

Börsenrechtstag 2019 - Innovation und Anlegerschutz

Ad-hoc Publizität nach MAR und Emittentenleitfaden: Fluch oder Segen?

***Bestandsaufnahme und Reformüberlegungen aus
Emittentenperspektive***

Dr. Michael Lappe

Dr. Andreas Meyer

15. November 2019

Diese Präsentation stellt die persönliche Auffassung der Referenten dar.



SYSTEMATIK UND AKTUELLE ENTWICKLUNGEN

Einführung

- Ad-hoc-Publizität als Teil des Insiderrechts
- Rechtsquellen der Ad-hoc-Publizität
- Zentraler Begriff der Insiderinformation
- Systematik der Ad-hoc-Publizität
- Veröffentlichungspflicht
- Sog. Selbstbefreiung

Rechtsprechung des EuGH mit Bedeutung für die Ad-hoc-Publizität

- Geltl ./.. Daimler
- Lafonta

Bedeutung der Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörden

- BaFin: Emittentenleitfaden, FAQs
- ESMA: Leitlinien, Q&A

Anstehende Reform

- Mandat der EU-Kommission an die ESMA
- Laufende Konsultation der ESMA

SCHWERPUNKTTHEMEN DER ANWENDUNGSPRAXIS

Begriff der Insiderinformation

- Verständiger Anleger, Kursrelevanz
- Gestreckte Sachverhalte
- Insbesondere M&A Transaktionen
- Prognosen und Geschäftszahlen
- Personalangelegenheiten

Aufschub bzw. Selbstbefreiung

- Berechtigtes Interesse
- Gremienentscheidungen, insbesondere bei Aufsichtsratszustimmung
- Organisations- und Verfahrenserfordernisse
- Umgang mit Gerüchten

AUSBLICK

Spannungsfelder und Herausforderungen

Petiten der Beratungspraxis

- ❖ *Einführung*
- ❖ *Rechtsprechung des EuGH mit Bedeutung für die Ad-hoc-Publizität*
- ❖ *Bedeutung der Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörden*
- ❖ *Anstehende Reform*

Ad-hoc-Publizität als Teil des Insiderrechts

- **Stellung der Ad-hoc-Publizität**
 - Keine eigenständige nationale Regelungssystematik
 - Einbettung im Europäischen Kapitalmarktrecht
 - Bestandteil des Schutzmechanismus „Insiderrecht“
- **Insiderrecht: Schutz der Integrität des Europäischen Kapitalmarkts**
 - Informationelle Chancengleichheit
 - Vertrauen in Kapitalmärkte
 - Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte
- **Insiderverbote**
 - Handelsverbot
 - Offenlegungsverbot
 - Empfehlungsverbot
- **Flankierende Gebote**
 - Führung von Insiderlisten
 - Meldung von Eigengeschäften von Führungskräften
 - Offenlegung von Insiderinformationen = **Ad-hoc-Publizität**

Rechtsquellen der Ad-hoc-Publizität

EU Level 1	Marktmissbrauchsverordnung („MAR“) Marktmissbrauchsrichtlinie („CRIM-MAD“)
EU Level 2	Durchführungsrichtlinien, -verordnungen, Delegierte Verordnungen
EU Level 3	ESMA-Leitlinien, ESMA Q&As
Nat. Recht	Umsetzung von Richtlinien (z.B. CRIM-MAD im WpHG mit 1. FiMaNoG, WpAV) Ansonsten keine nationale Gesetzgebungskompetenz
	BaFin-Emittentenleitfaden

- Zuständige Behörde zur Aufsicht über Ad-hoc-Pflichten: BaFin
- Abgrenzung Ad-hoc-Publizität zu
 - Finanzberichtspublizität
 - Übernahmerechtliche Publizität
 - Beteiligungstransparenz

