

Your World First

C/M/S/  
Law . Tax

# Ad-hoc-Pflicht – aktuelle Beispiele aus der neuen Praxis nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung

Webinar Deutsche Börse, 27. Juni 2017

Dr. Martina Schmid  
Jörg Baumgartner

CMS Hasche Sigle



---

# Übersicht

---

- **Einführung**
- Erweiterter Anwendungsbereich
- Ad-hoc-Publizität



---

# Einführung (I)

---

- **Marktmissbrauchsverordnung ("MAR")** regelt seit 03.07.2016 insb. Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings europaweit einheitlich
- Konkretisierung durch sog. delegierte Rechtsakte:
  - Delegierte VO der Kommission (2016/522, insb. Arten Eigengeschäfte)
  - Durchführungsverordnungen der Kommission:
    - Format und Aktualisierung von Insiderlisten (2016/347)
    - Format und Vorlage für Eigengeschäfte (2016/523)
    - Technische Mittel für Ad-hoc-Mitteilung und Aufschub (2016/1055)
  - VO 2016/1011 und 2016/1033
  - MAR-Leitlinien der ESMA:
    - Aufschub Ad-hoc-Mitteilung (ESMA/2016/1478)
    - Personen, die Marksondierungen erhalten (ESMA/2016/1477)
    - Leitlinien zu alternativen Leistungskennzahlen (APM) (ESMA/2015/1415)

---

## Einführung (II)

---

- Letzte Änderungen der MAR durch zwei Korrekturfassungen (sog. Corrigenda) vom 21.10.2016 und 21.12.2016
- Nationale Umsetzung im WpHG durch 1. FiMaNoG (2. FiMaNoG wurde am 23.06.2017 im Bundesgesetzblatt veröffentlicht und tritt im Wesentlichen am 03.01.2018 in Kraft)
- ESMA Q&A's
- FAQs der BaFin (neuer Emittentenleitfaden ist angekündigt)
- Referentenentwurf BMF für neue WpAIV vom 09.05.2017 (Inkrafttreten am 03.01.2018)

---

# Übersicht

---

- Einführung
- **Erweiterter Anwendungsbereich**
- Ad-hoc-Publizität



---

# Erweiterter Anwendungsbereich

---

- Geltung auch für **Freiverkehrsemittenten**, wenn Emittent die Zulassung / Einbeziehung beantragt oder genehmigt hat
- **Neu** für Freiverkehrsemittenten:
  - Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen (für Entry Standard-Emittenten schon bisher "Quasi"-Ad-hoc-Pflicht)
  - Führen von Insiderlisten
  - Meldung von Directors' Dealings und Handelsverbote
- Betrifft auch Anleiheemittenten in Rechtsform einer GmbH

---

# Übersicht

---

- Einführung
- Erweiterter Anwendungsbereich
- **Ad-hoc-Publizität**
  - Grundsätze
  - Mehrstufige Entscheidungsprozesse
  - Aufschieb der Ad-hoc-Mitteilung
  - Veröffentlichung der Insiderinformationen
  - APM-Leitlinien der ESMA
  - To Do's für Emittenten



---

# Ad-hoc-Publizität

## Grundsätze (I)

---

- **Neu:** Ad-hoc-Publizitätspflicht direkt in der **MAR** in Art. 17 Abs. 1 geregelt
- **Veröffentlichungspflicht bzgl. Insiderinformationen:** *"Ein Emittent gibt der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt"*.
- **Was ist eine Insiderinformation?** (geregelt in Art. 7 MAR):
  - **präzise Information** über Umstände oder Ereignisse,
  - **nicht** öffentlich bekannt,
  - die direkt oder indirekt einen oder mehrere **Emittenten** von Finanzinstrumenten oder die **Finanzinstrumente** selbst **betreffen**, und
  - im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens **geeignet** sind, den **Kurs** dieser Finanzinstrumente **erheblich zu beeinflussen** (d.h. wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde); Besonderheiten bei Debt-Produkten (z.B. Anleihen),
  - auch Information über **künftige Umstände**, von denen vernünftigerweise erwartet werden kann, dass sie in Zukunft eintreten werden und die spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die möglichen Kursauswirkungen zuzulassen

