

## RECHT UND KAPITALMARKT

# BaFin nimmt Anregungen aus der Praxis auf

## Überarbeiteter Emittentenleitfaden bietet Unternehmen „wertvolle Hilfestellung“ – Einige Kritikpunkte bleiben

Von Andreas Merkner und Marco Sustmann \*)

Börsen-Zeitung, 1.5.2020

Im Juli 2019 hatte die BaFin ein Konsultationsverfahren zu dem Modul C des Emittentenleitfadens (ELF) angestoßen, in dem sie ihre Verwaltungspraxis unter anderem zu den Themen Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität darstellt. Die Überarbeitung war von der Praxis lange erwartet worden, da der alte ELF noch die Rechtslage vor Geltung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) abbildete und die Praxis sich nur an den bislang von der BaFin veröffentlichten FAQ orientieren konnte. Allerdings haben die aktuellen Entwicklungen in der Coronakrise gezeigt, dass das Instrument der FAQ weiterhin eine Rolle spielen wird. Hier hat die BaFin im Dialog mit der Praxis schnell reagiert und ihre Verwaltungspraxis unter Berücksichtigung der besonderen Herausforderungen der Krise konkretisiert. Unabhängig davon, ob man den Blick auf den ELF (alt oder neu) oder die FAQ wirft, bleiben die Dauerbrenner allerdings unverändert. Im Zentrum der Diskussion steht der Begriff der Insiderinformation, der aufgrund des in der MAR (bedauerlicherweise) niedergelegten Gleichlaufs sowohl für das Eingreifen des Insiderhandelsverbots als auch für die Ad-hoc-Publizitätspflicht der Emittenten maßgebend ist.

Für die Emittenten spitzt sich die Frage zumeist darauf zu, ob die in Rede stehenden Umstände eine präzise Information mit erheblichem Kursbeeinflussungspotenzial darstellen. Letzteres ist aus der Perspektive eines verständigen Anlegers zu beurteilen, wobei der Streit hier seit langem um die Frage kreist, ob dieser seine Anlageentscheidung (ausschließlich) auf fundamentalwertorientierte Informationen stützt oder ob er auch irrrationales Anlegerverhalten anderer Marktteilnehmer berücksichtigt. Glücklicherweise tauchen die Adjektive „irrational“ und „spekulativ“ anders als noch in den FAQ im neuen ELF nicht mehr auf; vielmehr betont die BaFin die Erforderlichkeit einer Gesamtbetrachtung im Einzelfall auch unter Berücksichtigung von Erfahrungswerten. Zugleich relativiert sie da-

mit aber eine ausschließliche Orientierung am Fundamentalwert und berücksichtigt zu wenig, dass dem Merkmal des verständigen Anlegers richtigerweise auch eine Filterfunktion zukommt.

### Zwischenschritte

Auch bei der Behandlung von Zwischenschritten gestreckter Geschehensabläufe hat die BaFin Anregungen aus der Praxis aufgenommen. Sie erkennt nunmehr zwei Typen von Zwischenschritten an: nämlich solche, die die ihre Qualität als Insiderinformation aus sich heraus beziehen (Typ 1), und solche, die ihre Kursrelevanz in erster Linie von dem zukünftigen Endereignis ableiten (Typ 2). Klassisches Beispiel eines solchen Typ-2-Zwischenschritts sind die einzelnen Stationen einer M&A-Transaktion. Leider vermeidet die BaFin bei den Zwischenschritten dieses Typs eine Festlegung, wie wahrscheinlich der Eintritt des Endereignisses sein muss, damit der Zwischenschritt überhaupt insiderrechtlich relevant sein kann. Vielmehr beschränkt sie sich auf die Aussage, dass der zu beurteilende Zwischenschritt bei einem noch unwahrscheinlichen Endereignis regelmäßig keine Kursrelevanz hat. Klar ist damit, dass Zwischenschritte einer M&A-Transaktion nach Auffassung der BaFin auch dann schon ad-hoc-pflichtig sein können, wenn das Zustandekommen der Transaktion noch nicht überwiegend wahrscheinlich (50% + x) ist. Immerhin ist aber mit der grundsätzlichen Anerkennung der beiden Typen von Zwischenschritten eine hilfreiche Weichenstellung erfolgt. Folgerichtig hat die BaFin auch ihre Ausführungen zur Beurteilung von Zwischenschritten bei M&A-Transaktionen und Kapitalmaßnahmen adjustiert und Anmerkungen im Konsultationsverfahren aufgegriffen. Sehr frühe Anknüpfungspunkte wie der Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung oder die Beauftragung einer Investmentbank sind grundsätzlich nicht mehr ad-hoc-relevant.

