

LEGAL

von Dr. Mirko Sickinger, LL.M. (Columbia), Partner, und Tobias Nagel, Rechtsanwalt, Salaried Partner, Heuking Kühn Lüer Wojtek

Ad-hoc-Pflichten bei gestreckten Vorgängen am Beispiel einer M&A-Transaktion

Emittenten, deren Anleihen im Regulierten Markt oder im Freiverkehr notiert sind, sind gemäß Art. 17 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) verpflichtet, Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen. Die Vorstände bzw. Geschäftsführer solcher Unternehmen müssen sich also mit der Frage beschäftigen, ob und wann eine Ad-hoc-Mitteilung zu einem bestimmten Umstand zu veröffentlichen ist. Es besteht mittlerweile eine hohe Unsicherheit bei der Bestimmung des exakten Zeitpunkts der Ad-hoc-Pflicht, insbesondere bei einem gestreckten Vorgang mit einer Vielzahl von Zwischenschritten, bspw. einer M&A-Transaktion.

Insiderinformationen sind nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die im Falle des Bekanntwerdens erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial aufweisen würden, Art. 7 Abs. 1 MAR. Darunter fallen auch Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang, wenn diese für sich

genommen die Kriterien einer Insiderinformation erfüllen, Art. 7 Abs. 3 MAR. Anhand des typischen Ablaufs einer M&A-Transaktion wollen wir näher beleuchten, wann genau die Kriterien erfüllt sein können:

Regelmäßig erfolgt im Anschluss an die Festlegung einer möglichen Transaktionsstruktur, also z.B. der Suche und Identifizierung eines zu erwerbenden Zielunternehmens, die erste Kontaktaufnahme mit dem Management der Verkäufergesellschaft. Sodann finden typischerweise nach Unterzeichnung einer Vertraulichkeitsvereinbarung (Non-Disclosure Agreement; „NDA“) erste Verhandlungsgespräche statt. Weitere Schritte sind der Abschluss von unverbindlichen Absichtserklärungen (Letter of Intent; „LoI“) und die Durchführung einer Due Diligence. Schließlich wird die Transaktion strukturiert, Vertragsentwürfe erstellt und abgestimmt, Preisverhandlungen geführt, und im Falle des Erfolgs wird die Transaktionsdokumentation unterzeichnet („Signing“) und erfüllt („Closing“).

Jeder dieser Umstände stellt einen Zwischenschritt im Rahmen der Transaktion dar, bei dem jeweils das Vorliegen einer Insiderinformation zu überprüfen ist, also

ob der Zwischenschritt für sich genommen geeignet ist, den Börsenkurs der Anleihe erheblich zu beeinflussen. Das ist nach Auffassung der BaFin dann der Fall, wenn bereits über wichtige Eckpunkte der Transaktion grundsätzlich Einigkeit erzielt wurde (Frage Nummer vier, BaFin-FAQs zu Art. 17 MAR, Stand: 29.05.2019). Denn dann wird ein verständiger Anleger die Information über den Zwischenschritt als Teil seiner Anlageentscheidung nutzen. Während nach früherer Auffassung der BaFin maßgeblich war, ob aus Sicht eines verständigen Anlegers eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen der betreffenden Transaktion bestehe, soll es nach der mittlerweile insofern revidierten Verwaltungspraxis der BaFin genügen, dass der Eintritt des Endergebnisses „nicht völlig ausgeschlossen“ ist (Frage Nummer fünf, BaFin-FAQs). Auf eine Mindestwahrscheinlichkeit soll es demnach nicht mehr ankommen, was den Zeitpunkt des Vorliegens einer Insiderinformation bei gestrecktem Vorgang erheblich nach vorne verlagert.

Die BaFin empfiehlt ausdrücklich, bei bedeutenden M&A-Transaktionen schon vor Durchführung einer etwaigen Due Diligence zu prüfen, ob einem Ereignis



Dr. Mirko Sickinger, LL.M., (i.) ist Rechtsanwalt und Partner im Kölner und Frankfurter Büro der Sozietät **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Er berät schwerpunktmäßig im Kapitalmarktrecht sowie in den Bereichen Gesellschaftsrecht und M&A. Die von ihm beratenen Transaktionen umfassen IPOs und Secondary Offerings, Anleiheplatzierungen, öffentliche Übernahmeangebote und Unternehmenskäufe privat gehaltener Gesellschaften.