Zentraler Begriff der Insiderinformation

- Artikel 7 Abs. 1 lit. a) MAR: Definition Insiderinformationen
 - Nicht öffentlich bekannt
 - Präzise
 - Emittenten oder Finanzinstrumente direkt oder indirekt betreffend (Art. 7 Abs. 1 lit. b und c MAR: Erweiterung)
 - Zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet
- Artikel 7 Abs. 2, 3 und 4 MAR: Konkretisierung von Tatbestandsmerkmalen
 - „präzise“: vernünftigerweise zu erwarten, hinreichend spezifisch
 - „Zwischenschritt bei gestrecktem Sachverhalt“: Erfüllung der Kriterien
 - „Eignung zur Kursbeeinflussung“: Grundlage der Anlageentscheidung eines verständigen Anlegers
- Einheitliche Definition in Artikel 7 MAR
 - Artikel 14 MAR: Verbot von Insidergeschäften und Offenlegungs- und Empfehlungsverbot
 - Artikel 17 MAR: Veröffentlichungsgebot
 - „Einstufiges Modell“: Gleichzeitiges Eingreifen von Verboten und Geboten

Systematik der Ad-hoc-Publizität

- **Doppelter Regelungszweck**
 - Chancengleichheit und Gleichbehandlung auf dem Kapitalmarkt durch Sicherstellung eines identischen Informationsstands aller Marktteilnehmer
 - Stärkung der Informations- und Allokationseffizienz des Kapitalmarkts
- **Systematik der Veröffentlichungspflicht auf Grundlage der einheitlichen Definition der Insiderinformationen in Art. 7 MAR**
 - Art. 17 (1) MAR: Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen
 - Art. 17 (4) MAR: Möglichkeit des Aufschubs der Veröffentlichungspflicht
- **Sanktionen: Bußgeld nach § 120 Abs. 15 Nr.9, Abs. 18 WpHG**
 - Natürliche Person: 1 Million Euro
 - Juristische Person: 2,5 Million Euro oder 2% Umsatz – der jeweils höherer Betrag
- **Zivilrechtliche Konsequenzen**
 - §§ 97, 98 WpHG
 - §§ 823 Abs. 2 , 826 BGB

Veröffentlichungspflicht

■ Adressaten

- Emittenten von Finanzinstrumenten am geregelten Markt
- MTF/OTF Emittenten nach Eigenantrag
- Vorstand: Organisationspflichten
 - Ad-hoc-Komitee
 - Dokumentation

■ Unmittelbare Betroffenheit

- Prinzip des cheapest cost avoider
 - Aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten
 - Hinreichende Individualisierung von, berechnete Erwartung an Emittenten
- CESR-Leitlinien, BaFin Emittentenleitfaden

■ Unverzögliche öffentliche Bekanntgabe

- Amtlich bestelltes System: z.B. DGAP
- Mitteilung vorab an BaFin und Geschäftsführung des Handelsplatzes
- Keine Vermarktung
- Bekanntgabe nach Offenlegung an Dritte

Sog. Selbstbefreiung

- **Aufschub der Veröffentlichung in eigener Verantwortung**
 - Anderenfalls werden berechnigte Interessen beeinträchtigt
 - Interessen der Aktionäre
 - Nachteil für Fundamentalwerte
 - Ausstehender Zustimmungsvorbehalt als berechtigtes Interesse
 - Aufschub ist nicht geeignet, die Öffentlichkeit irrezuführen
 - Geheimhaltung der Insiderinformation ist sichergestellt
 - Aufschubentscheidung unter Beteiligung des Vorstands
 - Dokumentation
 - Überwachung der Voraussetzungen für Selbstbefreiung
- **Darlegungs- und Beweislast bei Emittent**
- **Veröffentlichungspflicht**
 - Gerüchte
 - Entwurf der Mitteilung
 - Information der BaFin

Geltl ./ Daimler [EuGH NJW 2012, 2787]

■ Zwischenschritt als Insiderinformation

- Betrifft: zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll
 - Konkret: Wechsel des Vorstandsvorsitzenden (Fall Schrempp), relevant aber auch bei Unternehmenstransaktionen
- Eine Insiderinformation kann vorliegen bei
 - Einem zukünftigen Umstand oder Ereignis, das mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird
 - ✗ hohe Wahrscheinlichkeit nicht erforderlich
 - ✓ Es genügt, dass „tatsächlich erwartet werden kann, dass Umstand in Zukunft existieren oder eintreten wird“
 - BGH: Eintrittswahrscheinlichkeit > 50% („eher als nicht“) [BGH NJW 2013, 2114 – Geltl]
 - Aber: UK - realistische Erwartung ausreichend, d.h. auch weniger als 50%, [Hannam v. FCA]
 - ✗ Für den erforderliche Wahrscheinlichkeitsgrad kommt es auf das Ausmaß der Auswirkung des zukünftigen Umstands nicht an
 - Absage an die „probability / magnitude“ Theorie (so aber U.S. Supreme Court in Basic, Inc. v. Levinson)
 - Jedem Zwischenschritt dieses Vorgangs.
 - ⇒ Auf jeder Stufe des Vorgangs zu prüfen
 - ⇒ In Art. 7 (3) MAR aufgenommen

