

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
A. Bekannte Probleme und neue Herausforderungen	27
I. Forschungsrelevanz und Forschungsstand	29
II. Gang der Untersuchung	31
B. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR und §§ 111a bis 111c, 107 Abs. 3 S. 4 bis 6 AktG	33
I. Kurzportrait der Ad-hoc-Publizitätspflicht und des RPT-Regimes	33
1. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	33
a) Kapitalmarktrechtliche Informationspflicht	33
b) Mittelbarer Aktionärsschutz	37
2. §§ 111a bis 111c, 107 Abs. 3 S. 4 bis 6 AktG	38
a) <i>Tunneling</i> -Gefahren	39
b) Aktionärsschutz	42
3. Zusammenfassung: Gestärkte <i>Corporate Governance</i>	44
II. Adressatenkreis der Ad-hoc-Publizitätspflicht und Related Party Transactions	45
1. Emittenten (Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR) als Adressaten des Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	45
2. Börsennotierte Gesellschaften (§ 3 Abs. 2 AktG) als Adressaten der §§ 111a ff. AktG	47
3. Schnittmenge: AG, SE und KGaA mit zugelassenen Aktien am regulierten Markt	48
III. Related Party Transactions nach ARUG II mit erstem Blick auf Art. 17 MAR	49
1. Geschäfte zwischen Related Parties nach § 111a AktG	50
a) Geschäfte im Sinne des § 111a Abs. 1 S. 1 AktG	50
aa) Rechtsgeschäfte oder Maßnahmen gem. § 285 Nr. 21 HGB	52

bb)	Übertragung oder Nutzungsüberlassung	54
cc)	Beispiele	55
dd)	Fazit	55
b)	RP nach IAS 24.9	56
aa)	<i>related persons</i> (IAS 24.9 lit. a) und <i>related entities</i> (IAS 24.9 lit. b)	57
(1)	<i>Related Persons</i> im Sinne des IAS 24.9 lit. a	58
(2)	<i>Related entities</i> im Sinne des IAS 24.9 lit. b	58
(3)	Schlüsselbegriffe: <i>control, significant influence, key management personnel</i>	59
(a)	Beherrschung (<i>control</i>)	60
(aa)	<i>power</i>	61
(bb)	<i>variable returns</i>	62
(cc)	<i>link between power and variable returns</i>	62
(b)	Maßgeblicher Einfluss (<i>significant influence</i>)	64
(c)	Schlüsselposition im Management (<i>key management personnel</i>)	66
(d)	Ausnahmetatbestände gem. IAS 24.11	67
(4)	IAS 24.9 <i>in a nutshell</i>	68
bb)	Einfluss des <i>substance-over-form</i> Grundsatzes (IAS 24.10)	68
(1)	Wirtschaftliche Betrachtungsweise	68
(2)	Das „faktische“ Näheverhältnis?	69
cc)	Stellungnahme	71
c)	Die Wertschwelle der §§ 111c Abs. 1 S. 1, 111b Abs. 1 AktG	73
aa)	Summe aus Anlage- und Umlaufvermögen	73
bb)	Die Wertschwelle von 1,5 % der Summe des Anlage- und Umlaufvermögens	75
cc)	Die Bestimmung des wirtschaftlichen Wertes	77
(1)	Austauschverträge	78
(2)	Dauerschuldverhältnisse	79

