

Aktuelle Aspekte der Ad-hoc-Publizität und des Market Sounding

Capital Markets & Takeover Conference
19.11.2019

Inhalt

- I. Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt**
- II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität**
- III. Marktsondierung**
- IV. Marktsondierung im Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität**
- V. Ausblick**

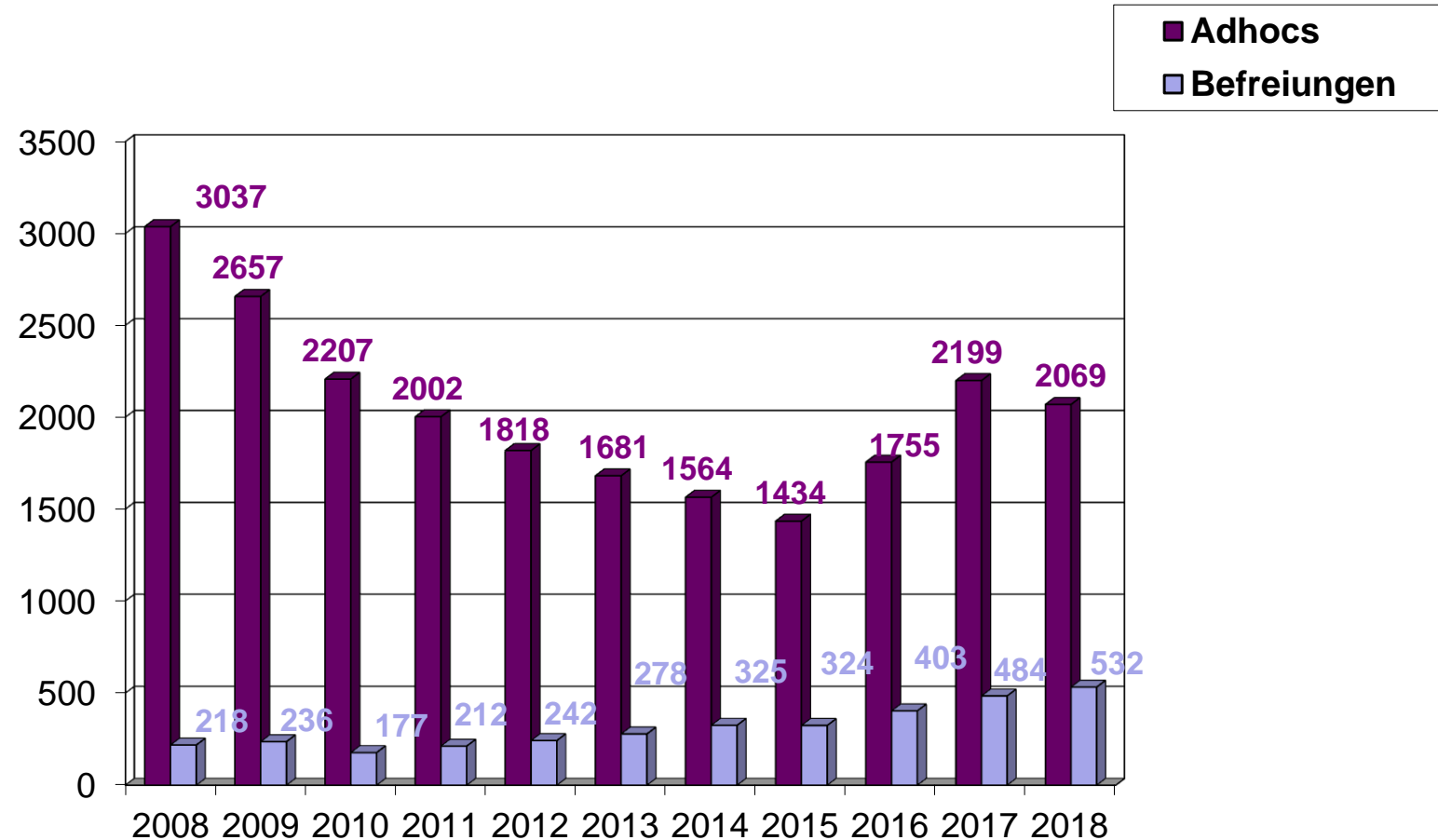
I. Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt

Das seit 1995 für alle Emittenten von Finanzinstrumenten bestehende Gebot der unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen soll

- unangemessene Börsen- oder Marktpreise verhindern und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts schützen,
- durch Transparenz die Chancengleichheit der Investoren an den Wertpapiermärkten gewährleisten,
- das Vertrauen der Anleger in das ordnungsgemäße Funktionieren der Kapitalmärkte stärken,
- präventiv gegen Insiderhandel wirken.

I. Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt

2008 bis 31.12.2018



II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

- Artikel 17 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung; MAR)
- § 26 Abs. 1 WpHG
- Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 zu technischen Mitteln für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschub der Bekanntmachung von Insiderinformationen
- Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 zur Bestimmung der zuständigen Behörde beim Aufschub
- ESMA-Leitlinien zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478)
- ESMA-Q&A (ESMA70-145-111)
- Leitfaden der BaFin für Emittenten, insbesondere zu: Insiderhandelsverbot, Ad-hoc-Publizität, FAQs der BaFin zu Art. 17 MAR

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Ad-hoc-pflichtige Emittenten

- Emittenten am geregelten Markt
- MTF-Emittenten, sofern sie eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem in einem Mitgliedstaat erhalten oder eine solche Zulassung für ihre Finanzinstrumente beantragt haben
- OTF-Emittenten, sofern sie eine Zulassung zum Handel auf einem organisierten Handelssystem in einem Mitgliedstaat erhalten haben

Finanzinstrumente

Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 in Verbindung mit Anhang I Abschnitt C der Verordnung (EU) 2014/65

Alle Arten von übertragbaren Wertpapieren sowie Geldmarktinstrumente, Schuldverschreibungen, Optionen, Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen usw.

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Definition der Insiderinformation

Art. 7 Abs. 1 MAR (insbesondere Buchstabe a):

„nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“

- führt zu Handelsverbot nach Art. 14 MAR
- Ad-hoc-Publizitätspflicht entsteht gemäß Art. 17 MAR aber nur bei
 - unmittelbarer Betroffenheit des Emittenten

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

1. Präzise Information

Legaldefinition in Art. 7 Abs. 2 MAR:

- eingetretene oder zukünftige Umstände/Ereignisse
 - Zukünftige Umstände/Ereignisse gelten dann als ausreichend präzise, wenn vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie in Zukunft gegeben sein bzw. eintreten werden
 - Kodifizierung des EuGH-Urteils C-19/11 vom 28.06.2012 (sog. Geltl-Urteil)
 - BaFin: überwiegende Wahrscheinlichkeit (50% + x).
- die Informationen müssen darüber spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse der Finanzinstrumente zuzulassen.

Nicht konkret in diesem Sinne sind im allgemeinen sog. Marktinformationen (z.B. Konjunkturdaten), d.h. Informationen über Marktverhältnisse, die für alle Marktteilnehmer gleich sind, auch wenn diese bestimmte Branchen oder Marktteilnehmer mehr als andere treffen sollten.

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

2. Nicht öffentlich bekannt:

Stichwort: Bereichsöffentlichkeit

3. Kursbeeinflussungspotenzial

**Art. 7 Abs. 4 MAR:
Informationen, die ein verständiger Anleger
wahrscheinlich als Grundlage seiner
Anlageentscheidung nutzen würde**

Besteht ein Kauf-/Verkaufsanreiz und erscheint
es dem verständigen Anleger lohnend?

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

3. Kursbeeinflussungspotenzial

- OLG Stuttgart, Beschluss vom 22.04.2009 (20 Kap 1/08 – Geltl):
- Erwägungsgrund 14 MAR

- BaFin

Verständiger Anleger berücksichtigt:

- Gesamttätigkeit des Emittenten
- Verlässlichkeit der Informationsquelle
- sonstige Marktvariablen, die das Finanzinstrument unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürften.

Er bezieht in seine Anlageentscheidung:

- Zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens
- weitere Faktoren, die – losgelöst von einer Änderung des Unternehmenswertes – auf den Kurs des Finanzinstrumentes einwirken können (z.B. Dividenden, Abfindungsangebot bei Squeeze-Out).