Lafonta [EuGH NJW 2015, 1663]

■ *Präzise Information*

- Damit eine Information als ausreichend „präzise“ gilt, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf den Preis des Instruments zu ziehen
- Kommt es nicht darauf an, ob man daraus ableiten kann,
 - dass sich die Information auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente in einer bestimmte Richtung (positiv oder negativ) auswirkt
 - wenn sie öffentlich bekannt wird.

ESMA

■ Leitlinien i.e.S.

- Stufe 3-Maßnahme nach Art. 16 VO Nr. 1095/2010 [ESMA-VO]
- Zur Schaffung von kohärenten, effizienten und wirksamen Aufsichtspraktiken und zur Sicherstellung einer gemeinsamen, einheitlichen und kohärenten Anwendung des Unionsrechts
- Nationale Aufsichtsbehörden grds. gebunden (comply or explain-Mechanismus)
- MAR: Leitlinien zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen
 - BaFin hat Einhaltung erklärt

■ Q&As

- Art. 29 Abs. 2 VO Nr. 1095/2010 [ESMA-VO]
- Instrument zur Förderung gemeinsamer Aufsichtskonzepte und –praktiken (Konvergenz)
- Kasuistische Aufzählung von Antworten zu praktischen Anwendungsfällen

■ Abschlussbericht zur Vorbereitung von Level II-Maßnahmen

- Art. 11ff. VO 1095/2010 [ESMA-VO]
- ESMA bereitet technische Standards zur Konkretisierung der Level I Gesetzgebung vor
- Basierend auf öffentlichen Anhörungen
- Abschlussbericht vergleichbar mit Gesetzesbegründung

BaFin

■ Emittentenleitfaden

- Letzte Fassung von 2013 (d.h. zu §§ 12ff. WpHG / MAD)
- 2019: Entwurf zu Modul C zur Anwendung der MAR

■ FAQs

- Ad-hoc-Publizität
- Insiderlisten
- Geschäfte von Führungskräften

Mandat der EU-Kommission an die ESMA

■ Vorbereitung der Reform und Überarbeitung der ESMA

- Art. 38 MAR: Kommission soll dem Parlament bis 3.7.2019 (!) über Anwendung der MAR und Überarbeitungsbedarf berichten, insbes.
 - Angemessenheit, gemeinsame Bestimmungen über Sanktionen
 - Angemessenheit des Begriffs der Insiderinformationen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch
- Mandat der Kommission an ESMA vom 20.3.2019: Bericht an die Kommission über
 - die in Art. 38 angesprochenen Themen
 - (u.a.) Wirksamkeit des Mechanismus zum Aufschub der Ad-hoc-Publizität

ESMA Konsultationspapier vom 3.10.2019

■ Verschiedene Themenblöcke

- Themen, die nach Art. 38 MAR zu überprüfen sind
- „Damit verbundene“ Themen, die darüber hinaus Gegenstand des Mandats der EU-Kommission sind
- „Damit verbundene Themen“, die durch die ESMA aufgeworfen werden

■ Fragestellungen mit Bezug zur Ad-hoc-Publizität

- Definition der Insiderinformation:
 - Fokus auf Bekämpfung von Insiderhandel (weniger auf Anwendungs- und Abgrenzungsprobleme)
- Aufschiebung der Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen:
 - Funktionsweise der Voraussetzungen für den Aufschiebung
 - Schwierigkeiten bei der Anwendung
 - Einführung von Mechanismen zur Identifizierung verdächtiger Aufträge und Transaktionen?
 - Zeitpunkt des Entstehens einer Insiderinformation
 - Einführung einer Berichtspflicht über einen Aufschiebung, auch wenn ohne Ad-hoc-Mitteilung die Insiderqualität erloschen ist

