

Neuer Emittentenleitfaden –
Neuerungen im Bereich Insiderinformation und
Ad-hoc-Publizität

Inhalt

- I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

- II. Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen

- III. Neuerungen im Bereich Ad-hoc-Publizität

I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

1. Klarstellung, dass Informationen dann als öffentlich bekannt i.S.d Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR gelten, wenn sie einem breiten Anlegerpublikum zeitgleich zugänglich gemacht wurde; dies kann auch über ein allgemein zugängliches Informationsverbreitungssystem erfolgen (kostenpflichtiger Zugang schließt dies nicht per se aus, vgl. ELF Modul C Abschnitt I.2.1.1)

Gesamtschau unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Marktsituation des Unternehmens; dabei berücksichtigt er auch, wie aus seiner Erfahrung heraus andere Marktteilnehmer (d.h. das Anlegerpublikum) in der Vergangenheit auf vergleichbare Sachverhalte reagiert haben (kein! irrationaler Anleger)
2. Überarbeitung Definition „verständiger Anleger“ (ELF Modul C Abschnitt I.2.1.4.1):
 - durchschnittlich börsenkundiger Anleger, der seine Entscheidung auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft; besonderes Fachwissen nicht erforderlich, aber in Grundzügen vertraut mit Usancen des Wertpapierhandels und des Unternehmensrechts
 - Würdigung des betreffenden Sachverhaltes in einer verständiger Anleger bezieht in seine Anlageentscheidung nämlich nicht nur die zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens ein, sondern ggf. auch weitere Faktoren, die unabhängig von einer Änderung des Unternehmenswertes auf den Kurs des Finanzinstrumentes einwirken können (z.B. bei Zahlung von Dividenden, bei Abfindungsangeboten, Squeeze-Out)

I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

3. Zwischenschritte als Insiderinformation (ELF Modul C Abschnitt I.2.1.4.3)

- Zwischenschritte, die bereits für sich genommen Insiderinformationen darstellen
 - (+), wenn sie eine eigenständige, von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses losgelöste insiderrechtliche Relevanz aufweisen (z.B. Absicht eines Vorstandes der vorzeitigen Amtsniederlegung)
- Zwischenschritte, die ihr Kursbeeinflussungspotenzial aus ihrer Bezogenheit auf ein Endereignis beziehen:
 - Kursbeeinflussungspotenzial ist umso eher anzunehmen, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist und eine Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation nahelegt, dass ein verständiger Anleger bereits diesen Zwischenschritt für sich nutzen werde
 - Eintrittswahrscheinlichkeit für das Endereignis muss nicht bei 50 % + x liegen, um Zwischenschritt als Insiderinformation prüfen zu könne (keine Sperrwirkung)
 - Aber: ist erstrebtes Endereignis (noch) unwahrscheinlich, ist regelmäßig noch nicht vom Vorliegen einer Zwischenschritt-Insiderinformation auszugehen

I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

4. M&A-Transaktionen (ELF Modul C Abschnitt I.2.1.5.6)

- Vorbereitungshandlungen
 - interne Entscheidung, mit potenzieller Zielgesellschaft Vorgespräche aufzunehmen
 - (erstmalige) Beauftragung von Beratern (Rechtsanwälte, Banken, Unternehmensberater)
 - erstmalige Kontaktaufnahme
 - Vertraulichkeitsvereinbarung, wenn keine wesentlichen Eckpunkte angesprochen werden

