

Markus Martin | Julius-Vincent Ritz*

Die Aufschubentscheidung nach Art. 17 Abs. 4 MMVO bei Gerüchten im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen

Liegt im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion eine Insiderinformation vor, kann der Emittent seine Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad hoc-Mitteilung bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen nach Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MMVO aufschieben. Die Folgen ausreichend präziser Gerüchte auf die einmal getroffene Aufschubentscheidung regelt Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO explizit. Diskutiert wird in diesem Zusammenhang vor allem darüber, wann ein Gerücht ausreichend präzise ist. Kaum erörtert werden dagegen die Auswirkungen von Gerüchten auf die Möglichkeit, eine Ad hoc-Veröffentlichung aufzuschieben, wenn schon vor Entscheidung über den Aufschub Gerüchte im Markt kursieren.

I. Einleitung

Für die Praxis stellt sich im Zusammenhang mit aufkommenden Gerüchten häufig die Frage, ob diese dazu führen, dass die Vertraulichkeit einer Insiderinformation nicht mehr gewährleistet ist. Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) stellt insofern eine unwiderlegliche Vermutung auf: Nehmen Gerüchte auf eine Insiderinformation Bezug, die nach Maßgabe von Art. 17 Abs. 4 und Abs. 5 MMVO nicht offengelegt wurde und ist ein solches Gerücht ausreichend präzise, geht der Verordnungsgeber davon aus, dass die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet ist. In diesem Fall muss eine unverzügliche Ad hoc-Mitteilung der Insiderinformation erfolgen.

Die Frage, wann „ausreichend präzise Gerüchte“ vorliegen, wird im Schrifttum intensiv diskutiert.¹ Sowohl die European Securities and Markets Authority (ESMA) als auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) äußern sich in ihren Guidelines sowie im Emittentenleitfaden dazu und halten insofern für ausschlaggebend, ob das Gerücht einen wahren Tatsachenkern enthält und einen konkreten Bezug zu einer Insiderinformation hat.² Beides ist dann der Fall, wenn die dem Gerücht zu entnehmende Information darauf schließen lässt, dass es zu einem Informationsleck gekommen ist und daher die Vertraulichkeit nicht mehr gewahrt werden kann,³ unabhängig davon, in wessen Sphäre dieses Leck aufgetreten ist.

Gerade bei Insiderinformationen im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen wirft diese recht vage Definition des „ausreichend präzisen Gerüchts“ Auslegungsprobleme auf. Im Rahmen des viel diskutierten Problems, ab wann bei einer M&A-Transaktionen überhaupt eine Insiderinformation vorliegt, stellt sich auch die Frage, wie sich Gerüchte auf den Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation auswirken.

Deshalb setzt sich dieser Beitrag zunächst mit der Frage auseinander, wann in M&A-Transaktionen (einschließlich im Rahmen öffentlicher Übernahmen) eine Insiderinformation vorliegt. In einem zweiten Schritt wird das Problem beleuchtet, inwiefern Gerüchte im Markt Einfluss auf einen Aufschub der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MMVO haben. Dabei soll zwischen Gerüchten, die nach, und solchen, die vor der Entscheidung des Emittenten über den Aufschub der Veröffentlichung aufkommen, differenziert werden.

II. Ad hoc-Mitteilungspflicht bei Vorliegen einer Insiderinformation

Emittenten müssen eine Information grundsätzlich nur dann unverzüglich im Wege einer Ad hoc-Mitteilung nach Art. 17 Abs. 1 MMVO veröffentlichen, wenn es sich um eine Insiderinformation handelt, die sie unmittelbar betrifft. Neben Umständen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten (zB der potenzielle Erwerb einer Beteiligung) auftreten, können sich auch Insiderinformation, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs entstehen, unmittelbar auf den Emittenten beziehen.⁴ Zu denken ist hier insbesondere an potenzielle Übernahmeangebote.

1. Voraussetzungen einer Insiderinformation

Nach Art. 7 Abs. 1 MMVO ist eine Insiderinformation eine nicht öffentlich bekannte, präzise Information, die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs von Aktien eines Emittenten erheblich zu beeinflussen (sog. Kursbeeinflussungspotenzial).

Eine Information hat Kursbeeinflussungspotenzial, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Grundlage für seine Anlageentscheidung nutzen würde, die Information für diesen also einen Kauf- oder Verkaufsanreiz begründet.⁵ Dabei ist auf eine *ex-ante*-Prognose aus Sicht eines verständigen Anlegers abzustellen.⁶ Ob eine Information Kurs-

* Dr. Markus Martin, Dipl.-Kfm. ist Counsel im Bereich M&A/Kapitalmarktrecht bei Gleiss Lutz; Dr. Julius-Vincent Ritz ist Associate im Bereich M&A/Kapitalmarktrecht bei Gleiss Lutz.

1 Vgl. Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Schmidt, 5. Aufl. 2020, Art. 17 MMVO Rn. 318; Assmann/Schneider/Müllbert, Wertpapierhandelsrecht/Assmann, 7. Aufl. 2019, MMVO Art. 17 Rn. 138; Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 289; Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB/Hopt/Kumpan, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 157; MüKo-AktG/Wackebarth, 5. Aufl. 2021, WpÜG § 10 Rn. 87; Hasselbach/Stepper BB 2020, 203 (208).

2 ESMA, Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455 vom 28.9.2015, S. 53 Rn. 242 Satz 2; BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 39 (Stand: 25.3.2020).

3 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 39 (Stand: 25.3.2020).

4 Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Grütze, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 17 Rn. 55.

beeinflussungspotenzial hat, ist deshalb weniger eine rechtliche als eine wirtschaftlich-tatsächliche Frage.

2. Übernahmeangebote und M&A-Transaktionen als kurserhebliches Ereignis

Informationen über wichtige Kooperationen, Unternehmenszusammenschlüsse, M&A-Transaktionen und Übernahmen sind aus Sicht eines verständigen Anlegers oftmals wesentlich für die Beurteilung der zukünftigen Geschäftstätigkeit, Strategie oder Vermögens- und Ertragslage der betroffenen Gesellschaft. Ein Anleger wird solche Informationen in seine Entscheidung, Aktien einer Gesellschaft zu kaufen oder zu verkaufen, einfließen lassen. Ist dies der Fall, hat die Information Kursbeeinflussungspotential und ist als Insiderinformation geeignet.

BaFin und Literatur gehen deshalb auch davon aus, dass sowohl der Erwerb oder die Veräußerung wesentlicher Beteiligungen im Rahmen von private M&A-Transaktionen als auch ein öffentliches Übernahmeangebot (insbesondere für die Zielgesellschaft, aber auch für einen börsennotierten Bieter) ein in der Regel kurserhebliches Endereignis sein kann.⁷

Ob der Erwerb oder die Veräußerung einer Gesellschaft aus der Sicht eines börsennotierten Käufers oder Verkäufers tatsächlich Kursbeeinflussungspotenzial hat, muss allerdings in jedem Einzelfall gesondert geprüft werden. Besonders kleine und unbedeutende M&A-Transaktionen (Bagatellgrenze) stellen aus Sicht eines verständigen Anlegers beispielsweise meist keine Insiderinformation dar. Ob eine M&A-Transaktion über der Bagatellgrenze liegt, kann zum einen anhand eines Vergleichs von Umsatz, Jahresüberschuss, Unternehmenswert und Mitarbeiterzahl der Zielgesellschaft einerseits und des Erwerbers (oder Veräußerers) andererseits bewertet werden. So spricht etwa ein anvisierter Kaufpreis von unter 10 % der Marktkapitalisierung des Käufers gegen das Vorliegen einer Insiderinformation. Gleiches gilt, wenn der Umsatz der Zielgesellschaft oder deren Mitarbeiterzahl weniger als 10 % des Umsatzes oder der Mitarbeiterzahl des Käufers ausmacht. Auch die Relation des Jahresüberschusses der Zielgesellschaft gegenüber dem Käufer kann ein relevanter Faktor sein. Die genannten Kriterien zeigen, dass es sich beim Kursbeeinflussungspotenzial um eine relative Größe handelt.⁸ In der Praxis kann man sich an folgender Faustregel orientieren: Ist bei mindestens einem der genannten Kriterien die Schwelle von 10 % überschritten, wird das Vorliegen einer Insiderinformation wahrscheinlicher und muss genau geprüft werden.