2. „Nicht-RPT“ gem. § 111a Abs. 2, Abs. 3 AktG	80
a) Marktübliche Geschäfte im ordentlichen Geschäftsgang gem. § 111a Abs. 2 AktG	81
aa) Voraussetzungen	82
(1) Marktüblichkeit	82
(2) Ordentlicher Geschäftsgang	82
(3) Internes Verfahren nach § 111a Abs. 2 S. 2 AktG	84
bb) Auswirkungen auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 MAR	85
b) Ausnahmen gem. § 111a Abs. 3 AktG	86
aa) § 111a Abs. 3 Nr. 1 AktG	87
(1) Geschäfte zwischen der Gesellschaft und einer 100 %-igen Tochtergesellschaft	87
(2) Tochtergesellschaft ohne nahestehende Person der Muttergesellschaft	88
(3) In der EU börsennotiertes Tochterunternehmen	88
bb) § 111a Abs. 3 Nr. 2, Nr. 3 AktG	89
(1) Holzmüller/Gelatine-Beschlüsse als Fälle des § 111a Abs. 3 Nr. 2 AktG	91
(2) § 111a Abs. 3 Nr. 3 AktG	93
(a) § 111a Abs. 3 Nr. 3 lit. a Var. 1 AktG	93
(b) § 111a Abs. 3 Nr. 3 lit. a Var. 2, Var. 3 AktG	94
(c) § 111a Abs. 3 Nr. 3 lit. b bis f, Nr. 4 bis 6 AktG	96
(3) Fazit	97
3. Die Zustimmungs- und Veröffentlichungspflicht gem. §§ 111b, 111c AktG als Folge schwellenüberschreitender RPT	99
a) Zustimmungspflicht (§ 111b AktG)	99
aa) Zuständigkeit	99
(1) Aufsichtsrat, § 111b Abs. 1 AktG	99
(2) Aufsichtsratsausschuss, § 107 Abs. 3 S. 4 bis 6 AktG	101
(a) Zusammensetzung	102
(b) Unterschied zum sog. Ad-hoc-Komitee	103
(3) Hauptversammlung, § 111b Abs. 4 AktG	103

bb)	Zustimmungszeitpunkt	105
cc)	Angemessenheitskontrolle	106
dd)	Wirtschaftliche Bewertung	108
b)	Veröffentlichungspflicht (§ 111c AktG)	108
aa)	Zuständigkeit	108
bb)	Kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungsmodalitäten	109
cc)	Inhalt der Veröffentlichung	110
dd)	Veröffentlichungszeitpunkt	111
	(1) Veröffentlichung spätestens innerhalb von vier Handelstagen	111
	(2) Beginn der Veröffentlichungsfrist bei aufschiebend bedingtem Geschäftsabschluss	113
c)	Sanktionsmöglichkeiten	114
aa)	Verstöße gegen § 111b AktG	115
bb)	Verstöße gegen § 111c AktG	117
cc)	Fazit	118
4.	Zusammenfassung	118
a)	Bürokratieaufwand trotz minimalinvasiver Umsetzung	119
b)	Bisherige praktische Relevanz der Veröffentlichungspflicht	120
aa)	Veröffentlichung nach § 111c Abs. 1 AktG	120
bb)	Veröffentlichungen von RPT nach § 111c Abs. 3 AktG, Art. 17 MAR	121
c)	Zusammenfassende Übersicht über Art. 17 MAR und §§ 111a bis c AktG	122
C.	Ad-hoc-Publizität und Related Party Transactions	125
I.	Von der RPT zur Insider-RPT	126
1.	Präzise Informationen gem. Art. 7 Abs. 1 lit. a, Abs. 2 MAR und RPT	127
a)	„Präzise“ als abstrakter Prüfmaßstab zur Evidenzkontrolle	128
b)	Nutzbarmachung zur Übersichtlichkeit	130

c) Präzise Informationen (Art. 7 Abs. 2 MAR) und RPT	131
aa) Anhaltspunkte für Insiderinformationen bei RPT	132
(1) Zwischenschritte (Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR)	134
(a) <i>Verhältnis von Zwischenschritt und Endereignis</i>	134
(b) <i>Von Zwischenschritten und Schein-Zwischenschritten</i>	135
(c) <i>Insiderrechtlich relevante Zwischenschritte gem. Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR über die Insider-RPT</i>	138
(aa) <i>Innere Umstände und RPT</i>	139
(bb) <i>RPT im Verhandlungsstadium</i>	139
(cc) <i>Abschluss der RPT unter aufschiebender Bedingung der Zustimmung (§ 158 Abs. 1 BGB)</i>	140
(dd) <i>Abschluss der RPT nach Zustimmung</i>	141
(ee) <i>Verweigerte Zustimmung</i>	142
(ff) <i>Beschluss zur Vorlage an die Hauptversammlung (§ 111b Abs. 4 S. 1 AktG)</i>	143
(d) <i>Fazit</i>	143
(2) Präzise Informationen über künftige Umstände (Art. 7 Abs. 2 S. 1 HS. 1 MAR)	144
(a) Voraussetzungen gem. Art. 7 Abs. 2 S. 1 HS. 1 MAR	144
(aa) „50 % plus x“-Formel	145
(bb) Kein <i>probability-magnitude-test</i>	147
(b) Die umsetzbare RPT als künftiger Umstand	148
(aa) <i>RPT im Verhandlungsstadium</i>	149
(bb) <i>Abschluss der RPT unter aufschiebender Bedingung der Zustimmung</i>	150
(cc) <i>Abschluss der RPT nach Zustimmung</i>	151
(dd) <i>Beschluss zur Vorlage an die Hauptversammlung (§ 111b Abs. 4 S. 1 AktG)</i>	151

