

**Transparenz und Marktmissbrauchsrecht**  
**- Ausgewählte Probleme beim Beteiligungsaufbau und bei Übernahmen –**  
Vortrag an der Universität München am 4.10.2018  
Klaus J. Hopt, Max-Planck-Institut Hamburg

Einführung

1. Suche nach Mitbieter, Voraberwerbe
2. Due diligence
3. face-to-face-Geschäfte, Masterplan
4. Nutzung nach Art. 8 Abs. 1 MAR, Regelung in Art. 9 Abs. 4 MAR,  
Marktsondierung nach Art. 11 MAR
5. Weißer Ritter und konkurrierende Bieter
6. Aufschub nach Art. 17 MAR
7. Transaktionen im Konzern und internationale Transaktionen
8. Praxisvorschläge und Thesen für die Diskussion

## **Transparenz und Marktmissbrauchsrecht**

### **- Ausgewählte Probleme beim Beteiligungsaufbau und bei Übernahmen –**

Vortrag in München am 4.10.2018

Professor Dr. Dr. Klaus J. Hopt, Max-Planck-Institut Hamburg

vielen Dank für die freundliche Einladung nach München. Ich habe die Einladung aus drei Gründen sofort angenommen. Zum einen wegen der interessanten Themen, zum anderen wegen unserer freundschaftlichen Verbundenheit mit Euch dreien und zum dritten weil ich immer gerne an meine Alma Mater und die Stätte meiner früheren Taten (oder Untaten) zurückkomme. Bei dem mir zgedachten Thema habe ich zunächst ein wenig gezögert, weil Christoph Kumpan und ich dazu letztes Jahr einen langen Aufsatz in der ZGR zu M&A und MAR veröffentlicht haben, den manche von Ihnen kennen werden. Aber seither sind eine ganze Reihe weiterer Stellungnahmen dazu erschienen, darunter die großen Kommentare von Rüdiger Veil, Lars Klöhn und Ventrizzo/Mock auf Englisch sowie mehrere große Aufsätze, sodass ich heute nicht nur Wiederholungen bieten kann.

Das Thema M&A und Marktmissbrauchsverordnung ist hochaktuell und kontrovers. Das gilt für die Ad-hoc-Publizität im Allgemeinen und im Zusammenhang mit dem Beteiligungsaufbau im Besonderen. Zum Ersteren liegen mir ein Erfahrungsbericht und eine Umfrage von Hengeler Mueller vom 6. und 19. September zur Ad-hoc-Publizität unter der MAR vor. Danach ist der Gesamteindruck bei den Unternehmen kritisch. Die Unternehmen beklagen Rechtsunsicherheit 1) zum Zeitpunkt des Entstehens einer Insiderinformation, vor allem in gestreckten Sachverhalten, 2) zur Eignung einer Information zur erheblichen Kursbeeinflussung und 3) zum Begriff „präzise Information“. Sie melden, dass die Bürokratie (stark) gestiegen ist, ohne dass der Anlegerschutz verbessert worden wäre. Viele Unternehmen suchen auch häufiger externen Rechtsrat, vor allem bei der Ad-hoc-Publizität. Fast alle Unternehmen haben ein Ad-hoc-Komitee eingerichtet, davon kann jedes zweite allein über den Ad-hoc-Sachverhalt entscheiden. Eine Marktpraxis zum Umgang des Aufsichtsrats mit Ad-hoc-Sachverhalten existiert bisher noch nicht.

Speziell zum Beteiligungsaufbau (stakebuilding) ist das alles noch aktueller und kontroverser. Die Versuchung, die einzelnen Schritte möglichst lange geheim zu halten und möglicherweise sogar zu Insidergeschäften auszunutzen, ist erfahrungsgemäß gerade beim Beteiligungsaufbau besonders groß. Die Rechtslage unter der MAR ist zwar nicht grundlegend verschieden von der

unter dem alten WpHG, aber die Praxis befürchtet nicht ohne Grund, dass die BaFin im Vergleich zur früheren Rechtslage strengere Maßstäbe anlegen wird, und spricht von einem „gewissen Trend zur Vorverlagerung“. Der Emittentenleitfaden kann also nur noch mit Vorsicht herangezogen werden. Die BaFin überarbeitet ihn zwar derzeit, aber Entwürfe zum Insider- und Ad-hoc-Publizitätsrecht liegen mir noch nicht vor. Hinzu kommen zwischenzeitlich drastisch verschärfte Sanktionen, wie im Grundsatz vorgegeben von der Marktmissbrauchsrichtlinie, die nicht ganz zu Unrecht als MAD (mad) abgekürzt wird.