Unabhängig von den genannten Kennzahlen kann sich das Kursbeeinflussungspotenzial aber auch aus anderen Gründen ergeben, etwa wenn die Transaktion besondere Geschäftschancen (zB aufgrund von Synergien) bietet, mit dem Erwerb neue Kerngeschäftsfelder erschlossen werden sollen oder mit der Transaktion eine wesentliche Änderung der Strategie oder eine vom Kapitalmarkt verlangte oder vom Käufer anvisierte Umsetzung der Strategie verbunden ist.

3. Vorliegen einer präzisen Information

Ist eine potenzielle M&A-Transaktion oder ein Übernahmeangebot grundsätzlich als kurserhebliches Ereignis geeignet,

muss für das Entstehen einer Insiderinformation eine hinreichend präzise Information vorliegen.

Präzise ist eine Information zunächst dann, wenn ein Ereignis oder ein Umstand eingetreten ist. Daneben kann auch ein zukünftiges Ereignis eine Insiderinformation darstellen (vgl. Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MMVO). So kann eine Insiderinformation auch bereits mit der Anbahnung, Vorbereitung oder Verhandlung eines Übernahmeangebots oder einer M&A-Transaktion vorliegen. Es kommt, zumindest beim Hinzutreten weiterer Umstände, insofern nicht darauf an, dass der Abschluss der Transaktion bereits feststeht oder gar rechtsverbindliche Verträge geschlossen wurden. Denn ein Anleger wird die Information über eine mögliche Transaktion in seiner Anlageentscheidung auch dann berücksichtigen, sobald er davon ausgeht, dass sie zustande kommt. Zukünftige Ereignisse gelten daher dann als präzise, wenn sie mit einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit von mehr als 50 % eintreten werden.⁹ Die Bestimmung der Eintrittswahrscheinlichkeit erfolgt anhand einer Würdigung aller verfügbaren Informationen aus einer *ex ante*-Perspektive. Dabei ist auch zu berücksichtigen, mit welchem Ergebnis der Emittent vergleichbare Sachverhalte (zB Akquisitionen) in der Vergangenheit abgeschlossen hat, welche Besonderheiten (zB Preisvorstellungen oder die allgemeinen Marktgegebenheiten) demgegenüber im konkreten Fall bestehen und was für oder gegen einen erfolgreichen Abschluss spricht.¹⁰

Nach dem dargelegten Maßstab entsteht eine Insiderinformation in dem Zeitpunkt, in dem es überwiegend wahrscheinlich wird, dass die Transaktion oder das Übernahmeangebot zustande kommt. Das ist regelmäßig erst in einem fortgeschrittenen Stadium der Transaktion der Fall, denn zu Beginn eines Transaktionsprozesses existieren in der Regel noch zu viele Unwägbarkeiten, die Einfluss auf das Zustandekommen oder das Scheitern einer Transaktion haben können.

Befinden sich Gespräche über einen Beteiligungserwerb oder ein freundliches Übernahmeangebot noch in einem frühen Stadium, hängt der Erfolg einer Transaktion erfahrungsgemäß noch von einer Vielzahl weiterer, unbestimmter Faktoren ab. Dazu gehört insbesondere die Durchführung einer Due Diligence-Prüfung.¹¹ In einem strukturierten Verkaufsverfahren

5 Vgl. BGH BeckRS 2020, 40730 Rn. 235 = NZG 2021, 377 = NJW-RR 2021, 430; BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 11 (Stand: 25.3.2020). Nach Auffassung der BaFin ist ein Geschäft bereits dann lohnend, wenn die erwartete Rendite abzüglich Transaktionskosten (zB Ordergebühren) die Opportunitätskosten übersteigt. Schimansky/Bunte/Lwowoski, Bankrechts-HdB/Hopot/Kumpan, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 54.

6 Vgl. Meyer/Rönnau/Veil, HdB Marktmissbrauchsrecht/Krause, 1. Aufl. 2018, § 6 Rn. 101 ff.

7 Vgl. bereits zu § 15 WpHG aF BaFin, Emittentenleitfaden, S. 53, (Stand: 2013); ebenso BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 18 ff., (Stand: 25.03.2020); sowie Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht/Assmann, 7. Aufl. 2019, MMVO Art. 7 Rn. 95.

8 Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation/Brellocks, 3. Aufl. 2020, § 1 Rn. 83.

9 Vgl. BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 10 (Stand: 25.3.2020); Assmann/Schütze/Buck-Heeb, HdB des KapAnlR/Buck-Heeb, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 123; Drinhausen/Eckstein, BeckHdB AG/Horcher, 3. Aufl. 2018, § 22 Rn. 9; Schimansky/Bunte/Lwowoski, Bankrechts-HdB/Hopt/Kumpan, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 45.

10 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 10 (Stand: 25.3.2020).

11 Vgl. dazu BaFin-Emittentenleitfaden, Modul C, S. 18 ff. (Stand: 25.3.2020).

mit mehreren Bietern überschreitet die Eintrittswahrscheinlichkeit zumeist erst zu einem späteren Zeitpunkt die Schwelle von 50 % als bei einer Transaktion mit nur einem Interessenten. Vorsicht ist regelmäßig dann geboten, wenn sich Vertragsgespräche konkretisieren (zB Exklusivität mit einem Bieter vereinbart wird oder ein *Business Combination Agreement* kurz vor dem Abschluss steht). Allerdings hängt die Eintrittswahrscheinlichkeit auch in diesen Fällen immer von den konkreten Umständen des Einzelfalls ab. Diese können dabei nicht nur aus der Sphäre des Bieters oder der Zielgesellschaft stammen. Auch das allgemeine Marktumfeld wirkt sich auf die Eintrittswahrscheinlichkeit aus. In Zeiten volatiler Märkte und großer Unsicherheit ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass eine Transaktion am Ende überhaupt zustande kommt geringer, so dass die Eintrittswahrscheinlichkeit erst zu einem späteren Zeitpunkt die Schwelle von 50 % überschreitet.

Der genaue Zeitpunkt, ab dem eine Insiderinformation entsteht, ist somit mitunter schwer zu bestimmen. So mag die Eintrittswahrscheinlichkeit aufgrund bestimmter Entwicklungen wieder auf einen niedrigeren Stand zurückfallen, selbst wenn es zwischenzeitlich schon so ausgesehen haben sollte, dass die Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen der Transaktion die Grenze von 50 % demnächst überschreitet. Der Emittentenleitfaden enthält verschiedene Ereignisse, die sowohl mit Blick auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses als Insiderinformation als auch mit Blick auf die Kurserheblichkeit eines Zwischenschritts im Rahmen einer Gesamtschau näher zu prüfen sind (dazu sogleich).¹²

4. Zwischenschritte als Insiderinformation

Bei M&A-Transaktionen und Übernahmeangeboten handelt es sich um zeitlich gestreckte Sachverhalte, bei denen sich das Endereignis über mehrere Stufen entwickelt. Bei solchen gestreckten Sachverhalten kann nicht nur das Endereignis (zB die Abgabe des Übernahmeangebots oder das Zustandekommen des Beteiligungserwerbs) selbst, sondern auch bereits eingetretene oder mit überwiegender Wahrscheinlichkeit zu erwartende Zwischenschritte zur Herbeiführung des Endereignisses als Insiderinformation in Betracht kommen. Voraussetzung ist dafür stets, dass ein Zwischenschritt für sich gesehen bereits Kursbeeinflussungspotenzial hat.¹³

Vor der Prüfung der Kurserheblichkeit eines Zwischenschritts ist zunächst zu prüfen, ob durch das Erreichen eines Zwischenschritts das zukünftige Endereignis **überwiegend wahrscheinlich** wird (dazu sogleich). Sofern dies der Fall ist, wird die Information über das zukünftige kurserhebliche **Endereignis** durch den Zwischenschritt eine „präzise Information“ und dadurch zur Insiderinformation.

