



Ad-hoc-Mitteilungen und Aufschubbeschlüsse nach Marktmissbrauchsverordnung (MAR)

**Dr. Mirko Sickinger, LL.M.
25. November 2016**

Ad-hoc-Mitteilungen und Aufschubbeschlüsse nach Marktmissbrauchsverordnung (MAR)

Übersicht

I. Einführung

II. Fallgruppen

- Personalentscheidungen
- Zustimmungspflichtige Maßnahmen
- Finanzinformationen und Prognoseänderungen
- M&A Transaktionen

III. Fazit

I. Einführung

Rechtsquellen (1/3)

- Verordnung (EU) 596/2014 (im Folgenden „**MAR**“)
 - Kodifizierung der Rechtsprechung des EuGH („Geltl/Daimler“, „Lafonta“)
 - Art. 7 MAR enthält die Definition der Insiderinformation
 - Art. 17 MAR regelt die Ad-hoc-Publizitätspflichten und gilt direkt, d.h. Wegfall der entsprechenden Regelungen in § 15 WpHG a.F.

I. Einführung

Rechtsquellen (2/3)

- Delegierte Rechtsakte und Durchführungsrechtsakte
 - **Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055** vom 29. Juni 2016, die auf Entwurf der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) beruht: Festlegung von technischen Durchführungsstandards (ITS)
 - Art. 6 der **Delegierten Verordnung (EU) 2016/522** der Kommission vom 17. Dezember 2015: Festlegung der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde
 - **Leitlinien** der ESMA: inhaltliche Konkretisierungen der Ad-hoc-Publizitätspflichten
 - 28. Januar 2016: ESMA/2016/162 (im Folgenden „**Konsultationspapier**“)
 - 13. Juli 2016: ESMA/2016/1130 (im Folgenden „**Finaler Bericht**“)
 - 20. Oktober 2016: ESMA/2016/1478 (im Folgenden „**MAR-Leitlinien**“)

I. Einführung

Rechtsquellen (3/3)

- Deutsche Gesetze und Verordnungen
 - Anpassung an MAR durch
 - Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG, seit 2. Juli 2016 in Kraft)
 - Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz (2. FiMaNoG, in Arbeit)
 - WpHG regelt nur noch die Vorab-Informationspflichten (BaFin, Handelsplätze) und die Rechtsfolgen bei Verstößen
 - §§ 3a – 9 WpAIV (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung) bzgl. Art und Inhalt der Mitteilung, sofern nicht in EU-Verordnungen Abweichendes geregelt ist
- Verwaltungspraxis der BaFin
 - Insbesondere **BaFin FAQ zu Art. 17 MAR** (Stand: 21. Juli 2016)
 - **Emittentenleitfaden** (Stand 2013, d.h. bezieht sich noch auf WpHG a.F.)

I. Einführung

Ad-hoc-Mitteilungen (Art. 17 Abs. 1 MAR / § 15 WpHG a.F.)

■ Zweck: Offenlegung von Insiderinformationen

- zur Ergänzung der regelmäßigen
Transparenz) und
- Wahrung der informationellen

■ Was ist eine Insiderinformation?

- Nicht öffentlich bekannte präzise
- mittelbares Betroffensein genügt
- Kursrelevanz (ex-ante aus Sicht eines
verständigen Anlegers)