Ein Anleger reagiert insoweit auf alle ihm vorliegenden Informationen, die er vollständig und umfassend im Hinblick auf ihre Kursrelevanz bewertet hat; dies umfasst auch Erfahrungswerte.

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

4. Gestreckte Sachverhalte

Zwischenschritte bei gestreckten Sachverhalten als Insiderinformation

EuGH, Urt. vom 28.06.2012 – C 19/11 (Geltl)

Erwägungsgrund 17 MAR

Art. 7 Abs. 2, Satz 2, Abs. 3 MAR

Informationen in Zusammenhang mit einem Ereignis oder mehreren Umständen, die sich auf

– Stand von Vertragsverhandlungen

– von vorläufig in Vertragsverhandlungen vereinbarten Bedingungen

– die Möglichkeit der Platzierung von Finanzinstrumenten oder die vorläufigen Bedingungen hierfür beziehen.

Bei gestreckten Sachverhalten sind sowohl das (geplante) Endergebnis als zukünftiges Ereignis als auch die Zwischenschritte als bereits eingetretene Ereignisse auf ihren Insiderinformationsgehalt zu überprüfen.

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

4. Gestreckte Sachverhalte

Bewertung des Kursbeeinflussungspotenzials von Zwischenschritten:

1. Kursbeeinflussungspotenzial aus Zwischenschritt selbst?
2. Falls nicht oder nicht ausschließlich: Endergebnis ist zu berücksichtigen
 - Endergebnis gewichtig? Je bedeutender, desto eher ist das Kursbeeinflussungspotenzial des Zwischenschrittes zu bejahen.
 - Wahrscheinlichkeit des Endergebnisses? Je wahrscheinlicher, desto eher ist das Kursbeeinflussungspotenzial des Zwischenschrittes zu bejahen.
3. Daran anschließend: Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation muss nahelegen, dass ein verständiger Anleger bereits diesen Zwischenschritt für sich nutzen würde.
4. Eine Mindestwahrscheinlichkeit für das Endereignis, damit überhaupt ein Zwischenschritt als potenzielle Insiderinformation gewürdigt werden kann, ist nicht erforderlich (Art. 7 Abs. 3 MAR).

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Veröffentlichungspflichten gemäß Art. 17 Abs. 1

MAR:

Emittenten geben der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt.

Unmittelbare Betroffenheit:

- Die Information muss also den Emittenten selbst und nicht (nur) die von ihm emittierten Finanzinstrumente betreffen.
- Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf

Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind.

- Darüber hinaus können auch Insiderinformationen ad-hoc-publizitätspflichtig sein, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten eintreten („von außen“ kommende Umstände), z.B.:
- Erhalt eines Angebotes zur Übernahme
- Mitteilung des Großaktionärs über die Durchführung eines Squeeze-Out,
- Änderung der Aktionärsstruktur,
- sofern damit jeweils eine Restrukturierung, strategische Neuausrichtung oder Verschmelzung verbunden ist

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Veröffentlichungspflichten gemäß Art. 17 Abs. 1

MAR:

- **Unverzüglichkeit:**

Die Veröffentlichung hat unverzüglich, d.h. „ohne schuldhaftes Zögern“ zu erfolgen.

- Der Emittent ist unabhängig von den Börsenhandelszeiten, also auch nach Handelschluss und am Wochenende zur Veröffentlichung verpflichtet.
- Der Emittent hat alle organisatorischen Maßnahmen zu treffen, um das Veröffentlichungsprozedere unverzüglich einleiten zu können.

- Hierzu gehört u. a., dass bei vorhersehbaren Insiderinformationen Vorarbeiten geleistet werden, die eine zeitliche Verzögerung weitestgehend vermeiden wie z.B. die Fertigung von Entwürfen einer Ad-hoc-Mitteilung, die rechtzeitige Einberufung von Ad-hoc-Gremien sowie der ausreichende Einsatz von in der Veröffentlichung geschultem Personal.
- Der Emittent ist berechtigt und verpflichtet, Sachverhalte – ggf. mittels Rates von Experten – aufzuklären und deren mögliche Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage daraufhin zu prüfen, ob ein veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt.