Anschließend ist zu prüfen, ob ein Zwischenschritt kurserheblich ist. Mit Rücksicht auf das Kursbeeinflussungspotenzial von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten differenziert die BaFin zunächst danach, ob der Zwischenschritt seine Qualität als Insiderinformation (i) aus sich selbst heraus bezieht oder (ii) in erster Linie von dem zukünftigen Endereignis ableitet.¹⁴ Während die erste Kategorie unabhängig von der Wahrscheinlichkeit des Endereignisses Kursbeeinflussungspotenzial aufweist, hängt die Kursrelevanz der zweiten

Kategorie vorrangig davon ab, wie gewichtig und wie wahrscheinlich das Endereignis ist.¹⁵

Zwischenschritte im Rahmen von M&A-Transaktionen leiten ihre Kursrelevanz in aller Regel von dem zukünftigen Endereignis ab und fallen damit in die zweite Kategorie.¹⁶ Laut Emittentenleitfaden ist ein Zwischenschritt dabei umso eher kurserheblich, *„je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist und eine Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation nahelegt, dass ein verständiger Anleger bereits diesen Zwischenschritt für sich nutzen werde“*¹⁷ (sog. „probability/magnitude“-Formel). Umgekehrt bedeutet dies: Ist das Endereignis noch nicht überwiegend wahrscheinlich, hat ein Zwischenschritt in der Regel auch noch nicht die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung. In diesem Zusammenhang hat sich eine ausgeprägte Kasuistik entwickelt. Dabei wird unterschieden nach Zwischenschritten, die (i) regelmäßig keine Insiderinformation darstellen, (ii) Zwischenschritten, die einer genaueren Prüfung bedürfen und (iii) Zwischenschritten, die regelmäßig als Insiderinformation gelten.

Interne Kick-off Meetings, die Einbindung externer Berater oder das erste Herantreten an die Gegenseite stellen üblicherweise keine Insiderinformation dar.¹⁸ Hierbei handelt es sich nur um Vorbereitungsmaßnahmen. In diesen Fällen ist der Eintritt des Endereignisses zumeist noch nicht überwiegend wahrscheinlich, so dass der Zwischenschritt noch nicht kurserheblich ist.

Die Abgabe eines *Letter of Intent* oder eines *Non Binding Indicative Offer Letter*, der Abschluss eines *Memorandum of Understanding* oder einer Vertraulichkeitsvereinbarung sowie die Gewährung einer Due Diligence-Prüfung sollten dagegen stets genauer geprüft werden.¹⁹ Die BaFin scheint aber zu Recht davon auszugehen, dass auch diese Schritte - vorbehaltlich einer Einzelfallprüfung - regelmäßig noch nicht insiderrelevant sind, da in diesem frühen Stadium der Erfolg der Transaktion noch von einer Vielzahl unbestimmter Faktoren abhängt. Dem ist zuzustimmen:

12 Vgl. BaFin-Emittentenleitfaden, Modul C, S.13ff. und 18ff. (Stand: 25.3.2020), wobei aus den Ausführungen der BaFin insbesondere auf S.18ff. nicht eindeutig hervorgeht, ob hier die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses oder die Kurserheblichkeit des Zwischenschritts (entweder für sich betrachtet oder aufgrund der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses) im Fokus steht.

13 Vgl. nur Vetter/Engel/Lauterbach AG 2019, 160; Kumpan DB 2016, 2039 (2041).

14 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S.13 (Stand: 25.3.2020).

15 Siehe dazu BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S.13 (Stand: 25.3.2020) unter Verweis auf BGH Beschl. v. 23.4.2013 – II ZB 7/09, NJW 2013, 2114 (2117 Rn. 25) = NZG 2013, 708 (712 Rn. 25).

16 Vgl. Merkner/Sustmann/Retsch AG 2020, 477 (479); Vetter/Engel/Lauterbach AG 2019, 160 (165).

17 Siehe dazu BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S.14 (Stand: 25.3.2020).

18 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S.18 (Stand: 25.3.2020); Hasselbach/Stepper BB 2020, 203 (206f.).

19 Vgl. Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Mistereck, 5. Aufl. 2020, MMVO Art.7 Rn.271; Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB/Poelzig, 4. Aufl. 2020, MMVO Art.7 Rn.41. Siehe aber die Ad hoc-Mitteilung der Stada AG vom 12.2.2017 über den Erhalt zweier unverbindlicher Interessenbekundungen. Dem lag offenbar die Einschätzung zugrunde, dass es sich dabei um eine kursrelevante Insiderinformation handelt.

- Der Beginn der Due Diligence ist grundsätzlich noch nicht ausreichend, um eine Insiderinformation darzustellen. Etwas anderes mag in Ausnahmefällen aber bei einer bloßen *Confirmatory Due Diligence* gelten, die am Ende eines Verhandlungsprozesses stattfindet oder sofern in diesem Endstadium besonders vertrauliche Informationen zur Verfügung gestellt werden. Grundsätzlich kann man aber weder aus der Durchführung einer *Confirmatory Due Diligence* noch aus der Weitergabe besonders vertraulicher Informationen reflexartig von einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit des Endereignisses ausgehen. Zu berücksichtigen ist nämlich etwa auch, ob in einem Verkaufsverfahren mehreren Bietern die Möglichkeit zur (*Confirmatory*) Due Diligence gegeben wird oder nur einem einzelnen Interessenten (beispielsweise im Vorfeld eines öffentlichen Übernahmeangebots).
- Auch die Abgabe eines *Letter of Intent* hat grundsätzlich noch kein Kursbeeinflussungspotenzial. Das kann aus Sicht der BaFin im Einzelfall aber anders zu beurteilen sein, so zB wenn darin wesentliche Eckpunkte einer Transaktion geregelt werden.²⁰ Auch der Abschluss einer Exklusivitätsvereinbarung im Rahmen eines Bieterverfahrens kann laut Emittentenleitfaden den Schluss nahelegen, dass die Transaktion mit einiger Wahrscheinlichkeit durchgeführt wird, so dass ein kurserheblicher Zwischenschritt vorliegt.²¹ Diese Schlussfolgerung ist allerdings in der Praxis oftmals voreilig, weil die Einigung über Eckpunkte einer Transaktion deren Erfolg noch lange nicht garantiert, so dass die Eintrittswahrscheinlichkeit aufgrund der bloßen Einigung über diese Eckpunkte zumeist noch nicht über die Schwelle von 50 % springt.²² Auch der Abschluss einer Exklusivitätsvereinbarung sagt *per se* noch nichts aus. Befindet man sich beispielsweise in einem Verkaufs- oder Angebotsverfahren mit drei Bietern und vereinbart mit einem der drei Bieter Exklusivität für einen längeren Zeitraum (beispielsweise von zwei Monaten), um in Ruhe verhandeln zu können, ist das Zustandekommen der Transaktion noch nicht überwiegend wahrscheinlich. Etwas anderes kann natürlich bei einem kurzen Exklusivitätszeitraum von einer Woche gelten, wenn die Exklusivität dazu dient, das Signing zeitnah zu ermöglichen. Die genannten Beispiele zeigen, dass sich ein „Automatismus“ hinsichtlich der Eintrittswahrscheinlichkeit aufgrund des bloßen Abschlusses bestimmter Vereinbarungen oder der Durchführung einer (*Confirmatory*) Due Diligence verbietet.

Spätestens ein Beschluss des Vorstands über die Durchführung der Transaktion sowie – im Vorfeld einer öffentlichen Übernahme – der Abschluss eines *Business Combination Agreement* oder einer Investorenvereinbarung werden hingegen regelmäßig als Insiderinformation zu qualifizieren sein, wird dadurch das Endereignis doch oftmals überwiegend wahrscheinlich.²³ In jedem Einzelfall können aber Konstellationen vorliegen, die klar gegen das Vorliegen einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit und damit einer Insiderinformation sprechen.

