

Compliance Berater

8 / 2020

Betriebs-Berater Compliance

29.7.2020 | 8.Jg
Seiten 265–308

EDITORIAL

„Die Abkehr von bewährten Denkprinzipien“ | I

Markus Jüttner

AUFSÄTZE

Neue Chancen durch externe Beobachtung | 265

Guido Havers, WP, Dr. Bernd Federmann, LL. M., RA, Johanna Trautner, RAin und Max Röhner

Neuer BaFin-Emittentenleitfaden zur Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings | 270

Dr. Thorsten Kuthe, RA, und Dr. Gero Lingen, RA

Risk-Assessment der Datenschutz-Folgenabschätzung und Einordnung im betrieblichen Risikomanagement – Teil 1 | 276

Heiko Markus Roth, LL. M., und Peter Hense, RA

Wesentliche Aspekte der M&A-Compliance – Teil 2 | 279

Carsten Beisheim, RA, Dr. Kathrin Kruse, RAin, Dr. Stephan Waldheim, RA

Die Regelungen der EU-Hinweisgeberrichtlinie und ihre Auswirkungen auf deutsche Unternehmen | 284

Kimberly Erlebach

Integrität als Chance und Risiko in Krisenzeiten | 289

Dr. Katja Nagel

RECHTSPRECHUNG

BGH: Beginn der Verjährungsfrist bei Vorenthalten und Veruntreuen von Arbeitsentgelt nach § 266a StGB | 294

BGH: Strafbarkeit der Selbstgeldwäsche | 298

OLG Köln: Presse darf rechtswidrig erlangte Tonbänder verwerten | 301

CB-BEITRAG

Dr. Thorsten Kuthe, RA, und Dr. Gero Lingen, RA

Neuer BaFin-Emittentenleitfaden zur Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings

Am 22.4.2020 hat die BaFin das Modul C ihres neuen Emittentenleitfadens veröffentlicht. Hierin werden die sehr praxisrelevanten Bereiche Ad-hoc-Publizität/Insiderhandelsverbote, Eigengeschäfte von Führungskräften (Directors' Dealings), das Verbot der Marktmanipulation, Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen, Insiderlisten sowie Marktsondierungen dargestellt. Da der Leitfaden Hinweise zur Verwaltungspraxis der BaFin enthält, hat dieses neue Modul eine besondere praktische Relevanz für Freiverkehrsemittenten (auch Anleiheemittenten) und im regulierten Markt börsennotierte Gesellschaften.

I. Allgemeines zum Emittentenleitfaden

1. Hintergrund

Bereits Mitte 2016 kam es durch die Einführung der Marktmissbrauchsverordnung¹ (MAR) zu tiefgreifenden Reformen im Kapitalmarktrecht. Äußerst unbefriedigend war für die tägliche (Beratungs-) Praxis bislang, dass noch kein auf die MAR zugeschnittener BaFin-Emittentenleitfaden mit Informationen zur Verwaltungspraxis publiziert worden war, da der letzte Leitfaden noch aus dem Jahr 2013 stammte. Hinweise zur Verwaltungspraxis bei Sachverhalten mit Bezug zur MAR fanden sich bislang nur auf europäischer Ebene durch Rechtsakte der ESMA sowie national in den themenbezogenen BaFin-Merkblättern und BaFin-FAQs.² Mit Blick auf die vorherrschende COVID-19-Pandemie sind zudem die einschlägigen „Corona-FAQs“ der BaFin zu beachten, die fortlaufend aktualisiert werden.³ Anfang Juli 2019 hat die BaFin zunächst einen Entwurf für das Modul C des neuen BaFin-Emittentenleitfadens publiziert („Leitfadenentwurf 2019“)⁴ und Akteuren aus der Praxis ermöglicht, den Entwurf in einem sog. „Konsultationsverfahren“ zu kommentieren. Hiervon wurde regen, durch insgesamt 15 Stellungnahmen, Gebrauch gemacht.⁵ Am 22.4.2020 wurde dann das Modul C publiziert, das den bereits 2018 erschienenen Leitfadenmodulen A (Überwachung von Unternehmensabschlüssen / Veröffentlichung von Finanzberichten) und B (Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile / Notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren) nachfolgt.

2. Funktion, Aufbau und Rechtsnatur

Der BaFin Emittentenleitfaden richtet sich ausdrücklich an Emittenten, für welche die BaFin die zuständige Aufsichtsbehörde ist. Der Leitfaden bietet praktische Hilfestellungen für den Umgang mit den Vorschriften des Wertpapierhandelsrechts aus der MAR und dem WpHG, ohne eine juristische Kommentierung darzustellen. Er soll einen Einstieg in die Rechtsmaterie bieten, die Verwaltungspraxis der BaFin erläutern und zu den sich stellenden Rechtsfragen praxisgerechte Lösungen aufzeigen. Anders als in den Voraufgaben, erscheint der neue Emittentenleitfaden nicht mehr als ein Gesamtdokument,

sondern ist modular aufgebaut. Hierdurch sollen der BaFin sowohl eine fortlaufende Aktualisierung als auch eine etwaige Erweiterung erleichtert werden.⁶