- ❖ Begriff der Insiderinformation
- ❖ Aufschan und Selbstbefreiung

Verständiger Anleger - Kursrelevanz

- Durchschnittlich börsenkundiger Anleger
 - Grad des Fachwissens
 - Gesamtschau
 - Bedeutung von Fundamentalwerten
 - Irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer?
- Ex-Ante-Prognose
 - Eignung unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit und sonstiger Marktvariablen objektiv-nachträglich festzustellen
 - Indizwirkung der tatsächlichen Kursentwicklung
 - Bewertungsverschulden: „Verfahrenshaftung mit Nachweislast“
- Erheblichkeit
 - Keine festen Schwellenwerte; stets Einzelfallprüfung
 - Unterscheidung Basiswert und Derivat
 - BaFin Emittentenleitfaden: „...solange die Kursreaktion einen kleinen, aber sicheren Gewinn erwarten lässt.“

Gestreckte Sachverhalte

■ Relevanter Sachverhalt

- Entwicklung von Ereignissen über einen Zeitraum
- Beispiele: Neue Strategien, Strukturmaßnahmen, Personalwechsel, Transaktionen
- Aufbau eines Ereignisses in Einzelschritten, Abfolge verschiedener Einzelereignisse

■ BaFin-Ansatz: Verfahrenshaftung mit Nachweispflicht

- Möglichst frühes Eingreifen der Insiderinformation
- Korrektiv: Selbstbefreiung
- Indirekter Zwang zur Geheimhaltung, Veröffentlichung ab Scheitern der Geheimhaltung

■ Insiderinformation im gestreckten Sachverhalt nach BaFin

- Entscheidungskriterium: Präzise Information
- Einzelschritt = Insiderinformation, wenn Eintrittswahrscheinlichkeit größer 50%
- Sperrwirkung der überwiegenden Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses?
- Einzelereignis = Insiderinformation, wenn eigenständig und unabhängig von Endergebnis bereits hinreichend präzise, um Kursbeeinflussungspotential zu beurteilen

Gestreckte Sachverhalte (Forts.)

- BaFin-Beispiele: Vorbereitungsstadien = Insiderinformation
 - „erstes Gespräch über unstrukturierte Eckpunkte“
 - Squeeze out-Entscheidung, selbst wenn Gegenleistung noch nicht feststeht
 - Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung, Term Sheet, Letter of Intent
 - Beauftragung einer Investmentbank mit Marktsondierung
- Praxiskritik an frühzeitiger Annahme einer Insiderinformation
 - Keine klaren Anhaltspunkte
 - Eingreifen sonstiger Insiderverbote: Konsequenzen für Unternehmensfinanzierung
 - Veröffentlichungspflicht bei Beendigung des Aufschubs nicht zu kontrollieren
- Probability/Magnitude-Ansatz der Literatur
 - Eintrittswahrscheinlichkeit relativ zu Bedeutung des Ereignisses
 - Vorhersehbarkeit
 - Praxistauglichkeit

M&A-Transaktionen

■ Vertraulichkeit der Anbahnung

- Offenlegungspflicht gegenüber Verhandlungspartner
- Unsicherheit über Zeitpunkt
- BaFin: bei Einschätzung der Wahrscheinlichkeit auch Abschlusswahrscheinlichkeit früherer Projekte zu berücksichtigen
 - Fragwürdig da M&A-Projekte kaum vergleichbar

■ Konsequenzen eines Aufschubbeschlusses

- Für Unternehmensfinanzierung
- Risiko von Medienspekulationen zur Ausforschung
- Auswirkungen auf Stellung des Verhandlungspartners unter ausländischem Kapitalmarktrecht

■ Praxis

- M&A-Transaktionen, die Kursbeeinflussungspotential nur bei Abschluss entwickeln: Insiderinformation erst bei 50% plus Eintrittswahrscheinlichkeit: Sperrwirkung des Endergebnisses
- Alle sonstigen Zwischenschritte nur dann hinreichend präzise, wenn eigenständiges Kursbeeinflussungspotential
- Beispiele
 - für Potential: Strategieänderung, besondere Finanzierungsumstände
 - fehlendes Potential: unter 50% Eintrittswahrscheinlichkeit bei sehr großer strategischer, aber nicht überraschender Transaktion

Prognosen und Geschäftszahlen

■ Prognosen

- Kursrelevanz von Prognosen bei Abweichung zur Markterwartung
- Insiderinformation bei Abweichen der Markterwartung von einer weiter aufrechterhaltenen Prognose?

