

Ad-hoc- Kapitalmarktkommunikation bei fehlerhafter Finanzberichterstattung

Prof. Dr. Peter O. Mülbert

Rechtsfragen der
Kommunikation
fehlerhafter
Unternehmensabschlüsse



Wien, den 23. September 2022

Überblick

I. Finanzberichterstattung und Ad-hoc-Publizität

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

1. Tatbestandsvoraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

2. Arten und Rechtsfolgen von Fehlern der Finanzberichterstattung

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als Insiderinformation

4. Unklare Sach- und Rechtslage: Zeitpunkt der Ad-hoc-Pflichtigkeit

III. Aufschiebung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht

IV. Fazit

I. Finanzberichterstattung und Ad-hoc-Publizität

1. Finanzberichterstattung unter der Transparenzrichtlinie

- Finanzberichte als Terminus der Transparenz-RL 2004/109/EG (Art. 4-6)
- Zweck der Transparenz-RL: Abbau von Informationsasymmetrien im Interesse der Markteffizienz und des Anlegerschutzes (1. Erwägungsgrund S. 2-3)
- Wesentliche Neuerungen der Transparenz-RL mit Blick auf Finanzberichterstattung:
 - Teilweise Vereinheitlichung der bilanzrechtlichen Regelpublizität
 - insb. Erstreckung auf alle dem Anwendungsbereich der Transparenz-RL unterfallende Emittenten
 - Ergänzung um Bilanzzeit (Art. 4 Abs. 2 lit. c Transparenz-RL)
 - Halbjahres- und Zwischenberichtspflichten (Art. 5 Transparenz-RL und Art.6 Transparenz-RL a.F.)
 - Seit Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie 2013/50/EU keine verpflichtende Veröffentlichung von Zwischenberichten
 - Börsenbetreibern steht es aber frei, Quartalsberichte zu verlangen (siehe etwa § 53 BörsO FWB)

1. Finanzberichterstattung und Ad-hoc-Publizität

2. Gegenstände der Finanzberichterstattung

Offenlegung von

Jahresabschluss (bestehend aus Bilanz und GuV (§ 242 III HGB) und Anhang mit Erläuterungen und sonstigen Pflichtangaben (§§ 284 ff. HGB, § 160 AktG); bei kapitalmarktorientierter Kapitalgesellschaft (§ 264d HGB) ggf. Ergänzung um Kapitalflussrechnung und Eigenkapitalspiegel (§ 264 I 2 HGB)

Lagebericht (§ 289 HGB) mit ergänzenden Vorgaben für best. Aktiengesellschaften (§ 289a HGB) und **nichtfinanzieller Erklärung** (§§ 289b, 289c HGB) sowie **Erklärung zur Unternehmensführung** (§ 289f HGB)

Konzernabschluss und Konzernlagebericht (§ 290 HGB)

Erklärung gem. §§ 264 Abs. 2 Satz 3, 289 Abs. 1 Satz 5 (**Bilanzeid**)

Bescheinigung der Wirtschaftsprüferkammer über Eintragung des Abschlussprüfers

Halbjahresfinanzberichten gem. § 115 WpHG (bestehend aus verkürztem Abschluss/Konzernabschluss, Zwischenlagebericht, Bilanzeid // Abschlussprüfung nicht zwingend erforderlich)

Besondere Zahlungsberichtspflicht für Unternehmen des Rohstoffsektors (§ 116 WpHG; Ausgestaltung richtet sich nach §§ 341r-341w HGB)

I. Finanzberichterstattung und Ad-hoc-Publizität

2. Gegenstände der Finanzberichterstattung

- Inhalt der Finanzberichterstattung im Wesentlichen durch materielles Bilanzrecht bestimmt
 - Bilanzrechtliche Rechnungslegung, §§ 242 ff., 264 ff., 325 HGB
 - Durch unionsrechtliche Vorgaben der RL 2013/34/EU Bilanzrichtlinie und der VO EG Nr. 1606/2002 Rechnungslegungs-VO teilweise harmonisiert
 - Gilt auch für bilanzrechtlich nicht vorgesehenen Halbjahresfinanzbericht (§ 115 Abs. 3 S. 2 WpHG)
 - Zweck und Ausrichtung der bilanzrechtlichen Rechnungslegung aber deutlich von Zweck und Ausrichtung der Transparenz-RL zu unterscheiden
 - Bilanzrecht will Schaffung einer Informationsgrundlage für Aktionäre und Fremdkapitalgeber
 - Bilanzierungstraditionen divergieren deutlich:
 - UK und US-Tradition: aktuelle und potenzielle Gläubiger und Investoren sollen mit aussagekräftigen Informationen über den Zustand und die Aussichten des Unternehmens versorgt werden → true and fair view
 - Deutschland: Schutz der Gläubiger durch konservative Abschlüsse
 - Vorsichtsprinzip
 - » Annäherung durch Bilanz-RL/Rechnungslegungs-VO, aber Spielraum für tradierte Systeme der Mitgliedstaaten (lediglich Konzernabschluss zwingend nach IFRS, im Übrigen Wahlrecht nach Art. 5 VO EG Nr. 1606/2002, § 325 Abs. 2a HGB))

