das „Basis-Insiderrisiko“ in einem Regelungszustand mit zusätzlicher Ad-hoc-Pflicht im Vergleich zu einem „Basis-Insiderrisiko“ in einem Regelungszustand „nur“ mit Insiderhandelsverbot um einen solchen Faktor geringer wäre, dass informierte Händler *tatsächlich ihre Kostenausgestaltung oder Verhaltensstrategie anpassen können* – auch mit Ad-hoc-Pflicht ist die Zeitspanne, in welcher „nur“ das Insiderhandelsverbot schützt, alles andere als unbedeutend. Nochmals anders gewendet: Der das Insiderrisiko reduzierende spezifische Mehrwert der Ad-hoc-Publizität könnte für Informationshändler auf einem Niveau liegen, welches keinen Einfluss auf deren tatsächliches Markttagieren hat, weil die Ad-hoc-Pflicht im Vergleich zur Geltung „nur“ des Insiderhandelsverbots die Wahrscheinlichkeit von Insiderhandel für eine Verhaltensanpassung *nicht wesentlich genug reduziert*. In diesem Sinne würde die Ad-hoc-Publizität aus der Sicht von Informationshändlern keine hinreichend bedeutsame Senkung des Insiderrisikos herbeiführen.

(b) *Abnehmende Kapitalmarktattraktivität aufgrund erheblicher Kosten für Emittenten.* Während die Vorzüge des Regelungskomplexes Ad-hoc-Publizität für informierte wie uninformierte Händler somit durchaus angezweifelt werden können, begründet er auf Seiten der Emittenten eine nicht unerhebliche – und auch im Vergleich zu sonstigen Veröffentlichungspflichten hervorgehobene – Kostenposition. Insbesondere die Spezifika der Ad-hoc-Pflicht sowie die spezielle Ausgestaltung der auf sie bezogenen Informationshaftung verursachen hohe (Fix-

⁴⁷³ So aber wiederum Klöhn-Klöhn, MAR, 2018, Vor Art. 17 Rn. 68.

⁴⁷⁴ Siehe hierzu oben § 3 III. 4. a) aa) (2).

Kosten,⁴⁷⁵ wobei sich diese in drei Dimensionen niederschlagen:⁴⁷⁶ Die Komplexität der Ad-hoc-Pflicht begründet (1) einen laufenden Beratungsbedarf, möchte der Emittent ordnungsgemäßes Kapitalmarktverhalten sicherstellen. Dieser dürfte aufgrund der tendenziell überabschreckenden Wirkung der §§ 97, 98 WpHG über dem Niveau optimaler Sorgfalt liegen, da Emittenten die Möglichkeit einer Haftungsrealisierung auf jeden Fall vermeiden wollen.

Darüber hinaus birgt insbesondere die mit der Tatbestandsvagheit verbundene Rechtsunsicherheit (2) ein latentes Prozess- und somit Kostenrisiko.⁴⁷⁷ Auch ohne Fehlverhalten des Emittenten droht diesem aufgrund der qualifizierten Unsicherheiten über die Rechtslage ein relevanter finanzieller Aufwand zur Abwehr unberechtigter Vorwürfe (durch Private oder die BaFin), zumal angesichts der hohen Anzahl potenzieller Anspruchsinhaber nach §§ 97, 98 WpHG.⁴⁷⁸

Schließlich besteht für Emittenten (3) die latente Gefahr einer tatsächlichen (berechtigten oder unberechtigten⁴⁷⁹), kostenintensiven Bebußung nach § 120 Abs. 15 Nr. 6–11 WpHG bzw. – wohl noch bedeutsamer – Inanspruchnahme aus §§ 97, 98 WpHG. Da die Spezifika der Ad-hoc-Publizität zu zahlreichen Problemen in der Rechtsanwendung führen, stellen diese potenziellen Kosten für Emittenten ein Damoklesschwert dar, welches über jeglichem kapitalmarktbezogenen Handeln schwebt. Die genannten Kostenelemente sollten die Kapitalmarktattraktivität für alle (potenziellen) Emittenten reduzieren. Besonders für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) könnten sie zum Teil ein Relevanzniveau erreichen, welches schlussendlich einen Markteintritt verhindert.⁴⁸⁰

(2) Unwesentliche Auswirkungen auf Handelskosten bzw. Liquiditätsanbieter. Die Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung von Insiderinformationen sollte darüber hinaus auch nicht die Handelskosten senken, indem sie zugunsten der

⁴⁷⁵ Angedeutet bei *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 85; *Payne*, in: Tountopoulos/Veil (Hrsg.), Transparency of Stock Corporations in Europe, 2019, S. 89, 99, aber ohne Bezug zu Spezifika der Ad-hoc-Publizität; vgl. für § 15 WpHG a.F. *Kleinmann*, Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität, 1998, S. 158 ff. Allgemein zu durch Transparenzpflichten entstehenden Fixkosten *Easterbrook/Fischel*, 70 Va. L. Rev. (1984), 669, 707 ff.

⁴⁷⁶ Siehe etwa *Steinrück*, Aufschub der Ad-hoc-Publizität, 2018, S. 28 ff.; auch *Klöhn-Klöhn*, MAR, 2018, Vor Art. 17 Rn. 75 f., ohne jedoch eine den Spezifika der Ad-hoc-Publizität entsprechende Gewichtung der durch diese entstehenden Kosten vorzunehmen. Instruktiv zu den durch den Regelungskomplex Ad-hoc-Publizität verursachten Kosten demgegenüber *Bekritsky*, Wissen und Ad-Hoc-Publizität, 2022, S. 58 ff.

⁴⁷⁷ Zum verstärkenden Effekt der Tatbestandsvagheit auf Ebene der Kosten *Thomale*, Der gespaltene Emittent, 2018, S. 85 („Schwellen- und Abwägungsfragen [...] verstärken dieses Problem [d.h. die erheblichen potenziellen Prozesskosten, JG] zusätzlich.“).

⁴⁷⁸ Siehe dazu oben § 3 III. 3. b) aa) (3).

⁴⁷⁹ Eine Sanktionierung bzw. privatrechtliche Inanspruchnahme kann in zweierlei Hinsicht „unberechtigt“ sein: Zum einen, wenn diese auf einem Rechtsanwendungsfehler des Emittenten beruht, der zwar vermeidbar gewesen wäre, aber eben doch überwiegend in der unvollkommenen Tatbestandsausgestaltung des Art. 17 MAR begründet ist („unberechtigt im untechnischen Sinne“). Zum anderen, wenn die Sanktion oder privatrechtliche Inanspruchnahme auf einer „falschen“ (oder jedenfalls für Rechtsanwender so nicht vorhersehbaren) Behörden- oder Gerichtsentscheidungen beruht („unberechtigt im technischen Sinne“).

⁴⁸⁰ Vgl. *Enriques/Gilotta*, in: Moloney/Ferran/Payne (Hrsg.), The Oxford Handbook of Financial Regulation, 2015, S. 511, 529; *Payne*, in: Tountopoulos/Veil (Hrsg.), Transparency of Stock Corporations in Europe, 2019, S. 89, 99.