Aber nunmehr in medias res. In den kommenden 25 Minuten kann ich Ihnen nur eine kleine Auswahl besonders intrikater Themen präsentieren, und auch diese teilweise nur benennen. Die Reihenfolge ersehen Sie aus dem Handout, sie entspricht im Wesentlichen den Ablaufphasen des Beteiligungsaufbaus bzw. der M&A-Transaktion. Die Begriffe „Bieter“ und „Zielgesellschaft“ stehen im Folgenden als pars pro toto für potentielle Beteiligungskäufer und -verkäufer.

#### 1. Suche nach Mitbieter, Vorüberwerbe

Der Beteiligungsaufbau beginnt lange vor der eigentlichen M&A-Transaktion, wenn der künftige Erwerber den Entschluss dazu fasst. Falls er die Transaktionen finanziell oder aus anderen Gründen nicht allein stemmen will, sucht er nach Mitbieter bzw. will insgeheim vorab Anteile an dem Unternehmen erwerben. Hierzu besagen Art. 9 Abs. 5 MAR und schon die Präambel im Erwägungsgrund 31 Satz 2 MAR: „Handlungen auf der Grundlage eigener Pläne und Handelsstrategien des Marktteilnehmers sollten nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten.“ Die MAR sieht danach auch eigene, noch interne Pläne als Insiderinformationen an, nur ihre Nutzung durch den Bieter ist legal. In der Regel wird in diesem Stadium allerdings mangels hinreichender Präzision tatsächlich noch nicht einmal eine Insiderinformation vorliegen.

Problematisch sind dagegen die Suche nach Miterwerbern und die damit verbundene Offenbarung der Insiderinformation über die geplante Transaktion. Denkbar erscheint es zunächst, hierin eine unter bestimmten engen Voraussetzungen zulässige Marktsondierung im Sinne von Art. 11 MAR (safe harbour) zu sehen. Nun erlaubt Art. 11 Abs. 2 MAR es zwar dem Bieter, der ein Übernahmeangebot beabsichtigt, die Aktionäre der Zielgesellschaft auf ihre Verkaufsbereitschaft anzusprechen. Aber die Suche nach Mitbieter ist nicht erfasst.

Das muss aber nicht automatisch heißen, dass Art. 11 MAR die Suche nach Mitbieterinnen verbietet. Art. 9 Abs. 5 MAR stellt, wie gesagt, das Handeln aufgrund eines eigenen Erwerbsplans frei, einerlei ob das ein einziger oder mehrere Bieter sind. Dann muss es aber auch zulässig sein, eine solche Gruppe erst noch zu bilden. Art. 9 Abs. 5 gilt also entweder schon teleologisch direkt, zumindest aber analog für „gemeinsam“ mit dem Bieter handelnde Personen. Dafür kann auch Art. 5 Abs. 1 der Übernahmerichtlinie, die von „gemeinsam“ mit dem Bieter handelnden Personen spricht, herangezogen werden. Richtiger Ansicht nach stehen die MAR und die Übernahmerichtlinie gleichberechtigt nebeneinander. Diese Frage ist zwar schon unter der Marktmissbrauchsrichtlinie diskutiert worden, aber leider weder durch Art. 11 Abs. 2 MAR noch sonst geklärt worden. Immerhin deuten Art. 23 Abs. 3 Unterabs. 2 MAR und schon die Präambel in Erwägungsgrund 27 Satz 2 in diese Richtung, wonach die Auslegung der MAR im Einklang mit den Gesetzen, Rechts- und Verwaltungsvorschriften auszulegen ist, die in Bezug auf Übernahmeangebote erlassen wurden, wobei ausdrücklich auf die Übernahmerichtlinie von 2004 verwiesen wird.