Der Emittentenleitfaden stellt weder Gesetz noch Rechtsverordnung dar, sondern ist als sog. „norminterpretierende Verwaltungsvorschrift“ zu qualifizieren.⁷ Hieraus folgt, dass der Leitfaden zwar nicht Gerichte, dafür aber die BaFin selbst bindet, weil Art. 3 Abs.1 GG die BaFin verpflichtet, entsprechend ihrer geübten Verwaltungspraxis und damit auch im Einklang mit dem Emittentenleitfaden, wesentlich gleiche Sachverhalte auch gleich zu behandeln (Selbstbindung der Verwaltung).⁸ Der jeweilige Emittent und deren Berater können als Adressaten auf die Inhalte des Leitfadens vertrauen, da diese eine standardisierte Auskunft der BaFin geben. Somit dürfte ein späterer Verschuldensvorwurf, wenn ein Emittent oder Aktionär den Vorgaben des Leitfadens folgt und ein Gericht davon abweichend entscheidet, im Rahmen von straf-/bußgeldrechtlichen Verfahren unter Verweis auf einen unvermeidbaren Verbotsirrtum regelmäßig entkräftet werden können.⁹

1 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

2 Vgl. *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2019, 621.

3 Abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/CoronaVirus/CoronaVirus_node.html.

4 Der Leitfadenentwurf 2019 ist abrufbar unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon_14_19_modul_c_des_elf.html.

5 Die Stellungnahmen sind unter: www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Konsultation/2019/kon_14_19_modul_c_des_elf.html publiziert.

6 Vgl. zu Vorstehendem die Einleitung zum Emittentenleitfaden („ELF“), abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Emittentenleitfaden/emittentenleitfaden_node.html.

7 BGH NJW-RR 2008, 865, 303.

8 Vgl. *Dieckmann*, BKR 2019, 114; *Poelzig*, ZBB 2019, 1, 9 m. w. N.

9 BGH NJW 2012, 3177, 3179 (unvermeidbarer Verbotsirrtum, sofern Auskunft über die Erlaubnispflicht (KWG) bei der Erlaubnisbehörde eingeholt wurde); *Poelzig*, ZBB 2019, 1, 9; *Dieckmann*, BKR 2019, 114.

II. Die wichtigsten Inhalte des neuen Leitfadensmoduls

1. Begriff der „Insiderinformation“

Nach Art. 17 MAR haben Emittenten der Öffentlichkeit „Insiderinformationen“, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, so bald wie möglich bekanntzugeben. Der Begriff der „Insiderinformation“ ist wiederum in Art. 7 MAR normiert und umfasst in Art. 7 a) MAR u.a. „nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“.

a) „Nicht öffentlich bekannte“ Information

Das Tatbestandsmerkmal „nicht öffentlich bekannt“ ist negativ abzugrenzen, weshalb die BaFin im neuen Leitfaden klarstellt, wann eine Information „öffentlich bekannt“ ist.¹⁰ Dies sei der Fall, wenn die Information einem breiten Anlegerpublikum und damit einer unbestimmten Zahl von Personen zugänglich gemacht wurde („Bereichsöffentlichkeit“).

Grundsätzlich kann eine Information, die über ein allgemein zugängliches weit verbreitetes elektronisches Informationsverbreitungssystem publiziert wurde, „öffentlich bekannt“ sein, da jeder interessierte Marktteilnehmer die Möglichkeit zur Kenntnisnahme hat. Auf eine im Konsultationsverfahren geäußerte Anregung hin,¹¹ hat die BaFin klargestellt, dass ein allgemein zugängliches Informationsverbreitungssystem auch dann „Öffentlichkeit“ herstellt, wenn dessen Zugang kostenpflichtig ist. Veröffentlichung der Insiderinformation in einem nur in bestimmten Kreisen einschlägigen (Börsen-)Informationsdienst oder Newsboard genügt dem Erfordernis der öffentlichen Bekanntheit hingegen grundsätzlich nicht. Ob Informationsdienste wie Bloomberg oder Reuters ausreichen, um „Öffentlichkeit“ herzustellen, wurde nicht final geklärt.

Praxishinweis:

Emittenten sollten genau analysieren, ob und in welchen Quellen/Medien die jeweilige Information ggf. bereits kursiert. In Grenzfällen ist bei der Beurteilung der ad-hoc Relevanz aus Gründen der Vorsicht davon auszugehen, dass die Information noch nicht öffentlich bekannt ist. Sofern ein etwaiges Informationsleck besteht, ist (v. a. in Aufschubsituationen) unverzüglich eine Ad-hoc-Information zu veröffentlichen. Zur Bekanntmachung von Insiderinformationen sollten Emittenten ausschließlich etablierte, breite Informationsportale wie z.B. dgap verwenden, um „Öffentlichkeit“ herzustellen.

b) „Präzise Information“

Informationen sind dann gemäß Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR als „präzise“ anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint sind, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von dem vernünftigerweise erwartet werden kann, dass es in Zukunft eintreten wird. Hinsichtlich zukünftiger Umstände bleibt die BaFin bei ihrem bereits bekannten Maßstab „50% + x“, anhand dessen das Vorliegen einer „überwiegenden Wahrscheinlichkeit“ festzustellen ist. Es muss eine Würdigung aller verfügbaren Umstände und Informationen erfolgen, wobei ausdrücklich auch zu berücksichtigen sein soll, mit welchem Ergebnis das Unternehmen in der Vergangenheit vergleichbare Sachverhalte abge-

schlossen hat und was im konkreten Fall dafür oder dagegen spricht. Als Beispiel nennt die BaFin, dass – unter Beachtung der Besonderheiten des konkreten Falls – einfließen soll, ob es ein Unternehmen in der Vergangenheit regelmäßig geschafft hat, geplante Akquisitionen zu einem Abschluss zu bringen oder nicht.