(3) Fazit	152
(4) Zwischenschritts-Zwischenschritte?	152
bb) Fazit: Gestreckte Sachverhalte als Herausforderung der Praxis	154
cc) RPT als <i>Compliance</i> -Vorfälle	155
(1) <i>tunneling</i> als <i>Compliance</i> -Vorfall	156
(a) Potenzielle Ad-hoc-Pflichten bei <i>tunneling</i>	158
(b) Art. 17 MAR als Wissensnorm oder reine Veröffentlichungspflicht?	159
(2) § 111a bis § 111c AktG und <i>Compliance</i> -Verstöße	161
(a) Missbrauch des § 111a Abs. 2 AktG	161
(b) Einzelne Verstöße gegen die Zustimmungs- und Veröffentlichungspflicht, § 111b und § 111c AktG	161
(3) Fazit: Ad-hoc-Pflichten und <i>Compliance</i> -Verstößen als Fragestellung bei <i>tunneling</i> -RPT	161
d) Ausblick: Auswirkungen des sog. EU Listing Act	162
aa) Änderungen hinsichtlich der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 MAR	163
(1) Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 S. 2 MAR KomE Listing Act	164
(2) Art. 17 Abs. 1a MAR KomE Listing Act	165
(3) Art. 17 Abs. 1b MAR KomE Listing Act	166
bb) Fazit: Die künftige Ad-hoc-Publizität und RPT	167
e) Zwischenfazit	168
2. Kursbeeinflussungspotential (Art. 7 Abs. 4 UAbs. 1 MAR) und RPT	169
a) Die Krux mit dem verständigen Anleger	171
aa) Der verständige Anleger zwischen Durchschnittsindividuum und Marktvertreter	173
(1) Subjektiv-individueller Ansatz: Der börsenkundige Anleger	173
(2) Objektiv-genereller Ansatz: Der verständige Anleger als Marktvertreter	175
(3) Der fundamentalwertorientierte Anleger	178
(4) Konkretisierungen de lege ferenda?	180

b)	Erheblichkeit der Kursbeeinflussung	182
c)	Stellungnahme: Fachkundige, sorgfältige und dokumentierte Entscheidungsgrundlage	184
d)	Determinanten zur Bestimmung des Kursbeeinflussungspotentials bei RPT	187
aa)	Überschreiten der Wesentlichkeitsschwelle (§§ 111b Abs. 1, 111c AktG) nicht alleiniger Faktor der RPT mit Kursbeeinflussungspotential	187
bb)	Nachteilige RPT?	188
cc)	Indikative Liste der BaFin und Insider-RPT	190
(1)	Umstrukturierungen des Geschäftsmodells	191
(2)	Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse	192
(a)	Erhalt eines Großauftrages	192
(b)	Geschäfte über bedeutende Vermögenswerte	192
(c)	Ausbau bestehender Vertragsverhältnisse	193
(3)	Bedeutende Finanzierungsverträge	193
dd)	Stellungnahme: Einzelfallbetrachtung	194
ee)	Potenzielle Fälle ohne Kursbeeinflussungspotential	197
(1)	Kursbeeinflussungspotential bei verweigerter RPT-Zustimmung nach § 111b AktG oder fehlender Veröffentlichung gem. § 111c AktG	197
(2)	Einmalige Verstöße gegen die Zustimmungs- (§ 111b AktG) und Veröffentlichungspflicht (§ 111c AktG)?	198
ff)	Zwischenfazit: Die vom RPT-Regime unbeeindruckte Ad-hoc-Publizitätspflicht	198
e)	Zwischenschritte und Kursbeeinflussungspotential	199
(1)	Verhältnis von Zwischenschritten zum Endereignis	199
(2)	<i>probability-magnitude-test</i>	201
(3)	Bedeutung für die Zwischenschritte zur Insider-RPT	202
(4)	Fazit: Scheinsicherheit	203
f)	Fazit: RPT mit Kursbeeinflussungspotential als Einzelfallentscheidung	204