■ Geschäftszahlen

- Vorläufige Zahlen als “präzise Information”
- Kursrelevanz bei wesentlicher Abweichung von relevanter Bezugsgröße: Prognose – Markterwartung – Vorjahreszahlen
- Problemfelder insbesondere:
 - Feststellung der Markterwartung (Consensus-schätzungen)
 - Verhältnis von Prognose zu Markterwartung
 - Gesamtschau

Personalangelegenheiten

- Personalangelegenheiten als potentielle Insiderinformation
 - Ausnahmesituation, i.d.R. nicht bei turnusmäßigem Wechsel
 - Organmitglieder in Schlüsselpositionen
 - CEO, i.d.R. nicht einfaches Vorstandsmitglied
 - Vorsitzender des Aufsichtsrats?
 - Nicht-Organmitglieder in besonderen Ausnahmefällen
- BaFin-Ansatz: frühzeitige Annahme einer Insiderinformation (im Vorfeld, als Zwischenschritt)
 - Abstellen auf vermeintliche Absichten, Beendigung einer Unsicherheit über zukünftige Führung
 - Folgen: Inhaltsleere Ad-Hoc-Meldungen z.B. zu anstehenden Terminen von Aufsichtsratssitzungen
 - Frühzeitige Veröffentlichung und aktienrechtliche Zuständigkeiten

Berechtigtes Interesse

- Interesse des Emittenten an der Geheimhaltung überwiegt Informationsinteresse des Kapitalmarkts (§ 6 WpAV)
 - so in der MAR nicht vorgesehen
 - U.U. Auslegung des Begriffs „berechtigt“
- Beispiele
 - Laufende Verhandlungen (EG 50 MAR), z.B. M&A, Refinanzierung
 - wenn Ergebnis oder normaler Ablauf von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt würden, insbesondere
 - starke und unmittelbare Gefährdung der finanziellen Überlebensfähigkeit des Emittenten
 - Beeinträchtigung der Interessen der Aktionäre (!) durch Vereitelung von Verhandlungen, die der langfristigen finanziellen Erholung dienen
 - § 6 Nr. 1 WpAV: Veröffentlichung gefährdet auch Interessen „der Anleger“
 - BaFin (EL Modul C):
 - Emittenteninteresse i.d.R. = Aktionärsinteresse

Berechtigtes Interesse – Beispiele (Forts.)

- Zustimmung eines (Aufsichts-) Organs des Emittenten (EG 50 MAR)
 - wenn nach der Struktur des Emittenten erforderlich und
 - Bekanntgabe vor Zustimmung die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum (!) gefährden würde
 - ESMA Leitlinien: Emittent muss für schnellstmögliche Entscheidung sorgen [CP noch: gleichtägig]
 - BaFin (EL Modul C): auch außerhalb turnusmäßiger Sitzungen, ggf. Ausschuss
 - *Herausforderungen in der Praxis: Sachgerechte Wahrnehmung der Aufgaben des Aufsichtsrates muss gewährleistet sein*
 - *Pflichtgemäße Prüfung des Beschlussgegenstands*
 - *Einholung sachkundigen Rates*
 - *Beratung im Gremium*
 - *Keine Präjudizierung durch vorzeitige Veröffentlichung*
- Produktentwicklung / Erfindung
 - wenn Rechte des geistigen Eigentums gefährdet
- Erwerb oder Veräußerung einer Beteiligung
 - Wenn Durchführung gefährdet
- Geschäft unterliegt Genehmigungserfordernis
 - Offenlegung gefährdet Erfüllung der Anforderungen

Keine Eignung zur Irreführung der Öffentlichkeit

- Nicht schon allein wegen Informationsungleichgewicht
 - Sonst wäre per se kein Aufschub möglich
- ESMA
 - Irreführung gegeben bei Abweichen von früheren Ankündigungen des Emittenten, insbesondere
 - Finanziellen Prognosen oder Zielen
 - Markterwartungen, die auf Signalen des Emittenten an den Markt beruhen
 - Problem: Abgrenzung von „Phantasie“ von Marktteilnehmern (z.B. Analysten)
- BaFin
 - Emittent darf aktiv keine Signale setzen , die zu der noch nicht veröffentlichten Insiderinformation im Widerspruch stehen

Emittent kann Geheimhaltung sicherstellen

■ Wie ist das bei (berechtigter) Weitergabe möglich?

