

Hogan  
Lovells

# Drei Jahre MAR

## Ausgewählte Fragen

Dr. Urszula Nartowska

7. Juni 2019



# I. Überblick: Regelungsbereiche

---



# I. Überblick: Betroffene Emittenten

---



Geregelter  
Markt



MTF \*











OTF \*\*

\* **Multilateral Trading Facility - MTF** (auf Antrag oder mit Genehmigung des Emittenten); Börse München (GETTEX), Börse München (Freiverkehr), Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Freiverkehr), Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Freiverkehr), Düsseldorfer Börse (Freiverkehr), Niedersächsische Börse zu Hannover (Freiverkehr), Tradegate Exchange (Freiverkehr), Börse Hamburg Lang und Schwarz Exchange (Freiverkehr), Düsseldorfer Börse Quotrix (Freiverkehr), Börse Berlin (Freiverkehr), Börse Berlin Equiduct Trading (Freiverkehr), Frankfurter Wertpapierbörse (Freiverkehr), Frankfurter Wertpapierbörse XETRA (Freiverkehr), 360 Treasury Systems AG, Eurex Repo GmbH, Frankfurter Wertpapierbörse (Scale), Frankfurter Wertpapierbörse XETRA (Freiverkehr, Off-Book), Frankfurter Wertpapierbörse (Scale, Off-Book)





\*\* **Organized Trading Facility - OTF** (auf Antrag oder mit Genehmigung des Emittenten); European Energy Exchange (OTF), vwd TransactionSolutions AG

# I. Überblick: Rechtsquellen 1/3

## Ad hoc-Veröffentlichung


	<b>Durchführungsverordnung 2016/1055</b> – hinsichtlich technischer Mittel für die Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschub der Bekanntgabe
	<b>Delegierte Verordnung 2016/522</b> – u.a. hinsichtlich der zuständigen Behörden, denen ein Aufschub zu melden ist
	<b>ESMA Guidelines (ESMA/2016/1478)</b> – hinsichtlich des Aufschubs der Offenlegung von Insiderinformationen
	<b>ESMA Q&amp;A</b> vom 29.03.2019 (ESMA/70-145-111)
	<b>Richtlinie 2014/57</b> (Sanktionen)
	<b>WpHG</b>
	<b>WpAV</b>
	<b>BaFin FAQ</b> vom 29.05.2019

## Insiderlisten


	<b>Durchführungsverordnung 2016/347</b> – hinsichtlich technischer Durchführungsstandards für das genaue Format der Insiderlisten und für die Aktualisierung der Insiderlisten
	<b>ESMA Q&amp;A</b> vom 29.03.2019 (ESMA/70-145-111)
	<b>WpHG</b> (Sanktionen)
	<b>BaFin FAQ</b> vom 13.01.2017

# I. Überblick: Rechtsquellen 2/3

## Insiderhandelsverbot


 **Delegierte Verordnung 2016/957** – hinsichtlich technischer Regulierungsstandards für geeignete Regelungen, Systeme und Verfahren zur Vorbeugung, Aufdeckung und Meldung von Missbrauchspraktiken

 **ESMA Q&A vom 29.03.2019** (ESMA/70-145-111)

 **Richtlinie 2014/57** (Sanktionen)

 **WpHG**


## Rückkauf eigener Aktien


 **Delegierte Verordnung 2016/1052** – hinsichtlich technischer Regulierungsstandards für die auf Rückkaufprogramme anwendbaren Bedingungen


 **ESMA Q&A vom 29.03.2019** (ESMA/70-145-111)

 **WpHG**

## Marktmanipulationsverbot

 **Delegierte Verordnung 2016/908** – hinsichtlich des Verfahrens für die Festlegung und Beibehaltung einer zulässigen Marktpraxis

 **Delegierte Verordnung 2016/957** – hinsichtlich technischer Regulierungsstandards für geeignete Regelungen, Systeme und Verfahren zur Vorbeugung, Aufdeckung und Meldung von Missbrauchspraktiken

 **Delegierte Verordnung 2016/522** – u.a. hinsichtlich Ausnahmen für öffentliche Stellen von Drittstaaten, Indikatoren für Marktmanipulation


 **ESMA Q&A vom 29.03.2019** (ESMA/70-145-111)


 **Richtlinie 2014/57** (Sanktionen)

 **WpHG**

# I. Überblick: Rechtsquellen 3/3


## Marktsondierung

 **Delegierte Verordnung 2016/960** – hinsichtlich technischer Regulierungsstandards für angemessene Regelungen, Systeme und Verfahren für offenlegende Marktteilnehmer bei der Durchführung von Marktsondierungen