Realtime News	
21.09.16 12:40	DGAP-Ad-hoc: Snowbird AG Snowbird AG: Aufsichtsräte legen Mandat nieder
21.09.16 11:30	DGAP-Ad-hoc: Schneekoppe GmbH Schneekoppe GmbH: Störung behoben - Zinszahlung erfolgt heute
21.09.16 11:30	DGAP-Ad-hoc: MERKUR BANK KGaA MERKUR BANK will die Weichen für weiteres Wachstum im Immobili[...]
21.09.16 08:13	DGAP-Ad-hoc: Deutsche Konsum REIT-AG Die Deutsche Konsum REIT-AG plant die Begebung von Pflichtwand[...]
20.09.16 21:47	DGAP-Ad-hoc: Hydrotec Gesellschaft für Wasse[...] Hydrotec Gesellschaft für Wassertechnik AG: Gerichtsentcheid
20.09.16 18:15	DGAP-Ad-hoc: KTG Energie AG KTG Energie AG: Veränderungen im Vorstand und Aufsichtsrat
20.09.16 18:04	DGAP-Ad-hoc: Jenoptik AG Jenoptik AG: Vorstandsvorsitzender Dr. Michael Mertin wird sel[...]
20.09.16 18:00	EQS-Ad-hoc: AEVIS VICTORIA SA AEVIS VICTORIA SA gibt eine Anleihe von CHF 130 Millionen
20.09.16 18:00	EQS-Ad-hoc: AEVIS VICTORIA SA AEVIS VICTORIA SA gibt eine Anleihe von CHF 130 Millionen
20.09.16 18:00	EQS-Ad-hoc: AEVIS VICTORIA SA AEVIS VICTORIA SA gibt eine Anleihe von CHF 130 Millionen

I. Einführung

Aufschubbeschlüsse (Art. 17 Abs. 4 MAR / § 15 Abs. 3 WpHG a.F.)

- Zweck: Aufschiebung der Veröffentlichung zum Schutz **berechtigter Interessen des Emittenten**, z.B.
 - bei laufenden Verhandlungen,
 - mehrstufigen Entscheidungsprozessen
- Weitere Voraussetzungen:
 - Sicherstellung der Geheimhaltung der Insiderinformation
 - keine Irreführung der Öffentlichkeit durch Aufschiebung
- Veröffentlichungspflicht
 - Wegfall des berechtigten Interesses
 - Vertraulichkeit der Insiderinformation nicht mehr gewährleistet
 - Irreführung der Öffentlichkeit

I. Einführung

Einzelne Neuerungen durch MAR

- Ad-hoc Publizitätspflicht auch für **Freiverkehrsemittenten** (Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3 MAR)
- Informationen müssen **fünf Jahre** (bisher ein Monat) auf der Webseite des Unternehmens öffentlich zugänglich sein (Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR)
- Ende des Aufschubs der Veröffentlichung auch bei hinreichend präzisen **Gerüchten** (Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR), d.h. Vertraulichkeitslücke muss nicht aus Sphäre des Emittenten kommen (bisher war „Kein Kommentar“-Strategie durch BaFin gestattet)
- **Verschärfung der Sanktionen** bei Verstößen
 - Natürliche Personen bis EUR 1 Mio.
 - Juristische Personen bis EUR 2.5 Mio. oder 2 % des Gesamtumsatzes
 - Gewinnabschöpfung: bis zu dreifacher wirtschaftlicher Vorteil aus Verstoß
 - „*Naming and Shaming*“ (Bekanntmachung von Sanktionsentscheidungen)

I. Einführung

ESMA-Leitlinien und aktuelle Verwaltungspraxis der BaFin

- Obwohl die MAR in Deutschland bereits seit dem 2./3. Juli 2016 unmittelbar gilt, finden die MAR-Leitlinien erst ab dem 20. Dezember 2016 Anwendung (Finaler Bericht: 13. Juli 2016)
- Die BaFin darf bis zum 5. Dezember 2016 gegenüber der ESMA eine Abweichung von den MAR-Leitlinien erklären (vgl. MAR-Leitlinien, Abschnitt 4.2, Ziff. 6)
 - Laut BaFin keine Abweichung geplant, Stand: 2. November 2016
- Aktuelle Verwaltungspraxis der BaFin
 - Q&A zu Art. 17 MAR besteht aus insgesamt 19 Fragen und Antworten, davon nur fünf zu inhaltlichen Aspekten (Stand: 19. Juli 2016), d.h. kein Anspruch auf Vollständigkeit
 - Emittentenleitfaden (Stand: 2013; Überarbeitung erfolgt voraussichtlich erst 2017/2018)
 - Workshops der BaFin: Transparenzpflichten gemäß MAR (November/Dezember 2016)

