

Kapitel 6: Abschließende Zusammenfassung in Thesen

Die Untersuchung ist zu den folgenden Ergebnissen gekommen.

Erstes Kapitel

1. Dem Marktmissbrauchsrecht liegt eine Zweckstaffelung zugrunde, welche die Vermeidung des als ungerecht empfundenen Sondervorteils, den Insiderhandel hervorruft, als ihr zentrales Ziel hat.¹¹⁴¹
2. Zentrale Aufgabe der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist die Verhinderung von Insiderhandel, da sie das wirksamste Mittel hiergegen ist. Bei der Preisbildung von Finanzinstrumenten hat sie hingegen nur unterstützende Funktion.¹¹⁴²
3. Die MAR soll einen Systemvertrauensschutz für alle Anleger gewährleisten. Das schließt die Auslegung des Marktmissbrauchsrechts anhand einer rein ökonomischen Kosten-Nutzen-Analyse aus.¹¹⁴³

Zweites Kapitel

4. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten ist von der gesellschaftsinternen Willensbildung in der dualistisch verfassten Aktiengesellschaft unbeeinflusst.¹¹⁴⁴
5. Der Fall *Geltl/Daimler* und dessen Umsetzung in der MAR hat zu einem frühzeitigeren Vorliegen von Insiderinformationen und damit zu einer zeitlichen Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizitätspflicht von Emittenten geführt.¹¹⁴⁵ Dies liegt daran, dass die Prüfung der Wahrscheinlichkeit künftiger Umstände oder Ereignisse durch die Anknüpfung an Zwischenschritte an Bedeutung verloren hat.¹¹⁴⁶ Zudem ist bei der Prüfung der Kursrelevanz präziser Information die probability/magnitude-Formel anzuwenden.¹¹⁴⁷
6. Der neuen Veröffentlichungspflicht bei related-party-transactions nach § 111c Abs. 3 AktG ist trotz Harmonisierung mit Art. 17 Abs. 1 MAR,

¹¹⁴¹ Siehe S. 41.f.

¹¹⁴² Siehe S. 41.

¹¹⁴³ Siehe S. 46.f.

¹¹⁴⁴ Siehe S. 57 ff.

¹¹⁴⁵ Siehe S. 70 f.

¹¹⁴⁶ Siehe S. 62 f.

¹¹⁴⁷ Siehe S. 64 f.

das traditionelle, gesellschaftsrechtliche Verständnis zugrunde gelegt, das von der alten Endgültigkeitslösung und der Theorie der Sperrwirkung vorgeprägt ist.¹¹⁴⁸

7. Verständige Anleger berücksichtigen auch irrationale Verhaltensweisen anderer Marktteilnehmer. Das Handeln aufgrund solcher Informationen kann den Vorwurf eines ungerechtfertigten Sondervorteils hervorrufen, auch wenn solche Informationen bei rationalem Verhalten des Marktes keine Kursrelevanz hätten.¹¹⁴⁹
8. Soweit es bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht nicht nur um die richtige Anwendung der Ad-hoc-Pflicht selbst geht, sondern um die Ad-hoc-Veröffentlichung von Compliance-Verstößen, muss Compliance als die Einhaltung erheblich straf- bzw. bußgeldbewehrter Gesetze durch den Vorstand bzw. das Unternehmen und seiner Angehörigen verstanden werden. Die Einhaltung interner Standards und Richtlinien fällt ebenso wenig darunter wie rein reputationsschädigendes, aber legales Verhalten.¹¹⁵⁰
9. Nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR gilt die Bereichsöffentlichkeit. Das Bekanntwerden von zutreffenden Gerüchten durch Medien oder öffentliche Anschuldigungen von Behörden gegen Emittenten, führen nicht schon wegen ihrer öffentlichen Bekanntheit zu einer Befreiung der Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten.¹¹⁵¹
10. Die Grundsätze aus Geltl/Daimler und deren Kodifizierung in der MAR können auf einen Compliance-Sachverhalt wie folgt übertragen werden.¹¹⁵²
 - a. Der nicht öffentlich bekannte, konkrete Rechtsverstoß ist als bereits eingetretenes Ereignis eine präzise Information i.S.v. Art. 7 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 MAR, die nur noch auf ihre Kursrelevanz zu prüfen ist (1. Stufe). Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Antizipation potenzieller Folgen eines Compliance-Sachverhalts auf den Aktienkurs zu einer Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizitätspflicht führen kann.
 - b. Identisch verhält es sich nach der neuen Rechtslage mit bereits eingetretenen Zwischenschritten in einem Compliance-Sachverhalt, Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR (2. Stufe).