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR

Ein Emittent oder ein Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate kann auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen für die Öffentlichkeit aufschieben, sofern sämtliche nachfolgenden Bedingungen erfüllt sind:

- die unverzügliche Offenlegung wäre geeignet die berechtigten Interessen des Emittenten oder Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate zu beeinträchtigen,
- die Aufschiebung der Offenlegung wäre nicht geeignet, die Öffentlichkeit irrezuführen,
- der Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate kann die Geheimhaltung dieser Informationen sicherstellen.
- Bei Wegfall der Vertraulichkeit / Auftauchen von ausreichend präzisen Gerüchten besteht unverzügliche Veröffentlichungspflicht, Art. 17 Abs. 7 MAR!

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Berechtigte Interessen i.S.d. Art. 17 Abs. 4 MAR

gemäß ESMA-Guidelines zum Aufschieben der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478 DE)

- Der Emittent führt Verhandlungen (z.B. über Fusionen oder Übernahmen, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte), deren Ergebnis durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich gefährdet würde.
- Die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten ist stark und unmittelbar gefährdet und die unverzügliche Bekanntgabe von Insiderinformationen würde die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre erheblich beeinträchtigen, indem der Abschluss der Verhandlungen gefährdet würde, die eigentlich zur Gewährleistung der finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind.
- Bei vom Geschäftsführungsorgan getroffenen Entscheidungen oder abgeschlossenen Verträgen, die der Zustimmung durch ein anderes Organ (außer HV) bedarf, um wirksam zu werden (sog. Gremienvorbehalt). Voraussetzungen:
 - Die unverzügliche Offenlegung dieser Informationen vor einer endgültigen Entscheidung würde die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden und
 - der Emittent hat dafür gesorgt, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird.

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Berechtigte Interessen i.S.d. Art. 17 Abs. 4 MAR

gemäß ESMA-Guidelines zum Aufschieben der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478 DE) Forts.:

- Der Emittent hat ein Produkt entwickelt oder eine Erfindung getätigt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Rechte des geistigen Eigentums des Emittenten gefährden.
- Der Emittent plant den Erwerb oder Verkauf einer wesentlichen Beteiligung an einem anderen Unternehmen, und die Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Durchführung dieses Plans gefährden.
- Ein zuvor angekündigtes Geschäft unterliegt der Genehmigung durch eine staatliche Behörde, wobei diese Genehmigung von weiteren Anforderungen abhängt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Anforderungen wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach auf die Fähigkeit des Emittenten, diese Anforderungen zu erfüllen, auswirken und somit den Erfolg des Geschäfts letztendlich verhindern.

II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

Zeitpunkt des Aufschubs:

→ Art. 4 der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055

- unmittelbar nach Entstehen der Insider-information anstelle unverzüglicher Veröffentlichung.
- Aufschub verlangt aktives Tun des Emittenten: Befreiungsbeschluss.
- schriftliche Begründung der individuellen Selbstbefreiung (auch bei Regelbeispielen).
- Pflicht zur fortlaufenden Kontrolle, ob die Bedingungen des Aufschubs noch erfüllt sind.

III. Marktsondierung

Art. 11 MAR

Übermittlung von Informationen im Vorfeld einer Kapitalmarkttransaktion an potenzielle Anleger, um das Interesse des Markts und damit die Erfolgsaussichten abschätzen oder die Attraktivität des eigenen Angebots bewerten zu können.

➤ Ausnahme vom Offenlegungsverbot

➤ Sinn und Zweck der Privilegierung:

Legitime Durchführung von Marktsondierungen, auch wenn der zugrundeliegende Sachverhalt Insiderinformationen enthält und die Sondierung folglich auch zur Offenlegung von Insiderinformationen und somit zu einem Verstoß gegen Art. 14 lit. c) MAR führen würde.

III. Marktsondierung

Awendungsbereich

- Emittenten
- Zweitanbieter eines Finanzinstruments
- Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate
- Dritter, der im Auftrag oder für Rechnung handelt
- Bieter im Rahmen von Übernahmen

Interaktionen zwischen Verkäufer von Finanzinstrumenten und potenziellen Anlegern

Beispiele:

Emission von Wertpapieren, Verkauf einer großen Menge von Wertpapieren (Block Trade), Übernahmen.