 **Durchführungsverordnung 2016/959** – hinsichtlich der Festlegung technischer Durchführungsstandards für Marktsondierungen in Bezug auf die von offenlegenden Marktteilnehmern zu nutzenden Systeme und Mitteilungsmuster


 **ESMA Guidelines** (ESMA/2016/1477)


 **ESMA Q&A** vom 29.03.2019 (ESMA/70-145-111)

 **Richtlinie 2014/57** (Sanktionen)

 **WpHG**

## Managers' Transactions

 **Durchführungsverordnung 2016/523** – hinsichtlich der Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das Format und die Vorlage für die Meldung und die öffentliche Bekanntgabe der Eigengeschäfte von Führungskräften

 **Delegierte Verordnung 2016/522** – u.a. hinsichtlich der Schwellenwerte für die Offenlegung, der Erlaubnis zum Handel während geschlossener Perioden und die Arten meldepflichtiger Geschäfte von Führungskräften

 **ESMA Q&A** vom 29.03.2019 (ESMA/70-145-111)

 **WpHG**

# I. Überblick: Stimmungsbild

---

**komplexe  
Regelungen**

**teilw. wenig  
Erfahrung**

**erhöhte  
Aufsicht**

**Scharfe  
Sanktionen**

**Rechts-  
unsicherheit**

**hoher  
Aufwand**

**Erhebliche  
Risiken**

# I. Überblick: Besondere Problemfelder

---

## Ad hoc-Mitteilungspflicht

- Gestreckte Sachverhalte und deren gewandelte Auslegung durch BaFin
- Vorzeitige Veröffentlichungspflicht aufgrund von Gerüchten
- Geschäftszahlen
- Ungeklärte Fragen der Wissenszurechnung bzw. der Wissensorganisationspflicht

## Insiderlisten

- Mangelnder Standard
- Praxisfragen



# Ad hoc-Mitteilungspflicht

## II. Ad-Hoc-Pflicht: Grundsätze

---

**Insiderinformationen** sind nicht öffentlich bekannte, präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen Emittenten oder ein Finanzinstrument betreffen und geeignet sind, bei Veröffentlichung den Kurs des Finanzinstruments oder eines Derivats erheblich zu beeinflussen

**Emittenten sind verpflichtet**, Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen, unverzüglich zu veröffentlichen.

**Möglichkeit eines Aufschubs** der Veröffentlichung bei berechtigten Interessen des Emittenten, wenn keine Irreführung des Kapitalmarktes droht und Geheimhaltung sichergestellt ist.

**Anstieg der Zahl von Ad hoc-Meldungen von 1.434 (2015) auf 2.069 (2018)**

**Anstieg der Zahl der Aufschübe von 324 (2015) auf 532 (2018)**

**Fazit: Umkehr des Trends zu zurückgehenden Ad-Hoc- Meldungen seit 2008**

**Quelle: BaFin Jahresbericht 2018**

## II. Ad-Hoc-Pflicht: Gestreckte Sachverhalte (1)

---

Gestreckte Sachverhalte: Sachverhalte, in denen durch eine Reihe von **Zwischenschritten** ein bestimmtes **Endereignis** erreicht werden soll

Art. 7 Abs. 3 MAR (beruht auf *Geltl*-Urteil des EuGH): Zwischenschritte eines gestreckten Sachverhalts können für sich genommen Insiderinformationen sein

### Wie wahrscheinlich muss das Endereignis sein?

Grundsätzlicher Maßstab für künftige Ereignisse gem. *Geltl*-Urteil: Es muss eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts bestehen; Auslegung BaFin: 50%+

Besonderheit gestreckter Sachverhalte: Ein oder mehrere Zwischenschritte liegen bereits vor

BaFin im Emittentenleitfaden 2013: "*Eine Insiderinformation entsteht grundsätzlich erst dann, wenn aus Sicht eines verständigen Anlegers eine **hinreichende Wahrscheinlichkeit** für das Zustandekommen der betreffenden Transaktion besteht und dies einschließlich der Aussicht auf eine etwa zu erwartende Gegenleistung (z.B. Prämie) eine Insiderinformation begründen kann.*"

