

## Ad-hoc-Publizität nach dem neuen Emittentenleitfaden der BaFin – Ist das Ende der Fahnenstange erreicht?

ZHR 184 (2020) 397–407

### *I. Einleitung*

Die Ad-hoc-Publizität bildet zusammen mit den Insiderhandelsverboten einen Kernbereich des europäischen Kapitalmarktrechts und ist zugleich der interessanteste Teil der Kapitalmarktpublizität. Dafür sorgt das Spannungsverhältnis zwischen einer frühestmöglichen Veröffentlichung kursrelevanter Umstände zum Schutz der Anleger und der Integrität des Kapitalmarktes und dem berechtigten Interesse der Unternehmen, nicht vorschnell über unsichere oder noch nicht eingetretene Ereignisse berichten zu müssen. Seit der gesetzlichen Regelung vor gut 25 Jahren wird um die richtige zeitliche Anknüpfung für die Veröffentlichungspflicht und die Auslegung der dafür maßgeblichen Merkmale einer hinreichend präzisen Information und der Eignung zu einer erheblichen Kursbeeinflussung gerungen. Weder die regulatorische Entwicklung noch die begleitenden Leitlinien und Q&A/FAQ der europäischen und der deutschen Aufsicht vermochten die Gemüter zu beruhigen, sondern haben die Diskussion zu einzelnen Themen eher noch verschärft. Dazu beigetragen haben schließlich auch einige spektakuläre Prozesse zur Frage einer verspäteten Ad-hoc-Veröffentlichung, insbesondere das Verfahren *Geltl/Daimler* mit der wegweisenden Entscheidung des EuGH vom 28. 6. 2012.<sup>1</sup> Nun hat am 22. 4. 2020 die Bundesanstalt für Dienstleistungsaufsicht (BaFin) knapp vier Jahre nach Inkrafttreten der europäischen Marktmissbrauchsverordnung (MAR)<sup>2</sup> und nach einer mehrmonatigen intensiven Konsultationsphase das Modul C (Stand: 25. 3. 2020) als 3. Teil des Emittentenleitfadens (5. Aufl.)<sup>3</sup> veröffentlicht, das im Schwerpunkt die Regelungen der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) zum Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität erläutert. Mit Spannung wurde dieser für die Kapitalmarktpraxis wichtige Baustein erwartet. Werden die Erwartungen nun auch erfüllt?

---

1 EuGH v. 28. 6. 2012, Rs. C-19/11, ZIP 2012, 1282, AG 2012, 555.

2 VO (EU) Nr. 596/2014 v. 16. 4. 2014, ABl. EU v. 12. 6. 2014, Nr. L 173, S. 1.

3 Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/11407966>.

## II. Rückblick

Um die Bedeutung des Emittentenleitfadens für die Handhabung der Ad-hoc-Publizität ermessen zu können, lohnt sich ein kurzer Rückblick auf die Entwicklung der rechtlichen Rahmenbedingungen.<sup>4</sup> In Deutschland erfolgte die Kodifizierung der Insiderhandelsverbote und der Ad-hoc-Publizität durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz vom 26. 7. 1994<sup>5</sup> in den klar und knapp gefassten §§ 12 ff. WpHG (1994), wobei mit den insiderrechtlichen Bestimmungen die Vorgaben der europäischen Insiderrichtlinie<sup>6</sup> umgesetzt wurden, während die Regelung zur Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen in § 15 WpHG (1994) ihren Ursprung in der Börsenzulassungsrichtlinie aus dem Jahr 1979<sup>7</sup> hatte. Die Praxis tat sich zu Beginn mit diesem kapitalmarktrechtlichen Neuland schwer. Zur Hilfestellung wurde im Oktober 1994 unter Federführung der Deutschen Börse AG ein erster kurzer Leitfaden herausgegeben. Zehn Jahre später wurde in der Marktmissbrauchsrichtlinie aus dem Jahr 2003<sup>8</sup> die „präzise“ Insiderinformation zur maßgeblichen Grundlage für die in Art. 6 der Richtlinie neu geregelte Ad-hoc-Publizität (sog. Einheitsprinzip); in Art. 1 der Durchführungsrichtlinie wurde der Begriff näher konkretisiert.<sup>9</sup> Die Richtlinien wurden durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28. 11. 2004<sup>10</sup> umgesetzt. In § 13 WpHG (2004) wurde die Definition des zentralen Begriffs der Insiderinformation um den *reasonable investor test* (Abstellen auf den verständigen Anleger für die Beurteilung der Kurserheblichkeit) und um die Anforderung der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit für künftige Ereignisse ergänzt; zudem wurde in § 15 Abs. 3 WpHG (2004) die Möglichkeit der Selbstbefreiung nach der Vorgabe von Art. 6 der Richtlinie eingeführt. Eine größere Veränderung in Hinblick auf den Regelungsumfang und die Komplexität<sup>11</sup> brachte dann die unmittelbar geltende Marktmissbrauchsverordnung (MAR) vom 16. 4. 2014, die inhaltlich am 3. 7. 2016 in Kraft trat.<sup>12</sup>

