

4. Kapitel

Ad-hoc-Publizität in börsennotierten Unternehmen

Literatur: *Bank* Das Insiderhandelsverbot in M&A-Transaktionen, NZG 2012, 1337; *Bedkowski* Der neue Emittentenleitfaden der BaFin – nunmehr veröffentlicht, BB 2009, 1482; *Bonin/Böhmer* Der Begriff der Insiderinformation bei gestreckten Sachverhalten, EuZW 2012, 694; *Bussian* Die Verwendung von Insiderinformationen, WM 2011, 8; *Fleischer* Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden – Der DaimlerChrysler Musterentscheid des OLG Stuttgart, NZG 2007, 401; *Gunßer* Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei zukunftsbezogenen Sachverhalten, NZG 2008, 856; *ders.* Der Vorlagebeschluss des BGH zum Vorliegen einer „Insiderinformation“ in gestreckten Sachverhalten (Fall „Schrempf“), ZBB 2011, 76; *Heider/Hirte* Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Vorgängen, GWR 2012, 429; *Hitzer* Zum Begriff der Insiderinformation, NZG 2012, 860; *Hupka* Kapitalmarktaufsicht im Wandel – Rechtswirkungen der Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR) im deutschen Kapitalmarktrecht, WM 2009, 1351; *Kalls* Insiderinformation wohin?, EuZW 2011, 449; *Klöhn* Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem EuHG (zum DaimlerChrysler-Vorlagebeschluss des BGH), NZG 2011, 166; *ders.* Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH, ZIP 2012, 1885; *Koch* Die Ad-hoc-Publizität nach dem Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung, BB 2012, 1365; *Kocher* Ad-hoc-Publizität und Insiderhandel bei börsennotierten Anleihen, WM 2013, 1305; *Kocher/Widder* Die Bedeutung von Zwischenschritten bei der Definition von Insiderinformationen, BB 2012, 2837; *Kollmorgen* BB Kommentar zum BGH Beschluss 22.11.2010 – II ZB 7/09, BB 2011, 526; *Krämer/Kiesewetter* Rechtliche und praktische Aspekte einer Due Diligence aus öffentlich zugänglichen Informationsquellen einer börsennotierten Gesellschaft, BB 2012, 1679; *Krause/Brellocks* Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, AG 2013, 309; *Langenbacher* Der „vernünftige Anleger“ vor dem EuGH – Zu den Schlussanträgen des GA Mengozzi in der Sache „Schrempf“, BKR 2012, 145; *Leuering* Behandlung zukünftiger Umstände im Recht der Ad-hoc-Publizität – Zum DaimlerChrysler Musterentscheid des BGH vom 25.2.2008, DStR 2008, 1287; *Mennicke* Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit der Selbstbefreiung, NZG 2009, 1059; *Merkner/Sustmann* Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität – Das Anleger-schutzverbesserungsgesetz „in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin“, NZG 2005, 729; *Möllers* Der BGH, die BaFin und der EuGH: Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden Jürgen Schrempf, NZG 2008, 330; *Möller/Seidenschwann* Anlegerfreundliche Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH – Das Ende der Daimler/Schrempf-Odyssee in Luxemburg, NJW 2012, 2762; *Nikoleyczik* Ad-hoc-Publizitätspflicht bei zukunftsbezogenen Sachverhalten, GWR 2009, 82; *ders.* Der neue Emittentenleitfaden der BaFin, GWR 2009, 264; *Nikoleyczik/Gubitz* Das Insiderhandelsverbot bei M&A Transaktionen nach der „Spector“-Entscheidung des EuGH, GWR 2011, 159; *Pattberg/Bredol* Der Vorgang der Selbstbefreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, NZG 2013, 87; *Schneider/Gilfrich* Die Entscheidung des Emittenten über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, BB 2007, 53; *Spindler* Haftung für fehlerhafte und unterlassene Kapitalmarktinformation – ein (weiterer) Meilenstein, NZG 2012, 575; *Spindler/Speier* Die neue Ad-hoc-Publizität im Konzern, BB 2005, 2031, 2033; *Staahe* Die Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizität bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen – Hemmnis oder Gebot einer guten Corporate Governance?, BB 2007, 1573, 1576; *Szesny* EuGH: Generalanwalt bejaht Ad-hoc-Publikationspflicht auch bei kursrelevanten Zwischenschritten – Schrempf-Rücktritt, GWR 2012, 177; *ders.* Anmerkung zum EuGH, Urteil vom 28.6.2012 – C-19/11, GWR 2012, 292; *Teigelack* Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung, BB 2012, 1361; *Veil/Koch* Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung

des Marktmissbrauchs, WM 2011, 2297; *Veith* Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, NZG 2005, 254, 258; *Viciano-Gofferje/Cascante* Neues aus Brüssel zum Insiderrecht – die Marktmissbrauchsverordnung – Untersuchung der Vorschläge der Kommission zur Reform des Insiderhandelsverbots, insbesondere im Hinblick auf für M&A-Transaktionen relevante Sachverhalte, NZG 2012, 968; *Widder* Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten – BGH legt Auslegungsfragen dem EuGH vor, GWR 2011, 1; *ders.* Befreiung von der Ad-hoc-Publizität ohne Selbstbefreiungsbeschluss, BB 2009, 967; *Wilsing/Goslar* Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten – Die Entscheidung des EuGH vom 28.6.2012, C-19/11, “Geltl”, DStR 2012, 1709.

A. Einleitung

- 1 – „Aufsichtsrat der DaimlerChrysler AG beschließt Wechsel an der Spitze des Unternehmens.“
 - „Prof. Jürgen E. Schrempp (60) scheidet zum 31.12.2005 aus dem Unternehmen aus.“
 - „Dr. Dieter Zetsche (52) ab 1.1.2006 neuer Vorstandsvorsitzender ...“
- 2 So lauteten die maßgeblichen Überschriften der Ad-hoc-Mitteilung von Daimler, die am 28.7.2005 die volle Aufmerksamkeit von Presse und Investoren auf sich gezogen hatte, und die die Daimler Aktie um ca. 10 % in die Höhe schießen ließ.¹ Es war nicht zu erahnen, dass sich noch acht Jahre später die Gerichte, teilweise kontrovers, mit der Frage auseinandersetzen, ob das vorzeitige Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG rechtzeitig von dem Unternehmen durch Ad-hoc-Veröffentlichung bekannt gegeben worden ist. Das Ausscheiden von Herrn Schrempp war unmittelbar nach der Sitzung des Aufsichtsrats, der hierüber zu beschließen hatte, durch Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht worden. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und mehrere Aktionäre hielten die Veröffentlichung für verspätet, weil der Vorstandsvorsitzende Schrempp schon rund zwei Monate zuvor gegenüber dem Aufsichtsratsvorsitzenden angekündigt hatte, ausscheiden zu wollen. Ein vorübergehender Aufschub der Ad-hoc-Publizität, der gem. § 15 Abs. 3 WpHG grundsätzlich möglich ist, wenn die Interessen des Emittenten dies erfordern, war durch die DaimlerChrysler AG nicht beschlossen worden. Die BaFin verhängte ein Bußgeld (§ 39 Abs. 2 Nr. 5a und Nr. 6 WpHG) und Aktionäre machten Schadensersatzansprüche (§ 37b Abs. 1 WpHG) geltend.
- 3 Der Fall „Daimler/Schrempp“ hat nicht nur eine bewegte Prozessgeschichte hinter sich, inklusive BGH und EuGH beschäftigte er bis heute insgesamt sechs Gerichte,² sondern er war zugleich Auslöser einer intensiven, ebenfalls kontrovers geführten Auseinandersetzung der kapitalmarktrechtlichen Literatur mit dem Thema Ad-hoc-Publizität.
- 4 Die Unternehmenspraxis steht dabei vor der Herausforderung, die aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die aktuelle Rechtsprechung sowie den Meinungsstand in der Literatur zu analysieren und bei der konkreten Beurteilung der Ad-hoc-Publizitätspflicht im Einzelfall, aber auch bei der Modellierung der zu ihrer Erfüllung erforderlichen Prozesse, zu berücksichtigen.
- 5 Im Folgenden werden daher die rechtlichen Grundlagen der Ad-hoc-Publizitätspflicht, die wichtigsten strittigen Fragen sowie prozessuale Maßnahmen zur Vermeidung von Haftungsrisiken in der Praxis näher beleuchtet.