Darüber hinaus müssen diese Informationen spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente zuzulassen (Art. 7 Abs. 2 S. 1 MAR). Unter Berücksichtigung des Lafonta-Urteils¹² des EuGH stellt die BaFin klar, dass für das Vorliegen einer präzisen Information unerheblich ist, in welche Richtung die mögliche Auswirkung auf den Kurs erfolgt.

Praxishinweis:

Aufgrund der Einbeziehung der Ergebnisse vergleichbarer Sachverhalte aus der Vergangenheit, wird Emittenten erfreulicherweise ein größerer Beurteilungs- und Argumentationsspielraum eingeräumt. Hierdurch kann bei vergleichbaren Sachverhalten sowohl die Entscheidung für eine Ad-hoc-Veröffentlichung als auch ein Abstandnehmen hiervon *ex post* begründet werden. Es ist jedoch darauf zu achten, dass die als Vergleich herangezogenen Sachverhalte auch im Kern vergleichbar sind.

c) Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentenbezug

Die Information muss direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen. Die BaFin stellt allerdings nochmals ausdrücklich klar, dass auch den Emittenten nur mittelbar betreffende Umstände (z.B. Marktdaten) Insiderinformationen sein können. Dies ist für Emittenten insoweit bedeutsam, als solche nur mittelbar betreffende Insiderinformationen zwar keine Ad-hoc-Pflicht, aber gleichwohl Insiderhandelsverbote und Offenlegungsverbote von Insiderinformationen begründen.¹³

d) Kursbeeinflussungspotenzial

Eine Insiderinformation liegt nur dann vor, wenn die der Information zugrunde liegenden Umstände geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Gemäß Art. 7 Abs. 4 MAR ist hierfür erforderlich, dass ein „verständiger Anleger“ die Informationen wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

aa) „Verständiger Anleger“

Für die Bestimmung, aus wessen Perspektive die Beurteilung der Kurserheblichkeit erfolgen soll, ist laut BaFin maßgeblich auf einen „durchschnittlich börsenkundigen Anleger“ abzustellen, der seine Entscheidungen auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft. Im Vergleich zum Leitfadentwurf 2019 hat die BaFin neu aufgenommen, dass ein verständiger Anleger auch berücksichtigt, wie aus seiner Erfahrung heraus andere Marktteilnehmer (d.h. das Anlegerpublikum) in der Vergangenheit auf vergleichbare Sachverhalte reagiert haben. Diese unbestimmte Ergänzung schafft aber mehr Unsicherheit, als dass sie bei der Beurteilung hilft. Betont wird zudem ausdrücklich, dass ein verständiger Anleger in seine Anlageentschei-

10 BaFin ELF – Modul C, Seite 10.

11 *BVI*, Stellungnahme zum ELF, Seite 1; *DAI*, Stellungnahme zum ELF, Seite 5.

12 EuGH NJW 2015, 1663.

13 BaFin ELF – Modul C, Seite 11 und 33 f.

dung nicht nur die zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens einbezieht, sondern ggf. auch weitere Faktoren, die – losgelöst von einer Änderung des Unternehmenswertes – auf den Kurs des Finanzinstruments einwirken können, wie dies z.B. bei der Zahlung von Dividenden oder dem Abfindungsangebot bei einem Squeeze-Out der Fall ist. Abzuwarten bleibt, ob die BaFin ihre bisherige auf das Lafonta-Urteil¹⁴ und wohl das IKB-Urteil des BGH¹⁵ gestützte Auffassung¹⁶ aufgibt, auch irrationales Anlegerverhalten zu berücksichtigen.¹⁷

Praxishinweis:

In der praktischen Anwendung wird die Frage komplex sein, mit welcher Gewichtung neben der zukünftigen Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens auch die weiteren vom eigentlichen Unternehmenswert losgelösten Faktoren zu berücksichtigen sind. Da sich dies nicht klar definieren lässt, sind den Emittenten hier gewisse Beurteilungs- und Argumentationsspielräume einzuräumen.

bb) Kursbeeinflussungspotenzial

Das Merkmal des „Kursbeeinflussungspotenzials“ verlangt eine Einschätzung, inwieweit der Kurs des Finanzinstruments beeinflusst wird, wenn die Umstände bekannt werden. Entscheidend ist, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung wahrscheinlich berücksichtigen würde. Das ist der Fall, wenn ein Kauf- bzw. Verkaufsanreiz gegeben ist und das Geschäft dem verständigen Anleger „lohnend“ erscheint. Hierbei ist zu beachten, dass die BaFin den Maßstab sehr weit fasst.¹⁸ Lohnend sei ein Geschäft bereits dann, wenn die erwartete Rendite abzüglich Transaktionskosten (z.B. Ordergebühren) die Opportunitätskosten, d.h. die Rendite, die eine Anlage in Finanzinstrumenten mit vergleichbarem Risiko erzielen würde, übersteigt. Ebenso könne ein Geschäft auch dann als lohnend angesehen werden, wenn die mögliche Rendite in einem vermiedenen Kursverlust liegt.

