



# Praxisleitfaden zum Modul C des Emittentenleitfadens der BaFin

## (Insiderrecht und Ad hoc-Publizität)

Am 22. April 2020 hat die BaFin das Modul C der 5. Auflage ihres Emittentenleitfadens (Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung; **Modul C**) veröffentlicht. Der bisherige Stand des Emittentenleitfadens zum Insiderrecht bzw. der Ad hoc-Publizität datierte von Juli 2005 bzw. Juli 2013. Danach gab es nur punktuelle FAQs zu ausgewählten Themen. Bei dem jetzigen Modul C handelt es sich um die erstmalige umfassende und konsistente Aktualisierung der norminterpretierenden Verwaltungsvorschriften zu diesen praxisrelevanten Bereichen fast vier Jahre nach dem Inkrafttreten der EU-Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 (*Market Abuse Regulation – MAR*) am 3. Juli 2016. Der jetzigen Veröffentlichung gingen eine Konsultation im Sommer 2019 mit 15 veröffentlichten Stellungnahmen und eine sich anschließende lange Überarbeitungsphase voraus. Die Neuveröffentlichung trifft auf ein hohes Bedürfnis der Marktteilnehmer und ihrer Berater nach einer verständlichen und praxisnahen aufsichtsrechtlichen *Guidance* für diesen enorm praxisrelevanten Bereich des Marktmissbrauchsrechts.

### A. Zusammenfassende Einschätzung

Modul C zum Insiderrecht und zur Ad hoc-Publizität wird den Praxisbedürfnissen nicht umfassend gerecht. Die *Guidance* der BaFin zu den generalklauselartigen Tatbeständen der Insiderinformation und der Ad hoc-Publizität ist getragen von drei Leitlinien, nämlich

- der Betonung einer Einzelfallabhängigkeit der konkreten Beurteilung,
- weiterer zeitlicher Vorverlagerungen und
- einer sachlichen Ausdehnung des Insider- und Marktmissbrauchsrechts.

Die BaFin hat zwar einige, aber nicht alle validen Anmerkungen und Vorschläge der Praxis aus der Konsultationsphase aufgenommen. Es ist im Vergleich zum Emittentenleitfaden 2013 daher nicht vollständig gelungen, für die Handhabung der wesentlichen Tatbestandsmerkmale des Insider- und Ad hoc-Rechts nach Art. 7 und 17 MAR verlässliche Hilfestellungen zu geben:

- *„nicht öffentlich bekannte Information“*: Das Merkmal wird extensiv verstanden; i.d.R. dürften nur über [dgap.de](http://dgap.de) oder ein vergleichbares Portal veröffentlichte Informationen als öffentlich bekannt gelten.
- *„präzise und spezifische Information“*: Das Merkmal wird restriktiv verstanden; es schließt allenfalls vage Informationen aus und ihm kommt i.d.R. neben dem Kursbeeinflussungspotential faktisch keine eigenständige Abgrenzungsfunktion zu.
- *„erhebliches Kursbeeinflussungspotential“*: Das Merkmal wird extensiv verstanden; der verständige Anleger ist als „durchschnittlich börsenkundiger Anleger [ohne] besonderes Fachwissen“ ebenso schwierig subsumierbar wie das Merkmal der Erheblichkeit, welches die BaFin im Wesentlichen durch eine pseudo-rationale Formel dafür beschreibt, wann eine Information einen Handelsanreiz bietet bzw. sich lohnt.
- *„den Emittenten unmittelbar betreffend“*: Das Merkmal der Ad hoc-Pflicht wird extensiv verstanden; die Grenze der Informationsverantwortlichkeit des Emittenten für „von außen“ kommende Insiderinformationen wird tendenziell weit gezogen.

Dieser Praxisleitfaden gibt Antworten auf die häufigsten, sich in der Beratung stellenden Fragen nach Fallgruppen unter Berücksichtigung der Ausführungen im Modul C.

### B. 20 ausgewählte Praxisfragen (FAQ)

#### I. Zwischenschritte als Insiderinformation

Die Insiderrelevanz von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten ist und bleibt weiterhin eines der praxisrelevantesten, aber auch diffizilsten Felder des Insiderrechts. Die BaFin hat ihre Ausführungen in Modul C auf Basis der Konsultation umfassend geändert.

Unterschieden wird nun *„zwischen solchen Zwischenschritten, die ihre Qualität als Insiderinformation aus sich heraus beziehen, und solchen Zwischenschritten, die ihre Kursrelevanz von dem zukünftigen Endereignis ableiten.“*

Während Zwischenschritte der ersten Kategorie eine von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses losge-



# Freshfields Bruckhaus Deringer

löste insiderrechtliche Relevanz aufwiesen, bezögen Zwischenschritte der zweiten Kategorie ihre insiderrechtliche Relevanz aus dem zukünftigen Endereignis. Diese Differenzierung der BaFin ist richtig, die Terminologie ist jedoch missverständlich für die Klärung des angesprochenen Konkurrenzverhältnisses. Zwischenschritte der ersten Kategorie sind bei Lichte besehen keine Zwischenschritte in einem gestreckten Sachverhalt, sondern Umstände mit eigenem, nicht nur von der Eintrittswahrscheinlichkeit, sondern vom Endereignis generell unabhängigen insiderrechtlichen Informationsgehalt (Schein-Zwischenschritte).