1 FAZ vom 29.7.2005, Ein Kursfeuerwerk für Zetsche, S. 17.

2 Zur Prozessgeschichte siehe *Mock* ZBB 2012, 286 f.; *Schall* ZIP 2012, 1286 f.; *Heider/Hirte* GWR 2012, 429 f.

B. Tatbestandliche Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht

I. Überblick

Gem. § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG müssen Inlandsemittenten³ Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind (§ 15 Abs. 1 S. 3 WpHG). 6

Allerdings kann sich der Emittent so lange von der Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung selbst befreien, wie es (i) der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, (ii) keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und (iii) der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Im Falle der Selbstbefreiung hat der Emittent gleichzeitig mit der Ad-hoc-Mitteilung des Sachverhaltes eine sog. Selbstbefreiungsmitteilung der BaFin zu übermitteln.⁴ 7

Bei der Beurteilung der Frage, wann im Einzelfall die Ad-hoc-Publizitätspflicht eintritt, sieht sich der Rechtsanwender mit unbestimmten Rechtsbegriffen konfrontiert, deren Auslegung in Rechtsprechung und Literatur umstritten ist. Als Auslöser für die Ad-hoc-Publizitätspflicht kommt dabei dem Begriff der Insiderinformation im Sinne des § 13 WpHG eine Schlüsselrolle zu. 8

II. Insiderinformation

1. Konkrete Information

Eine Insiderinformation ist gemäß der gesetzlichen Definition (i) eine konkrete Information (ii) über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich (iii) auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren (oder auf die Insiderpapiere selbst) bezieht und die (iiii) geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. 9

Eine „konkrete Information“ nach der Diktion des WpHG unterscheidet sich inhaltlich nicht von dem Begriff der „präzisen Information“ im Sinne der Richtlinie 2003/124/EG vom 22.12.2003 (Marktmissbrauchsrichtlinie).⁵ Nach der dortigen Definition ist eine Information dann als präzise anzusehen, (i) wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder (ii) bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden⁶ [...] und (iii) diese Information darüber hinaus spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen [...] auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt.⁷ Dasselbe gilt analog für ein einzelnes Ereignis. 10

Im Mittelpunkt der rechtlichen Diskussion stehen dabei die Fragen, ob auch Zwischenschritte konkrete Informationen sein können und welche Anforderungen an eine hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit zu stellen sind. Darüber hinaus ist ebenfalls umstritten, ob auch unwahre kurserhebliche einen Emittenten betreffende Tatsachenbehauptungen 11

3 Siehe hierzu *BaFin* Emittentenleitfaden, IV. 2.1, S. 48 ff.; Assmann/Schneider/Assmann § 15 Rn. 44 ff.; *Baulig* in Compliance, Rn. 898 ff.

4 § 15 Abs. 3 S. 4 WpHG i.V.m. § 8 Abs. 5 WpAIV.

5 Assmann/Schneider/Assmann § 13 Rn. 7 f.

6 Vgl. auch § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG.

7 ABl. EU Nr. L 339/70 vom 24.12.2003.

konkrete Informationen und damit Insiderinformationen im Sinne des § 13 WpHG sein können. Dies wird überwiegend bejaht, wenn die unwahre Aussage (i) Informationen über Umstände oder Ereignisse zum Gegenstand hat (ii) und sie, anders als ein Gerücht, mit Geltungsanspruch mitgeteilt wurde.⁸ Entscheidend sei allein, ob die Information zum Zeitpunkt ihrer Erlangung, wäre sie öffentlich bekannt geworden, als zutreffende Information angesehen worden wäre und geeignet gewesen wäre, den Kurs der betroffenen Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.⁹

2. Nicht öffentlich bekannt

- 12 Nicht öffentlich bekannt ist eine Insiderinformation, solange sie nicht einem breiten Anlegerpublikum und damit einer unbestimmten Zahl von Personen zugänglich ist. Erforderlich hierfür ist, dass die Insiderinformation einem breiten Anlegerpublikum zeitgleich, etwa durch ein allgemein zugängliches, elektronisches Informationsverbreitungssystem, zugänglich gemacht wurde. Eine Bekanntgabe der in Rede stehenden Information im Rahmen einer Pressekonferenz, einer Hauptversammlung oder über sog. „Newsboards“ genügt nicht dem Erfordernis der Information eines breiten Anlegerpublikums.¹⁰

3. Umstände, die sich auf den Emittenten oder das Insiderpapier selbst beziehen

- 13 Eine Insiderinformation muss sich lediglich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder das Insiderpapier selbst beziehen.¹¹ Eine Insiderinformation kann folglich auch dann vorliegen, wenn die preisbeeinflussenden Umstände nicht ausschließlich im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind oder sich nicht unmittelbar auf den Emittenten oder das Insiderpapier beziehen. Auch Emittenten nur mittelbar betreffende Umstände, wie z.B. Zinsbeschlüsse von Notenbanken, können bei erheblichem Kursbeeinflussungspotenzial daher Insiderinformationen sein.¹²
- 14 Die Legaldefinition für Insiderpapiere als Bezugspunkt für eine Insiderinformation findet sich in § 12 Abs. 1 WpHG. Dieser knüpft an den in § 2 Abs. 2b WpHG gesetzlich definierten Begriff der Finanzinstrumente an.¹³ Insiderpapiere sind nach der Legaldefinition des § 12 WpHG jedoch nur solche Finanzinstrumente, die an bestimmten in- und ausländischen Märkten zum Handel zugelassen sind. Im Rahmen der Ad-hoc-Publizität sind regelmäßig jedoch lediglich börsennotierte Aktien, Anleihen¹⁴ sowie Genussscheine¹⁵ relevant.

4. Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung

- 15 Die weiterhin erforderliche erhebliche Kursrelevanz der Information ist nach der Legaldefinition des § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Informationen bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.¹⁶

8 Assmann/Schneider/Assmann § 13 Rn. 12, 17 m.w.N.

9 Assmann/Schneider/Assmann § 13 Rn. 12 m.w.N.; KölnKomm-WpHG/Pawlik § 13 Rn. 17 ff.

10 BaFin Emittentenleitfaden, III. 2.1.2, S. 32.

11 Diese Alternative ist für § 15 WpHG nicht relevant, da sich die Insiderinformation auf den Emittenten beziehen muss.

12 BaFin Emittentenleitfaden, III. 2.1.3, S. 33.

13 BaFin Emittentenleitfaden III. 1.1, S. 27.

14 Siehe zur Ad-hoc-Publizität bei börsennotierten Anleihen: Kocher WM 2013, 1305 ff.

15 Siehe hierzu BaFin Emittentenleitfaden, IV. 2.2.5.2, S. 57.

16 § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG; auf den Maßstab des verständigen Anlegers wird im Zusammenhang mit der Insiderrelevanz von Zwischenschritten eingegangen.

Die BaFin gibt in ihrem Emittentenleitfaden eine zweistufige Prüfung der Kurserheblichkeit wie folgt vor:¹⁷ Zunächst ist zu ermitteln, ob der Umstand für sich allein betrachtet (ex ante) nach allgemeiner Erfahrung ein erhebliches Preisbeeinflussungspotenzial haben kann. Beispielhaft werden folgende Sachverhalte aufgeführt:¹⁸

- Veräußerung von Kerngeschäftsfeldern, Rückzug aus oder Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern,
- Verschmelzungsverträge, Eingliederungen, Ausgliederungen, Umwandlungen, Spaltungen sowie andere wesentliche Strukturmaßnahmen,
- Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträge,
- Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen,
- Übernahme- und Abfindungs-/Kaufangebote,
- Kapitalmaßnahmen (inkl. Kapitalberichtigung),
- wesentliche Änderung der Ergebnisse der Jahresabschlüsse oder Zwischenberichte gegenüber früheren Ergebnissen oder Marktprognosen,
- wesentliche Änderung des Dividendensatzes,
- bevorstehende Zahlungseinstellung/Überschuldung, Verlust nach § 92 AktG kurzfristige Kündigung wesentlicher Kreditlinien,
- Verdacht auf Bilanzmanipulation, Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschluss-testats durch den Wirtschaftsprüfer,
- erhebliche außerordentliche Aufwendungen (z.B. nach Großschäden oder Aufdeckung krimineller Machenschaften) oder erhebliche außerordentliche Erträge,
- Ausfall wesentlicher Schuldner,
- Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse (einschließlich Kooperationsabkommen),
- Restrukturierungsmaßnahmen mit erheblichen Auswirkungen auf die künftige Geschäftstätigkeit,
- bedeutende Erfindungen, Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger (aktiver/passiver) Lizenzen,
- maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle,
- Rechtstreitigkeiten von besonderer Bedeutung,
- überraschende Veränderungen in Schlüsselpositionen des Unternehmens (z.B. Vorstandsvorsitzender, Aufsichtsratsvorsitzender, überraschender Ausstieg des Unternehmensgründers),
- überraschender Wechsel des Wirtschaftsprüfers,
- Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung zum organisierten Markt, wenn nicht noch an einem anderen inländischen organisierten Markt eine Zulassung aufrecht erhalten wird,
- Lohnsenkungen oder Lohnerhöhungen, die nur den Emittenten betreffen,
- Beschlussfassung des Vorstandes, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen.

In den vorstehenden Fällen ist nach Auffassung der BaFin in der Regel eine erhebliche Kursrelevanz indiziert. **17**

Zur Beurteilung der konkreten Ad-hoc-Publizitätspflicht sind jedoch dann noch die konkreten Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen, die das Preisbeeinflussungspotenzial vermindern können. Eine erhebliche Preisrelevanz scheidet beispielsweise bei einer Unternehmensübernahme für die Aktie des Erwerbers aus, wenn die Übernahme lediglich die marginale Erweiterung eines bereits bestehenden Geschäftsfeldes darstellt und damit für ihn nicht bedeutend ist. **18**

¹⁷ BaFin Emittentenleitfaden, III. 2.1.4, S. 34.

¹⁸ BaFin Emittentenleitfaden, IV. 2.2.4, S. 56.

III. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten

- 19 Eine Ad-hoc-Publizitätspflicht löst nur eine solche konkrete bzw. präzise (Insider-)Information aus, die den Emittenten unmittelbar betrifft. Das ist insbesondere der Fall, wenn sich die Information auf Umstände bezieht, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind (§ 15 Abs. 1 S. 3 WpHG).
- 20 Auch von außen kommende Sachverhalte, die nicht in der Sphäre des Emittenten ihren Ursprung haben, können ihn unmittelbar betreffen, wie z.B. die Information über ein bevorstehendes auf ihn bezogenes Übernahmeangebot oder die Mitteilung eines Großaktionärs über die Durchführung eines Squeeze-out-Verfahrens.¹⁹
- 21 Bei von außen kommenden Ereignissen, die unter Mitwirkung des betroffenen Emittenten entstehen, kann sich zudem die Frage stellen, ob als Anknüpfungspunkt für das Vorliegen einer Insiderinformation allein auf das exogene Ereignis abzustellen ist, oder ob auch bereits vorbereitende interne Maßnahmen bei dem Emittenten Anknüpfungspunkt für das Entstehen sein können. Diese Frage stellt sich beispielsweise, wenn Bankaufsichtsbehörden sog. Stresstests unter Mitwirkung der von ihnen beaufsichtigten Institute durchführen. So hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde European Banking Authority (EBA) Ende 2011 die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise auf die Eigenkapitalausstattung sowie die langfristigen Finanzierungsnotwendigkeiten der siebzig größten grenzüberschreitenden Banken im Europäischen Wirtschaftsraum erhoben. Die Ergebnisse betrafen die Emittenten unmittelbar und waren potenzielle Insiderinformationen, da sie, je nach ermittelter Kapitulücke, für die Aktien der betroffenen Banken erhebliche Kursrelevanz hatten. Diese Information hat ihren Ursprung außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten in der Sphäre der EBA. Daher entsteht die Ad-hoc-Publizitätspflicht grundsätzlich auch erst dann, wenn die EBA dem Emittenten das Stresstestergebnis mitteilt.²⁰
- 22 Wenn sich im Vorfeld der von der EBA angekündigten Veröffentlichung des endgültigen Ergebnisses des Stresstests jedoch aufgrund hausinterner Modellrechnungen einer Bank die Auffassung verfestigt, dass die EBA einen signifikant höheren Kapitalisierungsbedarf als bisher angenommen und öffentlich bekannt ermitteln wird, stellt sich die Frage, ob eine Insiderinformation bereits mit Abschluss der hausinternen Simulationen vorliegt. Dies dürfte zu verneinen sein, weil erst die externe EBA als Herrin des Verfahrens die Kapitulücke verbindlich feststellt.²¹

19 *BaFin* Emittentenleitfaden, IV. 2.2.2 S. 53.