1148 Siehe S. 72 f.

1149 Siehe S. 82 f.

1150 Siehe S. 92.

1151 Siehe S. 96 ff.

1152 Siehe S. 103 ff.

- c. Drohende Sanktionen und Folgen aus einem Rechtsverstoß sind künftige Umstände oder Ereignisse i.S.v. Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR. Sie können unter die Kategorie der „künftigen Zwischenschritte“ nach Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR fallen. Um präzise Information zu sein, muss man ihr Eintreten vernünftigerweise erwarten können (d.h. eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 50 % und mehr (3. Stufe).
11. Die Aufdeckungswahrscheinlichkeit eines Compliance-Sachverhalts ist nicht Frage des Merkmals „vernünftigerweise erwarten kann“ oder der Kursrelevanz, sondern Frage der Sicherstellung der Geheimhaltung der präzisen Information „Compliance-Sachverhalt“ nach Art. 17 Abs. 4 lit. c) MAR und befreit bei guter Geheimhaltung nicht von der Ad-hoc-Publizitätspflicht.¹¹⁵³
12. „Corporate-Governance-Mängel“ sind keine Insiderinformationen. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht für solche Informationen entspringt der Annahme einer Corporate-Governance-Funktion der Ad-hoc-Pflicht, welche kein explizites Ziel des europäischen Gesetzgebers ist, sondern lediglich positiver Reflex der Publizitätspflicht.¹¹⁵⁴

Drittes Kapitel

13. Die durch weite Auslegung des Begriffs der Insiderinformation des Art. 7 MAR frühzeitig einsetzende Ad-hoc-Publizitätspflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR hat zu einer „Flucht in die Aufschubmöglichkeit“ und einer Verlagerung des Schwerpunkts in Art. 17 MAR geführt. Dort gerät sie unter den Vorbehalt, dass diese erst bei Kenntnis oder Kennenmüssen von der Insiderinformation eintreten könne.¹¹⁵⁵
14. Art. 17 Abs. 1 MAR ist keine Wissensnorm. Das nationale Gesellschaftsrecht in Form der Wissenszurechnung bei juristischen Personen ist daher keine Vorfrage für den Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht und bedingt deren Eintritt nicht.¹¹⁵⁶
15. Art. 17 Abs. 1 MAR kennt keine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Publizitätspflicht, sondern kann alle Informationen aus allen Lebensbereichen betreffen, insbesondere, wenn sie kursrelevant sind. So wenig wie Art. 17 Abs. 1 MAR eine Corporate-Governance-Funktion hat, so

1153 Siehe S. 104 ff.

1154 Siehe S. 115 ff.

1155 Siehe S. 126 ff.

1156 Siehe S. 135 ff.; S. 167.

wenig gibt es für Fälle des § 93 Abs. 2 AktG eine Bereichsausnahme der Ad-hoc-Publizitätspflicht.¹¹⁵⁷

16. Art. 17 Abs. 1 MAR hat keine „Compliance-Dimension“. Die Norm enthält keine europarechtlich hergeleiteten Informationsorganisationspflichten, deren Verletzung den Eintritt der Ad-hoc-Publizitätspflicht begründen.¹¹⁵⁸
17. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht tritt rein objektiv mit Entstehen der Insiderinformation ein. Das, was in der Literatur mit Informationssuchpflicht gemeint ist, ist nichts anderes als eine Frage des Wissenmüssens und muss mangels ausdrücklicher Normierung von Organisationspflichten oder einem Wissensmerkmal im Tatbestand des Art. 17 Abs. 1 MAR, dogmatisch richtig in Rahmen des Verschuldens der nationalen Bußgeld- und Haftungsnormen erörtert werden.¹¹⁵⁹
18. Dass der Emittent nach Insiderinformationen sucht, ist keine primäre Pflicht des Art. 17 Abs. 1 MAR, sondern entspringt einer sekundären Informationssystemeinrichtungspflicht, die sich aus dem Anreiz der Haftungsvermeidung und der Anreizfunktion des Art. 17 Abs. 4 MAR ergibt.¹¹⁶⁰ „So bald wie möglich“ ist damit im Ergebnis kein pflichtbegründendes, sondern ein den Zeitpunkt der Veröffentlichungspflicht konkretisierendes Merkmal.¹¹⁶¹
19. Der veröffentlichungspflichtige Informationskreis richtet sich ausschließlich danach, welche Insiderinformationen den Emittenten unmittelbar betreffen. Das sind Insiderinformationen, die seinen Fundamentwert beeinträchtigen und seinem Informationsherrschaftsbereich unterliegen. Der Emittent, seine Organe und sämtliche Mitarbeiter bilden dabei eine Informationseinheit. Sämtliche Informationen „innerhalb“ des Emittenten unterliegen seinem Informationsherrschaftsbereich.¹¹⁶²

