Bericht über die Diskussion

Dr. Stefan Korch, LL.M. (Harvard), Hamburg*

Die von *Holger Fleischer* geleitete Diskussion im Anschluss an die Referate von *Patrick Leyens* und *Hans-Ulrich Wilsing* zeigt mit ihren 16 Wortmeldungen die praktische Bedeutung der Thematik sowie das ungebrochene Interesse in der Wissenschaft. Wesentliche Schwerpunkte der Diskussion zum Referat von *Leyens* waren die Voraussetzungen, unter denen Zwischenschritte Insiderinformationen darstellen, sowie die rechtspolitische Beurteilung der bestehenden Regelung. Hinsichtlich des Referats von *Wilsing* wurde vor allem die Möglichkeit der Selbstbefreiung bei Verdacht auf begangene Compliance-Verstöße intensiv erörtert. Zugunsten einer besseren Übersichtlichkeit sind die Wortmeldungen und Antworten im Folgenden nicht chronologisch, sondern thematisch geordnet und zusammengefasst.

I.

Im Zentrum der rechtsdogmatischen Auseinandersetzung stand die Frage, unter welchen Voraussetzungen Zwischenschritte gestreckter Vorgänge bereits Insiderinformationen sein können, wobei die Debatte vor allem das Tatbestandsmerkmal der präzisen Information fokussierte. Dabei trug ein Rechtsanwalt die These vor, dass Art. 7 Abs. 2 Satz 2 MAR die Wertung zu entnehmen sei, dass künftige Ereignisse nur dann ausreichend präzise seien, wenn sie überwiegend wahrscheinlich sind. Daraus sei zu schließen, dass die Insiderrelevanz ausschließlich aus dem zukünftigen Ereignis herrühren. Dem entgegnete *Leyens*, dass die Zwischenschritte im Gegensatz zum Endereignis gerade keine zukünftigen Ereignisse seien, weshalb die überwiegende Wahrscheinlichkeit des Endereignisses nicht zu prüfen sei. Auch die übrigen Diskussionsteilnehmer teilten dieses Verständnis mehrheitlich. So trug ein Vertreter der Wissenschaft bei, dass das Endereignis gerade keine Sperrwirkung entfalte. Ein solches Verständnis habe der EuGH seinerzeit gerade zurückgewiesen. Zwei weitere Vertreter der Wissenschaft pflichteten dem bei. Art. 7 Abs. 2 Satz 2 MAR müsse so verstanden werden, wie *Leyens* es in seinem Referat vorgetragen habe. Das hätten EuGH und BGH ausreichend klargestellt. Auf einem anderen Blatt stünde die rechtspolitische Beurteilung (dazu II.). Praktische Pro-

* Der Autor ist Wissenschaftlicher Referent am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg (in der Arbeitsgruppe von Prof. Dr. Dr. h.c. *Holger Fleischer*, LL.M.).

bleme müssten de lege lata durch die Möglichkeit der Selbstbefreiung bewältigt werden, der Tatbestand sei der falsche Anknüpfungspunkt.

Weiter wurde diskutiert, wie die Kursrelevanz der Zwischenschritte zu bestimmen sei. Teilweise seien sie aus sich selbst heraus kursrelevant, gerade in Compliance-Fällen aber typischerweise allein aufgrund des möglicherweise eintretenden Endereignisses (Bußgeld, Strafe, Haftung). Zu erwägen sei, vom probability-magnitude-test zugunsten eines strengeren Kriteriums abzugehen. Ein anderer Diskussionsteilnehmer stellte als Testfrage auf, ob ein Insider aufgrund der Insiderinformation einen Handelsanreiz habe oder nicht. Sei die Auswirkung der Information auf den Kurs noch nicht abschätzbar, läge auch keine Kursrelevanz vor.

II.

Das mehrheitlich geteilte Verständnis des Tatbestandes war Gegenstand deutlicher rechtspolitischer Kritik. Wissenschaft und Praxis waren sich ganz überwiegend einig, dass die Parallelität der Tatbestände für das Insiderhandelsverbot sowie die ad-hoc-Publizitätspflicht misslich ist. Während gute Gründe dafür sprächen, Insiderhandel bereits in einem frühen Stadium zu unterbinden, sei die Situation mit Blick auf Veröffentlichungspflichten eine andere. Zum Teil wurde auf das U.S.-Recht verwiesen, welches die Institute differenziere, wobei umstritten blieb, ob die Veröffentlichungspflicht dort weniger streng ausgestaltet ist. Viele Diskutanten plädierten auch in Europa für eine Trennung, die ein frühes Eingreifen des Insiderhandelsverbotes und eine deutlich später ansetzende Veröffentlichungspflicht ermöglichen würde. Eine grundsätzliche Wortmeldung kam zu dem Ergebnis, dass bei dem Bestreben um Anlegerschutz die Interessen der betroffenen Gesellschaften nicht mehr ausreichend in den Blick genommen werden. Es sei wichtig, sich der Funktion von Informationspflichten gewahr zu werden. *Leyens* griff diesen Aspekt in seiner Antwort auf und erläuterte, dass bisher keine Einigkeit hinsichtlich der Funktion der Ad-hoc-Publizitätspflicht bestehe. Das äußere sich etwa beim Begriff des verständigen Anlegers (dazu unter IV.). Zur rechtspolitischen Diskussion merkte er an, dass diese leider verebbt sei und der geäußerte Vorschlag einer tatbestandlichen Trennung zu spät komme. *Wilsing* schloss sich der Einschätzung eines Teilnehmers an, dass die Entwicklung der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht in eine Sackgasse geführt habe. Auch er betonte, dass die Funktion von Informationspflichten nicht aus den Augen verloren werden dürfe.