20 Veröffentlicht die EBA ihrerseits mit Erlaubnis des Emittenten die konkreten Zahlen des Instituts, sind diese mit einer Veröffentlichung durch die EBA öffentlich bekannt, so dass die Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert und eine diesbezügliche Ad-hoc-Publizitätspflicht der betroffenen Bank entfällt. Eine zusätzliche Ad-hoc-Publizitätspflicht kann sich jedoch aus den daraus abgeleiteten Kapitalmaßnahmen des Instituts ergeben.

21 Angenommen es handelte sich bereits bei dem Ergebnis der internen Simulation um eine Insiderinformation, wäre aus folgenden Gründen von dem Vorliegen der Selbstbefreiungsvoraussetzungen bis zur Mitteilung des offiziellen Ergebnisses durch die EBA auszugehen: Die endgültige Höhe der Kapitalisierungslücke steht auch nach Abschluss hausinterner Modellrechnungen noch nicht verlässlich fest, da es sich lediglich um Simulationen handelt und die EBA ihre Berechnungen regelmäßig unter Einholung zusätzlicher Angaben bei den Banken einer Plausibilitätsprüfung unterzieht. Die Institute haben jedoch, ebenso wie der Kapitalmarkt, ein berechtigtes Interesse, Kapitalmarktinformationen nur auf verlässlicher Basis zu veröffentlichen und daher das letztendliche EBA-Ergebnis ihrer Ad-hoc-Veröffentlichung zu Grunde zu legen. Dementsprechend waren die betroffenen Banken durch die BaFin in Bezug auf die vorläufig von der EBA ermittelten Zahlen aufgefordert, die mit der EBA abgestimmten Daten und nicht das Ergebnis hausinterne Berechnungen zu kommunizieren.

IV. Dementi unwahrer Insiderinformationen durch Ad-hoc-Mitteilung

1. Verpflichtendes Dementi

Veröffentlicht ein Dritter eine kurserhebliche unwahre Aussage in den Medien,²² die einen Ad-hoc-Pflichtigen Emittenten betrifft, stellt sich die Frage, ob der Emittent verpflichtet ist, ein Dementi in Form einer Ad-hoc-Mitteilung abzugeben. Mit Veröffentlichung einer kurserheblichen unwahren Aussage in den Medien würde zwar deren Charakter als Insiderinformation entfallen, da sie nunmehr öffentlich bekannt wäre. Es stellt sich jedoch die Frage, ob der von einer solchen Falschmeldung, z.B. über eine vermeintlich bevorstehende Fusion, betroffene Emittent gezwungen ist, ein Dementi in Form einer Ad-hoc-Mitteilung abzugeben.²³ **23**

Konsequenterweise wäre dies unter Zugrundelegung der vorgenannten Auffassung²⁴, die auch unwahren kurserheblichen Tatsachenbehauptungen die Qualität von Insiderinformationen beisimmt, zu bejahen. Durch die unzutreffende Information entsteht bei dem Emittenten eine konkrete Information dergestalt, dass es sich um eine Falschmeldung handelt, da tatsächlich keine Fusion bevorsteht. Im Falle eines öffentlichen Bekanntwerdens dieses Umstands ist von einer erheblichen Gegenreaktion des Aktienkurses auszugehen, so dass die Information ihrerseits ebenfalls als erheblich kursrelevant zu qualifizieren wäre. Damit läge beim Emittenten eine Insiderinformation vor, so dass die Voraussetzungen der Publizitätspflicht insofern tatbestandlich erfüllt wären. **24**

Gegen die Annahme eines ad-hoc-publizitätspflichtigen Dementis spricht jedoch die Erwägung, dass Dritte durch gezielte Falschmeldungen Ad-hoc-Mitteilungen des Emittenten provozieren könnten. Eine solche Fremdsteuerung des Emittenten durch die Verbreitung unwahrer Informationen entspricht jedoch nicht dem Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität. § 15 Abs. 2 S. 2 WpHG sieht lediglich eine Berichtigung unwahrer Informationen durch eine Ad-hoc-Veröffentlichung des Emittenten vor, wenn dieser selbst zuvor die unzutreffende Information durch Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht hat. Auch nach Ansicht der BaFin ist ein Emittent nicht zu einem Dementi von Falschmeldungen verpflichtet, wenn diese nicht durch ihn per Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht wurde. Dies ergibt sich aus der Aussage der BaFin, dass der Emittent Markterwartungen, die durch eine von dritter Seite vorgenommene Veröffentlichung unzutreffender Geschäftsergebnisse hervorgerufen werden, nicht korrigieren muss.²⁵ Dogmatisch lässt sich dies damit begründen, dass der Emittent durch die Falschmeldung eines Dritten nicht im rechtlichen Sinne unmittelbar betroffen ist, da die Information nicht aus seinem Herrschaftsbereich stammt. Es ist nicht Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht unwahre Tatsachenbehauptungen Dritter zu verbreiten, sondern die Marktteilnehmer zutreffend über den Emittenten zu informieren. Folglich kann der Emittent auch nicht zu einem „actus contrarius“ im Sinne eines Dementis einer durch einen Dritten verbreiteten unwahren kurserheblichen Tatsachenbehauptung durch Ad-hoc-Mitteilung verpflichtet sein. **25**

22 Auch über soziale Netzwerke, wie z.B. Twitter; vgl. FAZ vom 25.4.2013, „Schrecksekunden an der Wall Street – Börsenaufsicht ermittelt wegen Twitter-Falschmeldung und starker Kursausschläge“, 17.

23 Siehe Ad-hoc-Mitteilung der Deutschen Börse vom 25.2.2013, „Deutsche Börse AG nicht in Verhandlungen über Zusammenschluss“; abrufbar unter www.deutsche-boerse.com.

24 Siehe oben unter Rn 11.

25 BaFin Emittentenleitfaden, IV. 2.2.9.2., S. 60; abrufbar unter www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_090520_emittentenleitfaden_2009.html.