I. Finanzberichterstattung und Ad-hoc-Publizität

3. Zweispuriges System von Finanzberichterstattung und bilanzrechtlicher Regelpublizität in WpHG und HGB

Bilanzrechtliche Rechnungslegung, §§ 242 ff., 264 ff., 325 HGB

- **RL 2013/34/EU Bilanzrichtlinie und Art. 14 f) RL 2017/1132/EU (Gesellschaftsrechtsrichtlinie)**

Kapitalmarktrechtliche Finanzberichterstattung, §§ 114 ff. WpHG

- **Art. 4 ff., 21 RL 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie)**
- **Für Jahresfinanzbericht sind börsennotierte Kapitalgesellschaften, die bereits nach HGB veröffentlichen müssen, von den Vorgaben des § 114 Abs. 1 WpHG im Wesentlichen befreit**

I. Finanzberichterstattung und Ad-hoc-Publizität

4. Ad-hoc-Publizität gem. Art. 17 MarktmissbrauchsVO (Market Abuse Regulation – MAR)

- Anlassbezogene Publizität bei kursrelevanten Ereignissen
- Zweck: wie bei Finanzberichterstattung Markteffizienz, zusätzlich auch Prävention von Insiderhanden
 - Damit auch Ergänzung der regelmäßigen Finanzberichterstattung, da zwischen Regelberichten Preisbildung sonst nicht aktuell
- Vollharmonisierendes Unionsrecht: kein Spielraum mitgliedstaatlicher Gesetzgeber
- Anwendungsvoraussetzungen des Art. 17 I MAR im Überblick
 - Emittent iS des Art. 3 I Nr. 21 und des Art. 17 I UA 3 MAR
 - Insiderinformation iS des Art. 7 MAR
 - Insiderinformation muss Emittenten unmittelbar betreffen
 - Kein Aufschub (Selbstbefreiung) nach Art. 17 IV, V MAR

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

1. Tatbestandsvoraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

- Eine den Emittenten *unmittelbar* betreffende *Insiderinformation* muss unverzüglich veröffentlicht werden
- **Insiderinformation (Art. 7 Abs. 1 lit. a MAR)**
 - Präzise Information
 - Unmittelbarer (oder mittelbarer) Emittentenbezug
 - Nicht öffentlich bekannt
 - Erhebliches Kursbeeinflussungspotential
 - Maßgeblich ist Sicht eines „verständigen Anlegers“
 - Würde dieser die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen? (Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR)