Wenn man somit Art. 9 Abs. 5 direkt oder analog anwendet, bleibt die weitere Frage, ob wie im Vereinigten Königreich bestimmte Grenzen nach Erforderlichkeit und Zahl der Anzusprechenden (dort „beschränkte Anzahl“, konkret sechs) gezogen werden müssen. Art. 9 Abs. 5 gibt dafür jedoch nichts her. Auf jeden Fall sollte aber Art. 11 Abs. 2 MAR schon wegen seiner engen Fassung und ungeeigneten Verfahrens- und Publizitätserfordernissen hier nicht entsprechend angewandt werden. Vielmehr sollte es Sache der BaFin bleiben, ob sie Zulässigkeitsgrenzen und -kriterien entwickelt, wie es dies das Takeover Panel für das sogenannte warehousing getan hat.

## 2. Due diligence

Die nächste Phase ist bei der due diligence erreicht. Dass der Vorstand der Zielgesellschaft diese aktienrechtlich erlauben darf, ohne gegen das Unternehmensgeheimnis zu verstoßen, ist mittlerweile grundsätzlich anerkannt. Kapitalmarktrechtlich fraglich ist dagegen, an wen in diesem Stadium Insiderinformationen weiter gegeben und ob und wie sie genutzt werden dürfen. Für Übernahmeangebote gibt es die Ausnahmegesetzgebung des Art. 9 Abs. 4 MAR, nach der diese Insiderinformationen genutzt werden dürfen, „um den Unternehmenszusammenschluss oder die Übernahme auf der Grundlage eines öffentlichen

Angebots weiterzuführen“. Art. 9 Abs. 4 MAR spricht aber nur von Übernahmeangeboten und lässt sich deshalb nicht einfach auf die Vorbereitung einfacher Erwerbsangebote erstrecken. Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 2 MAR stellt zudem ausdrücklich fest, dass Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR „nicht für den Beteiligungsaufbau“ gilt.

Fraglich ist, ob damit bloße Paketerwerbe, die im Anschluss an eine Due-Diligence-Prüfung vorgenommen werden, tatsächlich unter das Insiderhandelsverbot fallen oder ob Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 und 2 MAR wie oben Art. 11 Abs. 2 als bloße safe harbour rule angesehen werden können. Christoph Kumpan und ich befürchten in unserem ZGR-Aufsatz tendenziell Ersteres. Klöhn ist dazu großzügiger. Er hält die Befugnis zur Weitergabe auch bei bloßen Erwerbsangeboten nach allgemeinen Grundsätzen für zulässig, soweit das erforderlich und angemessen ist; Art. 9 Abs. 4 MAR schließt das nicht aus. Das ist in der Tat wünschenswert und trägt den Interessen der Aktionäre und des Markts Rechnung. Fraglich ist eben nur, ob die MAR das hergibt. Das ist eine der vielen Rechtsunsicherheiten, die letztlich der EuGH wird klären müssen. Nach Klöhn braucht das beabsichtigte Erwerbsangebot auch keinen bestimmten Mindestumfang (beispielsweise 3%) zu haben. Ob das die BaFin auch so sehen würde, erscheint mir allerdings zweifelhaft. Auch wird man den Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung nicht für rechtlich geboten ansehen, allenfalls unter Art. 17 Abs. 8 Satz 2 MAR, obgleich er allemal sinnvoll ist.

Diese Überlegungen gelten auch für den umgekehrten Fall, dass der Bieter seinerseits Insiderinformationen an den Veräußerer bzw. die Zielgesellschaft und deren Organe weitergibt, und richtigerweise auch für die Weitergabe an die dort maßgeblichen Aktionäre. Wiederum lässt sich die Zulässigkeit dieser Weitergabe bei Übernahmeangeboten rechtssicherer behaupten als beim bloßen Beteiligungserwerb. Klöhn hält sogar die Weitergabe an einschlägig befassende Politiker für zulässig. Das geht sehr weit, dann ist die Presse rasch dabei und eine unerlaubte selektive Weitergabe ist nicht mehr auszuschließen. Auf jeden Fall müsste man dann sehr hohe Anforderungen an die Erforderlichkeit und Angemessenheit stellen.