## 1. Frage: Kann bereits ein überwiegend wahrscheinlicher, d.h. noch nicht eingetretener Zwischenschritt eine Insiderinformation sein?

Obgleich eine solche weite Vorverlagerung nach Wortlaut und Systematik von Art. 7 Abs. 2 und 3 MAR gedeckt ist, geht die BaFin davon aus, dass bei gestreckten Sachverhalten neben dem Endereignis nur „die auf dem Weg dahin verwirklichten Zwischenschritte als bereits eingetretene Ereignisse auf ihren Insiderinformationsgehalt hin zu überprüfen“ (Hervorhebung durch die Verf.) sind. Es bleibt abzuwarten, ob die BaFin hiermit einen – unionsrechtlich nicht unproblematischen – Verzicht auf die Durchsetzung/Ahndung in diesem Frühstadium der Insiderrelevanz verbindet. Einstweilen ist Emittenten zu raten, die insiderrechtliche Relevanz auch in diesem Frühstadium sorgfältig zu prüfen, zumal aus Sicht der BaFin an das Vorliegen eines „verwirklichten“ Zwischenschritts nicht unbedingt hohe Anforderungen zu stellen sein dürften.

## 2. Frage: Unter welchen Voraussetzungen ist ein Zwischenschritt, für dessen Endereignis die Eintrittswahrscheinlichkeit noch unwahrscheinlich oder offen ist, für sich genommen eine Insiderinformation?

Dies ist nach allgemeinen insiderrechtlichen Kriterien zu beurteilen. Unter dem Gesichtspunkt des Kursbeeinflussungspotentials der BaFin ist dies „*umso eher anzunehmen, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist*“. Für Personalentscheidungen soll dies nach der BaFin zwar bei Konkretisierung auf einen Kandidaten, anders als noch in der Konsultationsfassung aber nicht mehr bereits bei Reduzierung auf einen ausgewählten engen Kandidatenkreis, der Fall sein können.

## 3. Frage: Können Zwischenschritte für ein bereits überwiegend wahrscheinliches Endereignis (weitere) eigenständige Insiderinformationen darstellen?

Die BaFin scheint dies anzunehmen und davon auszugehen, dass Zwischenschritte in der Regel überhaupt erst insiderrelevant werden, wenn auch das Endereignis wahrscheinlich ist. Soweit das erstrebte Endereignis noch unwahrscheinlich ist, werde es – so die BaFin – einem Zwi-

schenschritt „*regelmäßig an der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung fehlen*“. Dies ist u.E. jedenfalls missverständlich: Sobald in einem gestreckten Sachverhalt das Endereignis überwiegend wahrscheinlich ist, wird u.E. eine etwaige Insiderinformation über den Zwischenschritt durch die Insiderinformation über das zukünftige Ereignis konsumiert und ist daher nur als Indiz für die überwiegende Wahrscheinlichkeit des Endergebnisses im Rahmen eines Aufschubs zu dokumentieren. Zwischenschritte erlangen gerade dann eigenständige insiderrechtliche Relevanz, wenn das Endereignis noch nicht überwiegend wahrscheinlich ist, es sich aber um ein gewichtiges Ereignis handelt (*Probability/Magnitude-Betrachtung*).

## II. Gerüchte

### 4. Frage: Wann stellt ein Gerücht eine Insiderinformation dar?

Weiterhin geht die BaFin davon aus, dass „*Gerüchte, die einen Tatsachenkern enthalten*“, präzise Informationen darstellen können, auch wenn sie nicht wahr sind. Wünschenswert wäre u.E. die explizite Klarstellung gewesen, dass für eine präzise Information jedenfalls der Tatsachenkern des Gerüchts wahr sein muss. Bei der Frage des Kursbeeinflussungspotentials ist neuerdings neben der Vertrauenswürdigkeit der Quelle, den zugrundeliegenden nachprüfbaren Fakten und der Verfassung der Märkte im Allgemeinen auch die „*wirtschaftliche Situation*“ und „*das Segment des Unternehmens im Besonderen*“ zu berücksichtigen. Von der insiderrechtlichen Beurteilung zu trennen ist die Frage, ob und wie ein Emittent im Zusammenhang mit einer Aufschubentscheidung auf ein Gerücht zu reagieren hat (siehe unter B.II.5).

### 5. Frage: Wann muss ein Emittent, der die Veröffentlichung für eine Insiderinformation aufgeschoben hat, auf ein Gerücht mit einer Ad hoc-Mitteilung reagieren und wann darf er mit einer „no comment“-Policy antworten? Kommt es darauf an, ob das Gerücht/Leak in der Sphäre des Emittenten liegt?

Wenn ein präzises Gerücht besteht, ist weiterhin nach Art. 17 Abs. 7 MAR zu vermuten, dass die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet, eine Aufschubentscheidung nach Art. 17 Abs. 4 MAR nicht (mehr) zulässig und eine Ad hoc-Mitteilung über die Insiderinformation daher erforderlich ist.