Für die Neufassung der Regelung zur Insiderinformation in Art. 7 MAR prägend wurde das Verfahren *Geltl/Daimler* vor dem EuGH, das während des europäischen Gesetzgebungsverfahrens verhandelt wurde und die schwierige insiderrechtliche Beurteilung von Zwischenschritten zum Gegenstand

4 Vgl. zur Entwicklung des Insiderrechts und einem Vergleich von Art. 7 MAR zu den Vorgängerregelungen Klöhn/*ders.*, Marktmissbrauchsverordnung, 2018, § 7 Rdn. 4 ff.

5 BGBl. I (1994), S. 1749.

6 RL 89/592/EWG v. 13. 11. 1989, ABl. EG v. 18. 11. 1989, Nr. L 334, S. 30.

7 RL 79/279/EWG v. 5. 3. 1979, ABl. EG v. 16. 3. 1979, Nr. L 066, S. 21.

8 RL 2003/6/EG v. 28. 1. 2003, ABl. EU v. 12. 4. 2003, Nr. L 069, S. 16.

9 RL 2003/124/EG v. 22. 12. 2003, ABl. EU v. 24. 12. 2003, Nr. L 339, S. 70.

10 BGBl. I (2004), S. 2630.

11 Vgl. zur grundsätzlichen Kritik *Hemeling*, ZHR 181 (2017) 595 ff.

12 Fn. 2.

hatte. Aus Sorge vor einer restriktiven Auslegung der Insiderinformation durch den EuGH mit einer entsprechenden Beeinträchtigung des insiderrechtlichen Schutzes bei zeitlich gestreckten Sachverhalten sah der Kommissionsentwurf zur MAR zunächst die Aufgabe des Einheitsprinzips und die Schaffung eines von der Ad-hoc-Publizitätspflicht losgelösten weiter gefassten Begriffs der Insiderinformation vor.<sup>13</sup> Mit der *Geltl/Daimler*-Entscheidung machte der EuGH aber klar, dass Zwischenschritte auch dann eine Insiderinformation darstellen können, wenn der Eintritt des Endereignisses nicht überwiegend wahrscheinlich ist. Damit hat der EuGH die zeitliche Schwelle für die Veröffentlichungspflicht nach vorn gelegt und deutlich gemacht, dass der Schutz vor einer ausufernden Ad-hoc-Publizität in der vorübergehenden Befreiungsmöglichkeit nach Art. 6 Abs. 2 Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 zu suchen ist. Nach Vorliegen der EuGH-Entscheidung wurde das Entwurfskonzept einer Trennung von Insiderinformation und unverzüglicher Veröffentlichung fallengelassen und in den Art. 7, 17 MAR das Einheitsprinzip beibehalten. Als unmittelbare Konsequenz der *Geltl/Daimler*-Entscheidung wurden Zwischenschritte in Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR ausdrücklich angesprochen, wobei der Wortlaut des Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR unnötig kompliziert ist. Im Übrigen hat Art. 7 MAR gegenüber der Kernregelung der Richtlinien aus 2003 und des § 13 WpHG (2004) zu keinen nennenswerten inhaltlichen Änderungen geführt. Allerdings leidet die Übersichtlichkeit durch das Zusammenwirken der verschiedenen europäischen Regelwerke und der ergänzenden Leitlinien und Q&A der ESMA.<sup>14</sup> Die BaFin hat zu den jeweiligen gesetzlichen Regelungen den Emittentenleitfaden mit Erläuterungen zum Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität aufgelegt. Nach Inkrafttreten der MAR veröffentlichte die Behörde zu Art. 17 ff. MAR zunächst FAQs, die nun in die 5. Auflage des Leitfadens eingeflossen sind.