---

# Ad-hoc-Publizität

## Grundsätze (II)

---

- **Beispiele** für Fallkonstellationen, die **erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial haben können**
  - Kapitalmaßnahmen (z.B. Kapitalerhöhung)
  - Prognoseänderungen (Gewinnwarnung)
  - Personelle Veränderungen im Vorstand
  - M&A-Transaktionen
  - Wesentliche Abweichungen des Periodenergebnisses von der Prognose bzw. der durchschnittlichen Markterwartung
  - Rückzug aus Kerngeschäftsfeldern oder neues Core Business
  - Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse (einschließlich Kooperationsabkommen)

---

# Ad-hoc-Publizität

## Mehrstufige Entscheidungsprozesse (I)

---

- **Charakteristisch:** auf Herbeiführung eines zukünftigen Ereignisses gerichtet, dessen Eintritt jedoch in jedem Stadium noch scheitern kann
- **Frage:** Insiderinformation erst mit Eintritt des Endereignisses oder schon bei Eintritt eines Zwischenschritts?
- Im Anschluss an **EuGH-/BGH-Urteil** in Sachen *Daimler./Schrempp*: ausdrückliche Regelung in MAR für **Zwischenschritte**, falls dieser für sich genommen die Kriterien einer Insiderinformation erfüllt
- **Beispiele** für mehrstufige Entscheidungsprozesse

---

# Ad-hoc-Publizität

## Mehrstufige Entscheidungsprozesse (II)

---

- **Folgen** für die Praxis:
  - Künftig in vielen Fällen früheres Eingreifen der Ad-hoc-Pflicht
  - Künftig früheres Eingreifen des Insiderhandelsverbots
  - Gestiegene Bedeutung des Aufschubs der Ad-hoc-Mitteilung (Selbstbefreiung), insbesondere vorsorgliche Selbstbefreiung
- Auswirkungen anhand von **Praxisbeispielen** (vor/nach *Schrempp-Urteil*):
  - Vorzeitiges Ausscheiden von Organmitgliedern
  - M&A-Transaktionen
  - Vorgespräche zwischen Vorstand und Großaktionär über Kapitalmaßnahme oder Aktienrückkauf
  - Ermittlung und Veröffentlichung von Jahresabschlusszahlen

---

# Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung (I)

---

- Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung (**Selbstbefreiung**) unter **drei Voraussetzungen** möglich (Art. 17 Abs. 4 UAbs. 1 MAR):
  - (1) die unverzügliche Offenlegung wäre geeignet, die **berechtigten Interessen** des Emittenten zu beeinträchtigen,
  - (2) die Aufschiebung der Offenlegung ist nicht geeignet, die Öffentlichkeit irrezuführen, und
  - (3) der Emittent kann die Geheimhaltung der Insiderinformation sicherstellen (Dokumentation der Geheimhaltungsmaßnahmen).
- Berechtigte Interessen des Emittenten für den Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung:
  - ESMA-Leitlinien, insb. Verhandlungen und Zustimmung anderes Organ
  - Teilweise Verschärfung der Voraussetzungen

---

# Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung (II)

---

- Keine Irreführung der Öffentlichkeit:
  - **ESMA-Leitlinien** vom 20.10.2016 mit Beispielsfällen, wann eine Irreführung der Öffentlichkeit naheliegt:
    - Die Insiderinformation widerspricht der vom Emittenten selbst hervorgerufenen Markterwartung.
    - Die Insiderinformation widerspricht früheren Bekanntmachungen des Emittenten.
    - Bekanntgemachte finanzielle Ziele des Emittenten werden wahrscheinlich verfehlt.

---

# Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung (III)

---

- Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation
  - Sonderfall **Gerüchte**:
    - **Früher**: nur dann kein weiterer Aufschub möglich, wenn Gerücht auf Vertraulichkeitslücke bei Emittenten beruht.
    - **Jetzt: Kein** weiterer Aufschub bei Gerüchten, die den Tatsachekern treffen (unabhängig davon, woher Gerücht stammt).
    - Gerücht muss aber **ausreichend präzise** sein: es muss auf ein Informationsleck schließen lassen (Herkunft unerheblich); ein willkürliches Streuen diffuser Informationen genügt dagegen nicht (BaFin FAQ).