- Art. 17 Abs. 8 MAR: bei Weitergabe muss Empfänger zur Verschwiegenheit verpflichtet sein
- BaFin: Emittent muss Einhaltung des „need to know“ Prinzips und Einrichtung von Informationshindernissen nachweisen

■ Auftreten von Gerüchten

- Art. 17 Abs. 7 Uabs. 2 MAR: bei Auftreten von präzisen Gerüchten:
 - Vermutung, dass Geheimhaltung nicht mehr sichergestellt
 - BaFin: Information lässt auf Informationsleck schließen
 - Herkunft des Gerüchts unerheblich, aber Streuen „diffuser“ Informationen unschädlich
 - *Keine Begrenzung auf Vertraulichkeitslücke im eigenen Herrschaftsbereich („Sphärentheorie“) mehr*
 - Abgrenzung schwierig, Kriterien unklar (Detailgrad? Seriosität der Quelle? Fehler?)
- ⇒ Emittent hat während der Selbstbefreiung faktisch keine Kontrolle mehr über die Kommunikationsstrategie

Organisations- und Verfahrenserfordernisse

■ Entscheidung über Aufschub

- Aktive Inanspruchnahme (Art. 17 Abs. 4 MAR: „kann auf eigene Verantwortung [...] aufschieben“)
 - Vorliegen der Voraussetzungen für den Aufschub reicht nicht aus
 - So auch ESMA Final Report (ESMA/2015/1455)
- BaFin: grds. Vorstand zuständig
 - Delegation an Gremium möglich, wenn dort mind. 1 VS-Mitglied mitwirkt
- Ausnahme: originäre AR-Zuständigkeit (insbes. Bestellung und Abberufung von VS-Mitgliedern)
 - Annexkompetenz des AR
 - Delegation an Ausschuss möglich
 - aber Verweis auf § 107 Abs. 3 AktG – keine Personalentscheidung durch Ausschuss
 - Wenig praktikabel
 - Ohnehin str. , da Aufschub selbst keine Personalentscheidung
 - Zuständigkeit für Veröffentlichung soll beim Vorstand bleiben
 - str. , da umständlich; Interessenkonflikt

Organisations- und Verfahrenserfordernisse (Forts.)

- Dokumentation der Vertraulichkeitsverpflichtung (Art. 17 Abs. 8 MAR)
- Wissensorganisation und Verfahrensvorkehrungen (BaFin, ESMA)
 - Identifikation, interne Weiterleitung, Aufklärung und Prüfung von Informationen
 - Abstellen auf positive Kenntnis des Vorstands reicht wohl nicht
 - Einholung von Expertenrat zulässig, aber kein Missbrauch
 - Zuständigkeits- und Vertretungsregelungen
 - Fertigung und Aktualisierung von Entwürfen, BaFin FAQ: „schnelle Freigabe“
 - Vorhalten von „Schatten-Ad-hoc-Mitteilung“
 - Vorsorgliche Abstimmung mit einzubindenden Fachabteilungen und ggf. Experten, um Möglichkeit der kurzfristigen Veröffentlichung sicherzustellen

Spannungsfelder und Herausforderungen

■ Begriff der Insiderinformation, insbesondere

- Begriff des verständigen Anlegers
- Überlagerung der Behandlung zukünftiger Umstände durch die Theorie der Zwischenschritte
- Behandlung von Prognosen und Zwischenergebnissen
- Unsicherheit bei (Fremd-) Derivaten

■ Beschränkungen der Selbstbefreiung, insbesondere

- bei erforderlicher Zustimmung des Aufsichtsrats
- bei Auftauchen von Gerüchten

Petiten der Beratungspraxis

■ Konkretisierung des Begriffs der Insiderinformation

- verständigen Anleger handelt **rational** und orientiert sich am **Fundamentalwert**
- **Sperrwirkung** der überwiegenden Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses bei Zwischenschritten, die ihre Kursrelevanz nur aus dem **Endereignis** ableiten
- Emittenten sind nur in Bezug auf ihre **eigenen Finanzinstrumente** ad-hoc-pflichtig