### *III. Modul C des Emittentenleitfadens*

Um zu verstehen, welche Bedeutung Modul C des Emittentenleitfadens für die Unternehmenspraxis hat, muss man sich den unmittelbaren Zusammenhang zwischen dem Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität klar machen. Ausgangspunkt ist die Insiderinformation, die nach Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR entsteht, sobald ein Ereignis oder einzelne Umstände zu einer nicht öffentlich bekannten, präzisen Information führen, die einen direkten oder indirekten Emittentenbezug hat und geeignet ist, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs eines Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen. Liegt eine Insiderinformation vor, ist damit automatisch eine Verpflichtung

<sup>13</sup> Siehe näher Klöhn/*ders.* (Fn. 4).

<sup>14</sup> Vgl. Zusammenstellung für den Bereich der Ad-hoc-Publizität und Insiderhandelsverbote in der Einleitung zu Ziff. I Modul C des Emittentenleitfadens (5. Aufl., Stand: 25. 3. 2020).

zur unverzüglichen Ad-hoc-Veröffentlichung gegeben, sofern die Information den Emittenten unmittelbar betrifft und nicht ausnahmsweise Gründe für eine berechtigte Selbstbefreiung vorliegen. Durch die identische Anknüpfung entsteht die Veröffentlichungspflicht zeitgleich und damit frühestmöglich mit der Insiderinformation. Hierdurch soll eine schnelle Information des Kapitalmarktes erreicht und das missbräuchliche Ausnutzen der Insiderinformation verhindert werden. Dafür wird in Kauf genommen, dass die Unternehmen sich auch in Situationen mit der Frage einer Mitteilungspflicht konfrontiert sehen, in denen erst ein Teil des Weges bis zum Eintritt des kursrelevanten Ereignisses zurückgelegt ist oder die Kursauswirkung einer Entwicklung (noch) nicht verlässlich eingeschätzt werden kann. Daher standen bis zur Veröffentlichung des Moduls C insbesondere die Behandlung der mehrstufigen Entscheidungsprozesse und der Zwischenschritte in zeitlich gestreckten Sachverhalten, die Bekanntgabe vorläufiger Geschäftszahlen und sich abzeichnender kursrelevanter Ergebnisentwicklungen sowie die Veröffentlichungspflicht bei Gerüchten und die Voraussetzungen für einen zeitlichen Aufschub einer Ad-hoc-Mitteilung im Fokus der Diskussion. Ob die BaFin den Unternehmen mit dem Modul C für diese Themen eine praxisgerechte Leitlinie an die Hand gibt, kann im Rahmen eines Editorials nur anhand einiger ausgewählter Beispiele verprobt werden.

Positiv hervorzuheben ist, dass die BaFin eingehend auf das schwierige Thema der Zwischenschritte bei zeitlich gestreckten Sachverhalten eingeht.<sup>15</sup> Sie setzt sich zunächst mit der in Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR zwar angelegten, aber nicht klar abgegrenzten Unterscheidung von Zwischenschritten, die nach Art. 7 Abs. 3 MAR „für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen“ erfüllen und den Zwischenschritten, die ihre Kursrelevanz von dem zukünftigen Endereignis ableiten, auseinander.<sup>16</sup> Der Leitfaden verdeutlicht, dass die Zwischenschritte der ersten Kategorie ihre Qualität als Insiderinformation aus sich heraus beziehen und eine eigenständige, von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses losgelöste insiderrechtliche Relevanz aufweisen. Das bedeutet, dass für die Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials dieser Zwischenschritte die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses keine Rolle spielt. Anders ist die Situation bei der zweiten Gruppe der eher typischen Zwischenschritte, die – nach den Worten der BaFin – „ihre insiderrechtliche Relevanz in erster Linie aus ihrer Bezogenheit auf ein künftiges Endereignis beziehen“. Hier hängt das Kursbeeinflussungspotential wesentlich vom Grad der Wahrscheinlichkeit des Eintritts des künftigen Endereignisses ab. Die BaFin bezieht sich dazu auf den Beschluss des BGH vom 23. 4. 2013 in Sachen *Geltl/Daimler*,<sup>17</sup> erweitert die Aussage zur Wahrscheinlichkeit aber dahingehend, „dass ein Kursbeeinflussungspotential umso eher an-