---

# Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung (IV)

---

- Sonderproblem seit MAR: "**Vorsorgliche**" **Selbstbefreiung**
  - **Praxisbeispiel:** Bei der Ermittlung der JA-Zahlen zeichnet sich ab, dass das Ergebnis in ad-hoc-relevanter Weise von der vom Emittenten veröffentlichten Prognose abweichen könnte.
  - **Bisherige Handhabung (nach *Schrempp-Urteil*):** Vorsorgliche Selbstbefreiung, berechtigtes Interesse liegt in der ausstehenden Mitwirkung des AR bei der Feststellung des Jahresabschlusses.
  - **Neue Rechtslage nach MAR-Leitlinien ESMA:**
    - (teilweise) strengere Anforderungen an berechtigtes Interesse,
    - Irreführung der Öffentlichkeit bei Verfehlen eigener Prognose, d.h. kein Aufschub möglich.
  - entscheidender Prüfungsschritt: Liegt überhaupt schon eine Insiderinformation vor?

---

# Ad-hoc-Publizität

## Aufschub der Ad-hoc-Mitteilung (V)

---

- **Neu:** Dokumentationspflichten nach Art. 4 der VO 2016/1055:
  - Zeitpunkt des erstmaligen Vorliegens und der voraussichtlichen Bekanntgabe der Insiderinformation
  - Verantwortliche Personen für Entscheidung über und Überwachung des Aufschubs und für Entscheidung über Bekanntgabe Insiderinformation
  - Informationshindernisse: Maßnahmen zur Sicherstellung der Vertraulichkeit
  - Vorkehrungen beim Wegfall der Vertraulichkeit
- **Empfehlung:** gesondertes Dokument als Anlage zum Selbstbefreiungsbeschluss; Übersendung an BaFin unverzüglich nach Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung.
- BaFin legt zudem den Entwurf einer "Notfall-Ad-hoc-Mitteilung" nahe.

---

# Ad-hoc-Publizität

## Veröffentlichung der Insiderinformation (I)

---

- Wenn **kein** Aufschub (mehr) möglich: **unverzögliche Veröffentlichung** der Ad-hoc-Mitteilung
- **Vor** Veröffentlichung: Vorabmitteilung an BaFin und Börsengeschäftsführungen, Art. 6 Abs. 2 DelVO 2016/522 i.V.m. § 15 Abs. 1 WpHG n.F.



---

# Ad-hoc-Publizität

## Veröffentlichung der Insiderinformation (II)

---

- **Veröffentlichung** der Ad-hoc-Mitteilung:
  - **europaweite Veröffentlichung** über elektronisches Informationsverbreitungssystem (z.B. via DGAP, EQS),
  - auf der **Internetseite** des Emittenten für einen Zeitraum von 5 Jahren (bisher: 1 Monat) unter Angabe von Datum und (neu) Uhrzeit der Veröffentlichung.
  
- **Nach** Veröffentlichung:
  - Übermittlung an das Unternehmensregister, § 15 Abs. 1 WpHG n.F.
  - Übermittlung von Selbstbefreiungsbeschluss (+ Anlage) an die BaFin (bisher: zusammen mit Vorabmitteilung)

---

# Ad-hoc-Publizität

## APM-Leitlinien der ESMA

---

- Betrifft **Finanzkennzahlen** enthaltende Ad-hoc-Mitteilungen, etwa Mitteilung von Prognoseänderungen, Gewinnwarnungen oder (vorläufigen) Geschäftszahlen
- Werden hierbei sog. **APM** (Alternative Leistungskennzahlen) verwendet (Bsp.: EBIT oder EBITDA), müssen diese erläutert werden.
- **Verweis** auf Internetseite oder zuvor veröffentlichte Dokumente des Emittenten (Geschäftsbericht) in der Ad-hoc-Mitteilung