3.	Nicht öffentlich bekannte Information	205
a)	Ausgedientes Konzept der Bereichsöffentlichkeit	206
b)	Einheitliches Konzept der Kapitalmarktöffentlichkeit	207
c)	Einfluss der Veröffentlichung nach § 111c Abs. 1 AktG	208
II.	Unmittelbare Betroffenheit gem. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	210
1.	Unmittelbares Betreffen durch RPT	212
2.	Auswirkungen von Insider-RPT einer Tochtergesellschaft auf die Ad-hoc-Publizitätspflicht der Muttergesellschaft im Unternehmensverbund	213
a)	Einfluss der Ausnahme des § 111a Abs. 3 Nr. 1 AktG auf konzerninterne Insider-RPT	214
b)	Veröffentlichung gem. § 111c Abs. 4 AktG	214
c)	Die Muttergesellschaft als <i>cheapest cost avoider</i>	215
d)	Informationsfluss in Unternehmensverbindungen	218
aa)	Kein unmittelbarer Anspruch aus Art. 17 MAR	219
bb)	Vergleich mit Art. 9c Abs. 7 S. 1 SRD 2017	220
cc)	Instrumente des nationalen Gesellschaftsrechts	220
(1)	Im Vertragskonzern	221
(2)	Im faktischen Aktienkonzern	221
(3)	Fälle des § 111c Abs. 4 AktG	222
dd)	Stellungnahme: Faktische Weiterleitung entscheidend	223
e)	Doppelte Börsennotierung und die Anwendbarkeit des RPT-Regimes	224
III.	Zwischenfazit: Sanktionsrisiken und fehlender Konzernbezug	226
IV.	Insider-RPT und der Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung	228
1.	Materielle Voraussetzungen	230
a)	Art. 17 Abs. 4 MAR	230
aa)	Keine restriktive Auslegung	230
bb)	Emittenteninteresse (Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a Alt. 1 MAR)	231
(1)	Aktionärsinteresse als Emittenteninteresse	232
(2)	Interessenkonflikte bei der Insider-RPT	235
(3)	Unionsrechtswidrigkeit des § 6 S. 1 WpAV	236

cc)	Berechtigte Emittenteninteressen (Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a Alt. 1 MAR)	239
	(1) Gegenentwurf zu missbräuchlichem Aufschubverhalten	240
	(2) Berechtigte Emittenteninteressen und RPT	241
	(a) Berechtigte Emittenteninteressen bei ausstehender Zustimmung nach § 111b AktG	241
	(aa) <i>Anwendbarkeit</i>	242
	(bb) <i>Voraussetzungen</i>	243
	(i) <i>Schnellstmögliche Entscheidungsfindung</i>	244
	(ii) <i>Gefährdung der korrekten Bewertung der Information durch das Publikum</i>	245
	(iii) <i>Keine Umgehung durch Satzungsregelung</i>	247
	(b) Laufende Verhandlungen	247
	(c) Gefährdung der finanziellen Überlebensfähigkeit des Emittenten	248
	(3) Fazit	249
dd)	Weitere Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. b und c MAR	250
	(1) Keine Irreführung der Öffentlichkeit, insbesondere Gerüchte	250
	(2) Sicherstellung der Geheimhaltung	251
	(a) Gerüchte und Insider-RPT	252
	(b) Keine Angaben zur Angemessenheit nach § 111c Abs. 2 S. 3, S. 4 AktG	254
ee)	Wegfall der Aufschubvoraussetzungen	255
	(1) Unverzügliche Veröffentlichung	255
	(2) „Ewiger Aufschub“	255
	(3) Mitteilung an die BaFin	256
b)	Ausblick: Änderungen durch den EU Listing Act	258
	aa) Frühzeitige Mitteilung an die BaFin	258
	bb) Irreführung der Öffentlichkeit	259
c)	Art. 17 Abs. 5 MAR	259
d)	Zwischenergebnis	260