Praxishinweis:

Zwar hat die BaFin ihre Ausführungen zur Kursrelevanz im Vergleich zum Leitfadentwurf 2019 etwas entschärft, indem die Passage gestrichen wurde, wonach die „Höhe der Rendite für die Beurteilung der Kurserheblichkeit irrelevant“ sei, solange „die zu erwartende Kursreaktion zumindest einen kleinen, aber sicheren Gewinn erwarten lasse“.¹⁹ Aus dem Umstand, dass der Maßstab, nach dem ein Geschäft für den Anleger bereits „lohnenswert“ sein soll, insgesamt sehr niedrig angesetzt wird, folgt zugleich aber, dass Informationen wohl auch schneller einen erheblichen Kauf-/Verkaufsanreiz setzen können und damit ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besitzen. Im Übrigen ist vor dem Hintergrund der aktuell starken Kurschwankungen an den Börsen durch Informationen rund um das Corona-Virus und der dadurch in der Regel auch erhöhten Volatilität der einzelnen Aktie, die Prüfung des erheblichen Kursbeeinflussungspotenzials in vielen Fällen erschwert. Dies hat die BaFin im Rahmen ihrer „Corona FAQs“ explizit herausgestellt.²⁰

e) Zwischenschritte als Insiderinformation

aa) Allgemeines

Im Vergleich zum Leitfadentwurf 2019 hat die BaFin ihre Ausführungen zu sog. „gestreckten Sachverhalten“ deutlich erweitert. Seit der Geltl-Entscheidung des EuGH²¹ war allgemein anerkannt, dass eine Insiderinformation nicht nur das Endereignis selbst sein kann, sondern auch bestimmte Zwischenschritte im Rahmen eines Entscheidungsprozesses, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung

dieses zukünftigen Umstands oder Ereignisses verbunden sind, Insiderinformationen darstellen können.²² Im Zuge der Einführung der MAR wurde die vorher nur richterrechtlich geprägte Ansicht auch durch Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR normiert.

Bei der Beurteilung, ob ein insiderrechtlich relevanter Zwischenschritt vorliegt, soll grundsätzlich zu unterscheiden sein zwischen Zwischenschritten, die ihre Qualität als Insiderinformation aus sich heraus beziehen, und solchen Zwischenschritten, die ihre Kursrelevanz von dem zukünftigen Endereignis ableiten. Ein Zwischenschritt, der bereits aus sich heraus eine Insiderinformation darstellt, ist nach den allgemeinen Regeln der MAR unverzüglich zu veröffentlichen, wenn nicht ein Aufschub in Betracht kommt. Die BaFin nennt als konkretes Beispiel, dass bereits die Absicht, eine personelle Veränderung in der Geschäftsleitung umzusetzen, bedeuten könne, dass der Emittent die vom Vorstandsvorsitzenden verfolgte Geschäftspolitik nicht weiterverfolgt, so dass bereits diesem Umstand die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommen kann.²³

Bei Zwischenschritten, die ihre insiderrechtliche Relevanz hingegen aus ihrer Bezogenheit auf ein zukünftiges Endereignis beziehen, ist nach Ansicht der BaFin ein Kursbeeinflussungspotenzial umso eher anzunehmen, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist. Eine generelle Bereitschaft zu einem Unternehmenszusammenschluss und die Einigung über wichtige Eckpunkte könne bereits ausreichen, selbst wenn die eigentlichen Vertragsverhandlungen noch folgen und noch nicht alle Einzelheiten (z.B. der Angebotspreis oder das Umtauschverhältnis) feststehen und damit auch nicht die Richtung der Kursreaktion.

Soweit das erstrebte Endereignis noch unwahrscheinlich ist, wird es einem Zwischenschritt regelmäßig an der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung fehlen. In diesem Fall wird somit in der Regel keine Zwischenschritt-Insiderinformation vorliegen.²⁴

bb) Praxishinweis

Auch wenn die umfangreicheren Ausführungen zum Problemkreis der gestreckten Sachverhalte und die im Leitfaden enthaltenen anschaulichen Praxisbeispiele zu begrüßen sind, bleibt die Beurteilung, ob und v.a. wann eine Insiderinformation vorliegt, stets eine Frage des Einzelfalls, was selbst die BaFin ausdrücklich betont.

Künftig sollten Emittenten in die Bewertung des konkreten Sachverhalts – stärker als bislang – auch etwaige vergleichbare Verfahrensabläufe im Unternehmen aus der Vergangenheit einbeziehen. Zudem ist vorab sorgfältig zu analysieren, wie Entscheidungsprozesse innerhalb des Unternehmens typischerweise ablaufen, da dies maßgeblichen Einfluss auf den Zeitpunkt des Entstehens einer Insiderinfor-

14 EuGH NJW 2015, 1663.

15 BGH NJW 2012, 1800.

16 BaFin-FAQ zu Art. 17 MAR, Stand: 31.1.2019, Ziff. III.5b).

17 So *White & Case*, Stellungnahme zum ELF (19.8.2019) Seite 1; Die Deutsche Kreditwirtschaft, Stellungnahme zum ELF (16.9.2019), Seite 4; offen gelassen *Merkner/Sustmann/Retsch*, AG 2020, 477, 478.