I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

4. M&A-Transaktionen

- Anlass zur Prüfung von Zwischenschritt-Insiderinformation (nicht abschließend):
 - Einsetzen von gegenseitigen Arbeitsgruppen zur Umsetzbarkeit einer Fusion
 - Abschluss eines Letter of Intent, sofern er beispielsweise Vereinbarungen über Eckpunkte des künftigen Vertrags, eine Preisspanne oder eine andere Vereinbarung enthält, in der sich der ernsthafte Einigungswille der Verhandlungspartner manifestiert
 - Übersendung von (überarbeiteten) Term Sheets
 - grds. Einigung durch wesentliche Entscheidungsträger über zentrale Punkte (auch vor Gremienbefassungen)
 - Ausräumen wesentlicher Hindernisse
- Durchführung einer Due Diligence
- Bieterverfahren:
 - aus Verkäufersicht: nach Eingrenzung potenzieller Käufer und Bekundung fortbestehenden Interesses durch potenzielle Bieter
 - aus Käufersicht: allerspätestens nach Eintritt in exklusive Verhandlungen mit dem Verkäufer (bloße Teilnahme am Bieterverfahren allein idR nicht ausreichend)

I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

5. Prognosen (ELF Modul C Abschnitt I.2.1.5.1)

- Kurserheblichkeit (+) bei wesentlichem Abweichen von (der alten Prognose und) der Markterwartung bzw. bei Fehlen einer solchen von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen
- Überprüfung der Prognose anlassbezogen (z.B. im Rahmen der periodische Berichterstattung, bei bedeutenden Geschäftsvorfälle, bei erheblicher Abweichung der Markterwartung)
- Klarstellung zur Markterwartung:
 - idR via Consensus-schätzung (Mittelwert der einschlägigen Analysteneinschätzungen z.B. über Reuters, DowJones – arithmetisches Mittel)
 - Ermittlung auf anderem Wege bleibt zulässig (z.B. wenn zu wenige Schätzungen vorhanden sind)

I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

6. Geschäftszahlen (ELF Modul C Abschnitt I.2.1.5.2)

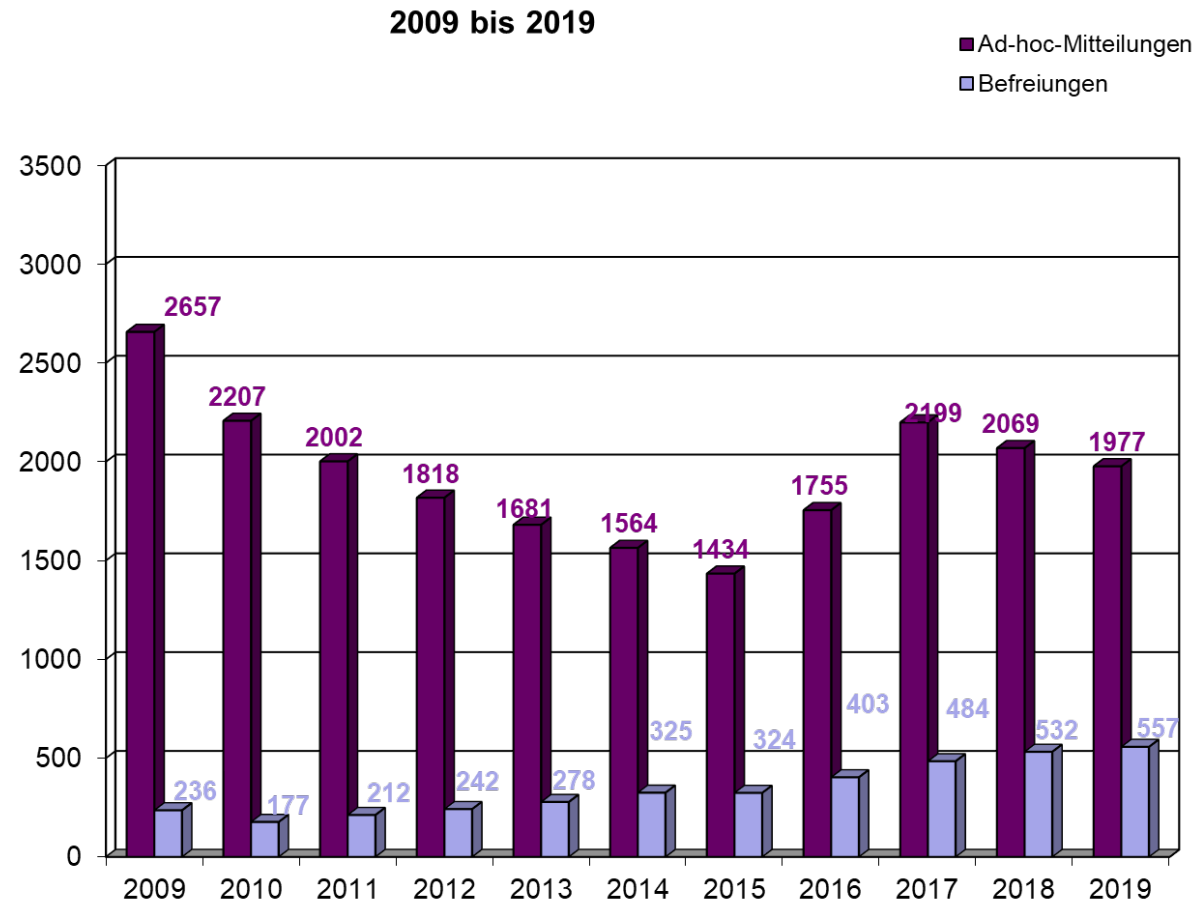
- Insiderinformation entsteht in der Regel bereits vor Aufstellung/Feststellung des endgültigen Jahresabschlusses
- Kurserheblichkeit (+) bei wesentlichem Abweichen von der relevanten Bezugsgröße:
 - Prognose
 - Markterwartung
 - Kurserheblichkeit (-), sofern Geschäftszahlen der eigenen Prognose oder (neu) der aktuelleren Markterwartung entsprechen
- bei Fehlen einer Prognose bzw. Markterwartung ist auf die Vorjahreszahlen abzustellen (bei Kennzahlen zum Auftragseingang oder –bestand und bei Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal)
- In Ad-hoc-Mitteilung ist darauf zu achten, dass die relevante Vergleichsgröße mit angegeben wird (vgl. ELF Modul C Abschnitt I.3.5.2)