2.	Formale Voraussetzungen	261
a)	Aktiver Aufschubbeschluss	261
b)	Zuständigkeit	262
aa)	Geschäftsführungsorgan	262
bb)	Beteiligung eines Geschäftsführungsmitglieds	262
cc)	Annexkompetenz des Aufsichtsrats bei Insider-RPT?	264
c)	Zeitpunkt	265
3.	Zwischenergebnis	266
V.	§ 111c Abs. 3 S. 3 AktG kein allgemeines Einfallstor für Art. 17 Abs. 4, Abs. 5 MAR	266
1.	Begleitende Gesetzesmaterialien des ARUG II	267
a)	§ 48a Abs. 3 WpHG-RefE	268
b)	§ 111c Abs. 3 AktG-RegE	268
c)	Beschlussempfehlung der verabschiedeten Fassung des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz zu § 111c Abs. 3 S. 3 AktG	269
2.	Argumente der Literatur	270
a)	Erst-Recht-Schluss?	270
b)	Wertungswiderspruch?	273
c)	ErwG 45 S. 2 ÄnderungsRL (EU) 2017/828?	275
3.	Europarechtskonforme Auslegung des § 111c Abs. 3 S. 3 AktG	275
4.	Ergebnis: § 111c Abs. 3 S. 3 AktG kein Einfallstor der Art. 17 Abs. 4 und 5 MAR auf § 111c Abs. 1 AktG	276
5.	Punktuelle Geheimnisschutzmöglichkeiten?	277
a)	Entsprechende Anwendung von §§ 131 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 AktG, 293a Abs. 2 S. 2 AktG, 8 Abs. 2 S. 2 UmwG?	278
b)	Geheimnisschutz durch das GeschGehG?	278
c)	Fazit: Wackeliges europarechtliches Fundament für punktuellen Geheimnisschutz	279
VI.	Veröffentlichungsmodalitäten gem. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	279
1.	Zuständigkeit	280
2.	Frist	281
3.	Veröffentlichungsmodi	283
a)	Weitere Veröffentlichungspflichten	284

b)	Medien zur Bekanntgabe von Insiderinformationen	285
aa)	Ad-hoc-Dienstleister	285
bb)	Ausblick: EU Single Access Point	286
4.	Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung	286
a)	Hybrider Veröffentlichungsgehalt im Anwendungsbereich des § 111c Abs. 3 AktG	286
aa)	Voraussetzung	286
bb)	Pflicht zur einheitlichen Mitteilung	287
b)	Inhalt bei einheitlicher Veröffentlichung	289
aa)	Angaben zur Insiderinformationen	289
bb)	Informationen zur Angemessenheit der RPT gem. § 111c Abs. 3 S. 1, Abs. 2 AktG	290
cc)	Beurteilungsperspektive	293
c)	Separate Veröffentlichung	293
aa)	Voraussetzungen	293
bb)	Aktualisierungspflicht gem. Art. 17 Abs. 1 UAbs. 1 MAR	294
cc)	Hinweis auf sachlichen Zusammenhang beider Mitteilungen	295
VII.	Fazit: Zulässiger Aufschub der Insider-RPT und Grundsatz der einheitlichen Veröffentlichung	296
VIII.	Sanktionen bei Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Insider-RPT	297
1.	Public Enforcement	298
a)	Bußgeld	298
aa)	§ 120 Abs. 15 Nr. 6 bis 11 WpHG	298
bb)	Eingeschränkte Anwendbarkeit des § 405 Abs. 2a Nr. 6 AktG auf die Insider-RPT?	300
(1)	§ 405 Abs. 2a Nr. 6 AktG	300
(2)	Keine Sanktionslücke bei Insider-RPT	301
cc)	<i>naming and shaming</i> der BaFin	303
dd)	Einheitliche Zuständigkeit der BaFin bei einheitlicher Mitteilung	303
b)	Strafbarkeit	304
2.	Private Enforcement	305
a)	Emittentenhaftung	306
aa)	§§ 97, 98 WpHG	306

bb)	Keine analoge Anwendung der §§ 97, 98 WpHG auf Verstöße gegen die Angaben nach § 111c Abs. 3 S. 1, Abs. 2 S. 3 und S. 4 AktG	307
cc)	Informationsdeliktshaftung	308
	(1) Art. 17 MAR kein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB	308
	(2) § 111c AktG als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB?	309
	(3) §§ 826, 31 analog BGB	311
b)	Organhaftung	312
aa)	Außenhaftung	313
	(1) § 823 Abs. 2 BGB	313
	(2) § 826 BGB	313
bb)	Innenhaftung	313
3.	Stellungnahme	314
a)	Effektives Sanktionsregime de lege lata	314
b)	Wünschenswerte Änderungen de lege ferenda	315
D.	Endfazit	317
	Literaturverzeichnis	321