III.

Die von *Wilsing* im Vortrag vertretene Position, im Falle von Compliance-Verstößen sei eine Selbstbefreiung regelmäßig nicht möglich, bildete einen weiteren Schwerpunkt der Diskussion. Viele Diskutanten, vor allem aus der Praxis, mochten sich dem nicht anschließen. Ein sachlicher Grund sei häufig (teilweise sogar: „fast immer") gegeben; zudem gewähre auch der Begriff „unverzüglich" einen Spielraum. Der Markt habe kein Interesse an einer tröpfchenweisen Veröffentlichung, was auch *Wilsing* bestätigte. Vor allem mit Blick auf das Kartellrecht sei eine Selbstbefreiung oft notwendig, insbesondere um in den Genuss einer Kronzeugenregelung zu gelangen. Mit dem geplanten Verbandssanktionengesetz sei hier eine Ausweitung auf andere Bereiche zu erwarten. Insofern bestand breite Einigkeit. Widerspruch aus der Wissenschaft erfuhr indes die ebenfalls geäußerte Ansicht, dass auch eine vorgetragene Bitte von Kartellbehörden zur Vertraulichkeit der Bußgeldhöhe bei laufenden Parallelverhandlungen mit Wettbewerbern eine Selbstbefreiung rechtfertige. Hier bestehe kein sachlicher Grund, da die Behörden nach außen stets betonten, dass Bußgelder nicht verhandelt würden. Obschon die Realität anders aussähe, würden die Behörden diese Praxis öffentlich kaum zugeben wollen, weshalb die Annahme eines sachlichen Grundes schwerfalle, wenn der Veröffentlichungsaufschub allein der Kartellbehörde eine bessere Verhandlungsposition gegenüber Mitbewerbern einräumen soll.

In seiner Replik stellte *Wilsing* klar, dass in einem typischen Compliance-Fall in der Tat nur selten die Möglichkeit einer Selbstbefreiung bestehe, insbesondere sei der bloße Wunsch nach weiterer Aufklärung und zur Abrundung der Veröffentlichung nicht ausreichend. Die BaFin würde eine solche Verzögerung wohl als künstlich zurückweisen. Diesen Fall habe er vor Augen gehabt. Selbstverständlich könne es davon – gerade mit Blick auf die kartellrechtliche Kronzeugenregelungen – auch Ausnahmen geben.

Besteht ein sachlicher Grund für eine Selbstbefreiung, muss die Vertraulichkeit gewährleistet sein. Art. 17 Abs. 7 MAR stellt die Vermutung auf, dass dies im Falle von (zutreffenden) Gerüchten nicht der Fall ist, sodass die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung der Insiderinformation wiederauflebt. Bei Compliance-Verstößen sei dies ein praktisch bedeutsames Problem, etwa, weil der gesamte Aufsichtsrat über den Verstoß und den Stand der bisherigen Aufklärung zu unterrichten sei. In der Diskussion wurde vielfach die Ansicht geäußert, dass Gerüchte nicht zu streng behandelt werden sollten. So könne ein Korrektiv geschaffen werden für den rechtspolitisch fragwürdigen Gleichlauf von Insiderhandelsverbot und Veröffentlichungspflicht. Ein Vorschlag ging dahin, Art. 17 Abs. 7 MAR nur dann als erfüllt anzusehen, wenn das Gerücht typisches Emittentenwissen beinhalte. Nur dann sei die Vermutung gerechtfertigt, dass das Gerücht aus der Sphäre des Emittenten stamme. *Wilsing* fügte an, dass nach seiner Erfahrung Aufsichtsräte nur selten gegen ihre Verschwiegen-

heitspflichten verstießen. Teils seien Insiderinformationen über Monate geheim gehalten worden. Er könne deshalb pauschale Annahmen, Aufsichtsräte oder bestimmte Mitglieder würden ihre Verschwiegenheitspflichten mit hoher Wahrscheinlichkeit verletzen, nicht bestätigen.