I. Neuerungen im Bereich Insiderinformation

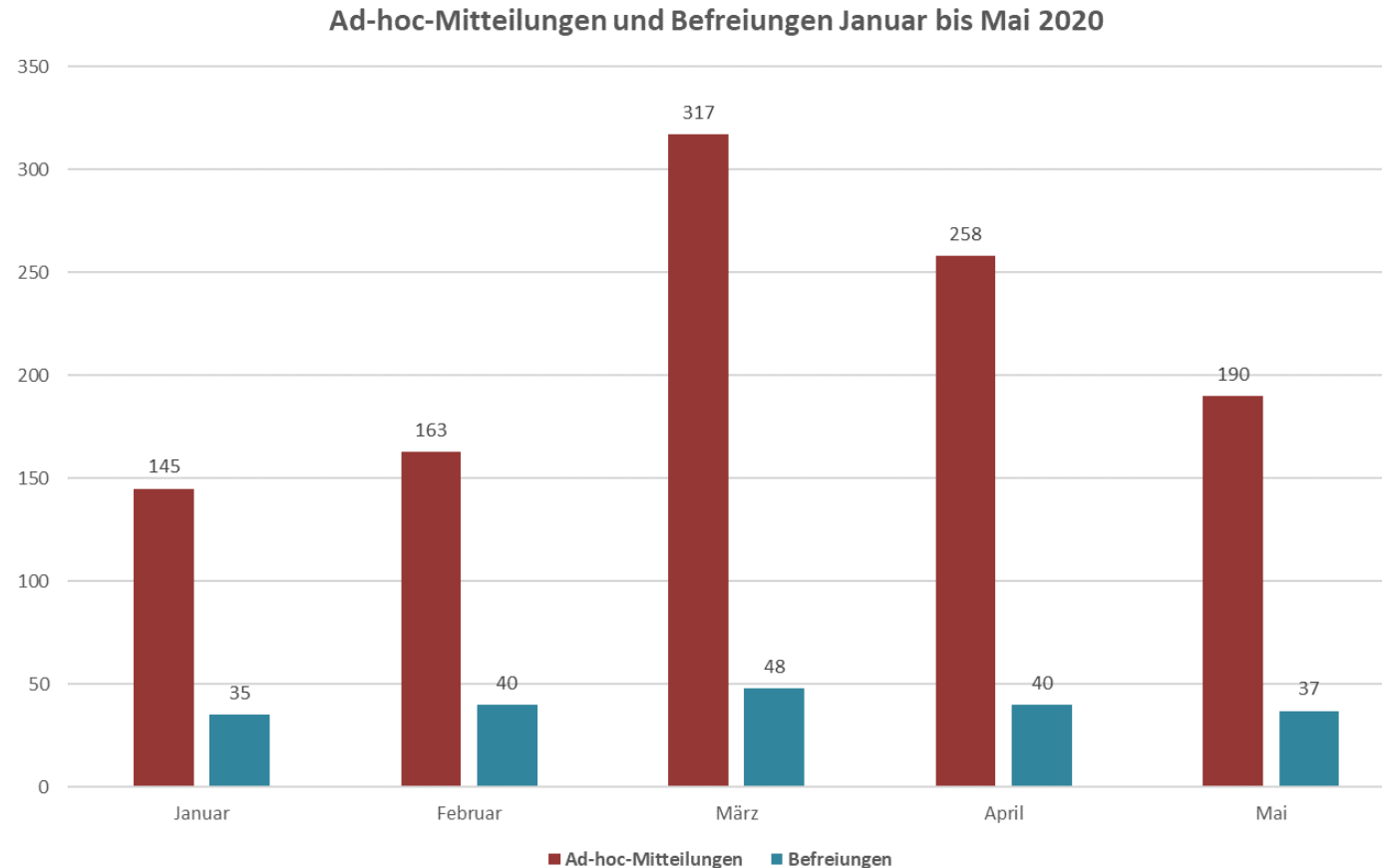
Fortsetzung Geschäftszahlen:

- O.g. Maßstab gilt auch für unterjährige Geschäftszahlen (Prognosen hierfür aber kaum vorhanden)
- Aber: Wird lediglich eine Jahresprognose veröffentlicht und weichen die unterjährigen Geschäftszahlen deutlich von der Markterwartung bzw. bei Fehlen einer Markterwartung deutlich von der entsprechenden Vorjahreszahl (bei Kennzahlen zum Auftragseingang oder –bestand und bei Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal) ab, ist eine Insiderinformation auch dann möglich, wenn an der Jahresprognose festgehalten wird.
- Liegt keine deutliche Abweichung vor, kann dennoch eine Insiderinformation vorliegen, etwa wenn die in Rede stehenden Zahlen deutlich von der bisherigen Geschäftsentwicklung (z.B. Turnaround nach mehreren Verlustquartalen; Umsatzeinbruch nach anhaltender Wachstumsphase über mehrere Quartale hinweg) abweichen.