2. Optionales Dementi

- 26 Muss der Emittent im Ergebnis Falschmeldungen nicht durch Ad-hoc-Mitteilung dementieren, fragt sich jedoch, ob er ein aus seiner Sicht opportunes Dementi durch Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen darf. § 15 Abs. 2 WpHG sieht ein Veröffentlichungsverbot für Tatsachen vor, die die tatbestandlichen Voraussetzungen des § 15 Abs. 1 WpHG offensichtlich nicht erfüllen. Allerdings sprechen Praktikabilitätsabwägungen dafür, dem Emittenten aufgrund der Unbestimmtheit des Tatbestandes ein Ermessenspielraum bis zur Grenze der Rechtsmissbräuchlichkeit einzuräumen.²⁶ Die BaFin geht von einem solchen Missbrauch der Ad-hoc-Publizitätspflicht aus, wenn die Tatbestandsvoraussetzungen des § 15 WpHG offenkundig nicht vorliegen, da der Einsatz der Ad-hoc-Publizität nicht für Zwecke der Öffentlichkeitsarbeit vorgesehen ist und ein solches Publizitätsverhalten der (Bereichs-) Öffentlichkeit erschwert, die wirklich bedeutsamen Informationen schnell zu erkennen und zu verarbeiten.²⁷ Insbesondere dürfen Ad-hoc-Mitteilungen nicht zu Marketingzwecken missbraucht werden. In dem angeführten Beispielsfall einer Falschmeldung über eine bevorstehenden Fusion treffen die Erwägungen der BaFin zu missbräuchlichem Verhalten jedoch nicht zu, da der Emittent durch die Richtigstellung eine für die Anlageentscheidung der Investoren bedeutsame und daher kurserhebliche Information mitteilt. Die Nutzung der Ad-hoc-Publizität für ein Dementi erscheint vor diesem Hintergrund nicht als rechtsmissbräuchlich. Allerdings will ein solches Vorgehen gut überlegt sein, da nicht auszuschließen ist, dass der Emittent durch ein solches Dementi die Erwartung der Marktteilnehmer weckt, in Zukunft in vergleichbaren Fällen ebenso zu verfahren. Daher sollte der Emittent erwägen darauf hinzuweisen, dass die Marktteilnehmer nicht darauf vertrauen dürfen, dass er unwahre Aussagen oder Gerüchte auch künftig dementiert werde.

C. Umgang mit gestreckten Sachverhalten

I. Überblick

- 27 Umstritten ist die Behandlung zeitlich gestreckter Sachverhalte. Es handelt sich hierbei um Vorgänge, bei denen über mehrere Zwischenschritte ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll.²⁸ Beispiele sind Sachverhalte wie im Fall Schrempf und insbesondere Unternehmensübernahmen, die sich regelmäßig über den Abschluss eines Letter of Intent, einer Exklusivitätsvereinbarung, der Durchführung einer Due Diligence, weiteren Verhandlungen, einer grundsätzlichen Einigung, einer Vorstands- und ggf. Aufsichtsratsentscheidung bis hin zur Vertragsunterzeichnung verdichten.²⁹ Ein weiteres Beispiel ist die Ermittlung von Geschäftszahlen, die im Verlauf eines Prozesses bis zu ihrer Behandlung durch den Vorstand zunehmend verlässlicher hinsichtlich ihrer Aussagekraft werden.³⁰
- 28 Bei der Diskussion geht es zum einen um die Frage, ob auch diese Zwischenschritte isoliert betrachtet unter den Begriff der Insiderinformation subsumiert werden können, zum anderen um die Frage, welcher Maßstab bei der Beurteilung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit künftiger Ereignisse anzulegen ist.

26 Vgl. auch KölnKomm-WpHG/Versteegen § 15 Rn. 262.

27 BaFin Emittentenleitfaden, IV. 4.3. S. 70.

28 So die Definition in der ersten Vorlagefrage des BGH ZIP 2011, 72.

29 Kocher/Widder BB 2012; ausführlich und rechtsvergleichend zur Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen Krause/Brellocks AG 2013, 309 ff.

30 Siehe dazu Rn. 72.

II. Isolierte Betrachtung von Zwischenschritten

Während das OLG Frankfurt am Main³¹ im Fall Schrempp bereits der Äußerung der Rücktrittsabsicht durch den Vorstandsvorsitzenden gegenüber dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats Ad-hoc-Relevanz beimisst,³² stellt das OLG Stuttgart³³ darauf ab, wann der Aufsichtsratsbeschluss über das Ausscheiden hinreichend wahrscheinlich gewesen ist. Anders als das OLG Frankfurt sieht das OLG Stuttgart in der geäußerten Absicht des Vorstandsvorsitzenden, sein Amt niederlegen zu wollen, noch keine Insiderinformation. Nach Auffassung des OLG Stuttgart kommt es bei einem gestreckten Sachverhalt bzw. einem mehrstufigen Entscheidungsprozess allein auf die hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit des künftigen angestrebten Ereignisses an.³⁴ Im Ergebnis entsteht die Ad-hoc-Publizitätspflicht danach also deutlich später als nach der Auffassung des OLG Frankfurt, das bereits auf die Zwischenschritte abstellt.

Der zuvor dargestellte Meinungsstreit ist zwar aufgrund einer gegebenenfalls vorhandenen Selbstbefreiungsmöglichkeit nicht zwingend entscheidend für die Frage, zu welchem Zeitpunkt eine Ad-hoc-Veröffentlichung zu erfolgen hat. Allerdings hat er Auswirkung auf die Bestimmung des Zeitpunkts, wann die Insiderinformation vorliegt und damit die Ad-hoc-Publizitätspflicht entsteht. Darüber hinaus ist er erheblich für die Frage, ab wann sich der Emittent in der Selbstbefreiungsphase befindet bzw. ab wann er ggf. von seiner Selbstbefreiungsmöglichkeit Gebrauch machen muss.

III. Hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit

Auch über die Frage, ab wann der Eintritt eines zukünftigen Umstands hinreichend wahrscheinlich ist, besteht in Rechtsprechung und Literatur keine Einigkeit.

Die herrschende Meinung verlangt für eine hinreichende Wahrscheinlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG eine überwiegende d.h. eine Eintrittswahrscheinlichkeit von mindestens 50 % plus 1 %³⁵ und zum Teil deutlich darüber.³⁶ Danach muss der Eintritt eines Ereignisses zumindest näher liegen als sein Nichteintritt.³⁷ Nach anderer Auffassung ist die hinreichende Wahrscheinlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG als bewegliche Größe zu verstehen, bei der es nicht allein auf die Eintrittswahrscheinlichkeit ankommt, sondern zusätzlich die zu erwartenden Auswirkungen beim Emittenten zu berücksichtigen sind (Probability Magnitude Test).³⁸ Bei massiven Auswirkungen und entsprechend zu erwartenden Kursauschlägen, wie z.B. bei einer bedeutenden Übernahme, kann nach dieser Auffassung auch eine deutlich geringere als eine 50 %-Wahrscheinlichkeit ausreichen.

31 *OLG Frankfurt NZG 2009, 391 f.*; die Entscheidung ist in dem Rechtsmittelverfahren gegen die von der BaFin im Fall Schrempp verhängten Geldbuße wegen einer angeblich verspäteten Ad-hoc-Veröffentlichung ergangen.

32 *OLG Frankfurt NZG 2009, 392*; zustimmend *Mennicke NZG 2009, 1060*; *Klöhn NZG 2011, 166 ff.*

33 *OLG Stuttgart NZG 2009, 626 f.*; die Entscheidung erging in einem Musterverfahren nach dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) wegen Schadensersatzansprüchen gem. § 37b WpHG.