15 Ziff. I.2.1.4.3 Modul C (Fn. 3).

16 Vgl. dazu eingehend *Vetter/Engel/Lauterbach*, AG 2019, 160ff.

17 BGH v. 23. 4. 2013 – II ZB 7/09, NZG 2013, 708ff.

zunehmen ist, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist und eine Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation nahelegt, dass ein verständiger Anleger bereits diesen Zwischenschritt für sich nutzen werde<sup>18</sup>. Damit macht die Aufsicht deutlich, dass die Eignung zur Kursbeeinflussung nicht allein von einer quantifizierbaren Wahrscheinlichkeit abhängt; konsequenterweise wird die von Teilen der Literatur<sup>19</sup> und im Rahmen der Konsultation geforderte „überwiegende“ Eintrittswahrscheinlichkeit nicht übernommen. Die vier angeführten Beispiele lassen jedoch erkennen, dass die Aufsicht die Eintrittswahrscheinlichkeit und das Gewicht des Endereignisses als entscheidende Faktoren ansieht und damit praktisch der probability/magnitude-Doktrin folgt. Dieser Ansatz und die Tatsache, dass die Insiderqualität des unselbstständigen Zwischenschritts von dem Endereignis abhängig ist, sprechen für eine Mindest-Eintrittswahrscheinlichkeit, die nicht weit von der überwiegenden Wahrscheinlichkeit entfernt ist.<sup>20</sup>

Die Zwischenschritt-Problematik ist aufgrund der zeitlichen Abläufe und des in der Regel hohen Kursänderungspotentials besonders bei wesentlichen umwandlungsrechtlichen Maßnahmen, Übernahmesachverhalten und größeren M&A-Vorgängen relevant. Der Leitfaden betont, dass keine abschließende oder schematische Darstellung für das Vorliegen einer Zwischenschritt-Insiderinformation möglich sei, gibt aber wertvolle Hinweise, die zusammen mit den Sachverhaltsbeispielen eine ausreichende Orientierung zur Verwaltungspraxis geben. So wird darauf hingewiesen, dass sich in einem Bieter- oder Übernahmeverfahren der Entstehungszeitpunkt einer Insiderinformation für die Unternehmen auf beiden Seiten unterschiedlich darstellen kann. Für einen ausreichenden internen Prüfungsprozess ist auch der Rat wichtig, während des gesamten Transaktionsprozesses darauf zu achten, ob ein Zwischenschritt für sich oder – durch dessen Konkretisierung – das zukünftige Endereignis die Qualität einer Insiderinformation erfüllt und dabei zu berücksichtigen, dass mit dem Näherkommen des Endereignisses auch sein Eintritt wahrscheinlicher wird. Im Sinne unterschiedlicher „Warnstufen“ grenzt der Leitfaden zunächst Vorbereitungshandlungen ab, die ohne Hinzutreten besonderer Umstände kein relevantes Kursbeeinflussungspotential haben. Beispielhaft genannt werden die interne Entscheidung, mit einer potentiellen Zielgesellschaft Vorgespräche aufzunehmen, interne organisatorische Maßnahmen wie Prüf- und Vorbereitungshandlungen, die Beauftragung von Beratern oder eine erstmalige Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft. Auch ein nicht bindendes erstes Angebotsschreiben, Vorgespräche mit der potentiellen Zielgesellschaft bzw. einzelnen Aktionären oder der Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung liegen in einem frühen Verfahrensstadium. Der Leitfaden anerkennt,

18 Ziff. I.2.1.4.3 Modul C (Fn. 3).

19 Etwa *Vetter/Engel/Lauterbach*, AG 2019, 160, 165 f.

20 So auch *Kiefner/Krämer/Happ*, DB 2020, 1386, 1388.

dass der Erfolg der Transaktion in dieser Phase noch von einer Vielzahl unbestimmter Faktoren abhängt, sieht aber bereits Veranlassung zur Prüfung, ob durch Hinzutreten besonderer Umstände, wie eine frühe Einigung über wichtige Eckpunkte, eine präzise Information mit Kursbeeinflussungspotential vorliegt. Für den späteren Transaktionsprozess werden weitere potentiell insiderrelevante Zwischenschritte aufgelistet, wie das Einsetzen gegenseitiger Arbeitsgruppen, die Übersendung von Term Sheets, die Durchführung einer Due Diligence und eine grundsätzliche Einigung über zentrale Punkte.