18 Kritisch *DAI*, Stellungnahme zum ELF (31.8.2019), Seite 8.

19 BaFin Leitfadentwurf 2019, Seite 19.

20 Abrufbar unter: www.bafin.de/DE/Aufsicht/CoronaVirus/CoronaVirus_node.html (zu Geschäftszahlen).

21 EuGH NJW 2012, 2787; zuvor offengelassen und dem EuGH vorgelegt von BGH NJW 2011, 309.

22 *Veil/Brüggeheimer*, in: Meyer/Veil/Rönnau, Hdb. zum Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 10 Rn. 71 ff.; *Klöhn*, in: Klöhn, MAR, 2018, Art. 7 Rn. 66 ff.

23 BaFin ELF – Modul C, Seite 13.

24 BaFin ELF – Modul C, Seite 14.

mation hat und hier in der Praxis erhebliche Unterschiede (z.B. wegen Unternehmensgröße, Gremienzusammensetzung, Unternehmenshistorie, Marktsegment etc.) bestehen.

f) Konkrete Praxisbeispiele

Die BaFin erläutert eine Reihe von konkreten Beispielen für potenzielle Insiderinformationen:

aa) Kapitalmaßnahmen

Im Bereich der Kapitalmaßnahmen (v. a. Kapitalerhöhungen) ist zu beachten, dass die erfolgreiche Durchführung der Kapitalmaßnahme, wenn der entsprechende Beschluss öffentlich bekannt gemacht worden war, i. d. R. keine Insiderinformation mehr darstellen soll, sofern diese vom Anlegerpublikum erwartet werden konnte. Hingegen wurde ausdrücklich klargestellt, dass ein Abbruch oder die Rückabwicklung einer Kapitalmaßnahme bzw. der Umstand, dass nicht ausreichend Interesse beim Anlegerpublikum vorhanden war, eine vollständige (!) Zeichnung der neuen Aktien zu gewährleisten, neue Insiderinformationen darstellen.

Eine Fremdkapitalaufnahme (z.B. Schuldscheindarlehen) stellt eine übliche Finanzierungsmethode eines Unternehmens dar, bei der i. d. R. davon auszugehen sei, dass sie kein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besitzt. Nur ausnahmsweise, bei Vorliegen besonderer Umstände, könne die Fremdkapitalbeschaffung kursrelevant sein. Zu diesen Umständen gehört beispielsweise, dass die Gesellschaft (aufgrund ihrer wirtschaftlich bzw. finanziell angespannten Lage) außergewöhnlich hohe Zinsen zahlen muss oder mit dem Darlehen eine Umschuldung einhergeht, mit der sie die Zinslast deutlich reduziert.

bb) M&A-Transaktionen

Bei M&A-Transaktionen soll die rein interne Entscheidung, mit einer potenziellen Zielgesellschaft Vorgespräche aufzunehmen, regelmäßig noch keine Insiderinformation darstellen, da es ohne Hinzutreten besonderer Umstände regelmäßig an einem erheblichen Kursbeeinflussungspotenzial sowohl dieses Zwischenschrittes als auch des Abschlusses des M&A-Prozesses als zukünftiges Ereignis fehle.

Inwieweit durch den Abschluss nicht bindender Angebotsschreiben davon ausgegangen werden könne, dass noch keine Insiderinformation vorliege, sei im Einzelfall zu prüfen.²⁵

Nach Ansicht der BaFin stellt der Abschluss eines Letter of Intent nicht zwingend einen wesentlichen Zwischenschritt dar. Vielmehr nur dann, wenn darin etwa Vereinbarungen über Eckpunkte des künftigen Vertrags, eine Preisspanne oder eine andere Vereinbarung enthalten sind, in der sich der ernsthafte Einigungswille der Verhandlungspartner manifestiert.²⁶ Zu begrüßen ist, dass – anders als noch im Leitfadenentwurf 2019 vorgesehen – der Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung (NDA) kein (gewichtiges) Indiz für einen insiderrechtlich relevanten Zwischenschritt mehr darstellt.²⁷

Folgende Umstände sollen mindestens zum Anlass genommen werden, zu prüfen, ob eine Insiderinformation in Form eines relevanten Zwischenschrittes eingetreten sein könnte: Bilaterale Treffen mit konkretem Hintergrund, wenn bereits Vorbereitungshandlungen vorgenommen wurden und wesentliche Eckpunkte besprochen werden; Einsetzen von gegenseitigen Arbeitsgruppen zur Umsetzbarkeit einer Fusion; Übersendung von „Term Sheets“; grundsätzliche Einigung durch wesentliche Entscheidungsträger über zentrale Punkte (auch vor Gremienbefassungen), Ausräumen wesentlicher Hindernisse, Durchführung einer Due Diligence.²⁸

g) Gerüchte

Auch Gerüchte, die einen Tatsachekern enthalten, können eine „präzise“ Information und damit eine Insiderinformation darstellen. Das Gerücht muss nach Ansicht der BaFin auch nicht wahr sein. Gesondert zu prüfen ist aber, ob der Information ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential beigemessen werden kann. Hierbei sind neben der Vertrauenswürdigkeit der Quelle, den zugrundeliegenden nachprüfbaren Fakten und der Verfassung der Märkte im Allgemeinen auch die wirtschaftliche Situation sowie das Segment des Unternehmens im Besonderen zu berücksichtigen.²⁹ Es ist darauf zu achten, dass eine etwaig getroffene Aufschubentscheidung entfällt, wenn ein „präzises Gerücht“ (= wahrer Tatsachekern oder konkreter Bezug zur Insiderinformation (Informationsleck)) kursiert.

