

/ Neuerungen für Emittenten – BaFin veröffentlicht Modul C des Emittentenleitfadens

Capital Market Partner Webinar

5. Mai 2020

Dr. Holger Alfes, LL.M.

Dr. Michael Brellochs, LL.M.

Sebastian de Schmidt

Alicante
Berlin
Bratislava
Brüssel
Budapest
Bukarest
Dresden
Düsseldorf
Frankfurt/M.
Hamburg
London
Moskau
München
New York
Prag
Warschau

noerr.com

/ Agenda

- 1 Überblick „neuer“ Emittentenleitfaden
- 2 Begriff der Insiderinformation – Gesetzliche Vorgaben und Auslegung durch die BaFin
- 3 Zwischenschritte als Insiderinformation / M&A Transaktionen
- 4 Geschäftszahlen und Prognosen
- 5 Ad-hoc-Publizität
- 6 Zusammenfassung und Ausblick

/ Überblick „neuer“ Emittentenleitfaden

- Veröffentlichung des Moduls C des „neuen“ Emittentenleitfadens („ELF“) am 22. April 2020 nach Durchführung Konsultationsverfahren mit Marktteilnehmern im Sommer 2019
- Überarbeitung erforderlich aufgrund neuer gesetzlicher Grundlagen, insbesondere der Marktmissbrauchsverordnung („MMVO“) und der dazugehörigen Durchführungs- bzw. delegierten Verordnungen
- Ausführliche Erläuterungen, die z.T. deutlich über den bisherigen Emittentenleitfaden und die BaFin FAQ zu Artt. 17, 18, 19 MAR hinausgehen
- ELF berücksichtigt die Verwaltungserfahrung der BaFin seit Inkrafttreten der MMVO
- ELF berücksichtigt Rechtsprechung und Literatur (nicht nur ESMA Verlautbarungen)

/ Begriff der Insiderinformation – Gesetzliche Regelung

Art. 7 Abs. 1 lit. a) MMVO:

„... **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 Finanzinstrumente** oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente **erheblich zu beeinflussen.**“

- Einheitlicher Begriff der Insiderinformation, d.h. Ad-hoc-Publizität und Insiderhandelsverbot werden gleichzeitig ausgelöst
- Vier kumulative Elemente der Insiderinformation:
 - 1) Nicht öffentlich bekannte Information
 - 2) Präzise Information
 - 3) Finanzinstrument- oder Emittenten-Bezug
 - 4) Erhebliches Kursbeeinflussungspotential

/ Begriff der Insiderinformation im Modul C des ELF – Tatbestandsmerkmal „nicht öffentlich bekannt“

- Information ist (nur) öffentlich bekannt, wenn unbestimmte Vielzahl von Personen von Information Kenntnis nehmen kann, d.h. Information muss breitem Anlegerpublikum zugänglich sein (sog. „Bereichsöffentlichkeit“)
- „zugänglich machen“ kann auch in Form eines allgemein zugänglichen weit verbreiteten elektronischen Informationsverbreitungssystems erfolgen
- **Neu gegenüber der Konsultationsfassung:**
 - Kostenpflichtigkeit schließt das Kriterium der allgemeinen Zugänglichkeit dabei nicht per se aus, aber:
 - Veröffentlichung der Insiderinformation in einem nur in bestimmten Kreisen einschlägigen (Börsen-) Informationsdienst oder Newsboard genügt dem Erfordernis der Information eines breiten Anlegerpublikums grds. nicht
 - Folge: Ob Veröffentlichungen bspw. über (kostenpflichtige) Informationsverbreitungsdienste wie Bloomberg oder Reuters ausreichend sind, um die „Bereichsöffentlichkeit“ herzustellen, bleibt weiter offen

/ Begriff der Insiderinformation im Modul C des ELF – Tatbestandsmerkmal „Kurserheblichkeit“

➤ Neu gegenüber der Konsultationsfassung:

- Streichung der Formulierung, dass „kleiner, aber sicherer Gewinn genügt“, um das Vorliegen eines Handelsanreizes und damit eines Kursbeeinflussungspotentials zu begründen
- Streichung der Formulierung, dass „nur Fälle ausscheiden, in denen von vornherein kein Anreiz besteht, die Information zu verwenden“
- Drittderivate werden weiter nicht vom Prüfungsumfang im Rahmen der Kurserheblichkeit ausgenommen, aber:
- Sofern eine Information „nur“ hinsichtlich eines Derivats nicht aber hinsichtlich der Aktie eines Emittenten eine Insiderinformation begründet, betrifft diese Information den Emittenten nur dann unmittelbar (und ist damit grundsätzlich Ad-hoc-pflichtig) wenn dieses Derivat vom Emittenten selbst begeben wurde