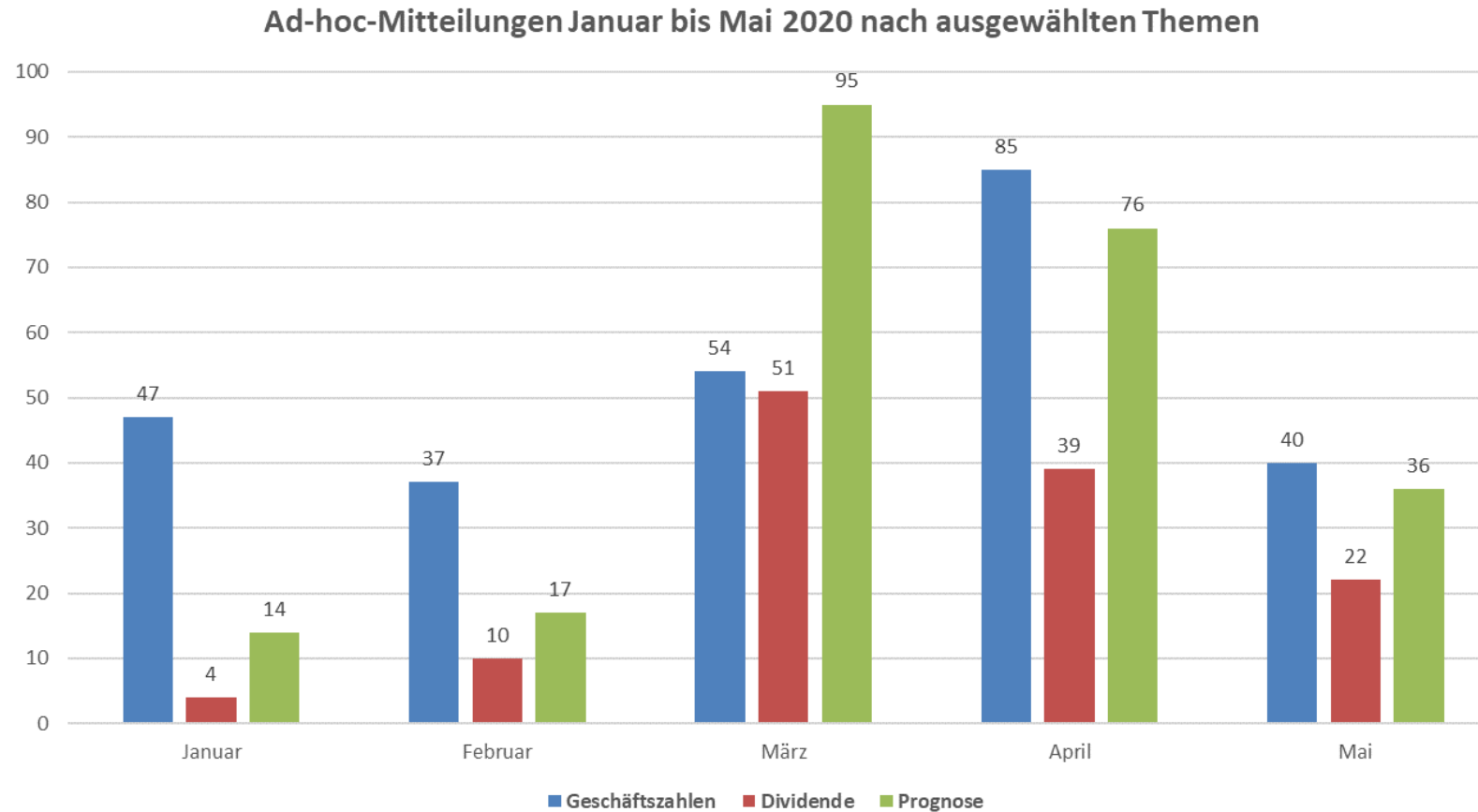
II. Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen



II. Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen



II. Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen



III. Neuerungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität

1. Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR
(ELF Modul C Abschnitt I.3.3.1)

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 eine unverzügliche Veröffentlichungspflicht, Art. 17 Abs. 7 MAR!

III. Neuerungen im Bereich Ad-hoc-Publizität

Ausreichend präzises Gerücht:

- wahrer Tatsachekern und konkreter Bezug zu einer Insiderinformation
- wenn die aus dem Gerücht abzuleitende Information darauf schließen lässt, dass ein Informationsleck entstanden und daher die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist, insb. bei Nennung von konkreten Details der Insiderinformation
- Veröffentlichung der Insiderinformation in der zum Veröffentlichungszeitpunkt aktuellen Fassung

Beispiel 1: In Bezug auf E kursiert in Anlegerforen, man habe gehört, E stehe in Zusammenhang mit einer Übernahme (Gerücht ohne spezifische Information; Gerücht hat keine Substanz).