Dass diese Einordnung eher schematisch ist und im Einzelfall andere Maßstäbe gelten können, steht außer Frage. Als Zwischenfazit bleibt festzuhalten, dass Zwischenschritte im Rahmen von M&A-Transaktionen oder Übernahmeangeboten

in der Regel kein Kursbeeinflussungspotenzial haben, solange das Endereignis noch unwahrscheinlich ist.²⁴

In Ausnahmefällen kann aber auch ein eingetretener oder bevorstehender Zwischenschritt im Rahmen einer M&A-Transaktion oder eines Übernahmeangebots unabhängig von der damit verbundenen Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses aus Sicht eines verständigen Anlegers Kursrelevanz haben. Denkbar ist das etwa im Vorfeld eines öffentlichen Übernahmeangebots, wenn ein potenzieller Bieter ein indikatives Angebot beim Vorstand der Zielgesellschaft einreicht und eine signifikante Prämie auf den Aktienkurs in Aussicht stellt. Solange das indikative Angebot unter dem Vorbehalt der Durchführung einer erfolgreichen Due Diligence und weiterer Bedingungen (zB der Einräumung von Exklusivität) stehen sollte, ist das Übernahmeangebot selbst noch nicht überwiegend wahrscheinlich. Grundsätzlich wäre somit ein eingetretener oder bevorstehender Zwischenschritt noch nicht kurserheblich. Gleichwohl könnte in Ausnahmefällen ein verständiger Anleger diese Information wegen der Bedeutung der potenziellen Transaktion zum Anlass nehmen, Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben. Wenn allerdings die Zielgesellschaft und/oder der Markt das indikative Angebot (dh insbesondere die in Aussicht gestellte Prämie) als nicht ausreichend ansehen würde, dann sollte das indikative Angebot als isolierter Zwischenschritt auch nicht kurserheblich sein. Überdies kommt in diesem Fall (dh wenn eine Prämie vom Markt oder der Gesellschaft nicht als angemessen wahrgenommen würde) die Transaktion auch ziemlich sicher nicht zustande.

Auch in anderen Konstellationen ist nicht auszuschließen, dass ein Zwischenschritt losgelöst von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses kurserheblich ist. Stößt der Vorstand einer Zielgesellschaft einen strategischen Prozess zum „Verkauf der Gesellschaft“ an (etwa um einen neuen Großaktionär zur Umsetzung strategischer Ziele zu gewinnen), kann auch diese Information beim Hinzutreten weiterer Umstände (zB der Abgabe indikativer Angebote mehrerer potenzieller Bieter) aus Sicht eines Anlegers Kursrelevanz haben, selbst wenn damit die Wahrscheinlichkeit für den Eintritt des Endereignisses noch nicht die Grenze von 50 % überschreitet. Ein Zwischenschritt hat aber auch in diesem Fall nur Kursrelevanz, wenn Angebote von Bietern auch attraktiv sind. Ist keines der erhaltenen Angebote aus Sicht der Zielgesellschaft interessant, ist das bloße Anstoßen eines Verkaufsprozesses noch nicht kurserheblich.

20 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 19 (Stand: 25.3.2020).

21 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 19 (Stand: 25.3.2020).

22 Kritisch zurecht auch Meyer/Rönnau/Veil, HdB Marktmissbrauchsrecht/Krause, 1. Aufl. 2018, § 6 Rn. 127 und 132, insofern die Einigung über einzelne Eckpunkte und die Ausräumung einzelner Hindernisse keinesfalls den Erfolg der Transaktion garantiert.

23 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 19 (Stand: 25.3.2020); Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Misterek, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 7 Rn. 273; Bingel AG 2012, 685 (696).

24 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 14 (Stand: 25.3.2020).

III. Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung von Insiderinformationen

Erreicht die Transaktion ein Stadium, in dem eine Insiderinformation vorliegt, bedeutet das nicht, dass der Emittent die Insiderinformation immer sofort veröffentlichen muss. Denn Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MMVO sieht vor, dass ein Emittent die Veröffentlichung eigenverantwortlich aufschieben kann, wenn (i) er ein berechtigtes Interesse am Aufschub der Offenlegung hat, (ii) es zu keiner Irreführung der Öffentlichkeit kommt und (iii) die Geheimhaltung der betreffenden Insiderinformation gewährleistet ist.²⁵

1. Berechtigtes Interesse

Die unverzügliche Veröffentlichung muss geeignet sein, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen. Im Rahmen von M&A-Transaktionen liegt regelmäßig ein berechtigtes Interesse des Emittenten in Form laufender Verhandlungen vor. So hat die ESMA Leitlinien mit einer nicht abschließenden indikativen Liste von Beispielen veröffentlicht, bei denen ein berechtigtes Interesse des Emittenten vorliegt und die die BaFin in ihrer Verwaltungspraxis heranzieht (Art. 17 Abs. 11 MAR).²⁶ Ein berechtigtes Interesse an einem Aufschub soll demnach insbesondere bei laufenden Verhandlungen über Fusionen, Übernahmen, Aufspaltungen und Spin-offs, den Erwerb oder die Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte oder Unternehmenszweige, Umstrukturierungen und Reorganisationen vorliegen, sofern das Ergebnis dieser Verhandlungen durch die unverzügliche Veröffentlichung der Information beeinträchtigt würde.²⁷ Auch wenn eine freundliche Übernahme aus Sicht des Vorstands einer Zielgesellschaft im Unternehmensinteresse liegt und Verhandlungen über ein *Business Combination Agreement* mit einem Bieter bevorstehen oder laufen, kann ein berechtigtes Interesse für einen Aufschub gegeben sein.

2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Der Emittent darf die Öffentlichkeit nicht in die Irre führen. Er darf daher während des Befreiungszeitraums aktiv keine Signale setzen, die zu der noch nicht veröffentlichten Insiderinformation in Widerspruch stehen.²⁸ Eine Irreführung der Öffentlichkeit ist zu befürchten, wenn sich die aufzuschiebende Insiderinformation wesentlich von früheren Ankündigungen des Emittenten unterscheidet oder wenn sie im Gegensatz zu vom Emittenten geweckten Markterwartungen steht.²⁹ Eine Irreführung ist in der Regel gegeben, wenn der Emittent selbst Aussagen getroffen, Statements abgegeben oder Signale gesetzt hat, die im Widerspruch zu der nun geplanten Transaktion stehen. Dies soll beispielsweise der Fall sein, wenn der Emittent verkündet, in nächster Zeit keine M&A-Transaktion vorzunehmen, was zu einer entsprechenden Markterwartung führt, er aber dann doch während des Zeitraums, auf den sich die Aussage erstreckt, an einem M&A-Prozess beteiligt ist und in diesem Zusammenhang eine Aufschubentscheidung in Betracht zieht.³⁰ Auch wenn der Vorstand sich öffentlich dahin gehend äußert, keine Zukäufe in einer bestimmten Region (zB den USA) zu beabsichtigen, dann aber im Nachgang doch ein M&A-Projekt in dieser

Region verfolgt, wäre ein Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung ausgeschlossen. Diese rechtliche Komponente ist daher in der Vorstandskommunikation stets mitberücksichtigen.