Nach Auffassung der BaFin ist für ein präzises Gerücht zunächst erforderlich, dass es einen „*wahren Tatsachenkern*“ enthält; Gerüchte mit bereits unwahrem Tatsachenkern unterliegen mithin nicht der Vermutung nach Art. 17 Abs. 7 MAR. Zudem ist erforderlich, dass das Gerücht einen konkreten Bezug zu einer Insiderinformation hat, d.h. die aus dem Gerücht abzuleitende Information muss darauf schließen lassen, dass ein Informationsleck entstanden ist und daher die Vertraulichkeit nicht mehr



# Freshfields Bruckhaus Deringer

gewährleistet ist. Dies ist der Fall, wenn Teile der der Insiderinformation zugrunde liegenden Umstände kolportiert oder sogar Details oder die gesamte Information öffentlich bekannt werden. Die Abgrenzung zu bloßen sog. *Fishing Expeditions* ist jedoch weiterhin für die Praxis schwierig zu ziehen. Zwar schließt die BaFin Spekulationen oder Gerüchte ohne Substanz aus. Es wird jedoch nicht explizit klargestellt, dass es sich nicht um ein präzises Gerücht handelt, solange es sich aus allgemein zugänglichen Informationen speist, die aus Analystensicht auf der Hand liegen (z.B. Übernahmegerücht durch den marktbekanntesten Wettbewerber).

Die Vermutung nach Art. 17 Abs. 7 MAR ist unwiderleglich und es kommt nicht darauf an, ob das Leak der Emittentensphäre entstammt. Nur wenn noch kein präzises Gerücht besteht, ist eine „no comment“-Policy zulässig.

Weiterhin ist es u.E. zulässig, auch wenn die BaFin sich hierzu nicht ausdrücklich äußert, dass der Emittent auf ein präzises Gerücht hin die Insiderinformation nur so weit per Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht, wie das Gerücht inhaltlich reicht. Darüberhinausgehende Details unterliegen demnach nicht der Vermutung unzureichender Vertraulichkeitsgewährleistung und müssen nicht veröffentlicht werden, wenn die Aufschubgründe insoweit fortgelten („Rest-Insiderinformationen“). Ob die Gesellschaft freiwillig auch die Rest-Insiderinformation veröffentlicht, ist vor allem eine kommunikative und strategische Frage, die von den Einzelfallumständen abhängt.

### III. Prognosen

Die Insider- und Ad hoc-Relevanz von Prognosen bzw. Prognoseanpassungen und (unterjährigen) Geschäftszahlen (siehe unter B.IV) stellt einen Schwerpunkt nicht nur der Neufassung des Moduls C, sondern auch in der jüngsten beobachteten Aufsichtspraxis der BaFin dar. Positiv hervorzuheben sind die im Vergleich zum Emittentenleitfaden 2013 und den FAQs deutlich systematischeren Erläuterungen der BaFin, die dem Bedürfnis der Marktteilnehmer nach größerer Rechtssicherheit näher kommen. Ob indes mit der schematischen Anwendung der *Guidance* der BaFin immer sachgerechte Ergebnisse erzielt werden, ist nicht sicher.

Maßgeblich für das erhebliche Kursbeeinflussungspotential sowohl bei Prognosen wie auch Geschäftszahlen ist laut BaFin die „*Markterwartung*“, die sich nach einem festgelegten Benchmark-Test (s. dazu unten Frage B.IV.9) bemisst. Insofern ist Emittenten stärker noch als bisher zu einer kontinuierlichen Marktbeobachtung zu raten, was nach BaFin auch das Einschalten „*externer Datenanbieter*“ bedeuten könne. In der Praxis ist zu beobachten, dass die BaFin bislang allerdings nur selektiv bestimmte Datenanbieter (z.B. Reuters) heranzieht und auch Bereinigungen um offenkundig veraltete Analysen nicht zulässt.

Wann eine für das erhebliche Kursbeeinflussungspotential „*wesentliche*“ bzw. „*deutliche*“ Abweichung anzunehmen ist, spezifiziert die BaFin nicht. Die Praxis zeigt, und dies sollte als Daumenregel gelten, dass dies bei Abweichungen zwischen 5-10 Prozentpunkten in der Regel und bei darunter liegenden Abweichungen nur ausnahmsweise anzunehmen ist.

### 6. Frage: Wann ist eine Prognoseänderung insiderrelevant und ad hoc zu veröffentlichen?

Eine Prognoseänderung ist laut BaFin ad hoc zu veröffentlichen, wenn der Emittent bei Prüfung seiner bisherigen Prognose feststellt, dass diese nicht aufrechterhalten werden kann, sondern die neue Prognose „*wahrscheinlich deutlich von der ursprünglichen abweicht und sich hieraus – weil sie auch von der Markterwartung abweicht – ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial ableiten lässt.*“ Entscheidend muss hier u.E. sein, dass die neue Prognose wesentlich von der Markterwartung und von der weitgehend deckungsgleichen bisherigen Prognose abweicht. Denn weicht die neue Prognose zwar wesentlich von der bisherigen Prognose ab, nicht aber zugleich von der Markterwartung, besteht nach dem Benchmarktest der BaFin kein Kursbeeinflussungspotential; weicht die neue Prognose hingegen zwar wesentlich von der Markterwartung ab, nicht aber zugleich von der bisherigen Prognose, ist der Emittent nicht zur Korrektur dieser abweichenden Markterwartung verpflichtet (siehe Frage B.III.7).