Beispiel 2: In Bezug auf E kursiert in Anlegerforen, es sei aus zwei voneinander nicht in Verbindung stehenden Quellen bekannt, dass E kurz davor stehe, ein Übernahmeangebot für U abzugeben. E wolle 50 Euro pro Aktie bieten. Die verbreitete Information enthält Details der Insiderinformation (Name der Zielgesellschaft und Preis), also einen wahren Tatsachekern und einen konkreten Bezug zur Insiderinformation. Es handelt sich dabei um ein präzises Gerücht, das ein Indiz dafür darstellt, dass die Vertraulichkeit der Insiderinformation (seitens E) nicht gewahrt werden kann und (bei ihm) ein Informationsleck vorliegt.

III. Neuerungen im Bereich Ad-hoc-Publizität

Zeitpunkt des Aufschubs:

- unmittelbar nach Entstehen der Insiderinformation anstelle unverzüglicher Veröffentlichung
- Pflicht zur fortlaufenden Kontrolle, ob die Bedingungen des Aufschubs noch erfüllt sind
- Aufschub verlangt aktives Tun des Emittenten: Befreiungsbeschluss
- schriftliche Begründung der individuellen Selbstbefreiung (auch bei Regelbeispielen), vgl. Art. 4 der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055
- Erleichterungen ab 01.01.2021 für Emittenten, deren FI lediglich an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind: Vorlage der schriftlichen Erklärung nur auf Verlangen bzw. Erlass der Aufzeichnungspflicht, Art. 17 Abs. 3 Unterabs. 4 Satz 1 und 2 MAR in der geänderten Fassung (KMU-Wachstumsmarkt-VO (EU) 2019/2115)

III. Neuerungen im Bereich Ad-hoc-Publizität

Zuständigkeit für Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR:

- Grundsätzlich: Vorstand, aber Delegation auf ein untergeordnetes, vom Vorstand zu kontrollierendes Ad-hoc-Gremium (ein Vorstandsmitglied soll in diesem Fall mitwirken) oder ein ordentliches Vorstandsmitglied möglich
- Neu: bei originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit kann Aufsichtsrat Entscheidung über den Aufschub beschließen; auch hier Delegation möglich
- Veröffentlichungspflicht verbleibt jedoch beim Vorstand
- wichtig im Rahmen der internen Organisation: Benennung klarer Verantwortlichkeiten und Pflichten

III. Neuerungen im Bereich Ad-hoc-Publizität

2. Aufschieb nach Art. 17 Abs. 5 MAR
(ELF Modul C Abschnitt I.3.3.2)

Zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems kann ein Emittent, bei dem es sich um ein Kreditinstitut oder ein Finanzinstitut handelt, auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen, einschließlich Informationen im Zusammenhang mit einem zeitweiligen Liquiditätsproblem und insbesondere in Bezug auf den Bedarf an zeitweiliger Liquiditätshilfe seitens einer Zentralbank oder eines letztinstanzlichen Kreditgebers, aufschieben, wenn

- die Offenlegung der Insiderinformationen das Risiko birgt, dass die
 - finanzielle Stabilität des Emittenten (maßgebliches Kriterium: erhebliche Verschlechterung der Finanzlage und Existenzfähigkeit)

- und des Finanzsystems (grds. Kriterium: Systemrelevanz unter Berücksichtigung des konkreten Einzelfalles)

untergraben wird;

- der Aufschieb der Veröffentlichung im öffentlichen Interesse liegt;
- die Geheimhaltung der betreffenden Informationen gewährleistet werden kann, und
- die gemäß Art. 17 Absatz 3 festgelegte zuständige Behörde dem Aufschieb auf der Grundlage zugestimmt hat, dass die Bedingungen gemäß Buchstaben a, b, und c erfüllt sind.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

Fragen: MAR@bafin.de