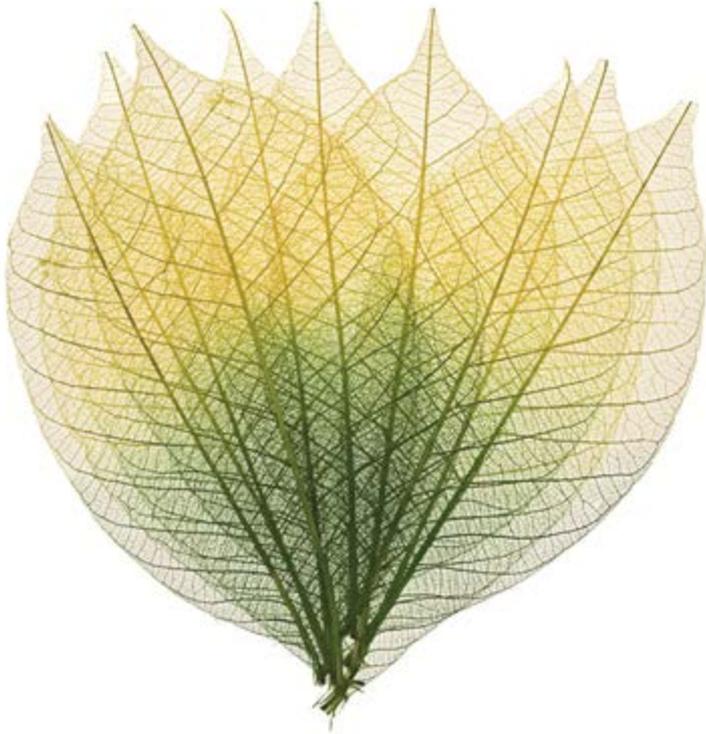
---

# Ad-hoc-Publizität

## To Do's für Emittenten

---

- Überprüfen der bisherigen Handhabung anhand der neuen Vorgaben zu Ad-hoc-Mitteilungen und zur Veröffentlichung auf der Internetseite
- Sicherstellen eines ausreichenden und zeitnahen internen Informationsflusses beim möglichen Entstehen von Insiderinformationen (insb. bei mehrstufigen Sachverhalten)
- Anpassung der internen Abläufe an Verfahrens- und Dokumentationspflichten bei Entscheidungen über Ad-hoc-Veröffentlichungen und Aufschubentscheidungen (evtl. Einrichtung Ad-hoc-Ausschuss)



**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!**

---

# Dr. Martina Schmid

## Partnerin

---



**T** +49 711 9764 670  
**E** [martina.schmid@cms-hs.com](mailto:martina.schmid@cms-hs.com)

CMS Hasche Sigle  
Schöttlestraße 8  
70597 Stuttgart

Geschäftsbereich  
Corporate



Martina Schmid ist als Rechtsanwältin bei CMS in Stuttgart tätig. Sie ist spezialisiert auf die Beratung von börsennotierten Aktiengesellschaften in allen Fragen des Aktien- und Kapitalmarktrechts. Zur laufenden Beratung gehört insbesondere die Beratung im Zusammenhang mit kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungs- und Meldepflichten und auf dem Gebiet der Corporate Governance.

Martina Schmid berät zahlreiche Gesellschaften zu den Neuregelungen der Marktmissbrauchsverordnung. Sie berät außerdem laufend börsennotierte Aktiengesellschaften bei der Vorbereitung und Durchführung der jährlichen Hauptversammlung und hat bereits bei zahlreichen Strukturmaßnahmen, aktienrechtlichen Streitigkeiten und in Spruchverfahren beraten.

---

# Jörg Baumgartner

## Counsel

---



T +49 69 71701 482

E joerg.baumgartner@  
cms-hs.com

CMS Hasche Sigle  
Neue Mainzer Straße 2-4  
60311 Frankfurt

Geschäftsbereich  
Capital Markets



Jörg Baumgartner ist als Rechtsanwalt bei CMS in Frankfurt tätig und er ist spezialisiert auf die kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtliche Beratung von in- und ausländischen Emittenten, Altaktionären, börsennotierten Unternehmen sowie emissionsbegleitenden Banken bei Kapitalmarkttransaktionen (Equity und Debt Capital Markets). Sein Fokus liegt auf der Strukturierung und Begleitung von Börsengängen, Kapitalerhöhungen und Zweitplatzierungen ebenso wie von Aktiendividenden, Anleihen und strukturierten Kapitalmarktprodukten. Zudem berät er zu Themen der kapitalmarktrechtlichen Compliance, wie zum Beispiel bei der Einhaltung kapitalmarktrechtlicher Folgepflichten (Ad-hoc- und Beteiligungspublizität sowie zum Insiderrecht).