3. Gewährleistung der Geheimhaltung

Der Emittent hat geeignete Maßnahmen zu ergreifen, um die Geheimhaltung der nicht veröffentlichten Insiderinformation sicherzustellen. Wie diese Maßnahmen konkret aussehen, hat der Verordnungsgeber nicht präzisiert.³¹ Eine abschließende Liste der zu ergreifenden Maßnahmen existiert insofern nicht. Die relevante Insiderinformation darf während des Aufschubs jedenfalls nur an Personen weitergegeben werden, die diese zur Wahrnehmung der ihnen übertragenen Aufgaben benötigen, selbst zur Verschwiegenheit verpflichtet sind und ihre Pflichten als Insider und die Folgen von Insiderverstößen kennen (Insiderbelehrung). Zum Katalog geeigneter Maßnahmen zählt daher zunächst, den Kreis der Eingeweihten möglichst klein zu halten und vor der Weitergabe von Information sicherzustellen, dass der jeweilige Empfänger (ggfs. vertraglich) zur Verschwiegenheit verpflichtet sowie umfassend nach Art. 18 Abs. 2 UAbs. 1 MMVO belehrt worden ist.³² Außerdem ist gemäß Art. 18 Abs. 1 MMVO eine Insiderliste zu führen. Die Vertraulichkeit der Insiderinformation muss während der gesamten Dauer des Aufschubs gewährleistet bleiben.³³ Entfällt sie innerhalb dieses Zeitraums, hat der Emittent die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen (Art. 17 Abs. 7 UAbs. 1 MMVO).³⁴

IV. Gerüchte im Markt und Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation

Gerüchte, die im Laufe einer M&A-Transaktion aufkommen, sollten durch den Emittenten aufmerksam verfolgt werden,

25 Vgl. Wachter, *Praxis des Handels- und Gesellschaftsrechts/Stüber*, 5. Aufl. 2021, § 27 Rn. 87; Kumpel/Müllbert/Früh/Seyfried, *Bank- und Kapitalmarktrecht/Meyer*, 6. Aufl. 2022, MMVO Art. 17 Rn. 12.349 ff.; Marsch-Barner/Schäfer, *HdB börsennotierte AG/Schäfer*, 5. Aufl. 2022, § 15 Rn. 33 ff.; Retsch NZG 2016, 1201.

26 ESMA, *MAR-Leitlinien vom 20.10.2016 (ESMA/2016/1478)* zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen; BaFin, *Emittentenleitfaden*, Modul C, S. 37 (Stand: 25.3.2020).

27 ESMA, *MAR-Leitlinien vom 20.10.2016 (ESMA/2016/1478)* zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen BaFin, *Emittentenleitfaden*, Modul C, S. 37 (Stand: 25.3.2020).

28 BaFin, *Emittentenleitfaden*, Modul C, S. 38 f. (Stand: 25.3.2020).

29 BGH BeckRS 2020, 40730 Rn. 266 = NZG 2021, 377 = NJW-RR 2021, 430; ESMA, *Final Report – Guidelines on the Market Abuse Regulation, market soundings and delay of disclosure of inside information*, ESMA/2016/1130 vom 13.7.2016, S. 18 Rn. 82; BaFin, *Emittentenleitfaden*, Modul C, S. 38 f. (Stand: 25.3.2020); Wachter, *Praxis des Handels- und Gesellschaftsrechts/Stüber*, 5. Aufl. 2021, § 27 Rn. 91.

30 Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Schmidt*, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 17 Rn. 254; Meyer/Veil/Rönnau, *HdB Marktmissbrauchsrecht/Veil/Brüggemeier*, 1. Aufl. 2018, § 10 Rn. 128.

31 Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Schmidt*, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 17 Rn. 258.

32 Vgl. Kumpel/Müllbert/Früh/Seyfried, *Bank- und Kapitalmarktrecht/Meyer*, 6. Aufl. 2022, MMVO Art. 17 Rn. 12.358; Retsch NZG 2016, 1201 (1204).

33 Rübenthal/Hahn/Voet van Vormizeele, *Kartell Compliance/Fiedler/Seibt*, 1. Aufl. 2019, Teil 3, Kapitel 21 Rn. 17.

34 Vgl. Marsch-Barner/Schäfer, *HdB börsennotierte AG/Schäfer*, 5. Aufl. 2022, § 15 Rn. 36; Hopt/Kumpan ZGR 2017, 765 (784).

denn sie können die Vertraulichkeit der unveröffentlichten Insiderinformation entfallen lassen.³⁵ Definiert werden sie als Nachrichten, deren Wahrheitsgehalt unverbürgt ist.³⁶

1. Gesetzliche Regelung und Vermutung des Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO

Kommen während der Dauer des Aufschubs ausreichend präzise Gerüchte auf, die sich auf eine Insiderinformation beziehen, deren Veröffentlichung aufgeschoben wurde und ist aufgrund der Gerüchte die Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet, muss der Emittent die Insiderinformation so schnell wie möglich offenlegen.³⁷ Außerdem ist gem. Art. 17 Abs. 4 UAbs. 3 MMVO die zuständige Behörde über den vorangegangenen Aufschub einschließlich des Vorliegen von dessen Voraussetzungen zu informieren.³⁸

a) Verwaltungspraxis der BaFin

Die BaFin geht davon aus, dass ein Gerücht ausreichend präzise ist, wenn es einen wahren Tatsachekern enthält und einen konkreten Bezug zur Insiderinformation aufweist.³⁹ Für sie ist damit nicht entscheidend, ob das Gerücht insgesamt unwahr ist, solange nur ein wahrer Kern auszumachen ist.⁴⁰ Ein wahrer Tatsachekern mit Bezug zur Insiderinformation ist laut BaFin dann gegeben, wenn die aus dem Gerücht abzuleitende Information auf ein Informationsleck schließen lässt und daher die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist, weil einzelne Umstände oder Details oder die gesamte Insiderinformation verbreitet worden sind.⁴¹ Maßgeblich ist demnach, ob das Gerücht aufgrund seines Inhalts auf ein Informationsleck hindeutet.⁴² Liegt nach den vom Emittenten zu würdigenden Umständen des Einzelfalls ein präzises Gerücht vor, ist ein Schweigen des Emittenten oder eine „no-comment“-Politik nicht zulässig.⁴³

Der Emittentenleitfaden der BaFin nennt als Beispiel für das Aufkommen präziser Gerüchte, dass im Rahmen eines geplanten Übernahmeangebots neben dem Namen der Bieter- und der Zielgesellschaft auch der Angebotspreis in Anlegerforen sowie den sozialen Netzwerken bekannt werden.⁴⁴ Die BaFin schließt damit unter Verweis auf das Committee of European Securities Regulators⁴⁵ letztlich aus der Substanz des Gerüchts auf dessen Stichhaltigkeit und aus der Stichhaltigkeit auf das Vorliegen eines Informationslecks. Beim Vorliegen eines Informationslecks soll das Gerücht dann ausreichend präzise sein, was die Vermutung des Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO auslöst und zu einer Veröffentlichungspflicht führt.

Ungeachtet dessen wird man auch nach der Rechtsauffassung der BaFin sagen müssen, dass die Insiderinformation lediglich in ihrer *zum Veröffentlichungszeitpunkt aktuellen Fassung* unverzüglich zu veröffentlichen ist. Das heißt jedoch gleichsam, dass nur veröffentlicht werden kann, was auch bereits als Insiderinformation zu qualifizieren ist. Anders gewendet bedeutet dies, dass eine Information, die noch nicht den Status einer Insiderinformation erreicht hat, auch nicht veröffentlicht werden muss.⁴⁶ So kann beispielsweise beim Aufkommen von einem ausreichend präzisen Gerücht, dass der Vorstand nach Bietern für die Gesellschaft sucht, unter Umständen zunächst eine Insiderinformation hierüber zu veröffentlichen sein. Dies schließt gleichwohl nicht aus, dass Details,

die bisher überhaupt nicht publik sind und im Prozess auch noch nicht feststehen – wie etwa der potenzielle Bieter und dessen Name –, hierbei vorerst nicht genannt werden, wenn es sich hierbei noch nicht um eine Insiderinformation handelt. Es besteht keine Veröffentlichungspflicht in Hinblick auf die vom Gerücht nicht erfassten Informationen, die (noch) keine Insiderinformationen sind. Ob dann noch ein Aufschub der Veröffentlichung möglich ist, wenn die Information zur Insiderinformation wird, obwohl bereits zuvor Gerüchte aufgetreten sind, ist Gegenstand der Untersuchung in Abschnitt IV. 2.