III. Marktsondierung

Pflichtenkatalog für die beteiligten Personen

- Art. 11 Abs. 3, 5-9 MAR
- Del. VO (EU) 2016/960 v. 17.05.2016
- DVO (EU) 2016/959 v. 17.05.2016
- MAR-Leitlinien, Personen, die Marktsondierungen erhalten, ESMA/2016/1477DE

Umfangreiche Verfahrensvorschriften in Bezug auf Prüfung, Zustimmungserfordernis, Aufklärung, Dokumentation, Aufzeichnung, Archivierung, Mitteilung (*Cleansing*).

Rechtsfolge: Ausnahme vom Offenlegungsverbot gemäß Art. 14 lit. c) MAR. Die Privilegierung nach Art. 11 MAR befreit die beteiligten Marktteilnehmer jedoch nicht vom Insiderhandelsverbot gemäß Art. 14 lit. a) MAR.

IV. Marktsondierung im Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität

Aufnahme bzw. Durchführung einer Marktsondierung als Zwischenschritt eines gestreckten Sachverhalts = Zwischenschritt-Insiderinformation?

- Zu Beginn einer Marktsondierung eher fernliegend
- Aber im Verlauf einer Marktsondierung durchaus denkbar, bspw. wenn Ankerinvestoren ihre Beteiligung an dem Geschäft verbindlich zusagen

Folge:

- Veröffentlichung der avisierten Transaktion (im unsicheren Zustand), Art. 17 Abs. 1 MAR
- Sinn und Zweck von Art. 11 MAR konterkariert, Art. 11 Abs. 4 MAR obsolet!

IV. Marktsondierung im Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität

Aufschub der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4, 5 MAR

Berechtigtes Interesse des Emittenten (+)

- Marktsondierungen in MAR-Leitlinien ESMA/2016/1478 nicht aufgeführt, jedoch Aufzählung „nicht erschöpfend“ und durchaus vergleichbare Konstellation
 - Art. 17 Abs. 8 Satz 2 MAR erlaubt in diesen Fällen ein Zurückhalten der Ad-Hoc-VÖ
- Die Durchführung der Marktsondierung rechtfertigt den Aufschub

IV. Marktsondierung im Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität

Wenn keine Zwischenschritt-Insiderinformation vorliegt, aber im Verlauf der Sondierung Insiderinformationen übermittelt werden

- Aufschub nach den gleichen Maßstäben

Aber sofern Insiderinformation vor Beginn der Marktsondierung entstanden ist, müsste der Emittent bereits vorher nach Art. 17 Abs. 4, 5 MAR rechtmäßig aufgeschoben haben.

Ende der Marktsondierung

- Ankündigung des Geschäfts mittels Ad-Hoc-VO, Art. 17 Abs. 1 bei Emittenten
- § 10 Abs. 3 Nr. 2 WpÜG bei Bieter
- In jedem Fall: Information an den Sondierten, *Cleansing*

V. Ausblick

Emittentenleitfaden der BaFin, Modul C – Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung

Stand: Konsultation des Entwurfs abgeschlossen

MAR-Review, Veröffentlichung des Entwurfs zur Konsultation bis zum 29.11.2019

u.a.:

Erweiterung der Definition Insiderinformation, Art. 7 MAR

- *pre-hedging*
- *Front running*

V. Ausblick

Ad-hoc-Publizität, Art. 17 MAR

- *Erweiterung des Anwendungsbereichs von Art. 17 Abs. 5 MAR*

Market Sounding, Art. 11 MAR

- *Konkretisierung der Definition Market Sounding, Ausschluss von bestimmten Transaktionen*
- *Erleichterung des Sounding-Verfahrens*
- *Statuierung der Verfahrensvorschriften als verpflichtend*
- *Einführung von Sanktionen bei Nichteinhaltung*
- *Statuierung der Regelung als echter Safe-Harbour*

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



Kontakt

Cosef Can

Referent, stv. Referatsleiter
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Referat WA 27 - Insiderüberwachung
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt am Main

Tel.: 0228/4108-4665
E-Mail: cosef.can@bafin.de
Web: www.bafin.de