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

2. Arten und Rechtsfolgen von Fehlern der Finanzberichterstattung

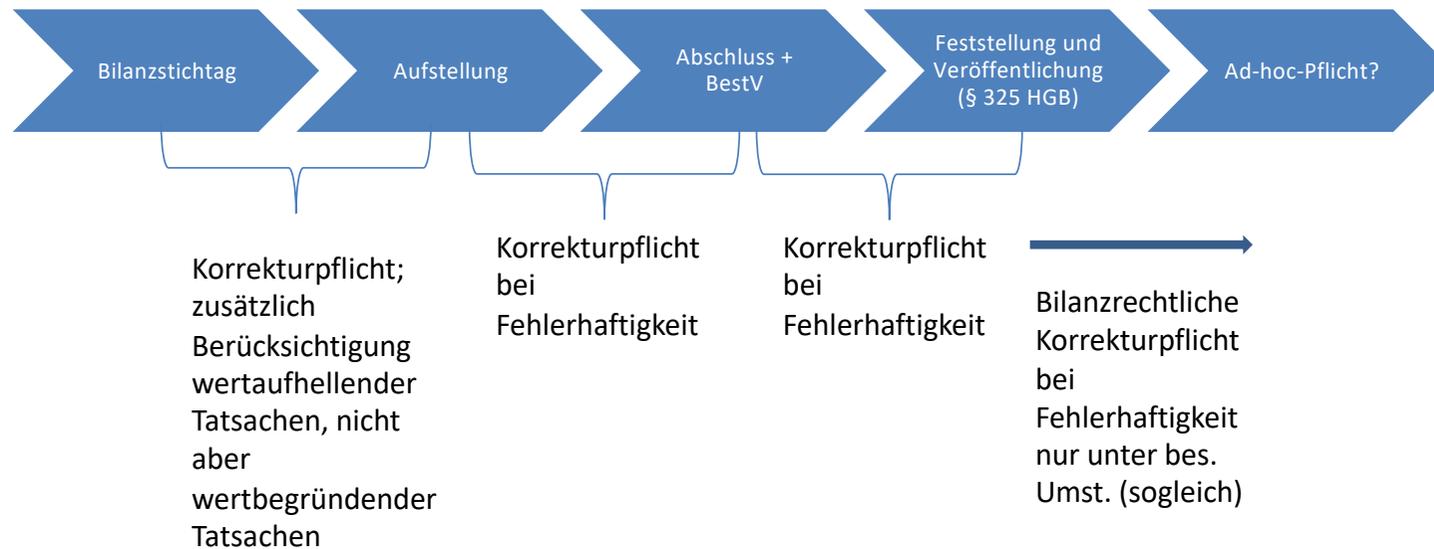
Arten von Fehlern festgestellter Jahresabschlüsse und Konzernabschlüsse

Formale Fehler / Gliederungsfehler	Inhaltsfehler	Verfahrensfehler
<ul style="list-style-type: none"> • Insb. §§ 265, 266, 268–277 HGB • Zudem Berücksichtigung Formblätter (§ 330 HGB) 	<ul style="list-style-type: none"> • Fehlerhafter Ansatz (Aktivierung oder Passivierung); §§ 252 ff. HGB <ul style="list-style-type: none"> ➤ Verstoß muss obj. und subj. Vorliegen (Erkennbarkeit) • Fehlen von oder Fehler bei Anhang und Lagebericht bzw. wesentlicher Teile 	<ul style="list-style-type: none"> • Fehlen der Prüfung nach § 316 I, III HGB • unterbliebene Nachtragsprüfung (§ 316 III HGB) • Mindestanf. an Abschlussprüfung (insb. Bestätigungs-v.) • Ggf. Fehler bei Feststellung

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

2. Arten und Rechtsfolgen von Fehlern der Finanzberichterstattung

Zeitpunkt der Fehlerhaftigkeit



II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

2. Arten und Rechtsfolgen von Fehlern der Finanzberichterstattung

Bilanzrechtliche Rechtsfolgen von Fehlern für Jahresabschluss (und Konzernabschluss) nach Feststellung

Änderungs- und Korrekturpflicht	Nichtigkeit (§ 256 AktG)
<p>Bei fehlerhaftem aber nicht nichtigem Jahresabschluss (oder Konzernabschluss)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Wichtig: normativ-subjektiver Fehlerbegriff • Bilanzrechtliche Änderungspflicht grds. nur, wenn Fehler Generalnorm des § 264 Abs. 2 HGB verletzt (dann wird jedenfalls Jahresabschluss aber regelm. auch nichtig sein) • Ansonsten Korrektur im nächsten Abschluss, soweit Fehler fortwirken würde (diese stets erforderlich) <p>Bei fehlerhaftem Lagebericht regelmäßig keine Änderungs- oder Korrekturpflicht; soweit Fehler fortwirkt aber Korrektur im nächsten Lagebericht (anders zB ghM zu § 161 AktG)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Gilt nur für <u>Jahresabschlüsse</u> (Bilanz, GuV, Anhang und ggf. Kapitalflussrechnung u. Eigenkapitalpiegel), <u>nicht</u> für <u>Lagebericht</u> und auch nicht für <u>Konzernabschluss</u> <ul style="list-style-type: none"> • Schwere Inhaltsfehler und ausn. schwere formale Fehler (§256 Abs. 1 Nr. 1 und 4, Abs. 5 und 6 AktG) • Verfahrensfehler (§ 256 Abs. 1 Nr. 2 und 3 AktG) <p>→ nichtiger Abschluss muss – wenn Heilung nicht möglich – durch rechtswirksamen Jahresabschluss ersetzt werden</p>