34 *OLG Stuttgart NZG 2009, 626 f.*; zustimmend *Gunßer NZG 2008, 856 f.*; *ders. ZBB 2011, 79*; *Nikolyczik GWR 2009, 264*; *ders. GWR 2009, 82.*; a.A. *Möllers NZG 2008, 331 f.*; *Mennicke NZG 2009, 1060*; vermittelnd *Fleischer NZG 2007, 407*.

35 *BGH ZIP 2008, 639* Leitsatz 2 sowie S. 641 Rn. 25; *OLG Stuttgart NZG 2009, 628*; *Leuring DStR 2008, 1289 f.*; *Assmann/Schneider/Assmann § 13 Rn. 25*.

36 *Assmann/Schneider/Assmann § 13 Rn. 25*.

37 *Kocher/Widder BB 2012, 2838*.

38 *Fleischer NZG 2007, 405 ff.*; *Klöhn NZG 2011, 166 ff.*; *BGH ZIP 2011 74 f.*; ablehnend *Widder GWR 2011, 1 ff.*; *Kocher/Widder BB 2012, 2839*.

IV. Beschluss des BGH vom 22.11.2010 zur Vorlage bei dem EuGH

33 Die vorgenannten Streitfragen hat der BGH dem EuGH wie folgt zur Entscheidung vorgelegt:³⁹

1. Ist bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem über mehrere Zwischenschritte ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, für die Anwendung von Art. 1 I der Richtlinie 2003/6/EG und Art. 1 I der Richtlinie 2003/124/EG nur darauf abzustellen, ob dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis als präzise Information nach diesen Richtlinienbestimmungen anzusehen ist und demgemäß zu prüfen ist, ob mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass dieser künftige Umstand oder das künftige Ereignis eintreten wird?

Oder können bei einem solchen zeitlich gestreckten Vorgang auch Zwischenschritte, die bereits existieren oder eingetreten sind und die mit der Verwirklichung des künftigen Umstands oder Ereignisses verknüpft sind, präzise Informationen im Sinn der genannten Richtlinienbestimmungen sein?

2. Verlangt hinreichende Wahrscheinlichkeit im Sinn von Art. 1 I der Richtlinie 2003/124/EG eine Wahrscheinlichkeitsbeurteilung mit überwiegender oder hoher Wahrscheinlichkeit? Oder ist unter Umständen, bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von ihrer zukünftigen Existenz ausgegangen werden kann oder Ereignissen, die mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten werden, zu verstehen, dass das Maß der Wahrscheinlichkeit vom Ausmaß der Auswirkungen auf den Emittenten abhängt und es bei hoher Eignung zur Kursbeeinflussung genügt, wenn der Eintritt des künftigen Umstands oder Ereignisses offen, aber nicht unwahrscheinlich ist?

34 Der BGH zweifelt u.a. aufgrund der Spector Entscheidung des EuGH⁴⁰ an einer an der Wahrscheinlichkeitsbeurteilung orientierten Auslegung, die mindestens eine überwiegende Wahrscheinlichkeit verlangt.⁴¹ Gemäß der vorgenannten EuGH-Entscheidung besteht ein enger Zusammenhang zwischen dem Verbot von Insidergeschäften und dem Begriff der Insiderinformation in Art. 1 I der Richtlinie 2003/124/EG. Das Prinzip der informationellen Chancengleichheit⁴² verlangt nach Auffassung des Gerichts, dass eine Insiderinformation einem Insider keine Vorteile verschaffen darf. Hierdurch soll im Ergebnis die Integrität der Finanzmärkte geschützt und das Vertrauen der Anleger in diese sichergestellt werden.⁴³ Der BGH konstatiert in seinem Vorlagebeschluss, dass auch wenn der Eintritt eines künftigen Ereignisses offen ist, ein Insider unter Umständen geringeren Marktrisiken ausgesetzt ist als ein Anleger, dem die bestehende Absicht bestimmte Umstände oder Ereignisse herbeizuführen nicht bekannt ist.⁴¹

39 *BGH ZIP* 2012, 72 ff.; ausführlich hierzu *Widder GWR* 2011, 1 ff.; *Kollmorgen BB* 2011, 526 ff.

40 *EuGH NZG* 2010, 107 („Spector“); nach der Entscheidung des EuGH ist zu vermuten, dass derjenige der in Kenntnis einer Insiderinformation mit den betroffenen Wertpapieren handelt, die Insiderinformation auch nutzt und damit gegen das Insiderverbot verstößt. Diese Vermutung kann jedoch von dem Handelnden widerlegt werden; siehe hierzu auch *Bussian WM* 2011, 8 ff.; *Nikoleyczik/Gubitz GWR* 2010, 159 ff.

41 *BGH ZIP* 2011, 72 H.

42 Ausführlich hierzu *Hupka EuZW* 2011, 863.

43 Erwägungsgründe 2, 12 der Richtlinie 2003/6/EG über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie).

V. Die Entscheidung des EuGH⁴⁴

Der EuGH hat am 28.6.2012 in einer mit Spannung erwarteten Entscheidung zu den ihm von dem BGH vorgelegten Fragen entschieden, dass **35**

1. bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, nicht nur dieser Umstand oder dieses Ereignis eine präzise (konkrete) Information im Sinne des Insiderrechts sein kann, sondern auch die mit der Verwirklichung des Umstands oder Ereignisses verknüpften Zwischenschritte dieses Vorgangs (hier die Kundgabe der Rücktrittsabsicht von Prof. Schrempf),
2. die Wendung „eine Reihe [von] Umstände[n] [...], bei denen [...] mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon [...] [ausgegangen werden] kann, dass sie in Zukunft existieren werden“, auf künftige Umstände oder Ereignisse abzielt, bei denen eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden. Diese Wahrscheinlichkeitsanforderung besteht unabhängig von dem Ausmaß der zu erwartenden Kurserheblichkeit.

Der EuGH hat mithin, wie zuvor schon das OLG Frankfurt, entschieden, dass bereits Zwischenschritte, die einem angestrebten Umstand bzw. Ereignis vorausgehen, eine Insiderinformation darstellen und damit die Ad-hoc-Publizitätspflicht auslösen können. Des Weiteren erteilt er der Auffassung des Generalanwaltes Mengozzi,⁴⁵ wonach es für die hinreichende Wahrscheinlichkeit ausreichen soll, dass der Eintritt der Information weder unmöglich noch unwahrscheinlich ist, sofern sie nur in hohem Maße kursrelevant ist (Probability Magnitude Test), aus rechtssicherheits- sowie systematischen Erwägungen eine Absage.⁴⁶ Die Aussagen des EuGH werden überwiegend dahingehend interpretiert, dass für eine hinreichende Wahrscheinlichkeit, wie bisher schon von der herrschenden Meinung vertreten, eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 50 + 1 % erforderlich ist.⁴⁷ Eine hohe Wahrscheinlichkeit muss demnach nicht vorliegen.⁴⁸ In der Praxis geht es dabei nicht um die (unmögliche) Bestimmung von präzisen Wahrscheinlichkeiten sondern um die Frage, ob der Eintritt eines Ereignisses wahrscheinlicher ist als sein Nichteintritt.⁴⁹ **36**