/ Begriff der Insiderinformation in Modul C des ELF – Zwischenschritte (1)

- Auffassung der BaFin im Rahmen der Konsultation:
 - Kursbeeinflussungspotential von Zwischenschritten ist umso eher anzunehmen, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist
 - Mindestwahrscheinlichkeit für das Endereignis ist nicht erforderlich
 - Folgen:
 - In einem gestreckten Sachverhalt kam nahezu jeder Zwischenschritt als Insiderinformation in Betracht
 - Erheblicher Rechtsunsicherheit und daher einer der maßgeblichen Kritikpunkte im Konsultationsverfahren
 - Erheblicher Prüf- und Dokumentationsaufwand für Emittenten
 - Weitreichende Reduzierung des Zeitfensters, in dem Emittent z.B. Kapitalmaßnahmen durchführen oder Führungskräfte mit Aktien handeln konnten
 - Nichtssagende Zwischenschritt-Ad-hoc-Mitteilungen beim Aufkommen von Gerüchten

/ Begriff der Insiderinformation in Modul C des ELF – Zwischenschritte (2)

- **Auffassung der BaFin in Modul C, „zweistufige Prüfung“:**
 - Folgt Kursbeeinflussungspotential bereits aus dem Zwischenschritt selbst (Art. 7 Abs. 3 MMVO)? Beispiele: Grundlegende Änderung der Strategie, erklärte Amtsmüdigkeit des Vorstandsvorsitzenden
 - Falls nicht oder nicht ausschließlich ist das Endergebnis zu berücksichtigen. Dabei gilt:
 - Endergebnis gewichtig? Je bedeutender, desto eher ist das Kursbeeinflussungspotential zu bejahen
 - Wahrscheinlichkeit des Endergebnisses? Je wahrscheinlicher, desto eher ist das Kursbeeinflussungspotential des Zwischenschritts zu bejahen
 - 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
 - **Soweit das erstrebte Endereignis noch unwahrscheinlich ist, wird es einem Zwischenschritt regelmäßig an der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung fehlen**
- Fazit: Ausführungen deutlich zurückhaltender als noch in den FAQs zu Art. 17 MMVO und in der Konsultationsfassung

/ Begriff der Insiderinformation in Modul C des ELF – Zwischenschritte (3)

➤ Aber:

- weiterhin keine konkrete Erläuterung von Art. 7 Abs. 3 MMVO, d.h. wann ein Zwischenschritt „für sich genommen die Kriterien einer Insiderinformation ... erfüllt“
- Endereignis „noch unwahrscheinlich“ ≠ Endereignis „nicht überwiegend wahrscheinlich“?

➤ Folgen für die Praxis:

- Frühe Zwischenschritte dürften in aller Regel keine Insiderinformationen sein
- Sofern nicht ausnahmsweise der Zwischenschritt für sich genommen kursrelevant ist, verhindert ein unwahrscheinliches Endereignis auf Ebene des Zwischenschritts im Regelfall das Entstehen einer Insiderinformation

/ M&A Transaktionen – Wesentliche Änderungen

- Ausdrückliche Klarstellung, dass Ausführungen sowohl für „öffentliche Übernahmen“ als auch für „private M&A Transaktionen“ gelten
- Anpassung des „Katalogs“ der Umstände, bei denen geprüft werden soll, ob eine Zwischenschrittinsiderinformation vorliegt:
 - Streichung des Abschlusses eines Non Disclosure Agreements (NDA)
 - Abschluss eines Letter of Intent (nur) dann, wenn dieser bspw. Vereinbarungen über Eckpunkte des künftigen Vertrags, eine Preisspanne oder eine andere Vereinbarungen enthält, in der sich ernsthafter Einigungswillen der Parteien manifestiert
- Streichung der Passage, dass auch „Kumulierung“ eigentlich unbedenklicher Zwischenschritte eine Zwischenschrittinsiderinformation begründen kann
- Faustregel: Insiderinformation, die ihre Bedeutung nur aus dem Abschluss der Transaktion (= Endereignis) ableitet entsteht, wenn erreichter Verfahrensstand ernsthaften Einigungswillen erkennen lässt

/ Geschäftszahlen und Prognosen (1)