Aus der Zusammenstellung weiterer praxisrelevanter Fallgruppen in Ziff. I.2.1.5 des Moduls C soll hier nur noch die Bekanntgabe von Geschäftszahlen und Prognosen bzw. Prognoseänderungen angesprochen werden. Die Unternehmen haben für die in den Finanzberichten offenzulegenden Geschäftszahlen und die im Lagebericht darzulegenden Geschäftsaussichten regelmäßig zu prüfen, ob und ggf. wann die Zahlen bzw. die Prognoseaussagen eine Insiderinformation darstellen. Wirkliche Routine kommt dabei nicht auf, da sich die Sachverhalte immer wieder neu darstellen; zudem ist hier wegen der Relevanz der Ergebnisentwicklung für die Investmententscheidungen der Anleger erhöhte Aufmerksamkeit angezeigt. Die Bedeutung dieser Fallgruppe ist in den letzten Jahren stark gestiegen, nicht zuletzt aufgrund des Trends zu immer konkreteren Prognoseangaben, der auch durch die Markterwartung und die Rechnungslegungsstandards verstärkt wird.<sup>21</sup> Der Leitfaden widmet sich zunächst ausführlich der Frage, welche Vergleichsgrößen für die Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials maßgeblich sind. Für die Kursrelevanz der Geschäftszahlen stellt der Leitfaden in einer Rangfolge auf drei Bezugsgrößen ab: Danach ist vorrangig die eigene veröffentlichte Prognose als Benchmark heranzuziehen. Fehlt eine Prognose oder eignet sich diese nicht für einen Vergleich, weil sie zum Beispiel zu vage ist, wird auf die Markterwartung, d.h. den Mittelwert der aktuellen Analystenschätzungen (sog. Consensus) abgestellt. Fehlt es auch an einer feststellbaren Markterwartung, sollen für einen Vergleich die Geschäftszahlen aus dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum herangezogen werden. Für Prognosen ist die vorrangige Bezugsgröße die Markterwartung und im Falle fehlender oder unzureichender Analyse-schätzungen das Niveau der eigenen zurückliegenden Geschäftsergebnisse. Liegen die (vorläufigen) Zahlen außerhalb eines Prognosekorridors oder am äußeren Rand eines sehr breiten Korridors, wird eine Ad-hoc-Veröffentlichung in der Regel notwendig sein. Auch auf außergewöhnliche Beispiele einer Kursrelevanz, etwa das Festhalten an der eigenen Prognose entgegen der Markterwartung und die mögliche Relevanz einzelner Geschäftszahlen oder gravierender Geschäftsvorfälle, wird hingewiesen.

Die zweite entscheidende Frage zu Ad-hoc-Mitteilungen von Geschäftszahlen oder Geschäftsaussichten lautet, wann im Falle einer sich abzeichnenden Abweichung von der Markterwartung oder eigenen Verlautbarung eine

---

21 Vgl. DRS 20, Tz. 118 ff.

präzise Information vorliegt. Für die regelmäßige Finanzberichterstattung insbesondere zum abgelaufenen Geschäftsjahr haben zumindest größere Unternehmen für die Zusammenstellung, Verdichtung, Konsolidierung und Plausibilisierung des Zahlenwerks stabile Abläufe etabliert. Darauf aufsetzend geben sie in der Regel vorab in einem Finanzterminkalender ein konkretes Datum für die Veröffentlichung der (vorläufigen) Geschäftsergebnisse bekannt.<sup>22</sup> Der Leitfaden weist daraufhin, dass auch vor der Aufstellung des Abschlusses hinreichend stabile vorläufige Zahlen bei entsprechender Kursrelevanz eine Insiderinformation darstellen können. Dies kann dazu führen, dass bereits kurz vor der terminlich festgelegten Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen eine Ad-hoc-Mitteilung erfolgen muss, selbst wenn dies als lästig empfunden wird.

Schwieriger als diese weitgehend planbaren Abläufe im Rahmen der regulären Finanzberichterstattung sind unvorhergesehene Ereignisse oder Entwicklungen, die unterjährig zu einer Korrektur der Prognosen zwingen können. Die Unsicherheiten der künftigen Entwicklung und die Sorge vor einem Vertrauensverlust des Marktes insbesondere bei wiederholter Prognoseanpassung sprechen gegen vorschnelle Korrekturen; andererseits kann ein Zuwarten oder ein starres Festhalten an der ursprünglichen Prognose zur Verletzung der Ad-hoc-Publizität und zu Schadensersatzansprüchen führen. Der Leitfaden macht deutlich, dass der Vorstand die Prognose zu überprüfen hat, wenn die Geschäftsentwicklung nicht wie geplant läuft oder ein bedeutendes Einmalereignis eintritt. Weicht die aktualisierte Voraussage so deutlich von der ursprünglichen Prognose und der Markterwartung ab, dass sich daraus ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential ableiten lässt, liegt eine veröffentlichungspflichtige Tatsache vor. Insgesamt ist auch zu dieser wichtigen Fallgruppe die Richtschnur der Aufsicht plausibel.