In Konsequenz seiner Auffassung, dass auch Zwischenschritte präzise bzw. konkrete Informationen sein können, stellt der EuGH in einem obiter dictum⁵⁰ zusätzlich fest, dass die mögliche Qualifikation von Zwischenschritten als Insiderinformationen nicht nur für bereits existierende Schritte gilt, sondern auch für solche, bei denen mit hinreichender Sicherheit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden.⁵¹ Diese Aussage steht, unter der Prämisse, dass auch Zwischenschritte präzise bzw. konkrete Infor-

44 *EuGH ZIP* 2012, 1282 mit Anm. *Schall ZIP* 2012, 1286 ff.; *Klöhn ZIP* 2012, 1885 ff.; dazu auch *Kocher/Widder BB* 2012, 2837 ff.; *Szesny GWR* 2012, 292; *Hitzer NZG* 2012, 860 ff.; *Mock ZBB* 2012, 286 ff.; *Wilsing/Gosslar DStR* 2012, 1709 ff.; *Möllers/Seidenschwann NJW* 2012, 2762 ff.; *Heider/Hirte GWR* 2012, 429 ff.

45 Ausführlich hierzu *Langenbacher BKR* 2012, 145 ff.; *Szesny GWR* 2012, 177.

46 *EuGH ZIP* 2012, 1285 Rn. 50 ff.; hierzu *Klöhn ZIP* 2012 1888.

47 *Hitzer NZG* 2012, 862; *Koch/Widder BB* 2012, 2838; *Schall ZIP* 2012, 1288; *Heider/Hirte GWR* 2012, 429; wohl auch *Klöhn ZIP* 2012, 1892; a.A. *Möllers/Seidenschwann NJW* 2012, 2764: „[...] zwischen der Untergrenze einer nicht wahrscheinlichen und der Obergrenze einer hohen Wahrscheinlichkeit bleibt nun Raum für die Konkretisierung des Begriffs der hinreichenden Wahrscheinlichkeit.“

48 *EuGH ZIP* 2012, 1285 Rn. 46.

49 *Mock ZBB* 2012, 289.

50 Vgl. *Hitzer NZG* 2012, 861 f.; kritisch *Kocher/Widder BB* 2012, 2839.

51 *EuGH ZIP* 2012, 1284 Rn. 38.

mationen sind, im Einklang mit § 13 Abs. 1 S. 3 WpHG, wonach auch zukünftige Informationen bei einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit ihres künftigen Eintretens konkrete Informationen sein können.

Offen lässt der EuGH jedoch, nach welchen Kriterien die Bestimmung der Kurserheblichkeit eines bestehenden bzw. künftigen Zwischenschritts zu erfolgen hat. Entsprechend uneinheitlich ist die Interpretation der EuGH-Entscheidung in der Literatur.

VI. Beschluss des BGH vom 23.4.2013⁵²

- 37 Der BGH hat nunmehr auf Basis der vorgenannten Entscheidung des EuGH im Fall Schrepp die Sache zur erneuten Verhandlung und Entscheidung an das OLG Stuttgart zurückverwiesen. Der BGH hat entschieden, dass bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, wie der Herbeiführung eines Aufsichtsratsbeschlusses über den Wechsel im Amt des Vorstandsvorsitzenden, jeder Zwischenschritt – auch bereits die Kundgabe der Absicht des amtierenden Vorstandsvorsitzenden gegenüber dem Aufsichtsratsvorsitzenden, vor Ablauf der Amtszeit aus dem Amt zu scheiden –, eine Insiderinformation über einen bereits eingetretenen, nicht öffentlich bekannten Umstand sein kann. Der BGH stellt des Weiteren fest, dass ein Zwischenschritt zudem eine Insiderinformation über einen künftigen Umstand – hier: Zustimmung des Aufsichtsrats oder Wechsel im Amt – sein kann, wenn nach den Regeln der allgemeinen Erfahrung eher mit dem Eintritt des künftigen Umstands als mit seinem Ausbleiben zu rechnen ist. Der BGH stellt ausdrücklich klar, dass die Wahrscheinlichkeit des Eintretens des künftigen Umstands nicht zusätzlich hoch sein muss.
- 38 Vor dem Hintergrund der Bestätigung der Entscheidung des EuGH durch den BGH wird die Relevanz der Auseinandersetzung mit der insiderrechtlichen Beurteilung von Zwischenschritten durch Emittenten unterstrichen.

VII. Erhebliche Kursrelevanz von Zwischenschritten

- 39 Sind Zwischenschritte potenziell insiderrelevant, liegt es nahe, die Beurteilung des Kurseinflussungspotenzials eng mit der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endergebnisses zu verknüpfen.⁵³
- 40 So hatte das OLG Stuttgart unter Berufung auf den Maßstab des verständigen Anlegers, auf den gemäß der gesetzlichen Definition des § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG abzustellen ist, Zwischenschritten generell eine erhebliche Kursrelevanz abgesprochen, sofern nicht zugleich der Eintritt des angestrebten Endzieles hinreichend wahrscheinlich ist. Das Gericht charakterisiert den verständigen Anleger als einen Investor, der seine Entscheidungen auf angemessener, also verlässlicher tatsächlicher Informationsgrundlage, aufmerksam und kritisch trifft. Rational handle der verständige Anleger auf dieser Grundlage, wenn er, im Unterschied zu einem spekulativen Anleger, seine Anlageentscheidung an der künftigen Ertragskraft des Emittenten auf der Basis verlässlicher Informationen orientiere. Da der verständige Anleger seine Anlageentscheidung lediglich auf verlässlichen Informationen gründet, berücksichtigt er nach der vorgenannten Auffassung keine Zwischenschritte eines Ereignisses, dessen Eintritt nicht bereits hinreichend wahrscheinlich ist.⁵⁴

52 *BGH WM* 2013, 1171 ff.

53 *Langenbacher BKR* 2012, 146.

54 *OLG Stuttgart NZG* 2009, 628.

Nach dem Schlussantrag des Generalanwalts Mengozzi vor dem EuGH beurteilt ein verständiger Anleger Ereignisse demgegenüber nach dem objektiven Kriterium der Vernünftigkeit, nicht in Verfolgung rein spekulativer Zwecke.⁵⁵ Die Verfolgung auch spekulativer Zwecke ist danach also nicht ausgeschlossen. Dies gilt auch für die Auffassung der BaFin. Danach berücksichtigt ein verständiger Anleger eine Information bei seiner Anlageentscheidung, wenn ein Kauf- oder Verkaufsanreiz gegeben ist und das Geschäft dem verständigen Anleger lohnend erscheint. Zu berücksichtigen ist dabei neben dem Zustand und der Entwicklung des Gesamtmarktes die Marktmenge und Volatilität des Papiers sowie allgemeine und branchenspezifische Kurstrends.⁵⁶ 41

