

# Verschärfung der Ad-hoc-Publizität durch den EuGH wahrscheinlich

von Dr. Thorsten Kuthe | Madeleine Zipperle, Rechtsanwältin bei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln

► CFL0471363

Anlässlich eines derzeit in der *causa Schrempp* beim Europäischen Gerichtshof (EuGH) anhängigen Verfahrens droht eine erhebliche Verschärfung des Insiderrechts und der Ad-hoc-Publizität. Bislang ging die Praxis in Deutschland davon aus, dass (publizitätspflichtige) Insiderinformationen erst dann vorliegen, wenn der Eintritt der Tatsachen, um die es geht, zu mehr als 50% wahrscheinlich ist. Dies entspricht auch der Verwaltungspraxis der BaFin und der bisherigen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGH). Von besonderer Relevanz ist diese Frage bei den in der Praxis sehr häufigen Fällen der sogenannten zeitlich gestreckten Vorgänge, bei denen sich ein Ereignis Schritt für Schritt entwickelt. Typisches Beispiel ist ein publizitätspflichtiger Vertragsabschluss. Ein solcher reicht von der Erstkontaktaufnahme der Parteien über das Eruiieren von Einigungsmöglichkeiten, den Abschluss eines Letter of Intent, die Durchführung einer Due Diligence und Verhandlungen bis hin zum finalen Vertragsabschluss und Gremienzustimmungen.

## **EUGH beschäftigt sich mit Schrempp-Rücktritt**

Der BGH hat anlässlich des Ausscheidens des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der heutigen Daimler AG dem EuGH die Frage vorgelegt, ob hier nicht eine differenziertere Betrachtungsweise zu erfolgen hat.

In dem Fall Jürgen Schrempp, seinerzeit Vorstandsvorsitzender der damals noch DaimlerChrysler AG, hatte die Gesellschaft dessen Rücktritt erst im Anschluss an die Annahme dessen Rücktrittersuchen durch den Aufsichtsrat per Ad-hoc-Mitteilung bekannt gemacht. Seine Rücktrittsabsicht hatte Schrempp jedoch bereits im Laufe der beiden vorangegangenen Monate einzelnen Mitgliedern des Aufsichtsrats (u.a. auch dessen Vorsitzendem) mitgeteilt.

Der Generalanwalt am EuGH legte in diesem Verfahren nun seine Schlussanträge vor, in denen er die der Ad-hoc-Pflicht zugrundeliegende EU-Richtlinie so auslegt, dass Tatsacheninformationen über Zwischenschritte eines zeitlich gestreckten Vorgangs, die mit dem Eintreten eines künftigen Ereignisses verknüpft seien, bereits "präzise [= konkrete, Anm. d. Verf.] Informationen" i.S.d. Insiderrechts sein können. Diese "präzisen Informationen" müssten mitgeteilt werden, wenn sie von Bedeutung für die Aktienkurse sein können. De facto wären Zwischenschritte also allein aufgrund ihres Kursbeeinflussungspotenzials zu veröffentlichen. Je größer das Kursbeeinflussungspotenzial des beabsichtigten Endzustands ist, desto geringere Anforderungen wird man an dessen Eintrittswahrscheinlichkeit stellen müssen. So ergibt sich sehr rasch ein Kursbeeinflussungspotenzial von Zwischenschritten und somit eine Pflicht, diese Zwischenschritte zu veröffentlichen. Dies hat auch der BGH in seinem Vorlagebeschluss an den EuGH in Abweichung von seiner früheren Rechtsprechung so gesehen.

## **Folgen für die deutsche Praxis**

Folgt der EuGH diesem Schlussantrag des Generalanwalts, hätte dies für die deutsche Praxis in vielen Fällen einen Paradigmenwechsel zur Folge. Um nicht eine Vielzahl von noch ungesicherten Tatsachen zu veröffentlichen, werden die Unternehmen zukünftig wohl noch wesentlich stärker als bisher von dem Instrument Gebrauch machen, die Ad-hoc-Pflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG aufzuschieben, etwa bis der Aufsichtsrat einer Maßnahme zugestimmt hat. Dies wäre übrigens auch im Falle Schrempp möglich gewesen. Verschärfte Bedeutung gewinnt dabei die kapitalmarktrechtliche Compliance, durch die etwa die Vertraulichkeit während der Dauer des Aufschubs gewährleistet werden soll.