h) Prognosen und Geschäftszahlen

aa) Prognosen

Prognosen können Insiderinformationen sein, wenn sie aufgrund konkreter Anhaltspunkte für den weiteren Geschäftsverlauf erstellt wurden und spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Prognose auf den Kurs des entsprechenden Finanzinstruments zuzulassen.³⁰

Eine Prognose hat in der Regel erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial, wenn sie von der Markterwartung – oder bei Fehlen einer solchen – von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen deutlich abweicht. Treten in der Folgezeit bedeutende Umstände auf, muss der Emittent dies zum Anlass nehmen zu prüfen, ob er die Prognose aufrechterhalten kann. Sofern ein Emittent bei dieser Prüfung feststellt, dass seine neue Prognose wahrscheinlich deutlich von der ursprünglichen abweicht und sich hieraus – weil sie auch von der Markterwartung abweicht – ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial ableiten lässt, liegt eine neue Insiderinformation vor.³¹

Es ist zu beachten, dass das die neue Prognose auslösende Ereignis selbst eine Insiderinformation sein kann (z.B. ein wesentlicher Vertragsschluss). Hat der Emittent sowohl bei seiner ursprünglichen als auch bei seiner aktuellen Prognose einen nachvollziehbaren Korridor angegeben, innerhalb dessen er einen Gewinn oder Verlust erwartet („von ... bis“), stellt die BaFin bei der Beurteilung des erheblichen Kursbeeinflussungspotenzials der aktualisierten Prognose i. d. R. auf die Abweichung des Mittelwerts der alten Prognose von dem der aktualisierten Prognose ab.³²

bb) Geschäftszahlen

Bei Geschäftszahlen soll die Beurteilung, ob ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besteht, danach beurteilt werden, ob eine wesentliche Abweichung von der Markterwartung besteht. Dies soll anhand eines dreistufigen Benchmark-Tests ermittelt werden. Demnach ist ein Kursbeeinflussungspotenzial zu bejahen, sofern die Geschäftszahlen wesentlich (1) von der eigenen veröffentlichten konkreten Prognose oder (2) bei Fehlen einer eigenen Prognose auf

25 BaFin ELF – Modul C, Seite 18.

26 BaFin ELF – Modul C, Seite 19.

27 BaFin ELF – Modul C, Seite 19; enthalten noch im Leitfadenentwurf 2019, Seite 28.

28 BaFin ELF – Modul C, Seite 19.

29 BaFin ELF – Modul C, Seite 14 f.

30 BaFin ELF – Modul C, Seite 15.

31 BaFin ELF – Modul C, Seite 15.

32 BaFin ELF – Modul C, Seite 15.

die jeweilige quantitativ nachvollziehbare Markterwartung abweichen. Sofern auch eine solche Markterwartung fehlen sollte, ist (3) auf die Geschäftszahlen des vergleichbaren Vorjahreszeitraums abzustellen.³³

Emittenten ist i. d. R. zu raten – wie die BaFin – die Markterwartung anhand des Mittelwerts der zum Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation aktuellen Analystenschätzungen (Consensus-schätzung) zu ermitteln, auch wenn eine Ermittlung auf anderem Wege als zulässig erachtet wird.³⁴

Sofern der Emittent in seiner Prognose einen aufgrund nachvollziehbarer Tatsachengrundlage ermittelten Korridor angegeben hat, so ist ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial in der Regel zu bejahen, wenn die Geschäftszahlen außerhalb des Korridors liegen. Für Geschäftszahlen, die innerhalb des Korridors liegen, gilt folgender Grundsatz: Je enger der Korridor gefasst ist, desto eher scheidet ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial aus. Das bedeutet umgekehrt aber auch, dass die Geschäftszahlen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial entfalten können, wenn der Prognosekorridor sehr weit gefasst wurde und die Ergebnisse nahe am oberen bzw. unteren Korridorrand liegen. Hat der Emittent in seiner Prognose hingegen nur eine Mindestervartung angegeben, schließt dies das Kursbeeinflussungspotenzial nicht bereits deshalb aus, weil die obere Prognose-spanne offen formuliert wurde. In einem solchen Fall hat der Emittent zu ermitteln, wie die Aussage zur Prognose im Markt aufgenommen worden ist.³⁵

Emittenten, die keine Prognose für unterjährige Perioden, sondern lediglich eine Jahresprognose veröffentlicht haben, sollten beachten, dass eine ad-hoc-pflichtige Insiderinformation auch vorliegen kann, wenn zwar an der Jahresprognose festgehalten wird, die unterjährigen Geschäftszahlen aber von den Markterwartungen abweichen.³⁶