- Die Kurserheblichkeit von Geschäftszahlen ist nach Auffassung der BaFin weiterhin gegeben, wenn die Geschäftszahlen wesentlich von der relevanten Benchmark abweichen
- **Neu gegenüber der Konsultationsfassung:**
 - Benchmark „eigene Prognose“: Kursbeeinflussungspotential nur „in der Regel“ zu bejahen, wenn außerhalb der eigenen Prognose
 - Benchmark „Markterwartung“:
 - Maßgeblich ist zunächst weiter die „Consensus-schätzung“
 - Ermittlung der Markterwartung „auf anderem Weg“ ist aber ebenfalls zulässig
 - dies gilt aufgrund des entsprechenden Verweises sowohl für die Beurteilung der Kurserheblichkeit von Geschäftszahlen als auch für die Beurteilung der Kurserheblichkeit von Prognosen
 - Bei Aufrechterhaltung der ursprünglichen Prognose entgegen der (nicht vom Emittenten) herbeigeführten abweichenden Markterwartung soll keine Insiderinformation mehr vorliegen, d.h. Aufgabe der Unterscheidung zwischen der Frage, ob Insiderinformation vorliegt und ob diese Ad-hoc-pflichtig ist

/ Geschäftszahlen und Prognosen (2)

- Umgang in der Praxis:
 - Analystenschätzungen sollten Ausgangspunkt für die Bestimmung der Markterwartung sein, Ausführungen der BaFin („wichtiger Indikator“/ „aktuelle Analystenschätzungen“) lassen aber Raum für Argumentation im Einzelfall (wichtig in aktueller Corona-Situation)
 - Insbesondere wenn (einzelne) Analystenschätzungen wesentliche und öffentliche bekannte Geschäftsvorfälle des Emittenten oder allgemeine Marktentwicklungen nicht berücksichtigen, dürfte die Bestimmung der Markterwartung „auf anderem Wege“ zulässig sein (wichtig in aktueller Corona-Situation)
 - Gleiches gilt wenn für den relevanten Zeitraum, bspw. bei Quartalszahlen, keine gesonderte Analystenschätzung vorliegt
- Weiter offene Fragen:
 - Wann ist von einer „erheblichen Abweichung“ von der relevanten Bezugsgröße auszugehen?
 - Umgang mit Konstellationen, in denen nur eine von mehreren Geschäftszahlen für die eine Prognose veröffentlicht wurde, außerhalb des Prognosekorridors liegt
 - Umgang mit Ausreißer-Quartalen, wenn Emittent davon ausgeht, dass das Gesamtjahr plangemäß verläuft

/ Ad-hoc-Publizität – Wesentliche Änderungen (1)

- Streichung der Formulierung, dass „in Zweifelsfällen die Auslegungsvariante zu wählen ist, die den Gesetzeszielen – Prävention von Insiderhandel und Herstellung größtmöglicher Chancengleichheit und Transparenz – am besten gerecht wird“
- Klarstellung, dass Übermittlung eines LEI an einen Handelsplatz in der Regel nicht als Genehmigung der Zulassung/Einbeziehung zum Handel zu werten ist
- Aufschubentscheidung: Ein Vorstandsmitglied „soll“ mitwirken (vorher „hat grundsätzlich“ mitzuwirken)
- Interne Gremienvorbehalte:
 - Streichung der Formulierung, dass der Vorstand *„in der Regel ... bereits im Vorfeld des eigenen Entschlusses eine Indikation betreffend die Entscheidung des Aufsichtsrats besitzt und daher eine **überwiegende Wahrscheinlichkeit anzunehmen ist**“*
 - Stattdessen Betonung der Einzelfallentscheidung erforderlich ist

/ Ad-hoc-Publizität – Wesentliche Änderungen (2)

- Veröffentlichung von Insiderinformationen aus der Sphäre des Aufsichtsrats:
 - Zuständigkeit des Aufsichtsrats für Aufschubentscheidung nach Art. 17 Abs. 4 MMVO wird von der BaFin anerkannt
 - Möglichkeit der Delegation an ein untergeordnetes vom Aufsichtsrat zu kontrollierendes Ad-hoc Gremium
 - bei Entscheidung eines Gremiums sollte mindestens ein ordentliches Aufsichtsratsmitglied mitwirken
 - entsprechend einem dem Vorstand untergeordnetem Ad-hoc Gremium ist demnach auch die Mitwirkung von Personen möglich, die nicht dem Aufsichtsrat angehören
 - Delegation an ein ordentliches Mitglied des Aufsichtsrats ist ebenfalls zulässig
- Laut BaFin weiter keine Veröffentlichungskompetenz des Aufsichtsrats

/ Zusammenfassung und Ausblick (1)