Wenn für die ursprüngliche und aktualisierte Prognose ein Korridor („*von ... bis*“) angegeben wurde, ist für das erhebliche Kursbeeinflussungspotential in der Regel auf die Abweichung des Mittelwerts der alten Prognose von der aktualisierten Prognose abzustellen.

### 7. Frage: Ist der Emittent verpflichtet, eine von ihm nicht verursachte, von seiner aufrechterhaltenen Prognose abweichende Markterwartung per Ad hoc-Mitteilung zu korrigieren?

Hierzu ist der Emittent nicht verpflichtet. Zwar lässt Modul C eine im Emittentenleitfaden 2013 noch enthaltene Klarstellung vermissen. Zutreffend geht nun im Nachgang zur Konsultation auch die BaFin davon aus, dass die Aufrechterhaltung der Prognose in diesem Fall bereits keine Insiderinformation ist; die entsprechende Passage in der Konsultationsfassung wurde gestrichen. Dementsprechend kommt es für die Ad hoc-Publizitätspflicht (sub specie des unmittelbaren Betreffens) auch nicht mehr darauf an, ob der Emittent diese abweichende Markterwartung (z.B. im Wege auch unspezifischer *Guidance*) erkennbar selbst verursacht hat. Relevant bleibt dieses sog. Veranlasserprinzip jedoch im Rahmen der Beurteilung, ob der Emittent aufgrund etwaiger vorheriger Kapitalmarktcommunication gegen das Verbot der Marktmanipulation (Art. 12 MAR) verstoßen hat.



# Freshfields Bruckhaus Deringer

## IV. Geschäftszahlen

### 8. Frage: Wann stellen Geschäftszahlen präzise Informationen dar?

Erfreulich ist, dass die BaFin bei diesem Themenkomplex für mehr Klarheit sorgt. Geschäftszahlen im Zusammenhang mit dem Jahresabschluss oder Finanzberichten sind allerspätestens mit Aufstellung durch den Vorstand, i.d.R. aber bereits vorher als präzise anzusehen, nämlich wenn die Geschäftszahlen bereits im Vorfeld

- soweit konkretisiert sind, dass vernünftigerweise erwartet werden kann, dass die endgültigen Kennzahlen aus dem aufzustellenden Bericht nicht mehr deutlich abweichen, oder
- so präzise in einer Größenordnung, z.B. in Form einer Min.-Max.-Spanne, angegeben werden können (sog. „vorläufige Zahlen“), dass vernünftigerweise erwartet werden kann, dass die endgültigen Kennzahlen aus dem aufgestellten Jahresbericht (dem Halbjahresbericht, der Zwischenmitteilung) deutlich positiv bzw. negativ von der relevanten Benchmark abweichen werden, selbst wenn sie im ersten Fall am unteren bzw. im zweiten Fall am oberen Ende dieser Spanne liegen.

Bei einer Konzernobergesellschaft ist grundsätzlich auf die entsprechenden Konzern-Kennzahlen abzustellen, es sei denn, auch vor Konsolidierung kann bereits mit hinreichender Wahrscheinlichkeit auf die Konzern-Kennzahl geschlossen werden.

### 9. Frage: Wann sind Geschäftszahlen als Insiderinformationen ad hoc zu veröffentlichen?

Für die Feststellung des erheblichen Kursbeeinflussungspotentials erachtet die BaFin eine wesentliche Abweichung von der Markterwartung für maßgeblich, für deren Feststellung sie einen dreistufigen Benchmark-Test vorsieht. Das Kursbeeinflussungspotential ist zu bejahen, wenn die Geschäftszahlen „wesentlich von der [folgenden] relevanten Bezugsgröße abweichen“:

- von der „eigenen veröffentlichten Prognose“ (die für unterjährige Geschäftszahlen nicht durch Halbierung / Viertelung der Jahresprognose ermittelt werden kann);
- bei Fehlen einer (konkreten) Prognose ist auf die jeweilige „quantitativ nachvollziehbare Markterwartung“ abzustellen (hierzu unter B.IV.10);
- bei Fehlen auch einer solchen Markterwartung, ist auf die „Geschäftszahlen des vergleichbaren Vorjahreszeitraums“ abzustellen.

Die BaFin stellt klar, dass wesentlich von der Benchmark abweichende unterjährige Geschäftszahlen auch dann ad hoc-pflichtig sein können, wenn zugleich die Jahresprognose aufrechterhalten wird.

Wenn für die Prognose ein Korridor angegeben wurde, so kommt es für ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential

– anders als bei der Verschiebung der Prognose – nicht auf den Mittelwert des Korridors, sondern grundsätzlich darauf an, ob die Geschäftszahlen außerhalb des Korridors liegen. Ist dies der Fall, ist erhebliches Kursbeeinflussungspotential in der Regel zu bejahen. Durch einen möglichst weit gefassten Korridor lassen sich Ad hoc-Mitteilungen gleichwohl nicht vermeiden, denn bei sehr weit gefasstem Korridor können Geschäftszahlen laut BaFin ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential entfalten, wenn die Ergebnisse nahe am oberen bzw. unteren Korridorrand liegen: Ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential scheidet umso eher aus, je enger der Korridor gefasst ist. In der Praxis ist auch aus Gründen zweckmäßiger Kapitalmarktkommunikation zur Angabe eines schmalen Korridors zu raten.