■ Erleichterung der Selbstbefreiung

- Sachgerechte **Entscheidungsfindung des Aufsichtsrats** auf informierter Grundlage gilt als berechtigtes Interesse des Emittenten
- Nur bei **präzisen Gerüchten aus der eigenen Sphäre** des Emittenten sollte angenommen werden, dass die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist
 - Indiz: Tatsachekern – Gerücht enthält wesentliche Parameter der Insiderinformation zutreffend
 - Keine wesentlichen Fehler enthalten
- In **Sanierungsfällen** sollte es nicht auf die Gewährleistung der Vertraulichkeit oder die Gefahr der Irreführung ankommen, wenn
 - durch vorzeitige Veröffentlichung die Existenz des Emittenten gefährdet ist, da hier
 - Überraschendes Interesse der Stakeholder des Emittenten (Aktionäre, Kreditgeber, Mitarbeiter) und der Allgemeinheit an der Sanierung besteht

Gesetzgebung

- Europäisches Recht (www.eur-lex.europa.eu/homepage.html)
 - Stufe 1
 - Verordnung 596/2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1
 - Stufe 2
 - Durchführungsverordnung 2016/1055: ITS hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschieb der Bekanntgabe von Insiderinformationen, ABl. EU Nr. L 173 v. 30.6.2016, S. 47

Gesetzgebung

– Deutsches Recht

- WpHG
 - § 26 WpHG: sog. Vorab-Übermittlung von Ad hoc-Mitteilungen an BaFin und Handelsplätze; Übermittlung an Unternehmensregister
- WpAV
 - § 3a WpAV: Art der Veröffentlichung
 - § 3b Sprache der Veröffentlichung
 - § 3c Mitteilung der Veröffentlichung an die BaFin
 - § 4 Inhalt der Veröffentlichung
 - § 6 Berechtigte Interessen für eine verzögerte Veröffentlichung
 - § 7 Mitteilung über den Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung nach Artikel 17 (4) MAR
 - § 8 Inhalt der Mitteilung an die BaFin und die Handelsplätze nach § 26 WpHG
 - § 9 Art und Form der Mitteilungen Mitteilung an die BaFin und die Handelsplätze nach § 26 WpHG

Publikationen der Aufsichtsbehörden

- ESMA (www.esma.europa.eu)
 - Final Report – Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455 v. 28.9.2015
 - MAR–Leitlinien „Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen“ (ESMA/2016/1478) v. 20.10.2016
 - Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR), Version 14 (ESMA 70–145–111) v. 29.3.2019
 - *Consultation Paper “MAR review report”, ESMA70–156–1459 v. 3.10.2019*
- CESR (www.esma.europa.eu)
 - Market Abuse Directive Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, (CESR/06–562b) v. 12.7.2007 – u.a. “Examples of Possible Inside Information Directly Concerning the Issuer”

Verlautbarungen der Aufsichtsbehörden (einschl. Entwürfe)

– BaFin (www.bafin.de)

- FAQ zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 MAR (Stand: 20.6.2017)
- Emittentenleitfaden, 4. Aufl. v. 22.7.2013
- *BaFin-Konsultation Nr. 14/2019: Entwurf Emittentenleitfaden Modul C – Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), Stand 01.07.2019*

Rechtsprechung

– EuGH

- *Grøngaard und Bang* – Rs. C-384/02 v. 22.11.2005 = NJW 2006, 133; NZG 2006, 60
- *Georgakis* – Rs. C-391/04 v. 10.5.2007 = NZG 2007, 749
- *Spector Photo Group* – Rs. C-45/08 v. 23.12.2009 = NZG 2010, 107
- *Geltl ././ Daimler* – Rs. C-19/11 v. 28.6.2012 = NJW 2012, 2787; NZG 2012, 784
- *Lafonta* – Rs. C-628/13 v. 11.3.2015 = NJW 2015, 1663; NZG 2015, 432

– BGH

- *Geltl ././ Daimler* – II ZB 7/09 v. 23.4.2013 = NJW 2013, 2114; NZG 2013, 708