Viertes Kapitel

20. Unter Anwendung der in Kapitel 3 genannten Grundsätze unterliegen Informationen aus dem Aufsichtsrat des Emittenten seiner Ad-hoc-Publizitätspflicht. Dabei hat der Aufsichtsrat für Informationen aus seinem originären Tätigkeitsbereich, die aus strategischen Grün-

1157 Siehe S. 163.

1158 Siehe S. 174 ff.; S. 181.

1159 Siehe S. 181 ff.; S. 190.

1160 Siehe S. 162 ff.

1161 Siehe S. 190 f.

1162 Siehe S. 193 ff.; S. 205.

den dem Vorstand nicht weitergeleitet werden sollen, eine eigene Aufschubkompetenz. Eine eigene Veröffentlichungskompetenz besteht nicht.¹¹⁶³

21. Ausgehend von der Wissenszurechnung im Konzern besteht im Ergebnis keine hinreichende Sicherstellung für eine unbedingte Ad-hoc-Publizitätspflicht für Informationen aus verbundenen Unternehmen. Aus teleologischer Sicht ist daher ein kapitalmarktrechtlicher Informationsanspruch aus Art. 17 Abs. 1 MAR ggü. verbundenen Unternehmen sinnvoll, um eine effektive Ad-hoc-Publizität bei für den Emittenten fundamentalwertrelevanten Insiderinformationen aus verbundenen Unternehmen zu gewährleisten.¹¹⁶⁴
22. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten für Informationen aus verbundenen Unternehmen entfällt nicht allein durch Veröffentlichung dieser Insiderinformation durch das verbundene Unternehmen. Das Weitergabeverbot aus Art. 14 lit. c) i.V.m. Art. 10 Abs. 1 MAR steht einem kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch grundsätzlich nicht entgegen.¹¹⁶⁵
23. Abseits teleologischer Erwägungen überwiegen die Argumente gegen einen kapitalmarktrechtlichen Informationsanspruch aus Art. 17 Abs. 1 MAR gegenüber verbundenen Unternehmen.
 - a. Die MAR ist ausschließlich emittentenbezogen ausgestaltet, also auf die jeweilige juristische Person, die Finanzinstrumente emittiert, zugeschnitten. Eine Konzernveröffentlichungsklausel oder konzernrelevante Wertungen für die Ad-hoc-Pflicht sind ihr nicht zu entnehmen. Wertungen wie die Unbeachtlichkeit der dualistischen Struktur fehlen hingegen für Konzernkonstellationen. Einer Aufweichung des Trennungsprinzips – wie im europäischen Kartellrecht – steht wiederum der Emittentenbezug entgegen. Der Herleitung aus der Reichweite der Rechnungslegung und die Erstreckung auf konsolidierte Unternehmen steht entgegen, dass die Ad-hoc-Publizität keine Ergänzung der Regelpublizität ist.¹¹⁶⁶
 - b. Auch der Vergleich mit ausdrücklich europarechtlich determinierten Compliance-Normen und Organisationspflichten, welche ausdrücklich konzernweit ausgestaltet sind, spricht gegen den kapital-

1163 Siehe S. 209 ff.; S. 215 f.

1164 Siehe S. 232 ff.

1165 Siehe S. 238 ff.

1166 Siehe S. 242 ff.

marktrechtlichen Informationsanspruch ggü. verbundenen Unternehmen.¹¹⁶⁷

- c. Einer potenziellen Umgehungsgefahr bei Ablehnung eines solchen Informationsanspruchs steht die im Merkmal „unmittelbar betreffen“ angelegte Begrenzung der Informationsverantwortung entgegen sowie, dass auch bei Entlassung des Emittenten aus dieser Verantwortung Insiderhandel weiterhin sanktioniert ist. Die Rechtsprechung in Sachen IKB und Kühne und Nagel stehen dieser Begrenzung nicht entgegen und liefert keine Argumente für einen solchen Anspruch.¹¹⁶⁸
- 24. Der Emittent hat für ihn fundamentalwertrelevante Insiderinformationen aus verbundenen Unternehmen erst dann eine Informationsverantwortung, wenn diese ihm tatsächlich, vergleichbar dem Gedanken des § 130 BGB, zugegangen sind, oder er dergestalt ungehinderten Zugriff auf die Information hat, dass die Situation einem Informationszugriff bei Informationen „innerhalb“ des Emittenten entspricht.¹¹⁶⁹
- 25. Aus den Wertungen des Art. 10 Abs. 1 MAR und Art. 49 der SE-Verordnung ergibt sich, dass gesellschaftsrechtliche Informationsgrenzen und Verschwiegenheitspflichten auch im europäischen Marktmissbrauchsrecht zu berücksichtigen sind.¹¹⁷⁰
 - a. Das hat für Doppelmandatskonstellationen zur Folge, dass auch nach europäischem Recht eine Informationsverantwortung für Insiderinformationen aus dem Aufsichtsrat von verbundenen Unternehmen regelmäßig ausscheidet. Auch wenn ein Vorstands-doppelorgan von Informationen aus „seiner“ verbundenen Gesellschaft weiß, aber entgegenstehende Verschwiegenheitspflichten nach nationalem Recht bestehen, steht dies einer Informationsverantwortung des Emittenten aus Art. 17 Abs. 1 MAR entgegen.
 - b. Dort wo eine Informationsweitergabe im Einzelfall nach nationalem Gesellschaftsrecht grundsätzlich befugt wäre, eine Weitergabe aber gleichwohl unterbleibt, setzt die Ad-hoc-Pflicht ein, da sowohl ein tatsächlicher als auch ein nach nationalem Recht gebilligter Informationszugriff des Emittenten über das Organ bestünde. Insoweit „infiziert“ sich der Emittent mit der Insiderinformation.