Die vorgenannten Beispiele zeigen, dass sich der Leitfaden intensiv mit den prominenten Themen der Ad-hoc-Publizität auseinandersetzt. Der eingehendere Praxistest sollte aber zusätzlich anhand typischer Fragestellungen aus dem „Alltag“ der betroffenen Emittenten erfolgen. So spielt gerade für komplexere Sachverhalte die Frage eine erhebliche Rolle, wie viel Zeit dem Unternehmen für die Ermittlung aller relevanten Umstände und für die rechtliche Prüfung einer Veröffentlichungspflicht zur Verfügung steht, um die Vorgabe einer unverzüglichen Bekanntmachung der Insiderinformation zu erfüllen. Die Regelwerke und die Verlautbarungen der ESMA schweigen sich darüber aus.<sup>23</sup> Der Leitfaden der BaFin gibt immerhin einige grobe Anhaltspunkte durch eine Unterscheidung zwischen vorhersehbaren und nicht vorhersehbaren Ereignissen und knappen Hinweisen zur weiteren Aufklärung unklarer Sachverhalte und einem „notfalls“ einzuholenden Expertenrat, womit offensichtlich eine externe rechtliche Beratung gemeint ist. Dass die Aufsicht für

22 Vgl. *Schlitt/Mildner*, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 363 ff.

23 Vgl. zu Wissensorganisationspflichten im Zusammenhang mit Insiderinformationen *Habersack*, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 217, 228 ff.



die Zeitabläufe keinen unvernünftigen Maßstab anlegt, belegt schließlich die Aussage, dass die Grenze für die Dauer einer solchen Aufklärung und Prüfung „bei rechtsmissbräuchlichem Verhalten zu ziehen“ sei.<sup>24</sup>

Für die Praxis von größter Bedeutung ist die Möglichkeit der zeitweisen Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizität nach Art. 7 Abs. 4 MAR, da sie quasi als Korrektiv zum Einheitsprinzip ein Instrument an die Hand gibt, verfrühte Meldungen zu vermeiden. Die weit verbreitete Vorstellung, dass mit einem berechtigten Interesse an einem zeitlichen Aufschub fast alle Schwierigkeiten des strengen Publizitätsregimes gelöst werden können, übersieht aber leicht, dass die Selbstbefreiung nur einen beschränkten Schutz gegen eine verfrühte Veröffentlichung bietet. Denn nach Art. 17 Abs. 7 MAR hat ungeachtet einer Selbstbefreiung die unverzügliche Information der Öffentlichkeit zu erfolgen, sobald die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet ist. Und nach Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR gilt dies auch, wenn ein ausreichend präzises Gerücht auf die Insiderinformation Bezug nimmt, und zwar unabhängig davon, von welcher Seite das Gerücht in die Welt gesetzt worden ist. Der Emittent kann sich daher nicht (mehr) im Sinn der Sphärentheorie darauf berufen, dass die Quelle des Gerüchts nicht aus seinem Einflussbereich stammt. Gerade bei M&A-Transaktionen und Übernahmesituationen sollte sich das Unternehmen daher darüber klar sein, dass eine – ggf. nur vorsorgliche – Selbstbefreiung kontraproduktiv sein kann, da jede andere beteiligte Partei das Unternehmen zu einer Veröffentlichung veranlassen kann, indem gezielt ein Gerücht auf den Weg gebracht wird. Der Leitfaden hilft jedoch bei der entscheidenden Frage, wann ein Gerücht „ausreichend präzise“ ist, um die Befreiungswirkung aufzuheben. Nach der Interpretation der BaFin muss das Gerücht dafür neben einem wahren Tatsachenkern einen konkreten Bezug zur Insiderinformation aufweisen. Dies wird angenommen, wenn der Informationsgehalt des Gerüchts auf ein Leck schließen lässt, also dann, wenn die der Insiderinformation zugrundeliegenden Umstände teilweise oder vollständig bekannt werden. Nach dem Leitfaden sollten diese Fälle „eher die Ausnahme als die Regel darstellen“.<sup>25</sup> Diese begrenzende Auslegung, die mit drei Sachverhaltsbeispielen verdeutlicht wird, kompensiert bis zu einem gewissen Grad die weggefallene Sphärenbetrachtung und sorgt zugleich dafür, dass das Platziere eines ausreichend präzisen Gerüchts das Risiko der strafbewehrten Weitergabe einer Insiderinformation in sich birgt.