- Bilanzrechtlich nicht geforderter Halbjahresfinanzbericht (§ 115 WHG) kennt kein eigenes Rechtsfolgenregime außer Bußgeldbewehrung (§ 120 Abs. 12 Nr. 5 WpHG) und – unter besonderen Umständen – zivilrechtliche Haftung

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

2. Arten und Rechtsfolgen von Fehlern der Finanzberichterstattung

- Fehlerhaftigkeit der Rechnungslegung:
 - maßgeblich ist ex ante Kenntnisstands des Bilanzerstellers → sog. **normativ-subjektiver Fehlerbegriff**
 - Bilanzrechtliche Fehlerhaftigkeit nur, wenn Verstoß gegen gesetzliche Vorschriften objektiv und auch subjektiv vorlag
 - für ordentliche Kaufleute muss Verstoß nach den zum Bilanzstichtag bestehenden Verhältnissen erkennbar gewesen sein
 - Bei rechtlichen Unsicherheiten: zugrunde gelegte Rechtsauffassung muss nachvollziehbar und vertretbar gewesen sein
- **Problem:** Auswirkungen im Rahmen der Ad-hoc-Publizität? (sogleich)

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

Bei fehlerhafter Finanzberichterstattung kommen mehrere Aspekte als Insiderinformation in Betracht (maßgeblich immer Zeitpunkt der Bewertung als Insiderinformation):

(1) Ursachen der Fehlerhaftigkeit

- Fehlerhafte Finanzberichterstattung als Complianceverstoß; insb. bei Bilanzmanipulation

(2) Formelle oder inhaltliche Fehlerhaftigkeit der Finanzberichte

- Insoweit ist (i) Art (formeller oder materieller), (ii) Schwere und – damit zusammenhängend – (iii) Rechtsfolge des Fehlers relevant

(3) Verfahrensaspekte, insbesondere Versagung des Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers

(4) Sonstige Umstände im Zusammenhang mit Rechnungslegung, insb. Prüfung durch BaFin gem. §§ 107-109 WpHG (autonomes deutsches Recht, eingeführt durch FISG)

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(1) Ursachen der Fehlerhaftigkeit als Insiderinformation

- Ursachen für Fehlerhaftigkeit vielfältig:



- Je stärker Fehlerhaftigkeit auf Governancemissständen oder sogar (strafrechtlich relevanten) Complianceverstößen beruht, desto eher wird Information erhebliches Kursbeeinflussungspotential aufweisen
- **Emittentenleitfaden**: Bereits Verdacht auf Bilanzmanipulation soll idR (!) erhebliches Kursbeeinflussungspotential zukommen
 - Problem: Verdachtsgrad (siehe unklare Sach- und Rechtslage)

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(2) Fehlerhaftigkeit der Finanzberichterstattung als solche

- Entscheidend allein Kursbeeinflussungspotential der Information
- Welche Informationen sind für verständigen Anleger maßgeblich?
 - **Fundamentalwertrelevanz**
- Maßgeblich damit, ob Abweichung zwischen in veröffentlichter Finanzberichterstattung dargestellter Sachlage und tatsächlich darzustellender Sachlage Auswirkungen auf Anlageentscheidung des verständigen Anlegers und damit auf cash flow Prognose hat
- Unmaßgeblich, ob Abweichung auch „echter“ Fehler im bilanzrechtlichen Sinne ist, ob also Verstoß für ordentliche Kaufleute nach den zum Bilanzstichtag bestehenden Verhältnissen erkennbar war
 - Vgl. unklare Sach- und Rechtslage

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(2) Fehlerhaftigkeit der Finanzberichterstattung als solche

Formale Fehler / Gliederungsfehler

- Regelmäßig kein Kursbeeinflussungspotential. Verständiger Anleger stützt Anlageentscheidung nicht auf Gliederungsfragen.
- Nur in Extremfällen anders, wenn formaler Fehler zugleich schwerwiegender Verstoß gegen § 243 Abs. 2 HGB → dann auch Nichtigkeit (siehe sogleich)