Auch die Literatur erteilt der engen Auffassung des OLG Stuttgart überwiegend eine Absage.⁵⁷ Vor dem Hintergrund der EuGH-Rechtsprechung wird zum Teil vorgeschlagen, den von dem EuGH für die Bestimmung der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit abgelehnten Probability Magnitude Test jedenfalls für die Prüfung der Kurserheblichkeit heranzuziehen.⁵⁸ Danach würde ein verständiger Anleger auch Zwischenschritte bzw. bereits hinreichend wahrscheinliche Zwischenschritte bei entsprechend gravierender Bedeutung des noch unsicheren Endergebnisses bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen.⁵⁹ 42

Gegen diese Auffassungen wird jedoch zu Recht eingewendet, dass sie im Ergebnis das Tatbestandsmerkmal der erforderlichen hinreichenden Wahrscheinlichkeit quasi abschaffen.⁶⁰ Nahezu jeder Sachverhalt lässt sich in seiner Genese, wie zuvor bereits am Beispiel einer M&A Transaktion gezeigt, in beliebig viele Zwischenschritte zerlegen, von denen „[...] irgendeiner immer schon eingetreten sein wird [...]“⁶¹ oder dessen Eintreten zumindest hinreichend wahrscheinlich sein wird. Kocher/Widder messen einem Zwischenschritt daher nur dann die Qualität einer Insiderinformation bei, wenn er schon aus sich selbst heraus und ohne Rücksicht auf ein nachfolgendes weiteres Ereignis kurserheblich ist.⁶² Immer dann wenn die Kurserheblichkeit des Zwischenschritts entfallen würde, wenn die Marktteilnehmer ex ante wüssten, dass das angestrebte Endergebnis nicht eintritt, ist eine erhebliche Kursrelevanz des Zwischenschritts nur dann anzunehmen, wenn der Eintritt des Endergebnisses überwiegend wahrscheinlich ist.⁶³ 43

Für die Auffassung von Kocher/Widder spricht folgende Überlegung: Unterstellt ein Endergebnis wäre noch nicht hinreichend wahrscheinlich, jedoch im Falle seines Eintretens erheblich kursrelevant, dann würde das angestrebte Endergebnis gemäß der Entscheidung des EuGH, da es an einer präzisen bzw. konkreten Information mangelt, nicht als Insiderinformation zu qualifizieren sein. Wenn aber schon das angestrebte Endergebnis zum Zeitpunkt des Zwischenschritts noch nicht als Insiderinformation zu qualifizieren ist, muss dies erst recht für ein Zwischenergebnis zur Verwirklichung des angestrebten Endergebnisses gelten, sofern sich seine Kurserheblichkeit allein aus dem Endergebnis ableitet. Dies gilt für bereits existente Zwischenschritte und erst recht für nur hinreichend wahrscheinlich eintretende zukünftige Zwischenschritte. 44

55 Schlussantrag Rn. 71.; siehe unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62011CC0019:DE:HTML>.

56 *BaFin* Emittentenleitfaden, III. 2.1.4, S. 33; Assmann/Schneider/*Assmann* § 13 Rn. 58 f.

57 *Langenbucher BKR* 2012, 146 m.w.N.

58 *Klöhn ZIP* 2012, 1891; *Schall ZIP* 2012, 1288; *Hitzer NGZ* 2012, 862.

59 Ausführlich *Klöhn ZIP* 2012, 1886 f.

60 *Kocher/Widder BB* 2012, 2839.

61 So *Kocher/Widder BB* 2012, 2840, die jedoch als Gegenbeispiel für einen Zwischenschritt mit potenziell eigener Bedeutung behördliche Ermittlungen wegen erheblicher Compliance-Verstöße anführen; zustimmend wohl *Heider/Hirte GWR* 2012, 429.

62 *Kocher/Widder BB* 2012, 2840.

63 Ähnlich *Kocher/Widder BB* 2012, 2840.

- 45 Im Ergebnis dürfte die hier vertretene Auffassung darauf hinauslaufen, dass die von dem EuGH angestrebte Vorverlagerung der Insiderstrafbarkeit regelmäßig ausbleiben wird. Abhilfe könnte de lege ferenda durch eine Erweiterung des Begriffs der Insiderinformation unter teilweiser Aufgabe des Gleichlaufs von Insiderinformation und Ad-hoc-Publizitätspflicht geschaffen werden, wie von der Europäischen Kommission im Rahmen der Reform der Marktmissbrauchsrichtlinie vorgeschlagen.⁶⁴
- 46 Der BGH vertritt in seinem Beschluss vom 23.4.2013 die Auffassung, dass bei der Beurteilung der Kursrelevanz nicht allein darauf abzustellen ist, wie wahrscheinlich der Eintritt des künftigen Ereignisses ist, auf den der zu beurteilende Zwischenschritt hinweist. Ein Zwischenschritt werde unter Umständen auch aus anderen Gründen von einem Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung benutzt. So könne im Fall Schremp bereits die Absicht des Emittenten, die personelle Veränderung in der Leitung umzusetzen, bedeuten, dass er die von Schremp verfolgte Geschäftspolitik nicht oder nicht mit Nachdruck weiterverfolge.⁶⁵
- 47 Bei der Beurteilung von Zwischenschritten auf ihre Kursrelevanz sollte der Emittent demnach sorgfältig prüfen, ob spezifisch in dem jeweiligen Zwischenschritt liegende Aspekte für dessen Kurserheblichkeit, unabhängig von der Eintrittswahrscheinlichkeit des angestrebten Endergebnisses, sprechen.
- 48 Vor dem Hintergrund der skizzierten Ausdehnung des Begriffs der Insiderinformation durch EuGH und BGH auch auf Zwischenschritte dürfte ein Emittent nunmehr öfter bzw. zeitlich früher von der Selbstbefreiungsbefreiungsmöglichkeit gem. § 15 Abs. 3 WpHG Gebrauch machen, um Ad-hoc-Mitteilungen zur „Unzeit“ zu vermeiden. Allerdings sind die Anforderungen, die an eine wirksame Selbstbefreiung zu stellen sind ebenfalls umstritten. Im Folgenden werden daher die Voraussetzungen einer Selbstbefreiung näher beleuchtet.

D. Selbstbefreiung

I. Tatbestandliche Voraussetzungen

1. Überblick

- 49 Gem. § 15 Abs. 3 WpHG ist ein Emittent solange von der Ad-hoc-Publizitätspflicht befreit, wie es (i) der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, (ii) keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und (iii) er die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Die Veröffentlichung ist nach Ablauf des Befreiungszeitraumes unverzüglich vorzunehmen, wobei die Insiderinformation in ihrer zum Veröffentlichungszeitpunkt aktuellen Fassung zu publizieren ist.⁶⁶

2. Berechtigtes Interesse

- 50 Eine Selbstbefreiung setzt zunächst ein berechtigtes Interesse des Emittenten an dem Aufschub der unverzüglichen Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung voraus. Nach § 6 S. 1 WpAIV liegt ein berechtigtes Interesse des Emittenten vor, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarktes an einer

64 Siehe dazu unter Rn. 82 ff.

65 BGH WM 2013, 1175.

66 BaFin Emittentenleitfaden, IV. 3., S. 65.