Fraglich ist weiter, ob der Erwerber, wenn er im Falle einer negativen Insiderinformation von der Transaktion Abstand nimmt, Verkäufe von Aktien des potentiellen Veräußerers bzw. der Zielgesellschaft aus seinem Portfolio tätigen darf. Meiner Ansicht nach darf er das nicht. Denn Art. 9 Abs. 4 MAR verlangt ausdrücklich, dass die Übernahme bzw. der Zusammenschluss fortgeführt wird. Bereits erworbene Finanzinstrumente an der Zielgesellschaft darf der Bieter

danach erst verkaufen, wenn die Insiderinformation öffentlich geworden ist. Der Bieter steht dann nach einer due diligence tatsächlich schlechter da als ohne eine solche, zumal wenn er wie üblich ein confidentiality agreement eingegangen ist und nach seinem Rückzug auch nicht mehr auf die Veröffentlichung der Insiderinformation hinwirken kann.

### 3. face-to-face-Geschäfte, Masterplan

Bei face-to-face-Geschäften, bei denen der andere Teil vom Bestehen der Insiderinformation in Kenntnis gesetzt wird, wurde schon nach altem Recht angenommen, dass der Abschluss eines solchen Geschäfts keine unerlaubte Nutzung der Insiderinformation darstellt. Nach der MAR spricht hierfür Erwägungsgrund 23 Satz 1 MAR: „Das wesentliche Merkmal von Insidergeschäften ist ein ungerechtfertigter Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil Dritter erzielt wird, die diese Informationen nicht kennen, und infolgedessen in der Untergrabung der Integrität der Finanzmärkte und des Vertrauens der Investoren.“ Face-to-face-Geschäfte spielen sich nicht an der Börse, sondern unmittelbar zwischen zwei privaten Parteien, in der Regel bei einem Paketverkauf außerhalb der Börse ab. Teilt der Paketkäufer dem Paketverkäufer die Insiderinformation, etwa über seinen Plan zu einem anderweitigen Beteiligungserwerb, mit, hat der Paketkäufer keinen Vorteil, der Paketverkäufer keinen Nachteil und die Transaktion wirkt sich in aller Regel, da privat, nicht auf den Marktpreis aus.

Beim face-to-face-Geschäft bleiben aber dennoch einige Konstellationen kritisch. Sicher ist wie gesagt, dass der Paketkäufer bei Wissen des Paketverkäufers keine Insiderinformation ausnutzt, wie das auch Erwägungsgrund 23 Satz 1 MAR besagt. Aber ist damit auch gesagt, dass der Paketkäufer die Insiderinformation dem Paketveräußerer mitteilen darf? Gewiss, er täuscht ihn, wenn er diese nicht offenlegt. Aber vertragliche und vorvertragliche Offenlegungspflichten gehen dem Insiderrecht unstreitig nach. Doch mag man aus der Zulässigkeit des eigentlichen face-to-face-Geschäfts auch auf die Zulässigkeit der vorausgehenden Offenlegung schließen. Sodann bedeutet die Zulässigkeit des face-to-face-Geschäfts für den Paketkäufer nicht ohne weiteres auch die Zulässigkeit für den Paketverkäufer. Schließt der Paketverkäufer aber aufgrund seiner Kenntnis von der Insiderinformation zu einem entsprechend höheren Preis ab, müsste man eigentlich annehmen, dass er diese nutzt, denn ohne diese Kenntnis hätte er zu einem anderen Preis, in der Regel zum Börsenpreis, abgeschlossen. Das würde allerdings bedeuten, dass face-to-face-Geschäfte jedenfalls für den einen Teil insiderrechtlich relevant blieben. Demgegenüber kann man sagen, dass der Paketverkäufer zwar einen Vorteil hat, aber

der Paketkäufer keinen Nachteil, weil er ja zum „richtigen“ Preis kauft. Dann könnte es nur noch sein, dass Dritte am Markt einen Nachteil haben, was aber nur der Fall ist, wenn sich dieses nichtbörsliche Kaufgeschäft ausnahmsweise doch auf dem Marktpreis auswirkt.