In Ergänzung erinnerten einige Diskutanten an andere Berichtspflichten, etwa des Vorstandes gegenüber dem Aufsichtsrat oder dem Wirtschaftsprüfer. Hier ergebe sich ein Spannungsverhältnis im Falle der Selbstbefreiung. So könne der Wirtschaftsprüfer etwa seinen Bestätigungsvermerk zurückziehen, wenn er erst im Nachhinein von Insiderinformationen erfährt. Weiter wurde nachgefragt, ob nicht die unterlassene Rückstellungsbildung selbst eine Ad-hoc-Pflicht auslösen könne, weil sie ergebniswirksam ist.

Insgesamt, das fügte ein Vertreter aus der Praxis hinzu, gebe es wenig Ad-hoc-Meldungen wegen Compliance-Verstößen, nämlich nicht mehr als zehn pro Jahr. Gerade bei großen Unternehmen seien ständig Verstöße festzustellen, die allerdings selten so wesentlich sind, dass sie eine Veröffentlichungspflicht auslösen.

IV.

Neben den drei Schwerpunkten wurden weitere Themen angesprochen.

Ein Vertreter der Praxis wies auf die Nachteile einer Selbstbefreiung hin: Wird eine Selbstbefreiung gewählt, bestehe eine Indizwirkung, dass Insiderinformationen vorliegen. In diesen Fällen drohe bei Ausübung von Aktienoptionen durch potentielle Insider ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot, weshalb der Schritt in die Selbstbefreiung gut überlegt sein sollte.

Ein Vertreter der Praxis merkte an, dass als Vorfrage zur Auslegung des Tatbestandes des Art. 7 MAR zunächst geklärt werden müsse, ob der Veröffentlichungspflicht eine Informationsorganisationpflicht vorausgehe. Das sei wichtig für die Bestimmung des Zeitpunkts der Veröffentlichungspflicht, die einerseits ab Kenntnis des Compliance-Verstoßes beginnen könne, andererseits im Falle der Informationsorganisationspflicht auch schon früher. Richtig sei das Verständnis als reine Veröffentlichungspflicht (ab Kenntnis von den Insiderinformationen).

Ein Vertreter der Wissenschaft fragte die Referenten, wie der Fall zu behandeln sei, in dem nur eine ganz geringe Wahrscheinlichkeit für eine Entdeckung des Compliance-Verstoßes bestünde, woraufhin ein anderer Diskussionsteilnehmer auf den Wortlaut des Art. 7 MAR verwies, der auf die Geeignetheit der Information zur Kursbeeinflussung im Falle ihrer öffentlichen Bekanntheit abstelle. Daraus ergäbe sich die Antwort auf die Frage, da die öffentliche Bekanntheit zu unterstellen sei. *Wilsing* sagte zur „ewigen Selbstbefreiung“, dass

er als Berater kein „gutes Gefühl“ habe, einen solchen Weg zu empfehlen. Komme ein solcher Sachverhalt später ans Licht, wäre der Schaden sehr wahrscheinlich enorm, selbst wenn Verjährung eingetreten wäre. Dem Unternehmen drohe ein riesiger Reputationsschaden und der völlige Verlust der Glaubwürdigkeit. Vorzugswürdig sei regelmäßig eine offensive Aufklärung der Öffentlichkeit, unabhängig von der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Eine angemessene „Krisen-PR“ sicherzustellen, gehöre heute zur Verantwortlichkeit der Vorstände.

Immer wieder angesprochen wurde zuletzt die Frage, was unter einem verständigen Anleger zu verstehen sei. Umstritten war vor allem, ob ein verständiger Anleger irrationales Verhalten anderer Marktteilnehmer berücksichtigen würde. Das führte zur kritischen Nachfrage, wie irrationales Verhalten von Marktteilnehmern zu definieren sei. Das könne insbesondere dann schwierig sein, wenn nicht zugleich normative Vorgaben für die Risikopräferenz des Anlegers gemacht würden. Weiter wurde vorgetragen, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht für Unternehmen unhandhabbar würde, berücksichtigte man irrationales Verhalten. Unklar sei auch, ob auf den individuellen Anleger oder auf die Anleger in ihrer Gesamtheit abzuheben sei. Sympathie wurde für die Betrachtung im Aggregat geäußert. Auch *Leyens* schloss sich diesem Verständnis an. Da kein Anleger alle Informationen habe, könne nur auf die Gesamtheit abgestellt werden. Er sähe zudem die Schwierigkeiten, rationales und irrationales Verhalten zu unterscheiden. *Leyens* sei vor allem wichtig, dass das Handeln des verständigen Anlegers fundamentalwertbezogen sein muss. Das hatten zuvor auch schon einige Diskutanten betont.