Ein weiterer Dauerbrenner mit hoher praktischer Relevanz sind Geschäftszahlen und Prognosen. Die Verwaltungspraxis der BaFin zu diesen Themen ist zwar seit einigen Jahren sehr stabil. Bei der Beurtei-

lung der Kursrelevanz von ganz- oder unterjährigen Geschäftszahlen bleibt es bei dem von der BaFin entwickelten dreistufigen Benchmark-Test, anhand dessen die Geschäftszahlen der Reihe nach zu beurteilen sind: Prognose des Emittenten, Markterwartung und Vorjahreszeitraum.

In der Praxis bereiten aber insbesondere die unterjährigen Geschäftszahlen Probleme, da der Emittent hierzu zumeist keine Prognose abgibt und es daher entscheidend auf die Markterwartung bzw. die Vorjahreszahlen ankommt, und zwar unabhängig davon, ob der Emittent an der Jahresprognose festhält. Hilfreich ist, dass die BaFin nunmehr zugesteht, dass die Ermittlung der Markterwartung auf Basis eines Mittelwerts von Analysenschätzungen mitunter methodisch schwierig sein kann und eine Ermittlung dann auch auf anderem Weg zulässig sein soll. Auf diese Weise lässt sich gegebenenfalls verhindern, dass zur Bestimmung der Kursrelevanz von Geschäftszahlen auf Basis des dreistufigen Benchmark-Tests der BaFin vorschnell auf die Vorjahreszahlen zurückgegriffen werden muss, die in vielen Fällen kein geeigneter Vergleichsmaßstab sein werden. Bezogen auf Prognosen können nach dem ELF im Grundsatz zwei Konstellationen zur Ad-hoc-Publizitätspflicht führen: die erstmalige Abgabe einer Prognose bei deutlicher Abweichung von der Markterwartung und die Änderung der Prognose bei deutlicher Abweichung von der zuvor abgegebenen Prognose. In den anlässlich der Coronakrise veröffentlichten FAQ bleibt die BaFin diesem Grundsatz allerdings nicht treu.

Hier vertritt sie die Auffassung, dass ein Emittent, der seine Prognose per Ad-hoc-Mitteilung „aus dem Markt genommen“ hat, eine neue konkrete Prognose in der Regel per Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen hat, sobald er diese abgeben kann. Das erscheint nicht konsequent. Nur der Umstand, dass die alte Prognose per Ad-hoc-Mitteilung aus dem Markt genommen wurde, begründet für sich allein noch nicht die Ad-hoc-Relevanz einer neuen Prognose. Denn wenn sich die neue Prognose mit der dann aktuellen

Markterwartung deckt, fehlt es an der Kursrelevanz. Jedenfalls aber dürfte es an einer konkreten Prognose im Sinne der BaFin fehlen, wenn die neue Prognose keine qualifizierenden Angaben enthält, die das Ausmaß einer Abweichung vom Vorjahresergebnis beschreiben. Denn auch in Krisenzeiten, in denen sich Analysten schwertun, die Ertragslage der Emittenten konkret einzuschätzen, sind sie doch zumeist zu einer Einschätzung in der Lage, ob das erwartete Ergebnis über oder unter Vorjahresniveau liegen wird, auch wenn sie das Ausmaß der Abweichung nicht einschätzen können.

### **Selbstbefreiung**

Erwähnenswert ist zunächst die

Nuance, dass bei einer Selbstbefreiungsentscheidung nicht mehr unbedingt ein Vorstandsmitglied mitwirken muss, sondern dies nur noch der Regelfall sein soll. Zudem erkennt die BaFin in Fällen der originären Aufsichtsratszuständigkeit, also insbesondere bei Vorstandsangelegenheiten, im Hinblick auf die Entscheidung über den Aufschub eine Annexkompetenz des Aufsichtsrats nunmehr ausdrücklich an. Hier sieht die BaFin sogar eine abschließende Kompetenz des Aufsichtsrats. Das erscheint zu weitgehend. Vielmehr sollte nur dann von einer abschließenden Zuständigkeit des Aufsichtsrats ausgegangen werden, wenn aufgrund der Vertraulichkeit bzw. Sensibilität der betreffenden Insiderinformation im Einzelfall kein Vor-

standsmitglied in die Selbstbefreiungsentscheidung eingebunden werden kann.

Übergreifend lässt sich als Fazit festhalten: Der Dialog zwischen der BaFin und der Praxis hat sich bewährt. Insbesondere hat die BaFin eine Reihe von Anregungen aus dem Konsultationsverfahren im neuen ELF berücksichtigt. So ist eine weiter ausdifferenzierte und ausgewogene Handreichung entstanden, die trotz verbleibender Kritikpunkte eine für die tägliche Praxis sehr wertvolle Hilfestellung bietet.

.....  
\*) Dr. Andreas Merkner und Dr. Marco Sustmann sind Partner von Glade Michel Wirtz in Düsseldorf.