## II. Ad-Hoc-Pflicht: Gestreckte Sachverhalte (2)

<b>Vorgespräche</b>	„Bei der Bietergesellschaft ist die interne Entscheidung, mit einer potenziellen Zielgesellschaft Vorgespräche aufzunehmen, grundsätzlich noch keine Insiderinformation. Gleiches gilt für die umgekehrte Situation.“	<b>Keine Insiderinformation</b>
<b>Beauftragung von Beratern</b>	„Ebenso liegt regelmäßig im Zeitpunkt der Beauftragung von Beratern [ ] noch keine Insiderinformation vor, da es sich hierbei um reine Vorbereitungshandlungen handelt.“	<b>Keine Insiderinformation</b>
<b>NDA</b>	„Erfahrungsgemäß hängt der Erfolg einer Transaktion in diesem frühen Stadium von einer Vielzahl noch unbestimmter Faktoren ab. Gleiches gilt für Vorgespräche [ ], selbst wenn bereits ein NDA abgeschlossen wurde.“	<b>Keine Insiderinformation</b>
<b>Indikatives Angebot</b>	„Ebenso zählen in vielen Fällen auch sogenannte nicht bindende Angebotsschreiben (non binding indicative offer letter) noch zu den Vorbereitungshandlungen einer Transaktion.“	<b>Keine Insiderinformation</b>
<b>Letter of Intent</b>	„In den Fällen, in denen jeweils nur eine Bieter- und Zielgesellschaft an den Übernahmeverhandlungen beteiligt ist oder einem Verhandlungspartner Exklusivität zugestanden wurde ist daher, z.B. beim Abschluss eines Letter of Intent“ mit typischem Inhalt [ ] zu prüfen, ob damit nicht bereits eine Insiderinformation vorliegt.“	<b>Insiderinformation möglich</b>
<b>Due Diligence</b>	„Wenn diesem Letter of Intent jedoch eine Due-Diligence-Prüfung folgt, die zu einem für alle Seiten zufrieden stellenden Ergebnis führt, kann sich für darauf folgende Vereinbarung eine andere Sachlage ergeben.“	<b>Insiderinformation möglich</b>

## II. Ad-Hoc-Pflicht: Gestreckte Sachverhalte (3)

### BaFin FAQs vom 29.5.2019 (Änderung der Auffassung seit 2018):

*"Im Hinblick auf die Bewertung von Zwischenschritten ist davon auszugehen, dass ein Kursbeeinflussungspotential umso eher anzunehmen ist, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endergebnis ist."*

*"Auf eine Mindestwahrscheinlichkeit für den Eintritt des Endergebnisses kommt es aber nicht an, es darf nur nicht völlig ausgeschlossen sein."*

*"Insbesondere bei bedeutenden M&A-Transaktionen empfiehlt es sich, auch schon vor Durchführung einer etwaigen Due Diligence zu prüfen, ob einem Ereignis im Rahmen des Verfahrens bereits zuvor Kursbeeinflussungspotential zukommen kann."*

### Probleme

Erhebliche Rechtsunsicherheit bei hohem Sanktionsrisiko

Ein Aufschub bietet keine adäquate Lösung:

- Risiko von Marktgerüchten und von vorzeitiger Pflicht zur Veröffentlichung
- Kapitalmaßnahmen oder Rückkauf eigener Aktien sind u.U. für längeren Zeitraum blockiert

Aus Marktsicht: Geringer Aussagegehalt von Ad hoc-Mitteilungen

## II. Ad-Hoc-Pflicht: Gestreckte Sachverhalte (4)

Fraglich, ob die MAR und die *Geltl*-Rechtsprechung die geänderte Auslegung der BaFin gebieten:

*Geltl*-Urteil: Keine Aussage, dass eine Mindestwahrscheinlichkeit des Endereignisses nicht erforderlich sein soll; wohl indirekte gegenteilige Aussage in Ausführungen zu Probability-Magnitude-Test (Rn. 54):

*"[es] kann nicht ausgeschlossen werden, dass eine Information über ein Ereignis, dessen Eintritt wenig wahrscheinlich ist, den Kurs der Titel des betreffenden Emittenten spürbar beeinflusst, da die Folgen dieses Ereignisses für ihn besonders weitreichend wären. Daraus kann aber vernünftigerweise nicht abgeleitet werden, dass dieses Ereignis eintreten wird."*

Diskutierte Lösungsansätze:

- Differenzierung nach Zwischenschritten, die ein eigenes Kursbeeinflussungspotential haben (z.B. Amtsmüdigkeit) und solchen, deren Kursbeeinflussungspotential sich im Endereignis erschöpft
- Zweigeteilter Begriff der Insiderinformation, siehe Schreiben der Kommission an ESMA vom 20.3.2019:

*"Inside information can undergo different levels of maturity and degree of precision through its lifecycle and therefore it might be argued that in certain situations inside information is mature enough to trigger prohibition of market abuse but insufficiently mature to be disclosed to the public."*