 **Fazit:** Verwaltungspraxis der BaFin noch im Fluss

I. Einführung

ESMA-Leitlinien und aktuelle Verwaltungspraxis der BaFin

- Der „**verständige Anleger**“ ist ein Schlüsselbegriff der MAR, da aus seiner Perspektive die Kursrelevanz der Insiderinformation ermittelt wird; keine Präzisierung durch ESMA-Leitlinien
 - Bislang: längerfristig orientierter, nichtspekulativer Anleger, der seine Anlageentscheidung von den Fundamentaldaten des Wertpapiers abhängig macht (vgl. OLG Stuttgart, Ur. v. 22. April 2009 – 20 Kap 1/08, WM 2009, 1233, 1239)
 - **Neue Auffassung BaFin** (auf Grundlage der Schlussanträge des EuGH-Generalanwalts in Sachen „Geltl/Daimler“ und „Lafonta“): Anleger, der Ereignisse nach dem objektiven Kriterium der Vernünftigkeit, nicht in Verfolgung rein spekulativer Zwecke beurteilt. Das heißt, die Verfolgung auch spekulativer Zwecke ist nicht ausgeschlossen. Kursrelevanz ist danach zu bejahen, wenn Anleger bei Kenntnis der Risiken das Wertpapier kaufen oder verkaufen würde, um bei Publikation der Information einen Gewinn zu erzielen.

II. Fallgruppen

1. Personalentscheidungen

- **Kurserheblichkeit** in der Regel **eher** anzunehmen
 - bei **Änderung in Vorstand oder Aufsichtsrat**
 - als bei Änderungen in Schlüsselpositionen unterhalb des Vorstands

- **Aufschub** möglich bei **ungeplanter Änderung** aus Sicht des Aufsichtsrats, insbesondere bei nicht angekündigter Amtsniederlegung?
 - MAR-Leitlinien: Keine Angaben
 - Aber Stellungnahme der ESMA in Finalelem Bericht:
 - kein Aufschub bei Amtsniederlegung (Finaler Bericht, S. 53, Ziff. 126)
 - **Problem:** berechtigtes Interesse (+/-) aus Gesichtspunkt der personellen und sachlichen Kontinuität, wenn Nachfolger bereit steht? (Krämer/Kiefner AG 2016, 621)

II. Fallgruppen

1. Personalentscheidungen

- **Aufschub** möglich bei **geplanter Änderung** aus Sicht des Aufsichtsrats?
 - MAR-Leitlinien: keine Angaben, d.h. auch kein explizit benannter Aufschubgrund
 - **Problem:** berechtigtes Interesse (+/-) aus Gesichtspunkt der personellen und sachlichen Kontinuität, wenn Vertragsschluss mit Nachfolger erst nach Unterzeichnung des Aufhebungsvertrags (Krämer/Kiefner AG 2016, 621)

II. Fallgruppen

2. Zustimmungspflichtige Maßnahmen

- Zustimmungsvorbehalt zu Gunsten des **Aufsichtsrates** bei bestimmten Maßnahmen des Vorstands der AG und dualistischen SE
 - Zustimmungsvorbehalt kann sich ergeben aus
 - Innerstaatlichem Recht
 - Statuten des Emittenten
- **Frage:** Wann ist vor Zustimmung des Aufsichtsrats ein Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung über die Vorstandsentscheidung zulässig?

II. Fallgruppen

2. Zustimmungspflichtige Maßnahmen

- **Bisherige Rechtslage und BaFin-Verwaltungspraxis:** Berechtigtes Interesse zum Aufschub gemäß § 15 Abs. 3 WpHG aF iVm § 6 S. 2 Nr. 2 WpAIV (+), wenn sachgerechte Bewertung der Information durch das Publikum gefährdet, d.h. in der Regel (+), da Entscheidung noch umkehrbar
- **MAR-Leitlinien:** Regel-Ausnahme-Prinzip: Grundsätzlich Ad-hoc-Mitteilung, ausnahmsweise Aufschub (vgl. MAR-Leitlinien, Abschnitt 5.1 Ziff. 8c)
 - Zwei Voraussetzungen für Aufschub, die kumulativ erfüllt sein müssen:
 - Korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährdet und
 - Emittent hat unverzügliche Entscheidung des Aufsichtsrat bereits in die Wege geleitet
 - **Hinweis:** Aus dem Konsultationspapier nicht übernommen wurde die vielfach kritisierte Notwendigkeit einer gleichtägigen Entscheidung von Vorstand und Aufsichtsrat