Nach bisherigem Recht war der Erwerb von Aktien auch nach Erlangung einer Insiderinformation zulässig, wenn dieser Erwerb sich im Rahmen eines vorher gefassten Erwerbsbeschlusses hielt. Unklar und streitig ist, ob diese sogenannte Masterplan-Ausnahme auch unter der MAR weiter gilt. Meines Erachtens ist die Master-Plan-Ausnahme auch unter neuem Recht anwendbar. Denn die Insiderinformation wird in einem solchen Fall nicht kausal für die anschließende Transaktion, sie wird also nicht für diese ausgenutzt. In diesem Sinn ist auch In diesem Sinn der bereits erwähnte Erwägungsgrund 31 Satz 2 MAR zu verstehen: „Handlungen auf der Grundlage eigener Pläne und Handelsstrategien des Marktteilnehmers sollten nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten.“ Dies hat der EuGH im Spector-Fall zum alten Recht zwar nicht ausdrücklich entschieden, aber die Generalanwältin Kokott hat allgemein ausgeführt, dass keine Nutzung vorliege, wenn ausgeschlossen ist, dass die Information in das Handeln eingeflossen ist (Spector-Regel).

#### 4. Nutzung nach Art. 8 Abs. 1 MAR, Regelung in Art. 9 Abs. 4 MAR, Marktsondierung nach Art. 11 MAR

Nach Art. 8 Abs. 1 MAR ist jede Nutzung von Insiderinformationen mittels Erwerb oder Veräußerung ein Insidergeschäft. Darunter fallen nach Art. 8 Abs. 1 Satz 2 MAR anders als früher auch eine Stornierung oder Änderung eines diesbezüglichen Auftrags. Überlegungen von Hansen in Ventrizzo und Mock dazu, ob auch Schenkungen erfasst sind, dürften eher theoretisch bleiben. Wichtiger ist Art. 9 Abs. 4 MAR mit seiner safe harbour-Regelung für Übernahmeangebote und Unternehmenszusammenschlüsse. Diese sind bereits oben im Zusammenhang mit der due diligence und der erlaubten Nutzung von Insiderinformationen, die dabei erlangt worden sind, erörtert worden. Dazu ist zu erinnern, dass Art. 9 Abs. 4 MAR einen safe harbour nur dann eröffnet, wenn die Nutzung zur Weiterführung des Übernahmeangebots bzw. Unternehmenszusammenschlusses erfolgt.

Auch die Regelung für Marktsondierungen in Art. 11 MAR ist bereits angesprochen worden, nämlich bei der Suche nach Mitbietern. Art. 11 MAR ist lang, unübersichtlich und sehr restriktiv. Wichtig ist schon vorab, dass Art. 11 MAR eine bloße safe harbour-Regelung

darstellt und nicht eine Ausnahmeregelung, wie das anscheinend die BaFin meint. Das macht einen grundlegenden Unterschied, denn von einer Safe Harbor-Regelung kann der Insider Gebrauch machen oder nicht, tut er das nicht, kann die Nutzung immer noch nach anderen Grundsätzen erlaubt sein. Im Rahmen von Art. 11 MAR ist dessen Abs. 2 einschlägig, der das sogenannte „testing the waters“ erlaubt. Danach dürfen Insiderinformationen an Aktionäre der Zielgesellschaft weitergegeben werden, wenn dies vor Abgabe des Übernahmeangebots zur Erkundung der Annahmefähigkeit der Aktionäre erfolgt und diese Erkundung notwendig ist. Art. 11 MAR knüpft dies aber an so aufwendige Verfahrens-, Prüfungs-, Dokumentations-, Hinweis- und Aufzeichnungspflichten, dass dieser safe harbour über seinen engen Anwendungsbereich hinaus für Übernahmen und Beteiligungserwerb wenig attraktiv ist.

Art. 11 Abs. 2 MAR erfasst seinem Wortlaut nach wie gesagt nur Übernahmeangebote. Indessen ist die Interessenlage bei bloßen einfachen Erwerbsangeboten durchaus ähnlich. Auch dabei will sich der Erwerber vorher versichern, dass wesentliche Aktionäre ihre Aktien an ihn veräußern, beispielsweise um eine squeeze-out-Schwelle zu erreichen.