Tobias Nagel ist Rechtsanwalt und Salaried Partner im Kölner Büro der Sozietät **Heuking Kühn Lüer Wojtek**. Er berät schwerpunktmäßig im Kapitalmarkt- und im Gesellschaftsrecht, insbesondere bei Anleiheplatzierungen mit und ohne Prospekterstellung, Secondary Offerings sowie bei M&A-Transaktionen.

Kursbeeinflussungspotenzial zukommen kann. Das hat zur Folge, dass bereits in einem sehr frühen Stadium unserer M&A-Transaktion, etwa bei Unterzeichnung einer Vertraulichkeitsvereinbarung oder einer Absichtserklärung, im Einzelfall eine Insiderinformation vorliegen könnte, die veröffentlichungspflichtig wäre. Alle zeitlich nachgelagerten Zwischenschritte der Transaktion können für sich genommen weitere offenlegungspflichtige Insiderinformationen darstellen. Darüber hinaus stellt jeder Zwischenschritt ein Indiz dar, das bei der Feststellung der Insiderqualität des Endereignisses zu beachten ist. Davon unabhängig ist bei der Prüfung, ob ein Umstand eine Insiderinformation darstellt, zu berücksichtigen, dass grundsätzlich nur solche Umstände wesentlich sind, die konkret für die Bedienung der Zahlungspflichten der Anleihe relevant sind, nicht für den Wert des Emittenten oder dessen Geschäftsrisiken im Allgemeinen.

Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen

Um die berechtigten Interessen des Emittenten zu wahren, enthält Art. 17 Abs. 4 MAR wie bereits nach bisherigem Recht die Möglichkeit einer Selbstbefreiung. Danach kann die Offenlegung einer Insiderinformation aufgeschoben werden, wenn das berechtigte Aufschubinteresse des Emittenten gegenüber dem Interesse des Kapitalmarkts an der Veröffentlichung überwiegt, der Aufschub die Öffentlichkeit nicht irreführt und die Geheimhaltung der Information sichergestellt werden kann. Diese Voraussetzungen liegen regelmäßig bei laufenden Vertragsgesprächen mit noch ungewissem Ausgang und bei zustimmungspflichtigen Geschäften, zu deren Durchführung die Zustimmung eines anderen Organs des Emittenten erforderlich ist, vor. In unse-



Foto: © Qoncept – stock.adobe.com

rer M&A-Transaktion könnte daher vor Unterzeichnung eines NDA oder eines Lol die Ad-hoc-Mitteilung aufgeschoben werden. Hierbei ist ein schriftlich zu protokollierender Beschluss zu fassen, der eine Begründung über das Vorliegen der Voraussetzungen für eine Selbstbefreiung enthalten muss. Im weiteren Verlauf der Transaktion muss bei jedem Eintreten neuer veröffentlichungspflichtiger Umstände, etwa der Durchführung einer Due Diligence, ein weiterer Aufschubbeschluss gefasst werden bzw. der ursprüngliche erneuert werden.

Fallen die Voraussetzungen der Befreiung weg, etwa bei aufkommenden Gerüchten, muss die Veröffentlichung unverzüglich nachgeholt werden. Die BaFin empfiehlt daher, Strukturen zu schaffen, die eine sofortige Veröffentlichung ermöglichen. Ansonsten besteht die Veröffentlichungspflicht der Ad-hoc-Mitteilung üblicherweise spätestens beim

Signing der Transaktion. Im Rahmen der Veröffentlichung muss die Begründung der vorangegangenen Aufschubbeschlüsse an die BaFin übermittelt werden.

Fazit

Im Rahmen von bedeutenden M&A-Transaktionen und anderen gestreckten Vorgängen stellen häufig schon die einzelnen Zwischenschritte vor Abschluss der Transaktion veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen dar. In solchen Fällen kann der Emittent die unmittelbare Veröffentlichung des Zwischenschritts mittels eines Aufschubbeschlusses vermeiden. Angesichts drohender Bußgelder der BaFin, die durch die MAR erheblich erhöht wurden und deren Höhe nun auch abhängig vom Umsatz des Emittenten festgesetzt werden kann, und einer stets notwendigen Einzelfallprüfung über das Vorliegen einer Insiderinformation empfiehlt sich eine frühzeitige rechtliche Beratung.