1167 Siehe S. 247 f.

1168 Siehe S. 250 ff.

1169 Siehe S. 249 f.

1170 Siehe S. 253 ff.

26. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Unternehmensverbindungen hat auf das Gesellschaftsrecht deutlich geringere Auswirkungen als auf die Organisationsverfassung in der Einzelgesellschaft. Die autonom europarechtlich herzuleitende, nur eingeschränkte Informationsverantwortung des Emittenten ggü. Informationen aus verbundenen Unternehmen, entspricht im Ergebnis insoweit der restriktiven Wissenszurechnung des BGH bei konzernverbundenen Unternehmen, als die Informationsverantwortung des Art. 17 Abs. 1 MAR bei Informationen aus verbundenen Unternehmen, auf den nationalen Informationsgrenzen und -Möglichkeiten aufbaut.¹¹⁷¹

Fünftes Kapitel

27. Das Interesse des Emittenten ist das Interesse seiner zum Zeitpunkt der Aufschubentscheidung vorhandenen Aktionäre, die es auch längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung bleiben. Aktionäre, die während des Aufschubs Aktien des Emittenten erwerben, sind potenzielle Aktionäre. Potenzielle Aktionäre sind dem Marktinteresse zuzuordnen. Marktinteresse und Emittenteninteresse müssen nicht übereinstimmen.¹¹⁷²
28. Das Interesse des Emittenten wird nicht gegenüber dem Interesse des Marktes abgewogen. Der Aufschub der Veröffentlichungspflicht ist möglich, wenn eine Veröffentlichung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen und die Interessen des Marktes nicht entgegenstehen.¹¹⁷³
29. Emittenteninteresse, verstanden im Sinne des Shareholder-Value-Ansatzes und Unternehmensinteresse, verstanden im Sinne des moderaten Shareholder-Value-Ansatzes, sind nur formal nicht identisch.¹¹⁷⁴
30. Berechtigt im Sinne des Art. 17 Abs. 4 lit. a) MAR ist keine bewusste Schnittstelle zum Gesellschaftsrecht. Gleichwohl besteht häufig faktisch ein Gleichlauf der Interessen. Der Begriff spielt auf das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen Art. 17 Abs. 1 und Abs. 4 MAR an. Es hat dabei eine Orientierung an Erwägungsgrund 50 MAR sowie den Beispielen der ESMA zu erfolgen.¹¹⁷⁵

1171 Siehe S. 256 f.

1172 Siehe S. 272 ff., S. 277.

1173 Siehe S. 260 ff., S. 277.

1174 Siehe S. 277 f.

1175 Siehe S. 279 ff.

31. Der Nemo-Tenetur-Grundsatz führt nicht zu einem materiell-rechtlichen Ausschluss der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Er kann im Rahmen des Ordnungswidrigkeitenrechts berücksichtigt werden.
32. Der ewige Aufschub eines Compliance-Sachverhalts ist theoretisch möglich. Der Emittent muss in diesem Zeitraum aktive Compliance-Maßnahmen ergreifen, ein reines Aussitzen genügt nicht. Da es auf das Interesse derjenigen Aktionäre ankommt, die längerfristig, jedenfalls bis zum Ende der Aufschubentscheidung Aktionäre des Emittenten sind, muss eine nur interne Aufklärung dem nachhaltigen Unternehmenswohl entsprechen. Praktisch bestehen für den ewigen Aufschub wegen der Geheimhaltungspflicht und der Vermeidung der Irreführung des Publikums aber hohe Hürden.¹¹⁷⁶

1176 Siehe S. 290 ff.