#### 5. Weißer Ritter und konkurrierende Bieter

Aus dem Übernahmerecht ist die große Bedeutung von weißen Rittern und konkurrierenden Bietern für die Zielgesellschaft und den Markt für Unternehmenskontrolle geläufig. Wie schon eingangs gesagt, stehen die MAR und die Übernahmerichtlinie gleichberechtigt nebeneinander. Das bedeutet konsequent, dass Verteidigungsmaßnahmen und die für diese notwendigen Mitteilungen, die nach der Übernahmerichtlinie erlaubt sind, grundsätzlich nicht nach der MAR verboten sein können. Die Zielgesellschaft muss danach auch Insiderinformationen, die der weiße Ritter braucht, an diesen weitergeben können, und dieser muss zum Zwecke des Konkurrenzangebots die Insiderinformationen nutzen dürfen. Klöhn will die Weitergabe ebenfalls, und zwar nach Art. 9 Abs. 5 MAR, zulassen. Für die Nutzung durch den weißen Ritter soll das aber entgegen dem früheren Recht nicht gelten. Insoweit will er den weißen Ritter auf Art. 9 Abs. 4 MAR, also Handeln aufgrund eines eigenen Erwerbsplans, verweisen. Indessen wird dies der Übernahmerichtlinie nicht gerecht. Art. 9 Abs. 5 analog, wie im Ergebnis schon nach früherem Recht, erscheint sachgerechter. Missbrauchsgefahren, die Klöhn befürchtet, gibt es immer. Eine übernahmerechtlich umstrittene Frage ist, ob die Zielgesellschaft die Insiderinformationen, die sie dem weißen Ritter gegeben hat, auch dritten konkurrierenden Bietern weitergeben muss.

Auch wenn man auf diese Weise der Übernahmerichtlinie Rechnung trägt, wird man nach dem methodischen Gebot der praktischen Konkordanz doch Grenzen ziehen müssen. So darf die Zielgesellschaft Insiderinformationen nur an einen Ritter weitergeben, der nicht unbedingt schneeweiß sein muss, aber doch voraussichtlich weiß ist, also voraussichtlich bereit sein wird, die Zielgesellschaft zu übernehmen. Die Weitergabe generell zur Abwehr des tatsächlichen oder gar künftiger Übernahmeangebote ist dagegen nicht mehr gedeckt, und der weiße Ritter darf diese Informationen auch nur für sein „weißes“ Angebot nutzen, nicht für anderweitige Transaktionen, dies erst recht nicht, wenn er von seiner Bereitschaft einzuspringen Abstand nimmt.

Für Erwerbs- und Übernahmeangebote außerhalb des WpÜG gelten diese Grundsätze zwar nicht unmittelbar, aber die Interessen- und Rechtslage ist auch unter allgemeinen Grundsätzen ähnlich, so im Ergebnis auch Klöhn.

#### 6. Aufschub nach Art. 17 MAR

Wenn somit beim Erwerb von Beteiligungen Insiderinformationen tendenziell sehr früh vorliegen und diese dann unverzüglich bekannt gegeben werden müssen, spielt die Möglichkeit eines Aufschubs ihrer Veröffentlichung natürlich eine sehr große Rolle. Für einen zulässigen Aufschub sind nach Art. 17 Abs. 4 und 5 MAR die berechtigten Interessen des Betroffenen, die Gefahr der Irreführung der Öffentlichkeit und die Sicherstellung der Geheimhaltung maßgeblich. Für den Aufschub ist wegen des Tatbestandsmerkmals „auf eigene Verantwortung“ ein aktives Handeln notwendig. Ein Vorstandsbeschluss ist dazu nicht nötig, aber die BaFin meint, jedenfalls ein Vorstandsmitglied oder Senior Executive Director müssen handeln (die Verantwortlichkeit des Gesamtvorstands bleibt erhalten). Indessen kann es sich auch um eine Insiderinformation aus dem Aufsichtsrat handeln, etwa um eine Personalentscheidung über einen Vorstand, dann kommt es auf den Aufsichtsrat an. In diesem Zusammenhang wird auch die zunehmende Bedeutung der unternehmerischen Entscheidungen des Aufsichtsrats relevant, auch wenn die herkömmliche Literatur – meines Erachtens auf Dauer vergeblich – dagegen dogmatische Bedenken ins Feld führt. (Ich denke dabei an einen Vortrag, der vor einiger Zeit hier in München gehalten worden ist.) Fallbeispiele für berechnete Interessen hat die ESMA gegeben, darauf kann hier nur verwiesen werden. Kritisch ist es jedenfalls, wenn der Insider Signale, z.B. durch Vorstandsinterviews, gesetzt hat, die aktuellen

Markterwartungen widersprechen. Auch unabhängig davon kann der Vorstand heute anders als früher Gerüchte nicht einfach unkommentiert lassen. Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR lässt das nicht mehr zu, „wenn dieses Gerücht ausreichend präzise ist, dass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet ist“.