II. Fallgruppen

2. Zustimmungspflichtige Maßnahmen

■ Erste Erfahrungen aus der Abstimmung mit der BaFin¹:

- Die WpAIV bleibt laut BaFin FAQ zu Art. 17 MAR in ihrer bisherigen Fassung zunächst anwendbar, tritt aber hinter der MAR sowie den ausführenden ITS zur MAR zurück, soweit sich in diesen entsprechende oder abweichende Regelungen finden (keine Aussage zu den MAR-Leitlinien)
- Für einen Aufschub bedarf es eines Aufschubbeschlusses, d.h. einer aktiven Entscheidung
- An dem Aufschubbeschluss muss mindestens ein Vorstandsmitglied beteiligt sein
- Ein Aufschubbeschluss ohne Beteiligung des Vorstandes ist nur in Ausnahmefällen möglich, z.B. Aufsichtsrat entscheidet über Abberufung Vorstand

¹ Workshop BaFin: Transparenzpflichten für MTF-Emittenten gemäß Market Abuse Regulation, 2. November 2016

II. Fallgruppen

3. Finanzinformationen und Prognoseänderungen

- **Kursrelevanz nach bisheriger Rechtslage in Deutschland und BaFin-Verwaltungspraxis:**
 - **Finanzinformationen** (Regelpublizität in Form von historischen Ist-Zahlen, Jahresfinanzberichte, Halbjahresfinanzberichte, Quartalsberichte), z.B.
 - wenn deutliches Abweichen von Vorjahreszahlen oder von Markterwartung,
 - Bruch zur bisherigen Geschäftsentwicklung (vgl. Emittentenleitfaden, S. 55. f.).
 - **Prognosen** (Umsatz- und Ertragsprognosen der Gesellschaft), z.B.
 - wenn erhebliche Abweichung von zurückliegenden Geschäftsergebnissen oder der Markterwartung (gilt auch für Anpassung und Veränderung der Prognose),
 - jedoch nur, wenn Prognose aufgrund konkreter Anhaltspunkte erstellt und damit hinreichend wahrscheinlich (vgl. Emittentenleitfaden, S. 56).
- **Kursrelevanz nach MAR-Leitlinien:** keine näheren Angaben

II. Fallgruppen

3. Finanzinformationen und Prognoseänderungen

- **Aufschub nach bisheriger Rechtslage in Deutschland und BaFin-Verwaltungspraxis:**
 - Aufschubbeschluss grds. möglich, wenn ein weiteres Organ oder Gremium (z.B. Audit Committee) in endgültige Bewertung eingebunden ist (vgl. Emittentenleitfaden, S. 56), siehe oben (2. Zustimmungspflichtige Maßnahmen)
- **Aufschub nach MAR-Leitlinien:** in der Regel kein berechtigtes Interesse, darüber hinaus Gefahr der Irreführung in folgenden Fällen:
 - bei wesentlichen Abweichungen (MAR-Leitlinien, Abschnitt 5.2 Ziff. 9a)
 - wenn zuvor öffentlich bekanntgegebene finanzielle Ziele aller Wahrscheinlichkeit nicht erreicht werden (vgl. MAR-Leitlinien, Abschnitt 5.2 Ziff. 9b)
 - wenn Insiderinformation im Gegensatz zu Markterwartung, die auf Signalen des Emittenten beruht (vgl. MAR-Leitlinien, Abschnitt 5.2 Ziff. 9c)