## II. Ad-Hoc-Pflicht: Aufschiebung und Gerüchte

---

Pflicht zur (vorzeitigen) Veröffentlichung von Insiderinformationen, sobald die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist

Änderung Verwaltungspraxis der BaFin: Es ist unerheblich, wo der Leck entstanden ist

Dies ist auch dann der Fall, wenn ein Gerücht hinreichend präzise ist, um zu vermuten, dass die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist

Gerücht: Eine europaweite Definition eines Gerüchts fehlt; Negativbeispiele laut BaFin: Diffuse Informationen; falsche Informationen mit dem Ziel, dem Emittenten eine Klarstellung zu entlocken

Laut CESR-Stellungnahme aus dem Jahr 2009 sollte es sich um Ausnahmefälle handeln, aber keine entsprechende explizite Äußerung der BaFin dazu

Eine Reihe ungeklärter Detailfragen:

- Verbreitungsgrad des Gerüchts
- Pflicht des Emittenten, etwaige Gerüchte zu beobachten
- Abgrenzung zwischen allgemeinen Vermutungen und konkreten Informationslecks

## II. Ad-Hoc-Pflicht: Geschäftszahlen und Prognosen

---

Ggfs. Pflicht zur Veröffentlichung eines konkreten Einzelereignisses, das zu erheblichem Gewinn oder Verlust führt

Eine Insiderinformation i.Z.m. einem Jahresabschluss entsteht laut BaFin spätestens mit Aufstellung

Kurserheblichkeit ist zu bejahen bei wesentlicher Abweichung von der relevanten Bezugsgröße:

- Eigene veröffentlichte Prognose des Emittenten
- Markterwartung (Consensusanschätzung: Mittelwert der einschlägigen Analystenschätzungen)
- Vorjahreszahlen

Interne Prognosen können veröffentlichungspflichtig sein, wenn die darin enthaltene Planung hinreichend konkret erwartet wird und Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung aufweist



## II. Ad-Hoc-Pflicht: Exkurs: Kenntnis und Wissenszurechnung

---

Die MAR enthält keine Regelung dazu, ob die Ad hoc-Veröffentlichungspflicht Kenntnis des Emittenten voraussetzt

Bisherige Rechtsprechung und Praxis in DE sehen die Kenntnis als ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal an

Wissenszurechnung?

Vorläufige Auffassung des OLG Braunschweig im VW-Anlegerprozess (März 2019): Leitende Angestellte wie Abteilungsleiter mit direktem Zugang zum Vorstand

**Artikel 17 MAR:**

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

# Insiderlisten

### III. Insiderlisten: Überblick

---

Nach Art. 18 MAR sind Emittenten und in ihrem Auftrag oder für Ihre Rechnung handelnde Personen verpflichtet, Insiderlisten zu führen

Pflicht zur Belehrung der Personen, die in die Insiderliste aufgenommen werden

Pflicht zur raschen Aktualisierung

Pflicht zur raschen Übermittlung an die BaFin

Differenzierung zwischen permanenten und projektbezogenen Insidern

**Brief der Kommission an die ESMA vom 20.3.2019:**

**U.a. Überprüfung der Effektivität von Insiderlisten als Instrument der Überwachung von Marktmanipulation und Insiderhandel**

### III. Insiderlisten: Praxisfragen

---

Permanente Insider: Personen, die jederzeit Zugang zu allen Insiderinformationen haben

Projektbezogene Listen:

BaFin gestattet vorbereitende Anlage einer Insiderliste vor Zustandekommen einer Insiderinformation ausdrücklich zu, ohne dass daraus eine Schlussfolgerung bezüglich des Zeitpunkts der Entstehung der Insiderinformation gezogen werden kann

"Schattenlisten" sind keine Insiderlisten i.S.v. MAR (insbes. keine Belehrung)

Pflicht zur Aktualisierung: In der MAR nur bruchstückhaft geregelt, insbesondere nicht bzgl. Aktualisierung von personenbezogenen Daten

"Schließung" der Liste: Nach MAR entfällt die Pflicht zur Aktualisierung unmittelbar beim Entfallen der Insiderinformation

Eigene Pflicht von Beratern, eine eigene Insiderliste zu führen, gilt weltweit



[www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com)

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses.

The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members.

For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see [www.hoganlovells.com](http://www.hoganlovells.com).

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney advertising. Images of people may feature current or former lawyers and employees at Hogan Lovells or models not connected with the firm.