Inhaltsfehler

- Strukturell zu berücksichtigen, dass insb. Jahresabschluss (jedenfalls nach HGB) *vergangenheitsbezogen* ist
 - Kurserheblichkeit aus Sicht eines verständigen Anlegers ist dagegen zukunftsbezogen
- Daher: Inhaltsfehler der Finanzberichterstattung nicht ohne weiteres Insiderinformation
- Kurserheblichkeit kann vorliegen, wenn konkreter fehlerhafter Ansatz für Cash-Flow-Prognose von Bedeutung
 - **Sonderproblem:** Inhaltliche Fehler im Lagebericht, insbesondere bei nichtfinanzieller Erklärung (§§ 289b, 289c HGB) und Erklärung zur Unternehmensführung (§ 289f HGB)
 - Entscheidend Kurserheblichkeit dieser Aspekte → noch vieles ungeklärt

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(2) Fehlerhaftigkeit der Finanzberichterstattung als solche

Nichtigkeitsgründe i.S.d. § 256 Abs. 4 und 5 AktG

- regelmäßig erhebliches Kursbeeinflussungspotential
 - Einerseits, soweit formale oder inhaltliche Fehler Nichtigkeit begründen, müssen sie so schwer wiegen, dass Gesamtdarstellung **wesentlich** beeinträchtigt wird. Das wird dann idR auch Anlageentscheidung eines verständigen Anlegers beeinflussen
 - Im Übrigen zieht Nichtigkeit des Jahresabschlusses weitreichende Folgen rechtlicher und tatsächlicher (Reputationsverlust) Art nach sich, denen ebenfalls regelmäßig erhebliches Kursbeeinflussungspotential zukommt

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(3) Verfahrensaspekte, insbesondere fehlender bzw. versagter Bestätigungsvermerk

- Kurserheblichkeit resultiert nicht aus Verfahrensfehlerhaftigkeit als solcher, sondern regelmäßig aus Umständen, aufgrund derer es zu Verfahrensfehler gekommen ist
- Gilt insbesondere bei Versagung des Bestätigungsvermerks durch Abschlussprüfer:
 - erhebliches Kursbeeinflussungspotential in aller Regel (+), vgl. auch Emittentenleitfaden
 - Versagung des Bestätigungsvermerks nur bei schwerwiegenden Fehlern oder wenn Prüfungsurteil nicht abgegeben werden konnte
 - Aus Sicht eines verständigen Anlegers daher starkes Indiz, dass Complianceverstöße im Vorfeld der Rechnungslegung gegeben sind, die Rückschluss auf mangelhafte Governancestruktur zulassen
 - » Dies beeinflusst Anlageentscheidung und hat damit Kursrelevanz

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(4) Sonstige Umstände im Zusammenhang mit Rechnungslegung

- Anordnung einer Prüfung der Rechnungslegung durch BaFin (§ 107 WpHG):
 - erhebliches Kursbeeinflussungspotential auch insoweit wohl in aller Regel (+)
 - Jedenfalls soweit Prüfung aufgrund des Vorliegens „konkreter Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften“ erfolgt (§ 107 Abs. 1 S. 1 WpHG)
 - » Anders bei stichprobenartiger Prüfung (§ 107 Abs. 1 S. 3)
 - Qualität als Insiderinformation unabhängig davon, ob Emittent Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften bestreitet, Rechtmäßigkeit der Anordnung der BaFin in Zweifel zieht oder auch Rechtsmittel dagegen einlegt
 - » verständiger Anleger wird allein Tatsache, dass BaFin Prüfung *einleitet*, zur Grundlage seiner Anlageentscheidung machen, weil dies die Wahrscheinlichkeit dafür erhöht, dass schwerwiegende Complianceverstöße oder Fehler der Rechnungslegung vorliegen

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(4) Sonstige Umstände im Zusammenhang mit Rechnungslegung

- Veröffentlichung der Anordnung und ihrer Gründe durch BaFin (§ 107 Abs. 1 S. 6 WpHG)
 - Veröffentlichung der Anordnung und ihrer Gründe kann ihrerseits erhebliches Kursbeeinflussungspotential zukommen, jedenfalls sofern Emittent nicht bereits zuvor ad-hoc gegangen ist
 - Wird Emittent über bevorstehende Veröffentlichung informiert, müsste er dieser – sofern Anordnung nicht bereits bekannt gemacht wurde – zuvorkommen