Erste Erfahrungen zeigen, dass die BaFin obigen Benchmark-Test sehr schematisch anwendet. Insbesondere steht sie Einwendungen gegen die Tauglichkeit o.g. Benchmarks zur Indizierung der maßgeblichen Markterwartung in der Regel ablehnend gegenüber.

### 10. Frage: Wie ist die für das erhebliche Kursbeeinflussungspotential maßgebliche „quantitativ nachvollziehbare Markterwartung“ zu bestimmen?

Nach den Angaben der BaFin sind Analystenschätzungen „ein wichtiger Indikator für die Ermittlung der Markterwartung“ – nach den Praxiserfahrungen sind sie der für die BaFin maßgebliche Indikator. Die BaFin ermittelt die Markterwartung, indem sie den „Mittelwert der zum Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation aktuellen Analystenschätzungen (sog. Consensus-schätzung) heranzieht.“

Die BaFin betont in der finalen Fassung von Modul C zwar, dass die Ermittlung der Markterwartung auf anderem Wege zulässig bleibe, „weil es aus methodischer Sicht schwierig sein kann, den Mittelwert zu bestimmen.“

Problematisch ist jedoch, dass die BaFin (i) nicht offenlegt, welche externen (privaten) Consensus-Dienstleister sie ihrer Aufsichtspraxis zugrunde legt, (ii) nach ersten Erfahrungen nicht denjenigen Consensus für maßgeblich erachtet, der die größte Zahl von Analystenschätzungen vereint (z.B. VARA Consensus) und (iii) nicht die methodologischen Unterschiede der in den Consensus einbezogenen Analystenschätzungen berücksichtigt.

Emittenten ist zu raten, sich bei Ermittlung eines Analystenconsensus im Zweifel nicht auf nur einen Drittanbieter zu verlassen.

### 11. Frage: Kann die Ad hoc-Veröffentlichung insiderrelevanter Geschäftszahlenabweichungen aufgeschoben werden?

Dies ist weiterhin nicht zulässig; ein legitimes Aufschubinteresse besteht nicht. Die BaFin stellt nun aber klar, dass der Vorstand die Möglichkeit (und Obliegenheit) hat, die Daten aus der Buchhaltung bzw. dem Con-



# Freshfields Bruckhaus Deringer

trolling zu plausibilisieren und zu prüfen, bevor eine präzise (und damit überhaupt eine insiderrelevante) Information vorliegt.

## V. Mergers & Acquisitions, Beteiligungsveränderungen

Die Ausführungen der BaFin zur Insiderrelevanz bei M&A-Transaktionen sind geprägt von dem Hinweis auf Einzelfallabhängigkeit und lassen in Verbindung mit den Hinweisen zur Beurteilung von Zwischenschritten in der Tendenz eine Vorverlagerung der Insiderrelevanz im Verhältnis zur vorherrschenden Praxisansicht erkennen. Positiv ist, dass die BaFin gegenüber der Konsultationsfassung den Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen nicht mehr als insiderrechtlichen Indikator sieht, des Weiteren scheidet die BaFin auch (sonstige) reine Vorbereitungshandlungen aus dem insiderrelevanten Bereich aus. Die erhoffte stärkere Fallgruppenbildung orientiert an Transaktionsstrukturen ist allerdings ausgeblieben; stattdessen benennt die BaFin weiterhin nur einzelne Umstände, die Anlass zur insiderrechtlichen Prüfung geben sollen. Inwieweit sich auf dieser Grundlage eine verlässliche Praxis herausbildet, bleibt abzuwarten.

### **12. Frage: Ab welchem Prozessschritt liegt typischerweise eine Insiderinformation vor; ist bereits die Ansprache der Zielgesellschaft im Vorfeld einer öffentlichen Übernahme oder die Übersendung eines Indicative Offer Letters oder Term Sheets insiderrelevant?**

Vorbehaltlich einer Prüfung im Einzelfall lassen sich nach den Ausführungen der BaFin jedenfalls folgende Leitlinien festhalten: Insiderrelevanz ist typischerweise jedenfalls nicht mehr bereits beim Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen gegeben. Insiderrelevanz als Zwischenschritt ist aber typischerweise jedenfalls dann anzunehmen, wenn „wichtige Eckpunkte einer möglichen Transaktion geklärt werden konnten“ (z.B. *Term Sheet* oder *Letter of Intent*) oder sich anderweitig ein „ernsthafte Einigungswille manifestiert“. Dies ist nicht gleichbedeutend damit, dass eine tatsächliche Einigung zugleich überwiegend wahrscheinlich ist.

