



## LAW CORNER

von  
 Madeleine Zipperle,  
 Christopher Görtz,  
 Rechtsanwälte,  
 Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln

# Verweis auf ausstehende Aufsichtsratszustimmung kein Grund mehr für Adhoc-Aufschub?

*Bedarf eine vom Vorstand beschlossene Maßnahme der Zustimmung des Aufsichtsrats, so ist bislang die Regel, dass die Adhoc-Mitteilung für diese Insiderinformation so lange aufgeschoben werden kann, bis die Zustimmung vorliegt. Dies jedoch ist künftig möglicherweise nur noch unter erschwerten Voraussetzungen möglich.*

Der gesetzliche Grundsatz „Insiderinformationen sind sofort ad hoc zu veröffentlichen“ würde zu zahlreichen Meldungen führen, die nicht im Interesse der Emittenten sind, da Insiderinformationen nicht erst dann vorliegen, wenn harte Fakten eingetreten sind, sondern bereits dann, wenn „hinreichend konkrete Umstände“ bestehen. Daher spielt in der Praxis die sogenannte Selbstbefreiung von der Adhoc-Pflicht eine große Rolle. Anlässlich der Einführung der Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation – MAR) hat die European Securities and Markets Authority (ESMA) „Empfehlungen“ entworfen zur Frage, unter welchen Voraussetzungen ein Aufschub dieser Adhoc-Pflicht möglich sein soll. Diese Empfehlungen werden, sofern die bisherigen Entwürfe geltendes Recht werden, künftig den Maßstab für die Praxis bilden.

Die Kriterien für den zulässigen Aufschub einer Adhoc-Meldung, die die ESMA in Ergänzung der MAR fordert, sind in vielen Punkten sehr viel enger als das, was bisherige Praxis in Deutschland ist. Dies, obwohl sich der künftig geltende Regelungsgehalt der MAR von den bisher in Deutschland geltenden WpHG-Normen kaum unterscheidet. Das betrifft insbesondere den praktisch sehr wichtigen Fall, dass eine Vorstandsentscheidung (z.B. Vertragsschluss oder Kapitalmaßnahme) noch von einer Zustimmung des Aufsichtsrats abhängt. Bislang konnte in solchen Fällen die Adhoc-Meldung aufgeschoben werden, bis der Aufsichtsrat die Zustimmung erteilte. Diese Praxis wurde von der BaFin mit dem Argument ausdrücklich anerkannt, dass ansonsten die Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrats beeinträchtigt würde. Nach ESMA soll die Berufung auf eine fehlende Aufsichts-

ratszustimmung hingegen nur unter engen Voraussetzungen möglich sein:

So muss der Emittent die Aufsichtsratsentscheidung möglichst noch am gleichen Tag organisieren. Sind die Aufsichtsräte nicht kurzfristig verfügbar oder wollen den Vorschlag des Vorstands in Ruhe prüfen, kann dies im Einzelfall schon das K.O.-Kriterium sein.

Zudem darf laut ESMA der Vorstand nicht erwarten dürfen, dass der Aufsichtsrat ohnehin zustimme. Ist in der Vergangenheit der Aufsichtsrat bei vergleichbaren Maßnahmen stets den Vorschlägen des Vorstands gefolgt, soll laut ESMA der Aufschub der Adhoc-Pflicht mit Blick auf die formal noch ausstehende Zustimmung nicht möglich sein. Hier ist unseres Erachtens im Einzelfall zu prüfen/argumentieren: Sind die konkreten Umstände bezüglich der anstehenden Entscheidung anders als in vorherigen Fällen, wird sich eine pauschale Prognose über die inhaltliche Entscheidung des Aufsichtsrats verbieten.

Schließlich fordert ESMA, dass eine sofortige Veröffentlichung, zusammen mit der Angabe, dass die Aufsichtsratszustimmung noch fehle, nachteilig für die Gesellschaft sein müsse. Das lässt sich in der Regel gut begründen, führt es doch zu Reputationsschäden für die Gesellschaft, wenn Ankündigungen später zurückgezogen werden müssen, weil der Aufsichtsrat dem Vorschlag des Vorstands nicht folgt.

### Fazit

Die ESMA-Vorgaben erschweren nicht nur den Aufschub von Ad-hoc-Meldungen, sondern beeinträchtigen die Aufsichtsratsarbeit wesentlich. Der Aufsichtsrat wird nicht nur zeitlich unter Druck gesetzt. Es bleibt zu hoffen, dass ESMA ihren Entwurf in dem Punkt noch einmal überarbeitet. Ansonsten werden sich in manchen Fällen gewiss andere Begründungen für die Befreiung von der Ad-hoc-Pflicht finden lassen. In anderen wird hingegen früher veröffentlicht werden müssen.