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

(4) Sonstige Umstände im Zusammenhang mit Rechnungslegung

- Ergebnis der Prüfung der Rechnungslegung durch BaFin (§ 109 WpHG):
 - erhebliches Kursbeeinflussungspotential hängt vom konkreten Ergebnis der Prüfung und den Markterwartungen hinsichtlich des Ergebnisses ab, insbesondere soweit bereits Einleitung der Prüfung öffentlich bekannt
 - Jedenfalls soweit BaFin erhebliche Fehlerhaftigkeit feststellt, Kursbeeinflussungspotential (+)
 - Umgekehrt auch ggf. Kursbeeinflussungspotential (nach oben), wenn BaFin keine Beanstandungen hat
 - Qualität als Insiderinformation auch hier unabhängig davon, ob Emittent Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften bestreitet, Rechtmäßigkeit der Feststellungen der BaFin in Zweifel zieht oder auch Rechtsmittel dagegen einlegt

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

- Sonderproblem: Vorfeld der Versagung des Bestätigungsvermerks bzw. der Feststellung der Ergebnisse der Prüfung
 - Insoweit steht insbesondere die Ankündigung des Abschlussprüfers über die Versagung des Bestätigungsvermerks und Kommunikation mit der BaFin über mögliche Ergebnisse der Prüfung gem. § 109 WpHG in Rede (z.B. Übersendung des Entwurfs des Bescheids mit Gelegenheit zum Kommentar)
 - Hier Beurteilung eines Zwischenschritts
 - » Ausgangspunkt im Anschluss an EuGH und Art. 7 Abs. 3 MAR: jeder Zwischenschritt muss eigenständig auf seine Insiderinformationsqualität geprüft werden
 - » Umstritten aber, welche Rolle Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses spielt

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

3. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation

- » Richtigerweise ist im Rahmen der Kursrelevanz der Probability/Magnitude-Test anzuwenden
 - Ansonsten Sperrwirkung des – nach den Umständen eher unwahrscheinlichen – Endereignisses gegenüber den jeweiligen Zwischenschritten, was namentlich Art. 7 Abs. 2 S. 2 MAR zuwiderliefe
 - Zudem ist es auch in der Sache keineswegs geboten, Zwischenschritte von Art. 7 MAR auszunehmen
 - Es verbleibt Möglichkeit des Aufschubs gem. Art. 17 Abs. 4 MAR (sogleich)

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

4. Unklare Sach- und Rechtslage

(1) Unklare Sach- und Rechtslage im Zeitpunkt der Erstellung oder Feststellung des jeweiligen Finanzberichts

- Insoweit gilt, dass diese zwar Fehlerhaftigkeit im bilanzrechtlichen Sinne entfallen lassen kann (normativ-subjektiver Fehlerbegriff)
- Für Insiderinformationsqualität hat diese aber keine Bedeutung
- wenn objektive Fehlerhaftigkeit eine Korrektur etwa einer Bewertung im nächsten Finanzbericht erfordert, kommt Kursbeeinflussungspotential in Betracht
- „innere Systematik des Bilanzrechts“ gebietet keine andere Bewertung; vielmehr zwingt Schutzzweck der Ad-hoc-Publizität zur Veröffentlichung, wenn Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 1 MAR vorliegen (siehe Verhältnis von Ad-hoc- und Regelpublizität)

II. Fehlerhafte Finanzberichterstattung als ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

4. Unklare Sach- und Rechtslage

(2) Unklare Sach- und Rechtslage im Nachgang → Aufkommen eines Verdachts eines Fehlers bzw. Rechtsverstoßes

- Gleich, ob Verdacht aus Unklarheit über Tatsache oder als Verbindung von Unklarheiten über Tatsachen und Rechtsmeinungen resultiert, ist Existenz eines Verdachts eine dem Beweise zugängliche Tatsache
 - Vergleichbar der insiderrechtlichen Behandlung von Meinungen kann, je nachdem, wer den Verdacht hegt und welche tatsächlichen Erkenntnisse nach Art und Umfang ihm zugrunde liegen, Verdacht präzise Information darstellen
 - » Z.B. Nachricht eines Whistleblowers
 - Zudem kann Verdacht bereits kurserheblich sein, was allein davon abhängt, welche Auswirkungen für Anlageentscheidung des verständigen Anlegers zu erwarten sind