- Teilweise (deutliche) Änderungen gegenüber den BaFin FAQ und der Konsultationsfassung, d.h. die BaFin hat Anregungen von Marktteilnehmern aufgenommen und Verwaltungspraxis weiterentwickelt
- Im Vergleich zu den Erläuterungen anderer Aufsichtsbehörden in der EU sehr ausführlich → Ausstrahlungswirkung auf andere Länder?
- Grenzen des Emittentenleitfadens: Konzeptionelle Fragen können von BaFin nicht entschieden werden, z.B.
 - ein- oder zweistufiges Modell bei Insiderrecht und Ad-hoc Publizität
 - Katalog der berechtigten Emittenteninteressen für einen Aufschub
 - Katalog der meldepflichtigen Geschäften bei den Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 MMVO

/ Zusammenfassung und Ausblick (2)

- Bevorstehende Änderungen durch den „Review“ der MMVO?
 - ESMA hat im Oktober 2019 ein umfassendes Konsultationspapier (ESMA70-156-1459) veröffentlicht und diverse Änderungen an den bestehenden Regelungen zur Diskussion gestellt
 - Die Vorschläge von ESMA betreffen u.a.:
 - Ergänzung eines Art. 17(a) MMVO, der Emittenten verpflichtet, wirksame Systeme und Kontrollen für die Identifizierung von Insiderinformationen, den Umgang mit Insiderinformationen und die Veröffentlichung von Insiderinformationen zu schaffen und aufrechtzuerhalten
 - Verpflichtung eine Insiderinformation, deren Veröffentlichung der Emittent zunächst aufgeschoben hat, auch dann an die zuständige Aufsichtsbehörde zu übermitteln, wenn die Information während des Aufschubs ihre Qualität als Insiderinformation verloren hat
- Bei den Eigengeschäfte von Führungskräften soll Handelsverbots gem. Art. 19 Abs. 11 MMVO über Führungskräfte hinaus auf alle Personen erstreckt werden, die mit diesen in enger Beziehung stehen
- ESMA beabsichtigt nach eigenen Angaben, den Bericht im Frühjahr 2020 an die Kommission zu übermitteln

/ Ansprechpartner



Dr. Holger Alfes, LL.M.

Rechtsanwalt, attorney and counselor-at-law (New York)
Partner

+49 69 971477231
holger.alfes@noerr.com

Kompetenzen

- Aktien- und Kapitalmarktrecht
- Capital Markets (ECM/DCM)
- Mergers & Acquisitions
- Corporate Governance

Schwerpunkte:

- Kapitalmarktmaßnahmen (IPOs, Sekundärplatzierungen, Anleiheemissionen u.a.)
- Unternehmens- und Beteiligungserwerbe sowie Veräußerungsprozesse
- Real Estate Transaktionen

Pressestimmen

- Oft empfohlener Anwalt für „Börseneinführungen und Kapitalerhöhungen“, „M&A“ und „Gesellschaftsrecht“ im JUVE Handbuch (2018/2019)
- Empfohlen als führender Experte für Capital Markets Law, Best Lawyers in Germany (2016)
- Die Zeitschrift Wirtschaftswoche (Ausgabe 17. Juli 2010) zählt ihn zu den besten 25 Anwälten für Aktienrecht in Deutschland



Dr. Michael Brellochs, LL.M.

Rechtsanwalt, Attorney-at-Law (New York)
Partner

+49 89 286283603
michael.brellochs@noerr.com

Kompetenzen

- Aktien- und Kapitalmarktrecht
- Public und Private M&A
- Corporate Governance
- Finanzinstitute

Pressestimmen

- Empfohlen als führender Anwalt für Mergers & Acquisitions, Legal 500 Germany, JUVE, Who's Who Legal
- Empfohlen als führender Anwalt für Gesellschaftsrecht, Handelsblatt / Best Lawyers in Germany
- Empfohlen als führender Anwalt für Capital Markets und M&A, IFLR 1000



Sebastian de Schmidt

Rechtsanwalt (Lawyer)
Counsel

+49 69 971477255
Sebastian.deSchmidt@noerr.com

Kompetenzen

- Aufsichtsrecht
- Börsenrecht
- Compliance
- Internal Investigations
- Kapitalmarktrecht
- Wertpapierhandelsrecht

Werdegang

- Studium der Rechtswissenschaften an der Goethe-Universität Frankfurt am Main
- Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Law and Finance an der Goethe-Universität Frankfurt am Main
- Leiter des Referats "Insiderüberwachung", zuvor Leiter des Referats "Handelsaussetzung, Leerverkaufsüberwachung, Directors' Dealings" bzw. stellvertretender Leiter des Referats "Marktmanipulationsüberwachung" bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
- Seit 2019 bei Noerr
- Zugelassen bei der Rechtsanwaltskammer Frankfurt am Main