Erfreulicherweise erfolgt im Leitfaden auch eine Klarstellung zur Selbstbefreiung durch den Aufsichtsrat für Sachverhalte, die in seine originäre Zuständigkeit fallen, wie z.B. die Vorstandsbestellung. Die BaFin geht dabei richtigerweise von einer Annexkompetenz aus.<sup>26</sup> Umso erstaunlicher ist, dass die Veröffentlichung nach dem Aufschub in die Zuständigkeit des Vorstands fallen

24 Ziff. I.3.4 Modul C (Fn. 3).

25 Ziff. I.3.3.3.1.4 Modul C (Fn. 3).

26 Ziff. I.3.3.1.1 Modul C (Fn. 3).



soll,<sup>27</sup> wobei nicht ganz auszuschließen ist, dass bei diesem Hinweis lediglich an die technische Ausführung der Veröffentlichung gedacht wurde. Gerade bei kursrelevanten Entscheidungen zu Vorstandspersonalia muss sich die Annexkompetenz des Aufsichtsrats auch auf die Entscheidung über Beginn und Ende eines Aufschubs und über den Inhalt der Ad-hoc-Meldung erstrecken.

Schließlich bleibt im dualistischen System und damit in erster Linie für deutsche Emittenten das Thema der mehrstufigen Entscheidung, d.h. einer nach Gesetz oder Satzung notwendigen Zustimmung des Aufsichtsrats, unverändert aktuell. Die Schwierigkeit, ein zwingendes Zustimmungserfordernis mit der regelgerechten Veröffentlichung in Einklang zu bringen, taucht in zahlreichen kursrelevanten Konstellationen auf, so etwa bei wesentlichen Strukturmaßnahmen und M&A-Transaktionen, im Fall größerer Kapitalmaßnahmen oder bei Dividendenänderungen.<sup>28</sup> Weder die MAR noch die begleitenden Regularien und Verlautbarungen haben dafür eine zufriedenstellende Lösung, was einmal mehr deutlich macht, dass die europäische Gesetzgebung wenig Rücksicht auf das zweistufige Board-Modell nimmt. So wird die an sich naheliegende Annahme, dass vor einer erforderlichen Zustimmung des Aufsichtsrats nicht von einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit des Endereignisses ausgegangen werden kann, nicht wirklich akzeptiert. Zum einen kann bei Maßnahmen größerer Tragweite bereits die Vorstandsentscheidung für sich nach Art. 7 Abs. 3 MAR eine Insiderinformation darstellen, ohne dass es auf die gesellschaftsrechtlich notwendige Zustimmung des Aufsichtsrats ankommt. Zum anderen wird – wohl auch mit Blick auf tatsächliche Erfahrungswerte – tendenziell unterstellt, dass mit einer Zustimmung gerechnet werden kann. Nach dem Leitfaden ist vom Vorliegen einer Insiderinformation in Form eines zukünftigen Ereignisses auszugehen, wenn der Vorstand im Zeitpunkt seiner Entscheidung mit überwiegender Wahrscheinlichkeit mit der Zustimmung des Aufsichtsrats rechnen kann; im anschließenden Beispiel wird es als ausreichend angesehen, „wenn erwartet werden kann, dass der Aufsichtsrat zustimmt“.<sup>29</sup> Dass diese Linie schwerlich mit der (wieder) entdeckten Bedeutung der Organfunktion des Aufsichtsrats in Einklang zu bringen ist, wird deutlich, wenn man sich vorstellt, der Vorstand würde vor einer Abstimmung mit dem Aufsichtsrat ad hoc bekanntgeben, dass er sich in Abänderung der bisherigen Dividendenpolitik künftig an einer höheren Ausschüttungsquote orientieren werde. Würde in diesem Fall auch nur ein Risiko von 20 % bestehen, dass der Aufsichtsrat dies nicht mitträgt, wäre die Ad-hoc-Mitteilung unverantwortlich, da sie den Aufsichtsrat in einer substanziell wichtigen Frage präjudizieren oder zu einer späteren Korrektur führen würde, was einer Irreführung des Marktes gleichkäme.