Die rein interne Entscheidung, mit einer potenziellen Zielgesellschaft Vorgespräche aufzunehmen, oder eine erstmalige Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft stellen laut BaFin für einen börsennotierten Bieter richtigerweise regelmäßig noch keine Insiderinformation dar; genauso wenig ist dies der Fall bei rein internen Prüf- und Vorbereitungshandlungen oder der Beauftragung von Beratern (Rechtsanwälte, Banken, Unternehmensberater). Gleiches gilt jedenfalls auf Seiten der Zielgesellschaft für den Empfang nicht bindender Angebotsschreiben, wenn keine zusätzlichen Umstände, wie Vorgespräche über bestimmte Eckpunkte, hinzukommen. U.E. hängt die Insiderrelevanz für die Zielgesellschaft auch maßgeblich von ihrer Reaktion auf eine Ansprache ab, d.h. insbeson-

dere ob diese sich offen für Gespräche (z.B. über ein *Business Combination Agreement*) zeigt oder ob andernfalls gleichwohl ein (dann „feindliches“) Übernahmeangebot zu erwarten ist.

### **13. Frage: Wann beginnt die Insiderrelevanz bei Bieterverfahren?**

Für eine börsennotierte Zielgesellschaft geht die BaFin davon aus, dass im Rahmen eines Bieterverfahrens bereits die Eingrenzung des Kreises potentieller Bieter durch Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen und Übersendung eines *Process Letters* Insiderrelevanz haben kann. Dies halten wir nur dann für richtig, wenn zu diesem Zeitpunkt auch bereits wesentliche Parameter einer Transaktion jedenfalls indikativ vorliegen (z.B. in Form eines *Indicative Bid* oder *Letter of Intent*), da sich nur dann ein Urteil über das Kursbeeinflussungspotential fällen lässt. Fungiert die börsennotierte Gesellschaft als Bieter, so ist laut BaFin die Insiderrelevanz „*allerspätestens beim Eintritt in konkrete Verhandlungen auf exklusiver Basis [zu] prüfen*“. Allerdings wird der insiderrelevante Zwischenschritt aus Sicht des börsennotierten Bieters häufig bereits schon zeitlich früher liegen können, wenn die interne Entscheidungsfindung über das Kaufinteresse bereits weit gediehen ist (und etwa in die Abgabe eines *Binding Bids* gemündet ist). Bei Eintritt in exklusive Verhandlungen dürfte in vielen Fällen der erfolgreiche Abschluss der Transaktion als Endereignis bereits überwiegend wahrscheinlich sein.

### **14. Frage: Wann besteht Insider- und Ad hoc-Relevanz bei Veränderungen im Aktionärskreis des Emittenten; ist etwa die Ansprache durch einen potentiellen Ankerinvestor ad hoc-relevant?**

Veränderungen im Aktionärskreis behandelt die BaFin im Rahmen der Ad hoc-Publizität unter dem Gesichtspunkt, ob sie den Emittenten als nicht in seinem Tätigkeitsbereich eintretende, sondern „von außen“ kommende Umstände unmittelbar betreffen (Art. 17 Abs. 1 MAR). Dies sei – auch bei außerbörslichem Verkauf eines größeren Aktienpakets – nur dann der Fall, wenn „*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.*“ Damit legt die BaFin für das unmittelbare Betreffen de facto dieselben Kriterien an, aus denen sich auch das Kursbeeinflussungspotential ergibt. Zu der aktuell sehr bedeutsamen Fallgruppe des Einstiegs eines Investors mit einer ~10 %igen Ziel-Beteiligung (Ankerinvestor) verhält sich die BaFin nicht, sie ist aber nach denselben Kriterien zu beurteilen.



# Freshfields Bruckhaus Deringer

## C. Prozedurale Praxishinweise (FAQ cont.)

Zur Veröffentlichung einer Ad hoc-Mitteilung und deren Aufschiebung durch Emittenten gibt die überarbeitete Fassung des Moduls C hilfreiche *Guidance*.

### I. Zum Aufschieben berechtigendes Interesse

#### 15. Frage: Wann rechtfertigt eine ausstehende Aufsichtsratszustimmung einen Aufschieben der Veröffentlichung?

Die BaFin geht anknüpfend an die ESMA-Vorgaben weiterhin davon aus, dass dies nur zulässig ist, „*soweit und solange der Aufsichtsrat dem jeweiligen Sachverhalt zwecks Wirksamkeit zustimmen muss. Gleichgültig ist, ob das Wirksamkeitserfordernis auf Gesetz oder Statuten, wie z. B. einer Satzung, beruht*“ (Hervorhebung durch die Verf.).

Gemeint sind hiermit weiterhin insbesondere die zustimmungsbedürftigen Geschäfte nach § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG, auch wenn der Vorbehalt nur intern wirkt und deren Wirksamkeit nicht von der Zustimmung abhängt. Für die Frage, wann insofern eine Insiderinformation vorliegt, geht die BaFin – anders als in der Konsultationsfassung – zurecht nicht mehr davon aus, dass in der Regel schon vor Beschlussfassung des Aufsichtsrats aufgrund vorheriger Abstimmung beider Organe von einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit auszugehen ist, wenn nicht besondere Umstände vorliegen. Wichtig ist, dass die BaFin davon ausgeht, dass es im Kontext der Feststellung des Jahresabschlusses – deren Wirksamkeit rechtlich in der Tat von der zustimmenden Billigung des Aufsichtsrats abhängt – nicht auf die ausstehende Aufsichtsratsentscheidung ankommt. Entscheidend sei die (nicht dem Aufsichtsratsvorbehalt unterliegende) Aufstellung des Abschlusses, so dass ein Aufschieben der Veröffentlichung bis zur Aufsichtsratsentscheidung regelmäßig nicht möglich sei. Dies gilt nunmehr auch für den in diesem Kontext zu beschließenden Dividendenvorschlag des Vorstands.