Jörg Baumgartner beriet diverse deutsche Corporates bei der Ausgabe von Aktiendividenden sowie ihren geplanten Anleihebegebungen und mehrere chinesische Gesellschaften bei ihren IPOs an der Frankfurter Wertpapierbörse. Neben Philipp Melzer beriet er 2015 Curetis bei ihrem IPO an der Euronext in Amsterdam und 2016 Capital Stage AG bei der Übernahme der CHORUS Clean Energy AG im Rahmen eines Aktientauschs.





Law . Tax

#### Ihr kostenloser juristischer Online-Informationsdienst.

E-Mail-Abodienst für Fachartikel zu vielfältigen juristischen Themen.

[cms-lawnow.com](http://cms-lawnow.com)



Law . Tax

#### Ihre juristische Online-Bibliothek.

Profunde internationale Fachrecherche und juristisches Expertenwissen nach Maß.

[e-guides.cmslegal.com](http://e-guides.cmslegal.com)

---

Dieses Dokument stellt keine Rechtsberatung dar und verfolgt ausschließlich den Zweck, bestimmte Themen anzusprechen. Es erhebt keinen Anspruch auf Richtigkeit oder Vollständigkeit und die in ihm enthaltenen Informationen können eine individuelle Rechtsberatung nicht ersetzen. Sollten Sie weitere Fragen bezüglich der hier angesprochenen oder hinsichtlich anderer rechtlicher Themen haben, so wenden Sie sich bitte an Ihren Ansprechpartner bei CMS Hasche Sigle.

CMS Hasche Sigle ist eine der führenden wirtschaftsberatenden Anwaltssozialitäten. Mehr als 600 Anwälte sind in acht wichtigen Wirtschaftszentren Deutschlands sowie in Brüssel, Hongkong, Moskau, Peking, Shanghai und Teheran für unsere Mandanten tätig. CMS Hasche Sigle ist Mitglied der CMS Legal Services EEIG, einer europäischen wirtschaftlichen Interessenvereinigung zur Koordinierung von unabhängigen Anwaltssozialitäten. CMS EEIG ist nicht für Mandanten tätig. Derartige Leistungen werden ausschließlich von den Mitgliedssozialitäten in den jeweiligen Ländern erbracht. CMS EEIG und deren Mitgliedssozialitäten sind rechtlich eigenständige und unabhängige Einheiten. Keine dieser Einheiten ist dazu berechtigt, im Namen einer anderen Verpflichtungen einzugehen. CMS EEIG und die einzelnen Mitgliedssozialitäten haften jeweils ausschließlich für eigene Handlungen und Unterlassungen. Der Markenname „CMS“ und die Bezeichnung „Sozialität“ können sich auf einzelne oder alle Mitgliedssozialitäten oder deren Büros beziehen.

#### CMS-Standorte:

Aberdeen, Algier, Amsterdam, Antwerpen, Barcelona, Belgrad, Berlin, Bogotá, Bratislava, Bristol, Brüssel, Budapest, Bukarest, Casablanca, Dubai, Düsseldorf, Edinburgh, Frankfurt/Main, Funchal, Genf, Glasgow, Hamburg, Hongkong, Istanbul, Kiew, Köln, Leipzig, Lima, Lissabon, Ljubljana, London, Luxemburg, Lyon, Madrid, Mailand, Manchester, Maskat, Medellín, Mexiko-Stadt, Moskau, München, Paris, Peking, Podgorica, Prag, Reading, Rio de Janeiro, Rom, Santiago de Chile, Sarajevo, Sevilla, Shanghai, Sheffield, Singapur, Sofia, Straßburg, Stuttgart, Teheran, Tirana, Utrecht, Warschau, Wien, Zagreb und Zürich.

CMS Hasche Sigle Partnerschaft von Rechtsanwälten und Steuerberatern mbB, Sitz: Berlin, (AG Charlottenburg, PR 316 B), Liste der Partner: s. Website.

[cms.law](http://cms.law)