cc) Stellungnahme und Praxishinweis

Es ist zweifelhaft, ob die Ausführungen der BaFin zu Prognosen und Geschäftszahlen einer transparenten Kapitalmarktinformation dienen. Nicht überzeugend ist v. a. die Ansicht, dass Geschäftszahlen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial entfalten können, wenn der Prognosekorridor weit gefasst wurde und die Ergebnisse noch innerhalb des Korridors liegen, sei es auch nahe am oberen bzw. unteren Korridorrand. Denn es ist schon nicht klar, wann konkret von einem „sehr weit gefassten“ Prognosekorridor ausgegangen werden muss. Hier hätte den Emittenten mehr eigenverantwortliches Handeln zugestanden und eine einfachere Umsetzung in der Praxis ermöglicht werden können. Unternehmen ist zu raten, bei der Festlegung des Prognosekorridors die Ausführungen der BaFin zu berücksichtigen und stets bei späteren Ergebnissen am Rande des Korridors zu überprüfen, ob eine neue Insiderinformation vorliegt. Die Ermittlung der Kursrelevanz sollte streng nach den Vorgaben des Benchmark-Tests erfolgen. Hierfür müssen insbesondere Emittenten, die keine eigene Prognose publiziert haben, fortlaufend die Markterwartungen im Blick behalten (z. B. durch Tools wie Reuters oder externe Dienstleister).

i) Weitere Einzelfragen bei bestimmten Fallgruppen

aa) Nichtdividendenwerte

Umstände, die ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial bei festverzinslichen Wertpapieren begründen können, dürften nach Ansicht der BaFin im Grundsatz seltener anzunehmen sein als bei börsenhandelten Aktien, wobei eine Gesamtschau der Umstände zu

erfolgen hat. Zu den in Bezug auf herkömmliche Schuldverschreibungen potenziell kurserheblichen Umständen dürfte z. B. gehören, wenn der Emittent seiner mit dem Finanzinstrument verbundenen Verpflichtung (z. B. Rückzahlung, Zinszahlung) nicht mehr nachkommen kann oder diese aufgrund der der Information zu Grunde liegenden Umstände beeinträchtigt wäre. Gleiches gilt für eine vorzeitige Kündigung oder Änderungen beim Rückkaufpreis. Dies gilt jedoch dann nicht, wenn die Kündigung vom Markt erwartet wird, beispielsweise weil die Anleihebedingungen nach Verstreichen eines bestimmten Kündigungstermins eine Erhöhung des Zinssatzes vorsehen. In diesem Fall könnte die Nichtausübung des Kündigungsrechts ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial begründen.³⁷

bb) Insiderinformation bei Antrag auf Zulassung

Bei Finanzinstrumenten, für die lediglich ein Antrag auf Zulassung gestellt wird, gilt Folgendes: Soweit bereits ein (Basis-)Prospekt veröffentlicht und ggf. im Rahmen der Zeichnungsfrist eine Preisspanne genannt wurde, kann auch diese als Grundlage für das Kursbeeinflussungspotenzial herangezogen werden. So kann im Einzelfall eine Insiderinformation vorliegen, wenn wesentliche Änderungen beim Emittenten z. B. einen Nachtrag zum Prospekt auslösen und eine Änderung der Preisspanne im Zeichnungsverfahren als Folge angenommen werden muss.³⁸

2. Ad-hoc-Publizität und Ad-hoc Aufschub

Nach Art. 17 MAR müssen Emittenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich bekanntgeben.

a) „Unmittelbare Betroffenheit“

Die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität entsteht, wenn eine Insiderinformation vorliegt, die den Emittenten „unmittelbar“ betrifft.

Durch das Tatbestandsmerkmal „unmittelbare Betroffenheit“ wird klargestellt, dass der Emittent nur verpflichtet ist, solche Informationen zu veröffentlichen, die ihn unmittelbar betreffen. Hingegen ist er nicht verpflichtet, allgemeine Informationen i. R. d. Ad-hoc-Publizität zu veröffentlichen. Die BaFin gibt einige Praxisbeispiele, bei denen von einer „unmittelbaren Betroffenheit“ auszugehen ist.

So kann sich etwa bei der Umplatzierung von Aktien die Frage der Ad-hoc-Publizitätspflicht stellen. Eine den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation liegt jedoch nur in besonderen Konstellationen vor, z. B. dann, wenn mit der Umplatzierung ersichtlich strategische Zielsetzungen verfolgt werden, die Einfluss auf die künftige Entwicklung des Emittenten haben werden und dem Emittenten diese strategische Zielsetzung bekannt ist, oder wenn mit der Umplatzierung potenzielle Auswirkungen auf die Unternehmensführung zu erwarten sind.³⁹

b) Unverzügliche Veröffentlichungspflicht

Der Emittent ist unabhängig von den Börsenhandelszeiten zur unverzüglichen Vorabmitteilung der Absicht, die Offenlegung von Insiderinformationen aufzuschieben und zur unverzüglichen Veröffentlichung

33 BaFin ELF – Modul C, Seite 15 ff.

34 BaFin ELF – Modul C, Seite 16.

35 Zu Vorstehendem BaFin ELF – Modul C, Seite 16.

36 BaFin ELF – Modul C, Seite 16 f.

37 Zu Vorstehendem BaFin ELF – Modul C, Seite 22 f.

38 Zu Vorstehendem BaFin ELF – Modul C, Seite 25.

39 BaFin ELF – Modul C, Seite 33.

der Insiderinformation verpflichtet. Wird eine Insiderinformation in mehreren Sprachen veröffentlicht, darf die Übersetzung die Veröffentlichung nicht verzögern, d.h., mit der Veröffentlichung darf nicht abgewartet werden, bis eine oder alle Übersetzungen der Mitteilung vorliegen.⁴⁰