27 Vgl. Kritik bei *Kiefner/Krämer/Happ*, DB 2020, 1386, 1392.

28 Weitere Hinweise zur Ad-hoc-Publizität bezgl. Dividenden und Kapitalmaßnahmen in Ziff. I.2.1.5.3 und I.2.1.5.4 Modul C (Fn. 3).

29 Ziff. I.2.1.5.11 Modul C (Fn. 3).

Leider ist auch die naheliegende Lösung mittels einer Selbstbefreiung durch den Vorstand mit Unsicherheiten verbunden. Basierend auf dem Erwägungsgrund 50 der MAR setzt die ESMA in ihren Leitlinien<sup>30</sup> und dem folgend auch die BaFin<sup>31</sup> für das berechtigte Interesse an einem Aufschub der Offenlegung voraus, dass die unverzügliche Offenlegung vor der notwendigen Zustimmung „die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden“ würde. Für diese qualifizierende und nicht näher konkretisierte Voraussetzung können jedoch keine strengen Kriterien gelten, da eine präjudizierende Veröffentlichung faktisch mit zwingendem Gesellschaftsrecht kollidieren würde. Im vorgenannten Beispiel wird daher das Risiko ausreichen müssen, dass die Anleger aus der Tatsache der Veröffentlichung auf eine gesicherte Zustimmung des Aufsichtsrats schließen. Allerdings ist der weitere Hinweis der BaFin ernst zu nehmen, dass bei einem Aufschub die Zustimmung des Aufsichtsrats in einem angemessenen Zeitraum herbeigeführt werden muss.<sup>32</sup>

#### *IV. Fazit*

Dem Modul C des Emittentenleitfadens ist anzumerken, dass sich die BaFin große Mühe gegeben hat, zu den vielen Fragen der Ad-hoc-Publizität eine praxisgerechte Orientierung und zugleich eine klare Vorstellung von ihrer Sicht der Dinge zu geben. Sie hat sich auch den kritischen Themen gestellt, intensiv mit den Stellungnahmen aus dem Konsultationsverfahren auseinandergesetzt und sich im Ergebnis nicht hinter dem Vorsichtsprinzip und dem allgemeinen Verweis auf die Einzelfallbetrachtung versteckt. Besonders positiv ist hervorzuheben, dass das Konsultationsverfahren seinen Namen verdient hat und die Verfasser der Eingaben das Gefühl haben konnten, dass ihre Petiten ernsthaft geprüft und zu einem nicht unerheblichen Teil berücksichtigt worden sind. Es liegt an der Konzeption der Ad-hoc-Publizität und der Lebensvielfalt, dass nicht alle Fragestellungen zufriedenstellend beantwortet werden konnten. Der Leitfaden enthält aber zu allen typischen Fallgruppen praxisgerechte Hinweise und verdeutlicht mit einzelnen Beispielen wichtige Abgrenzungen. Zugleich werden wertvolle Anregungen für die Ausrichtung des internen Prüf- und Entscheidungssystems gegeben. Die Erläuterungen zu einer regelgerechten Behandlung von Zwischenschritten verdeutlichen einmal mehr, wie wichtig ein institutionalisierter Prozess für die sorgfältige Prüfung des Sachverhalts, die rechtzeitige Einschaltung eines Ad-hoc-Ausschusses und die Dokumentation der Abwägungen und einzelnen Prozessschritte ist.

<sup>30</sup> MAR-Leitlinien zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478DE).

<sup>31</sup> Ziff. I.3.3.1.2 Modul C (Fn. 3).

<sup>32</sup> Enger ist die Formulierung „so schnell wie möglich“ im Leitfaden der ESMA (Fn. 30), Rdn. 8.

Im Ergebnis hat die BaFin für die Auslegung der Ad-hoc-Bestimmungen das erreicht, was in Form allgemeiner Leitlinien auf nationaler Ebene möglich ist. Nicht zu Unrecht wird das Modul C in einem Beitrag als gelungenes „Kapitalmarktinformations-Handbuch“ für Emittenten bezeichnet.<sup>33</sup> Es sieht ganz danach aus, dass für eine aufsichtsbehördliche Anwendungshilfe das Ende der Fahnenstange erreicht ist.

Peter Hemeling

---

33 *Kiefner/Krämer/Happ*, DB 2020, 1386, 1393.