## 7. Transaktionen im Konzern und internationale Transaktionen

Hier stellen sich besonders diffizile Fragen, zu denen man länger ausholen müsste. Schon der zulässige Informationsfluss im Konzern und das Unternehmensgeheimnis dabei sind aktien- und konzernrechtlich hoch streitig. Das gilt erst recht insider- und ad-hoc-publizitäts-rechtlich. Unter anderem stellen sich Fragen der Wissenszurechnung. Bei dieser geht es der Sache nach um die Verletzung von Organisationspflichten. Das deutsche Recht ist dazu verhältnismäßig streng und nimmt, wenn man das Neubürger-Urteil des Landgerichts München zugrunde legt, ziemlich rasch Fahrlässigkeit an. Hier kommt es auf das Tatbestandsmerkmal der „unverzöglichen“ Bekanntgabe in Art. 17 Abs. 1 MAR an (so die amtlich korrigierten Fassung, vorher hieß es „so bald wie möglich“). Dieser Tatbestandsmerkmal ist jedoch autonom europarechtlich auszulegen. Was nach deutschem Recht fahrlässig ist, muss das nicht auch schon nach europäischem Recht sein. Vor allem aber würde die Heranziehung der weit reichenden deutschen Rechtsprechung zur Wissenszurechnung die von der MAR beabsichtigte Rechtsvereinheitlichung unterlaufen. Es gibt also gute Gründe, eine Wissenszurechnung wie nach deutschem Recht unter Art. 17 MAR abzulehnen.

International können sich Kollisionen mit entsprechenden ausländischen Vorschriften ergeben, zumal bei extraterritorialen Auswirkungen, wie wir das aus dem Wettbewerbsrecht kennen. Das kann sich etwa bei strengeren in- oder ausländischen Ad-hoc-Veröffentlichungspflichten auswirken, die jeweils strengere setzt sich dann im Ergebnis durch, weil die Insiderinformation dann veröffentlicht ist. Art. 17 Abs. 4 MAR könnte dann zu Lasten der deutschen Unternehmen leer laufen.

## 8. Praxisvorschläge und Thesen für die Diskussion

Angesichts dieser vielfältigen Rechtsunsicherheiten und des Risikos einer verschärften BaFin-Praxis ist Vorsicht angebracht. Zum Schluss seien deshalb einige Vorschläge für die Praxis zur Diskussion gestellt. Diese richten sich grundsätzlich an den Vorstand, ausnahmsweise aber, wie

oben angesprochen, auch an den Aufsichtsrat, entweder gemeinsam mit dem Vorstand oder allein.

Wie immer im Kapitalmarktrecht ist eine genaue Dokumentation unerlässlich. Die praktische Bedeutung dieser „Dokumentationsobliegenheit“ ist kaum überbetonbar. Verfahrensmäßig empfiehlt sich auf jeden Fall eine frühzeitige Kontaktaufnahme mit der BaFin. Ob dies dann auf Dauer zu einem ähnlich fruchtbaren Zusammenwirken zwischen Unternehmen und Aufsicht wie im Vereinigten Königreich führen wird, können die Praktiker hier im Publikum eher abschätzen als jemand aus academia.

In Betracht kommen ferner die frühzeitige Festlegung einer Handels-Black-out-Periode für die Papiere der beteiligten Unternehmen, generelle Handelsverbote in internen Unternehmens- und Konzernrichtlinien und eventuell die Aufstellung einer „vorläufigen“ Insider- oder Teamliste mit dem Hinweis, entsprechende Transaktionen vorsichtshalber zu unterlassen. Dass die BaFin solche Listen später zu Gesicht bekommt, ist als kleineres Übel hinzunehmen. Auch der freiwillige Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen zwischen Bieter und Zielgesellschaft, zwischen der Zielgesellschaft und einem weißen Ritter und unter Mitbietern kann ein hilfreich sein. Der gerne gegebene Rat, generell möglichst früh und überhaupt externe Experten einzuschalten, mag jedoch nicht ganz uneigennützig sein.

-----