In einzelnen Börsenordnungen wird teilweise gefordert, dass eine zeitgleiche Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung in englischer Sprache zu erfolgen hat. Sofern der Emittent nicht gemäß § 3b WpAV befugt ist, die Ad-hoc-Mitteilung in englischer Sprache zu veröffentlichen, sind diese Regelungen allerdings gegenüber dem Unverzüglichkeitserfordernis des Art. 17 Abs. 1 MAR nachrangig und rechtfertigen daher keine Verzögerung.⁴¹

c) Änderungen beim Ad-hoc Aufschub

In der Praxis besonders bedeutsam ist die Möglichkeit einer Selbstbefreiung durch einen Ad-hoc-Aufschub. Hierbei handelt es sich um die Möglichkeit, die Veröffentlichung der Insiderinformation temporär zu verschieben. Solange die Anforderungen des Art. 17 Abs. 4 MAR erfüllt sind, genießt die Geheimhaltung der Insiderinformationen zum Schutze des Emittenten Vorrang.

Die relevantesten Neuerungen in diesem Bereich beziehen sich auf die erforderlichen Gremienentscheidungen. So gilt für Aufschubentscheidungen die Möglichkeit der Delegation auf ein untergeordnetes, vom Vorstand zu kontrollierendes Ad-hoc-Gremium oder ein ordentliches Mitglied des Vorstands. Bei einer Entscheidung eines Gremiums über den Aufschub sollte mindestens ein ordentliches Vorstandsmitglied mitwirken.⁴²

Bei Fällen originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit (z.B. Bestellung/Abberufung des Vorstands) geht die BaFin jetzt von einer abschließenden Annexkompetenz des Aufsichtsrats hinsichtlich der Entscheidung über den Aufschub aus. Anerkannt wird auch hier die Möglichkeit der Delegation auf ein untergeordnetes, vom Aufsichtsrat zu kontrollierendes Ad-hoc-Gremium oder ein ordentliches Mitglied des Aufsichtsrats. Bei einer Entscheidung für die spätere Veröffentlichung bleibt es hingegen bei der Zuständigkeit des Vorstands (§ 111 Abs. 4 S. 1 AktG). Es ist daher unternehmensintern sicherzustellen, dass die betreffenden Insiderinformationen unverzüglich nach Wegfall der Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR vom Aufsichtsrat an den Vorstand weitergeleitet werden.

3. Eigengeschäfte von Führungskräften

Zu beachten ist, dass die BaFin bereits zum 1.1.2020 von der Möglichkeit Gebrauch gemacht hat, den Schwellenwert der Meldepflicht bei Eigengeschäften von Führungskräften von 5.000 EUR auf 20.000 EUR zu erhöhen, was in vielen Fällen eine Meldepflicht entfallen lässt.

Die BaFin stellt im Leitfaden klar, dass neben den Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, auch mit ihnen „eng verbundene Personen“ zum meldepflichtigen Personenkreis zählen. Die Partner nichtehelicher Lebensgemeinschaften sollen aber ausdrücklich nicht als „eng verbundene Personen“ anzusehen sein.

Im Rahmen ihres Leitfadens hat die BaFin zudem nochmals bzgl. der sog. „closed periods“ (Art. 19 Abs. 11 MAR), d.h. dem Handelsverbot von Führungskräften während eines Zeitraums von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlussberichts, betont, dass schon am Tag der Ankündigung (nach der Veröffentlichung) – und nicht erst einen Tag später – das Handelsverbot endet und wieder Eigengeschäfte möglich sind.

III. Fazit

Es ist zu begrüßen, dass die BaFin durch das neue Leitfadenmodul ausführliche Informationen zu ihrer MAR-Verwaltungspraxis gibt. Trotz des gestiegenen Darstellungsumfangs und erhöhten Detaillierungsgrads des neuen Leitfadens, haben sich gegenüber der bisher bekannten Praxis der BaFin aber nur in wenigen Details neue Informationen ergeben. Weiter gilt, dass es auch künftig – vor allem bei Ad-hoc-Fragestellungen – auf eine gründliche Abwägung unter Einbeziehung der Besonderheiten des Einzelfalls ankommen wird. Vor allem bei gestreckten Sachverhalten ist Emittenten eine sorgsame Planung und frühzeitige Hinzuziehung versierter Berater anzuraten, um etwaige Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität zu vermeiden. Zudem sollten etwaige Aktualisierungen im Auge behalten werden, welche die BaFin vor einer Leitfadenanpassung vorab als FAQs kommunizieren wird.

AUTOREN



Dr. Thorsten Kuthe ist Rechtsanwalt und Partner bei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln. Seine Kernkompetenzen liegen im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht/Public M&A. Ein Schwerpunkt seiner Arbeit ist dabei die kapitalmarktbezogene Compliance-Beratung von Unternehmen.



Dr. Gero Lingen ist Rechtsanwalt bei Heuking Kühn Lüer Wojtek in Köln. Seine Kernkompetenzen liegen im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht/Public M&A. Ein Schwerpunkt seiner Arbeit ist dabei die kapitalmarktbezogene Compliance-Beratung von Unternehmen.

40 BaFin ELF – Modul C, Seite 42 f.

41 BaFin ELF – Modul C, Seite 43.

42 BaFin ELF – Modul C, Seite 36.