#### 16. Frage: Innerhalb welcher Frist ist die ausstehende Aufsichtsratszustimmung einzuholen?

Die BaFin legt für die ESMA-Vorgaben („*as soon as possible*“) zutreffender Weise ein großzügigeres Verständnis zugrunde, wonach die „*Entscheidung des Aufsichtsrats in einem angemessenen Zeitraum herbeigeführt werden muss*“ (Hervorhebung durch die Verf.).

Hiernach erscheint es nicht mehr zwingend, weiterhin die 3-Tagesfrist in Anlehnung an die aktienrechtliche Mindestfrist für eilbedürftige Aufsichtsratsentscheidungen zugrunde zu legen. Der Praxis ist aber weiterhin zu empfehlen, die Entscheidung unverzüglich herbeizuführen und alle zu Gebote stehenden Beschleunigungsmöglichkeiten (laut BaFin insbesondere die außerordentliche

Aufsichtsratsitzung oder die Beschlussfassung im Umlaufverfahren) auszunutzen.

### II. Zuständigkeiten für Ad hoc-Veröffentlichung und Aufschieben

#### 17. Frage: Kann neben dem Vorstand auch der Aufsichtsrat die Entscheidung über Ad hoc-Veröffentlichung und Aufschieben treffen?

Die Erfüllung der Pflicht zur Ad hoc-Mitteilung bleibt – wie die BaFin nun klarstellt – als „*Leitungsaufgabe*“ (vgl. § 76 Abs. 1 AktG) dem Vorstand vorbehalten, gleiches gilt grundsätzlich für den Aufschieben der Veröffentlichung.

Die BaFin anerkennt nun aber eine „*abschließende Annexkompetenz des Aufsichtsrats*“ für den Aufschieben der Veröffentlichung in Fällen originärer sachlicher Zuständigkeit des Aufsichtsrats (z.B. Vorstandspersonalentscheidungen, Geltendmachung von Regressansprüchen etc.). In der Praxis wird bei personenstärkeren Aufsichtsräten die Frage des Veröffentlichungsaufschiebens tatsächlich auf einen Ausschuss (häufig: Bilanz- oder Prüfungsausschuss) delegiert.

Da die Veröffentlichung auch in diesen Fällen weiter Vorstandsaufgabe bleibt, empfiehlt es sich zur Gewährleistung einer unverzüglichen Veröffentlichung, den Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat in den internen *Compliance-Manuals* (Ad hoc-Leitfäden) näher zu regeln.

#### 18. Frage: Kann die Entscheidung über Ad hoc-Veröffentlichung und Aufschieben delegiert werden?

Weiterhin ist eine Delegation durch den Vorstand im Rahmen seiner Organisationsverantwortung an ein für Ad hoc-Publizitätsfragen zuständiges Gremium zulässig. Anders als bisher wird die Teilnahme jedenfalls eines ordentlichen Vorstandsmitglieds an Aufschiebentscheidungen von der BaFin nicht mehr als verpflichtend angesehen, sondern nur noch angeregt („*sollte*“). Zugleich wird begrüßenswerter Weise klargestellt, dass eine Delegation der Zuständigkeit auch an ein (einzelnes) Vorstandsmitglied möglich ist.

Auch bei Zuständigkeit des Aufsichtsrats (siehe unter C.II.17) ist die Delegation auf ein untergeordnetes, vom Aufsichtsrat zu kontrollierendes Gremium für Ad hoc-Publizitätsfragen zulässig, wobei auch hier ein ordentliches Aufsichtsratsmitglied teilnehmen „*sollte*“.

In der Praxis ist empfehlenswert, dasselbe Gremium für Ad hoc-Publizitätsfragen je nach Zuständigkeit mit einem ordentlichen Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied tagen zu lassen und dies in den unternehmenseigenen Ad hoc-Leitfäden abzubilden.



# Freshfields Bruckhaus Deringer

## III. Dokumentation des Aufschubs

### 19. Frage: Kann die Dokumentation der Aufschubentscheidungen, die an die BaFin zu übersenden ist, auch in englischer Sprache erfolgen?

Dies ist nicht explizit geregelt, auch § 3b WpAV enthält keine Vorgabe dazu. Die BaFin akzeptiert, wie in Modul C klargestellt wird, eine Übermittlung englischsprachiger Aufschubentscheidungen, dies jedoch nur bei denjenigen Emittenten, die zu einer ausschließlich englischsprachigen Veröffentlichung der Insiderinformation berechtigt sind. Eine deutsche Übersetzung kann sodann nachgereicht werden. Unklar bleibt zum einen, ob selbst in diesen Fällen eine deutsche Übersetzung nachgereicht werden *muss*, und zum anderen, ob eine englischsprachige Dokumentation auch dann ausreicht, wenn der Emittent (*Prime Standard*) sowohl eine deutsch- wie auch eine englischsprachige Ad hoc-Mitteilung zu veröffentlichen hat. In praxi scheint die BaFin dies zu akzeptieren. Solange hier jedoch keine aufsichtsrechtliche Klarstellung erfolgt, ist Emittenten zur Übersendung der Aufschubentscheidungen in deutscher Sprache zu raten.