II. Fallgruppen

3. Finanzinformationen und Prognoseänderungen

■ Erfahrungen aus der Abstimmung mit der BaFin¹

- Mitteilung über abweichende Geschäftszahlen nicht erst am Tag des Geschäftsberichts
- Nicht Testatserteilung abwarten, da Insiderinformation schon zuvor hinreichend konkret
- Auch wenn Zahlen zwar nicht von eigenen Prognosen abweichen, aber Markt andere Zahlen erwartet, kann sich eine Veröffentlichungspflicht ergeben
- Alternative Leistungskennzahlen müssen für Anleger nachvollziehbar sein, daher sollte Mitteilung zumindest auf Definition (Homepage, Vorjahres-Geschäftsbericht) verlinken
- Es gibt keine Schwellenwerte, d.h. immer Einzelfallprüfung (vgl. auch Emittentenleitfaden)
- kein berechtigtes Interesse für Aufschub bei Einbindung eines anderen Organs, wenn es sich um sogenannte „Durchwinkentscheidung“ handelt

■ **Fazit:** Bei Geschäftszahlen in der Regel **sofortige Veröffentlichungspflicht**

¹ Workshop BaFin: Transparenzpflichten für MTF-Emittenten gemäß Market Abuse Regulation, 2. November 2016

II. Fallgruppen

4. M&A Transaktionen

- Ad-Hoc-Pflichten kommen in Betracht für den **Erwerber**, den **Veräußerer** und die **Zielgesellschaft**, sofern es sich jeweils um Emittenten im Sinne der MAR handelt
- Zeitpunkt des erstmaligen Vorliegens mitteilungspflichtiger Insiderinformation bei **einem Erwerber und einer Zielgesellschaft** nach **bisheriger Rechtslage und Verwaltungspraxis der BaFin** (vgl. Emittentenleitfaden, S. 58):
 - Interne Entscheidung des Erwerbers, Gespräche mit Zielgesellschaft aufzunehmen (-) / entsprechende interne Entscheidung der Zielgesellschaft ebenfalls (-)
 - Beauftragung von Beratern (-)
 - Nicht bindende Angebotsschreiben (-)
 - Vorgespräche unter Abschluss von Non-Disclosure-Agreements (-)
 - *Letter of Intent* (+), sofern ernsthafter Einigungswille der Verhandlungspartner

II. Fallgruppen

4. M&A Transaktionen

- Zeitpunkt des erstmaligen Vorliegens mitteilungspflichtiger Insiderinformation bei Sachverhalten, bei denen **mehrere Unternehmen auf der einen oder anderen Seite beteiligt** sind (z.B. bei einem Auktionsverfahren) nach **bisheriger Rechtslage und Verwaltungspraxis der BaFin** (vgl. Emittentenleitfaden, S. 58 f.):
 - *Indicative Offer* oder ähnliche Vereinbarung
 - Bieter (-), wenn mehrere alternative Erwerber zum Zuge kommen können
 - Zielgesellschaft, idR (+)
 - Eintritt in konkrete Verhandlungen auf exklusiver Basis, idR (+) für beide Seiten

II. Fallgruppen

4. M&A Transaktionen

- Zeitpunkt des erstmaligen Vorliegens mitteilungsspflichtiger Insiderinformation nach **neuer Rechtslage und**

Verwaltungspraxis der BaFin:

- **MAR-Leitlinien:** keine näheren Angaben
- **Neue Auffassung der BaFin und erste Erfahrungen aus der Abstimmung¹:**
 - bereits erste Verhandlungen können eine Insiderinformation darstellen, wenn bereits die Information über das Führen von Verhandlungen trotz ungewissem Ausgang Kursrelevanz haben kann (Hintergrund: „Lafonta“-Entscheidung des EuGH)
 - die Formulierung „Über den Kaufpreis wurde Stillschweigen vereinbart“ sollte so nicht in einer Ad-hoc-Mitteilung stehen, da sich aus der Ad-hoc-Mitteilung die Kurserheblichkeit ergeben sollte, d.h. zumindest die Auswirkungen auf die Finanz- und Ertragslage müssen beschrieben werden

¹ Workshop BaFin: Transparenzpflichten für MTF-Emittenten gemäß Market Abuse Regulation, 2. November 2016

II. Fallgruppen

4. M&A Transaktionen

■ MAR-Leitlinien zum Aufschub:

- Aufschub (+), wenn vorzeitige Publizität das Ergebnis der Verhandlungen gefährden würde (vgl. MAR-Leitlinien, Abschnitt 5.1, Ziff. 8a)
- Weiterer Aufschub nach Signing bis Vorliegen eines evtl. erforderlichen zustimmenden Aufsichtsratsbeschlusses (vgl. MAR-Leitlinien, Abschnitt 5.1 Ziff. 8c und siehe oben)

■ Auffassung der BaFin und Erfahrungen aus der Abstimmung¹:

- Aufschubbeschlüsse sind möglichst früh zu fassen und zu aktualisieren
- Wird zu einer Mitteilung über eine M&A Transaktion oder einen anderen gestreckten Sachverhalt kein Aufschubbeschluss übermittelt, wird die BaFin ermitteln
- Rechtmäßiges Alternativverhalten ersetzt keinen Aufschubbeschluss, kann aber ggf. für subjektive Anforderungen Berücksichtigung finden

¹ Workshop BaFin: Transparenzpflichten für MTF-Emittenten gemäß Market Abuse Regulation, 2. November 2016

III. Fazit

- **Strengere Ad-hoc-Publizitätspflichten durch MAR, im Bereich M&A seit der „Lafonta“-Entscheidung des EuGH grundlegende Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin**
- **Erhöhte Anforderungen an das berechtigte Interesse zum Aufschub**
- **Frage der Kursrelevanz und des Vorliegens der weiteren Voraussetzungen weiter im Einzelfall zu beurteilen, da MAR-Leitlinien wenig Konkretisierungen und Beispiele enthalten**

Ansprechpartner



Köln

Magnusstraße 13
50672 Köln
T +49 221 20 52-596
F +49 221 20 52-1

Frankfurt am Main

Goetheplatz 5-7
60313 Frankfurt am Main
T +49 69 97561-304
F +49 69 97561-200

m.sickinger@heuking.de

Dr. Mirko Sickinger, LL.M., Rechtsanwalt/Partner

Kompetenzen

- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
- Mergers & Acquisitions
- Venture Capital und Private Equity
- Umstrukturierung von Unternehmen und Konzernen

Ausgewählte Veröffentlichungen

- „Market Sounding - Ausnahme vom Verbot der unbefugten Weitergabe von Insiderinformationen“, GoingPublic - Special „Kapitalmarktrecht 2016“ (Sickinger/Pfeufer)
- „Kommentar zum Umwandlungsgesetz“, (Co-Autor) Kallmeyer, 6. Auflage 2017
- „Anwaltshandbuch Aktienrecht“, Co-Autor, 2. Auflage 2010 [3. Auflage 2017]

Sonstiges

- Lehrbeauftragter an der Hochschule Fresenius
- Empfohlen von führenden Fachveröffentlichungen: JUVE Rechtsmarkt, Wirtschaftswoche Guide M&A und Corporate Finance

Unsere Standorte



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

www.heuking.de

Berlin

Kurfürstendamm 32
10719 Berlin
T +49 30 88 00 97-0
F +49 30 88 00 97-99

Chemnitz

Weststraße 16
09112 Chemnitz
T +49 371 38 203-0
F +49 371 38 203-100

Düsseldorf

Georg-Glock-Straße 4
40474 Düsseldorf
T +49 211 600 55-00
F +49 211 600 55-050

Frankfurt

Goetheplatz 5-7
60313 Frankfurt am Main
T +49 69 975 61-0
F +49 69 975 61-200

Hamburg

Neuer Wall 63
20354 Hamburg
T +49 40 35 52 80-0
F +49 40 35 52 80-80

Köln

Magnusstraße 13
50672 Köln
T +49 221 20 52-0
F +49 221 20 52-1

München

Prinzregentenstraße 48
80538 München
T +49 89 540 31-0
F +49 89 540 31-540

Stuttgart

Augustenstraße 1
70178 Stuttgart
T +49 711 22 04 579-0
F +49 711 22 04 579-44

Brüssel

Rue Froissart 95
1040 Brüssel/Belgien
T +32 2 646 20-00
F +32 2 646 20-40

Zürich

Bahnhofstrasse 3
8001 Zürich/Schweiz
T +41 44 200 71-00
F +41 44 200 71-01