

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 373

Insiderinformationen vor staatlichen Entscheidungen

Von

Benjamin Wolter



Duncker & Humblot · Berlin

BENJAMIN WOLTER

Insiderinformationen vor staatlichen Entscheidungen

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 373

Insiderinformationen vor staatlichen Entscheidungen

Von

Benjamin Wolter



Duncker & Humblot · Berlin

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

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

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

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

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

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

Meinen Eltern

Vorwort

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

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

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

Frankfurt am Main, Juli 2025

Benjamin Wolter

Inhaltsverzeichnis

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

Erster Teil

Insiderinformation	26
A. Einführung	26
I. Präzise Information	26
1. Information	26
2. Kursspezifität	27
3. Bedeutung im gestreckten Sachverhalt	28
II. Nicht öffentlich bekannt	29
III. Emittentenbezug	30
IV. Kursrelevanz	31
1. Fundamentalwertveränderung	32
2. Tatsächliche Kursentwicklung	33
3. Bedeutung im gestreckten Sachverhalt	34
B. Zivilprozesse	37
I. Das Endereignis	38
1. Ereignisstudien	38
2. Qualifizierte Rechtsstreitigkeit	39
a) Besondere Bedeutung: Bewertungskriterien	39
b) Die Bedeutung von Markterwartungen	43
aa) Anwendbarkeit auf Rechtsstreitigkeiten	43
bb) Bestimmung der Markterwartungen	44
3. Betrachtung nach Klagezielen	45
a) Feststellungsklagen	45
b) Gestaltungsklagen	46
4. Praktischer Anwendungsbereich	47
a) Grundsätzliches: Bereicherungsverbot	47
b) Spruchverfahren	48
c) Kartellrechtliche Schadensersatzklagen	48
d) Patentrecht	49

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

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

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