b) Ansichten in der Literatur

In der Literatur wird verbreitet darauf abgestellt, ob das Gerücht wesentliche Umstände beinhaltet, die im Falle einer Offenlegung der Insiderinformation auch in der diesbezüglichen Ad hoc-Mitteilung enthalten sein müssten.⁴⁷ Teilweise wird vertreten, es komme darauf an, ob das Gerücht (auch) Informationen enthält, die sich mit der nicht veröffentlichten Insiderinformation decken.⁴⁸ Klöhn fragt danach, ob das Gerücht den Schluss rechtfertigt, der Emittent habe seine Geheimhaltungspflichten aus Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. c MMVO verletzt; entscheidend dafür soll sein, ob das Gerücht Informationen beinhaltet, über die typischerweise nur der Emittent verfügt.⁴⁹ Eine Kombinationslösung hält ein Gerücht für ausreichend präzise, wenn entweder ein Informationsleck vorliegt, was dann der Fall ist, wenn nur der Emittent über die verbreitete Information verfügt, oder das Gerücht Umstände beinhaltet, die auch in der diesbezüglichen Ad hoc-Mitteilung enthalten sein müssten.⁵⁰ Seibt/Kraack wollen die Definition der BaFin einschränken, indem sie meinen, dass Gerüchte, die auf allgemein zugängliche Informationen beruhen und aus Analystensicht auf der Hand liegen, keine präzisen Gerüchte seien.⁵¹ Eine Klarstellung der Auffassung der BaFin geht mit

35 Vgl. Niermann/Venter, in Szesny/Kuthe, Kapitalmarkt Compliance, 2. Aufl. 2018, 2. Teil, 3. Kapitel Rn. 76.

36 Meyer/Rönnau/Veil, HdB Marktmissbrauchsrecht/Krause, 1. Aufl. 2018, § 6 Rn. 49; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht/Meyer, 6. Aufl. 2022, MMVO Art. 17 Rn. 12.169; ausführlich Fleischer/Scholke AG 2007, 841 (842).

37 Vgl. Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Schmidt, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 17 Rn. 318; Schüppen/Schaub, Münchener Anwaltshandbuch/Walz, 3. Aufl. 2018, § 48 Rn. 56.

38 Vgl. Kumpan DB 2016, 2039 (2045).

39 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 39 (Stand: 25.3.2020).

40 Kritisch dazu Seibt/Kraack BKR 2020, 313 (315).

41 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 39 (Stand: 25.3.2020).

42 Vgl. Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht/Meyer, 6. Aufl. 2022, MMVO Art. 17 Rn. 12.360.

43 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 39 f. (Stand: 25.3.2020).

44 BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 40 (Stand: 25.3.2020).

45 Committee of European Securities Regulators, Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (CESR/09–219), Rn. 65.

46 Seibt/Kraack BKR 2020, 313 (315) sprechen in diesem Zusammenhang von Insiderinformation und (Rest-)Insiderinformation. Naheliegender ist aber wohl, dass es sich um eine neue oder weitere Insiderinformation handelt. Entscheidend dürfte dies für die Beurteilung gleichwohl nicht sein.

47 Vgl. MüKoAktG/Wackebarth, 5. Aufl. 2021, WpÜG § 10 Rn. 87; Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Schmidt, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 17 Rn. 318; Schimansky/Bunte/Lwowoski, Bankrechts-HdB/Hopt/Kumpan, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 157; Kumpan DB 2016, 2039 (2044).

48 Vgl. Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht/Assmann, 7. Aufl. 2019, MMVO Art. 17 Rn. 138.

49 Vgl. Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 289.

50 Vgl. Hasselbach/Stepper BB 2020, 203 (208).

diesen Auslegungen zumeist nicht wirklich einher. Darüber hinaus dürften die Ergebnisse häufig mit jenen der BaFin übereinstimmen.

c) Keine Widerlegung der Regelvermutung

Nach alter Rechtslage bestand die Möglichkeit, die Vermutung des Wegfalls der Vertraulichkeit zu widerlegen, indem der Emittent darlegte, dass er alle erforderlichen Geheimhaltungsmaßnahmen getroffen hatte. Demgegenüber ist die Vermutung des Wegfalls der Vertraulichkeit gemäß Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO nach neuer Rechtslage unwiderleglich.⁵² Es kommt nicht mehr darauf an, aus wessen Sphäre das Informationsleck stammt.⁵³ Sehr wohl kann ein Emittent aber auf aufkommende Gerüchte reagieren, die nicht ausreichend präzise sind, indem er Maßnahmen zur Verbesserung der Geheimhaltung trifft. Diese Maßnahmen selbst stellen keine Insiderinformation dar.⁵⁴ Ist das Gerücht jedoch ausreichend präzise, so muss der Emittent die Insiderinformation – zumindest so weit, wie die Insiderinformation reicht⁵⁵ – unverzüglich veröffentlichen.⁵⁶

2. Gerüchte vor Entstehen einer Insiderinformation

Hierauf aufbauend soll nun der gesetzlich nicht geregelte und auch im Schrifttum kaum erörterte Fall beleuchtet werden, dass Gerüchte in einem frühen Stadium einer M&A-Transaktion auftreten: Und zwar bevor sich die Umstände um die geplante Transaktion überhaupt zu einer Insiderinformation verdichtet haben. Dies ist wie oben gesehen der Fall, wenn die bereits verwirklichten Zwischenschritte für sich genommen keine Kursrelevanz aufweisen und solange das Endereignis der Transaktion nicht überwiegend wahrscheinlich ist, etwa bei ersten Gesprächen mit der Gegenseite, dem Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung oder der Gewährung einer Due Diligence. Unter diesen Umständen musste der Emittent noch keine Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung treffen. Schreitet die Transaktion voran und kommt es zur Verwirklichung weiterer Zwischenschritte, kann jedoch eine Insiderinformation entstehen. Dann stellt sich für den Emittenten die Frage, ob er die Veröffentlichung der Insiderinformation (noch) aufschieben kann oder ob die vorab kursierenden Gerüchte einem Aufschub nun entgegenstehen.⁵⁷

a) Bisheriger Meinungsstand

Obwohl sich in nahezu jeder M&A-Transaktion diese Frage stellen kann, enthält der Emittentenleitfaden hierzu keine explizite Aussage. Nach alter Rechtslage wurde teilweise erwogen, Gerüchte im Rahmen der initialen Entscheidung über den Aufschub in die umfassende Interessenabwägung der Marktinteressen mit den berechtigten Interessen des Emittenten einzustellen.⁵⁸ Diese Interessenabwägung ist jedoch mit der neuen Rechtslage entfallen.⁵⁹ Einen konkreten Hinweis zum Umgang mit dieser Problematik nach der neuen Rechtslage gibt Klöhn, indem er betont, dass die Pflicht zur Sicherstellung der Geheimhaltung schon in einem Stadium beginnen kann, in dem noch keine Insiderinformation existiert. Dies gilt gerade dann, wenn sich Informationen zu Insiderinformationen fortentwickeln können.⁶⁰ Hasselbach/Stepper diskutieren ihrerseits die Frage, ob Gerüchte aus Presse- und

Medienberichten eine Information öffentlich bekannt werden lassen, wodurch sie ihre Eigenschaft als Insiderinformation verlieren und die Publizitätspflicht entfällt.⁶¹ Eine weitergehende Auseinandersetzung mit dem Einfluss von Gerüchten auf die initiale Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung gibt es jedoch nicht. Soweit sich das Schrifttum überhaupt zu dieser konkreten Frage äußert, wird dies ohne tiefere Begründung abgelehnt. Poelzig meint etwa, dass vermutet werde, dass die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet werden könne, wenn ein ausreichend präzises, sich auf eine Insiderinformation beziehendes Gerücht auftritt.⁶² Es ist allerdings nicht ganz eindeutig, ob sich Poelzig dabei auf den hier zu untersuchenden Fall eines vor Entstehen der Insiderinformation aufkommenden Gerüchts bezieht. Unklar bleibt außerdem, ob diese Vermutung widerleglich sein soll. Es soll aber jedenfalls keine Möglichkeit geben, eine Aufschubentscheidung zu treffen. In eine ähnliche Richtung gehen Frowein/Berger, die die Voraussetzungen einer Selbstbefreiung gem. Art. 17 Abs. 4 MMVO mangels Vertraulichkeit verneinen, wenn konkrete Gerüchte bereits vor einer Entscheidung existieren.⁶³ In beiden Fundstellen wird hingegen nichts zur Begriffsklärung des „hinreichend präzisen Gerüchts“ in diesem Zusammenhang ausgeführt.

b) Stellungnahme/Eigene Auffassung

aa) Maßstab – Analogie zu Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO?