## IV. Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung

### 20. Frage: Was ist für eine unverzügliche Ad hoc-Mitteilung gefordert, wenn Sachverhalt oder Rechtslage unklar sind?

Die BaFin stellt weiterhin klar, dass die Veröffentlichung „ohne schuldhaftes Zögern“ zu erfolgen hat und der Emittent alle erforderlichen und zumutbaren organisatorischen Vorkehrungen zu treffen hat. Bei unklarer Sachverhaltslage oder erforderlicher rechtlicher Prüfung ist der Emittent, so die BaFin, „notfalls [...] angehalten, sich des Rates von Experten zu bedienen“, wobei „eine Grenze für die Dauer einer [solchen] Aufklärung und Prüfung bei rechtsmissbräuchlichem Verhalten zu ziehen [ist].“

Diese Ausführungen entsprechen nach unseren Erfahrungen nicht der tatsächlichen Aufsichtspraxis: Die BaFin sieht das Hinzuziehen von Experten (oder Nachfragen bei der BaFin) nicht als nur notfalls zu ergreifende, sondern der gebotenen Sorgfalt entsprechende Maßnahme an und geht andernfalls von Fahrlässigkeit aus. Zudem wird die von der BaFin als zulässig anerkannte Aufklärungs- und Prüfungszeit de facto enger gesetzt als bei der Rechtsmissbrauchsgrenze.

## D. Ausblick

Modul C spiegelt den erheblichen Bedeutungszuwachs des Insider- bzw. Ad-hoc- und Marktmanipulationsrechts für die Praxis börsennotierter Unternehmen wider. Trotz der nun erfreulicherweise festgeschriebenen *Guidance* der BaFin bleibt weiterhin gewisse Rechtsunsicherheit bei der Auslegung der zentralen Voraussetzungen des Insider- und Ad hoc-Rechts und der Anwendung der BaFin-Aussagen auf konkrete Fallgestaltungen.

Damit bleiben die Haftungsrisiken für Emittenten und ihre Organmitglieder weiterhin hoch. Ein effektives Corporate Risk Management (und für die Organmitglieder: Personal Risk Management) ist höchst notwendig und bedingt auch zukünftig einen signifikanten *Compliance*-Aufwand. Dies gilt umso mehr, als eine außerordentlich aktive Aufsichts- und Sanktionskultur der BaFin zu beobachten ist, die keine Verfolgungsausnahmen auf Basis einer *de minimis*-Doktrin akzeptiert und die Schwelle der „Leichtfertigkeit“ extrem niedrig ansetzt. Es lässt sich – ungeachtet des jüngst etablierten sog. Settlement-Verfahrens – eine ungebrochene Tendenz zur Ausschöpfung der gesetzlichen Bußgeldrahmen anhand der BaFin-Bußgeldleitlinien feststellen.

## Ansprechpartner:



**Prof. Dr. Christoph H. Seibt**  
**Partner**  
T +49 40 36 90 61 60  
M +49 172 54 11 719  
E [christoph.seibt@freshfields.com](mailto:christoph.seibt@freshfields.com)



**Dr. Sabrina Kulenkamp**  
**Partnerin**  
T +49 69 27 30 87 03  
M +49 172 66 05 431  
E [sabrina.kulenkamp@freshfields.com](mailto:sabrina.kulenkamp@freshfields.com)



**Dr. Gregor von Bonin**  
**Partner**  
T +49 211 4979 151  
M +49 173 27 18 897  
E [gregor.vonBONIN@freshfields.com](mailto:gregor.vonBONIN@freshfields.com)



**Jörg-Peter Kraack**  
**Principal Associate**  
T +49 40 36 90 64 65  
M +49 152 0152 9398  
E [joerg-peter.kraack@freshfields.com](mailto:joerg-peter.kraack@freshfields.com)

[freshfields.com](http://freshfields.com)

This material is provided by the international law firm Freshfields Bruckhaus Deringer LLP (a limited liability partnership organised under the law of England and Wales) (the UK LLP) and the offices and associated entities of the UK LLP practising under the Freshfields Bruckhaus Deringer name in a number of jurisdictions, and Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP, together referred to in the material as 'Freshfields'. For regulatory information please refer to [www.freshfields.com/support/legalnotice](http://www.freshfields.com/support/legalnotice).

The UK LLP has offices or associated entities in Austria, Bahrain, Belgium, China, England, France, Germany, Hong Kong, Italy, Japan, the Netherlands, Russia, Singapore, Spain, the United Arab Emirates and Vietnam. Freshfields Bruckhaus Deringer US LLP has offices in New York City and Washington DC.

This material is for general information only and is not intended to provide legal advice.

© Freshfields Bruckhaus Deringer LLP 2020