III. Aufschiebung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht

1. Berechtigtes Emittenteninteresse

- unverzügliche Bekanntgabe muss geeignet sein, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen
- Konkretisierung des „berechtigten Emittenteninteresses“ umstr.
 - Eigenständiges Emittenteninteresse oder Aktionärsinteresse (shareholder value)?
 - Bessere Argumente für zweiteres (Assmann, Klöhn/Schmolke u.a.)
 - Beurteilungsspielraum? (umstr.)
- Zu unterscheiden sind wiederum:
 - (1) Gründe, die zur Fehlerhaftigkeit geführt haben
 - Insoweit kann Aufschiebung bei unentdeckten Complianceverstößen im Ausgangspunkt im berechtigten Interesse des Emittenten liegen (wohl hM)
 - (2) Fehlerhaftigkeit als solche
 - Aufschiebung tendenziell nicht im berechtigten Interesse, weil und soweit jedenfalls Korrektur im folgenden Regelbericht erfolgen muss
 - Auch dann nicht, wenn Regelbericht in Kürze folgen würde

III. Aufschiebung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht

1. Berechtigtes Emittenteninteresse

- (3) Verfahrensaspekte, insb. Versagung des Bestätigungsvermerks des Abschlussprüfers
- Hier weitere Unterscheidung:
 - » Soweit Versagung bereits erfolgt, wird kein berechtigtes Interesse mehr am Aufschiebung bestehen
 - » Soweit Versagung erst angekündigt, kommt berechtigtes Interesse in Betracht
 - Dafür muss Emittent berechtigt davon ausgehen, dass „Endereignis“ noch abgewendet werden kann oder jedenfalls dessen Folgen abgemildert werden können und Veröffentlichung dieses Ziel beeinträchtigt werden könnte

III. Aufschiebung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht

1. Berechtigtes Emittenteninteresse

- (4) Sonstige Umstände im Zusammenhang mit Rechnungslegung, insb. Erlass des VA über Ergebnis der Prüfung gem. § 109 WpHG
- Auch hier, ähnlich wie unter (3) weitere Unterscheidung:
 - » Soweit Bescheid bereits erlassen, wird kein berechtigtes Interesse mehr am Aufschiebung bestehen
 - Zudem macht BaFin ohnehin festgestellten Fehler unter Nennung des betroffenen Unternehmens unverzüglich öffentlich bekannt (§ 109 Abs. 2 WpHG) → damit ohnehin keine Insiderinformation mehr
 - » Soweit noch Verhandlungen bzw. Kommunikation im Vorfeld der Einleitung des Prüfungsverfahrens laufen, kommt berechtigtes Interesse in Betracht
 - Dafür muss Emittent berechtigt davon ausgehen, dass „Endereignis“ noch abgewendet werden kann oder jedenfalls dessen Folgen abgemildert werden können und Veröffentlichung dieses Ziel beeinträchtigen könnte

III. Aufschieb von der Ad-hoc-Publizitätspflicht

2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit?

- Der Aufschieb der Offenlegung darf nicht geeignet sein, die Öffentlichkeit irrezuführen (Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 lit. b) MAR)
- Nach ESMA ist Irreführung insbesondere anzunehmen, wenn:
 - a) die Insiderinformationen sich wesentlich von einer früheren öffentlichen Ankündigung des Emittenten hinsichtlich des Gegenstands, auf den sich die Insiderinformationen beziehen, unterscheiden, oder
 - b) die Insiderinformationen die Tatsache betreffen, dass die finanziellen Ziele des Emittenten aller Wahrscheinlichkeit nach nicht erreicht werden, wobei diese Ziele zuvor öffentlich bekanntgegeben worden waren, oder
 - c) die Insiderinformationen im Gegensatz zu den Markterwartungen stehen, wobei diese Erwartungen auf Signalen beruhen, die der Emittent zuvor an den Markt gesendet hatte, zum Beispiel durch Interviews, Roadshows oder jede andere Art der vom Emittenten organisierten oder genehmigten Kommunikation

III. Aufschiebung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht

2. Keine Irreführung der Öffentlichkeit?

- Aufschiebung im Falle fehlerhafter Finanzberichterstattung, soweit Fehlerhaftigkeit als solche im Raume steht, wird idR ausscheiden
 - Anknüpfungspunkt der Insiderinformation ist insoweit gerade Abweichung zwischen dargestellter und tatsächlicher Sachlage
- Etwas anderes mag während Verdachts-/Aufklärungsphase gelten, wenn also noch tatsächliche oder rechtliche Unsicherheiten bestehen
 - Hier könnte Veröffentlichung ihrerseits Markt irreführen
- In Aufklärungsphase muss daher Aufschiebung möglich sein, wenn sonstige Voraussetzungen erfüllt sind

V. Fazit