Zunächst ist der Maßstab zur Beurteilung des Falles zu finden, dass Gerüchte vor der Entscheidung über den Aufschub kursieren. Eine Analogie zu Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO scheint sich hier anzubieten. Denn ein sachlicher Zusammenhang zwischen Gerüchten, die nach der Entscheidung über den

51 Seibt/Kraack BKR 2020, 313 (315); so auch Seibt/Buck-Heeb/Harnos, BeckOK Wertpapierhandelsrecht/Buck-Heeb, 3. Ed. Stand: 15.2.2022, MMVO Art. 17 Rn. 345.1.

52 Vgl. Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 268 und 284; Klöhn AG 2016, 423 (431); Kumpan DB 2016, 2039 (2044).

53 Vgl. ESMA, Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455 vom 28.9.2015, S. 53 Rn. 242; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht/Meyer, 6. Aufl. 2022, Art. 17 MAR Rn. 12.360; Illert/Ghassemi-Tabar/Cordes, HdB Vorstand und Aufsichtsrat/Horcher, 1. Aufl. 2018, KapMR Rn. 24; Schimansky/Bunte/Lwowowski, Bankrechts-HdB/Hopt/Kumpan, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 157.

54 Vgl. Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Schmidt, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 17 Rn. 322; Schimansky/Bunte/Lwowowski, Bankrechts-HdB/Hopt/Kumpan, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 158.

55 Siehe auch oben unter IV.1.a).

56 Vgl. Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht/Assmann, 7. Aufl. 2019, MMVO Art. 17 Rn. 139.

57 Bei dieser Darstellung bleibt außer Betracht, dass auch ein Gerücht selbst bereits eine Insiderinformation darstellen kann. Die Maßstäbe hierfür sind umstritten. Dazu BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, S. 14 f. (Stand: 25.3.2020); Assmann/Schütze/Buck-Heeb, HdB des Kapitalanlagerechts/Buck-Heeb, 5. Aufl. 2020, § 8 Rn. 64; Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht/Meyer, 56. Aufl. 2022, MMVO Art. 17 Rn. 12.169.

58 Vgl. Kölner Kommentar WpHG/Klöhn, 2. Aufl. 2014, § 15 Rn. 237 ff.; Klöhn ZHR 2014, 55 (92 f.).

59 Vgl. Rübenstahl/Hahn/Voet van Vormizee, Kartell Compliance/Fiedler/Seibt, 1. Aufl. 2019, Teil 3, Kapitel 21 Rn. 15; Klöhn AG 2016, 423 (430 f.); Kumpan DB 2016, 2039 (2043); Retsch NZG 2016, 1201 (1202).

60 Vgl. Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 274.

61 Hasselbach/Stepper BB 2020, 203 (208).

62 Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB/Polezig, 4. Aufl. 2020, MMVO Art. 17 Rn. 30.

63 Habersack/Mülbert/Schlitt, HdB Kapitalmarktinformation/Frowein/Berger, 3. Aufl. 2020, § 10 Rn. 89.

Aufschub und Gerüchten, die vor der Entscheidung über den Aufschub aufkommen, ist zweifelsohne gegeben. Schließlich dürfte sich der Emittent in einer vergleichbaren Interessenlage befinden, dh das Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft könnte das Informationsinteresse des Kapitalmarkts überwiegen. Es besteht jedoch keine planwidrige Regelungslücke, da der Verordnungsgeber Sachverhalte, in denen noch keine Insiderinformation existiert, bewusst nicht in Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO aufgenommen hat. Die MMVO baut durchweg auf dem Begriff der Insiderinformation auf. Sowohl die Verbotstatbestände in Art. 14 MMVO als auch die Ad hoc-Publizitätspflicht nach Art. 17 MMVO oder die Pflicht zur Führung von Insiderlisten aus Art. 18 MMVO knüpfen an das Vorliegen einer Insiderinformation im Sinne des Art. 7 Abs. 1 MMVO an. Der Verordnungsgeber ist insoweit dem Einheitsprinzip gefolgt, wonach immer dieselben Voraussetzungen zur Eröffnung des Anwendungsbereichs der MMVO führen.⁶⁴ Art. 17 Abs. 7 MMVO regelt deshalb nur den nachträglichen Wegfall der Vertraulichkeit. Für die Frage, welchen Einfluss Gerüchte auf die erstmalige Entscheidung über den Aufschub haben, ist daher allein Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MMVO maßgeblich.

bb) Einzelfallbetrachtung

An der Bewertung der berechtigten Interessen sowie der Irreführung der Öffentlichkeit dürfte sich durch das Vorliegen von Gerüchten mit Blick auf eine noch zu treffende Aufschubentscheidung nichts ändern. Problematisch ist in diesem Zusammenhang demnach nur die Sicherstellung der Vertraulichkeit.

Dass Gerüchte einem Aufschub entgegenstehen können, ergibt sich schon daraus, dass Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MMVO eine Ausnahme von der Veröffentlichungspflicht darstellt, die als solche eng auszulegen ist.⁶⁵ Dementsprechend sind hohe Anforderungen an die Gewährleistung der Geheimhaltung zu stellen.

Nicht von der Hand zu weisen ist gleichwohl, dass Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO lediglich dann Anwendung findet, wenn bereits eine Insiderinformation existiert (s. o.). Da das Aufkommen von Gerüchten in Art. 17 Abs. 4 MMVO aber nicht geregelt ist, besteht jedenfalls nicht *per se* eine unwiderlegliche Vermutung wie sie Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO enthält, wenn präzise Gerüchte auftreten. Zu weitgehend ist indessen wohl die Auslegung, dass Maßnahmen zur Sicherstellung der Vertraulichkeit einer Insiderinformation, wie das Führen einer Insiderliste, streng genommen lediglich dann Wirkung zeigen, wenn auch eine Insiderinformation existiert. Wenn eine Maßnahme zur Sicherstellung der Vertraulichkeit aber erst wirkt, wenn eine Insiderinformation vorliegt, dann würde das Aufkommen eines Gerüchts eigentlich keine Schlüsse für die Sicherstellung der Vertraulichkeit der bisher noch nicht existenten Insiderinformation für die Zukunft zulassen. Eine solche Interpretation ist freilich wohl zu formalistisch und verkennt die Gesamtzusammenhänge.

Gerüchte können somit nur oder jedenfalls ein Indiz dafür sein, dass eine Vertraulichkeitslücke besteht, weil Informationen bereits im Vorfeld der Transaktion durchsickern konnten. Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. c) MMVO kann daher einem Aufschub entgegenstehen, wenn bereits vor der Entscheidung

über den Aufschub Gerüchte im Markt kursieren. Faktisch ist der Emittent damit aber in einer besseren Lage als nach einer bereits erfolgten Entscheidung über den Aufschub, in der eine unwiderlegliche Vermutung zu seinen Lasten gilt, wenn ausreichend präzise Gerüchte umgehen.

Weitere Klärung verschafft ein Blick auf den Zweck des Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MMVO. Der Aufschub als solcher und die Voraussetzung des Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 lit. a) MMVO im Besonderen dienen dem Schutz der berechtigten Eigeninteressen des Emittenten.⁶⁶ Insbesondere sollen Investitionsanreize erhalten bleiben sowie der krisengebeutelte Emittent geschützt werden.⁶⁷ Die Veröffentlichungspflicht als solche und die Sperre des Aufschubs bei drohender Irreführung der Öffentlichkeit oder bei fehlender Gewährleistung der Geheimhaltung dienen dagegen dem Schutz der Marktinteressen.⁶⁸ Die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts soll geschützt und Insiderhandel aufgrund eines zu großen Informationsungleichgewichts vorgebeugt werden.⁶⁹ Diese gegenläufigen Zielrichtungen verdeutlichen, dass bei der Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung das Interesse des Emittenten an einem Aufschub einerseits und das Interesse des Marktes an einer unverzüglichen Veröffentlichung andererseits miteinander in Ausgleich gebracht werden müssen.

Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO stellt bei diesem Ausgleich darauf ab, ob das Gerücht ausreichend präzise ist. Ist dies der Fall, überwiegt das Marktinteresse die Interessen des Emittenten. Der Aufschub darf nicht länger bestehen bleiben. Vergleichbares gilt für die Einordnung eines Gerüchts als Insiderinformation. Dabei ist maßgeblich, ob das Gerücht so präzise ist, dass ein Anleger seine Anlageentscheidung darauf stützen würde. Trifft dies zu, treten die Interessen des Emittenten hinter dem Marktinteresse zurück, der Emittent hat zu veröffentlichen. Gleichzeitig entfällt mit einem präzisen Gerücht, das auf die Kommunikation oder Signale des Emittenten zurückgeht, das Recht sich auf eine „no comment policy“ zurückzuziehen. Das Interesse des Marktes an einer Klarstellung überwiegt sodann die Interessen des Emittenten an einem Aufschub. Bei der Abwägung zwischen den Interessen des Emittenten und denen des Marktes streitet also alles nach der Frage, ob das Gerücht hinreichend präzise ist. Diese Wertung lässt sich auf die Frage übertragen, ob der Emittent eine Veröffentlichung aufschieben kann, wenn bereits vor der eigentlichen Entscheidung über den Aufschub Gerüchte über die geplante M&A-Transaktion aufgekommen sind. Denn je weniger der Emittent die Vertraulichkeit garantieren kann und je

64 Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar/Kumpan/Misterek, 5. Aufl. 2020, MMVO Art. 7 Rn. 1.

65 Vgl. ESMA, Final Report – Guidelines on the Market Abuse Regulation, market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130 vom 13.7.2016, S. 14; Hopt/Kumpan ZGR 2017, 765 (782).

66 Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 138; Klöhn ZHR 2014, 55 (73).

67 Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 139.

68 Vgl. Assmann/Schneider/Mülberr, Wertpapierhandelsrecht/Assmann, 7. Aufl. 2019, MMVO Art. 17 Rn. 7 ff.; Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 141; Marsch-Barnier/Schäfer, HdB börsennotierte AG/Schäfer, 5. Aufl. 2022, § 15 Rn. 4; Klöhn ZGR 2016, 866 (892).

69 Vgl. Klöhn, MAR/Klöhn, 1. Aufl. 2018, MMVO Art. 17 Rn. 267; Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-HdB/Hopt/Kumpan, 5. Aufl. 2017, § 107 Rn. 133; Klöhn AG 2016, 423 (424).

mehr über die unveröffentlichte Information nach außen gedrungen ist, desto größer ist das Insiderisiko und damit das Interesse des Marktes an einer unverzüglichen Veröffentlichung.⁷⁰ Das heißt, je mehr Details über die geplante Transaktion in den vorab kursierenden Gerüchten enthalten waren, desto weniger ist die Vertraulichkeit der Information sichergestellt und desto höher das Interesse des Marktes an einer unverzüglichen Veröffentlichung.

Somit kommt es letztendlich auf die Stichhaltigkeit und Zuverlässigkeit der Informationen an, die dem Gerücht zugrunde liegen. Sind diese Informationen unpräzise oder lückenhaft, so dass sie genauso gut auf eine reine Spekulation zurückgehen könnten, begründen sie keine ernsthaften Zweifel daran, dass der Emittent die Geheimhaltung gewährleisten kann. Insbesondere wenn der Emittent auf die Gerüchte mit Maßnahmen zur Verbesserung der Geheimhaltung reagiert oder noch reagieren kann, sollte ein Aufschub der Veröffentlichung weiterhin zulässig sein.

Sind die dem Gerücht zugrundeliegenden Informationen hingegen zutreffend, detailreich und plausibel und stammen sie aus einer zuverlässigen Quelle, deutet dies darauf hin, dass der Emittent die Geheimhaltung der relevanten Information schon zu Anfang der Gespräche nicht gewährleisten konnte und auch in Zukunft nicht gewährleisten kann. Ein Aufschub scheidet daher aus. Dem Emittenten werden in diesem Fall keine Maßnahmen zur Verbesserung der Geheimhaltung mehr nützen. Denn solche Maßnahmen können einen Wegfall der Vertraulichkeit nur verhindern, solange das Gerücht nicht ausreichend präzise ist.⁷¹ Ist erst einmal ein präzises Gerücht in der Welt, hat der Emittent unverzüglich zu veröffentlichen.

So wird beispielsweise ein aufkommendes Gerücht über den Umbau des Vorstands und die damit verbundene Neubesetzung von Vorstandspositionen ohne konkrete Benennung des Nachfolgers oder der Nachfolger und Zeitrahmens wohl nicht hinreichend präzise sein, um eine Aufschubentscheidung im weiteren Prozess (namentlich dann, wenn sich der Suchprozess auf eine konkrete Person verdichtet) unmöglich zu machen. Schließlich lassen sich kaum konkrete Schlüsse aus dem Gerücht ziehen und es könnte sich ebenso gut um das willkürliche Streuen diffuser Informationen handeln.

Demgegenüber kann unter Umständen das Bekanntwerden der Beteiligten einer M&A-Transaktion bereits hinreichend präzise und eine Selbstbefreiung ungleich schwerer zu begründen sein, insbesondere, wenn als Teil der Gerüchte bereits genaue Parameter der möglichen Transaktion bekannt sind. Solche Parameter können beispielweise bei einer öffentlichen Übernahme neben den Namen potenzieller Bieter auch Angaben über in Aussicht gestellte Angebotspreise oder kolportierte Inhalte eines künftigen *Business Combination Agreement* sein. Nicht ausreichend ist allerdings, wenn in einem sehr frühen Stadium einer Transaktion lediglich die Beteiligten in einem Gerücht genannt werden, ohne dass jedoch konkrete Details zur Transaktion bekannt werden.

V. Fazit

Liegt eine Insiderinformation vor, kann der Emittent die Veröffentlichung unter den Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MMVO aufschieben. Treten nach der Entscheidung über den Aufschub ausreichend präzise Gerüchte auf, die auf ein Informationsleck hindeuten, muss der Emittent die Veröffentlichung – zumindest so weit wie die Insiderinformation zu diesem Zeitpunkt reicht – schnellstmöglich nachholen. Hinreichend präzise Gerüchte, die vor der Entscheidung über den Aufschub kursieren, stehen einem Aufschub entgegen. Für die Feststellung, ob ein Gerücht, das bereits vor einer Aufschubentscheidung aufkommt, ausreichend präzise ist, kann Art. 17 Abs. 7 UAbs. 2 MMVO nicht analog herangezogen werden. Es gelten vielmehr die allgemeinen Maßstäbe des Art. 17 Abs. 4 MMVO. Im Rahmen derer können gleichwohl die Erkenntnisse, die die BaFin und das Schrifttum zur Präzision eines Gerüchts entwickelt haben, herangezogen werden. Somit kommt es letztendlich auf die Stichhaltigkeit und Zuverlässigkeit der Informationen an, die dem Gerücht zugrunde liegen.

Summary

If an inside information exists in connection with an M&A transaction, an issuer may delay its obligation to disclose an inside information subject to the conditions set forth in and pursuant to article 17 para. 4 of the European Market Abuse Regulation (MAR). The legal implications with regard to a decision to delay the disclosure of an inside information in case sufficiently precise rumors exist, are set forth in article 17 para. 7 sub-para 2 MAR. The question under which circumstances rumors are “sufficiently precise” is heavily discussed. However, only little literature is available regarding the implications on a subsequent decision to delay the disclosure of inside information if rumors already come up in the market even before an inside information exists.



Markus Martin



Julius-Vincent Ritz

⁷⁰ Vgl. zur Abwägung nach alter Rechtslage Klöhn ZHR 2014, 55 (83).

⁷¹ Vgl. Assmann/Schneider/Mülbart, Wertpapierhandelsrecht/Assmann, 7. Aufl. 2019, MMVO Art. 17 Rn. 139.