



Modul C des neuen Emittentenleitfadens

Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten

TaylorWessing

Dr. Lars-Gerrit Lüßmann, Dr. Sebastian Beyer

Inhalt

1	Überblick über den Konsultationsentwurf des Moduls C des Leitfadens	3
2	Insiderinformation – Konkretisierung der gesetzlichen Anforderungen	5
3	Fallgruppen potentieller Insiderinformationen	9



1

Überblick über den Konsultationsentwurf des Moduls C des Leitfadens



1. Überblick über den Konsultationsentwurf des Moduls C des Leitfadens



Aktueller Verfahrensstand

- ▶ Konsultationsfassung des Emittentenleitfadens berücksichtigt dreijährige Praxiserfahrung mit MAR
- ▶ Stellungnahmen zum Konsultationsentwurf werden derzeit ausgewertet
- ▶ Veröffentlichung der endgültigen Fassung: März 2020
- ▶ Letzter Emittentenleitfaden bezieht sich noch auf alte Regelungen des WpHG

Inhalt des Moduls C

- ▶ Insiderüberwachung
- ▶ Ad-hoc-Publizität
- ▶ Geschäfte von Führungskräften
- ▶ Verbot der Marktmanipulation
- ▶ Rückkaufprogramme
- ▶ Insiderlisten
- ▶ Marktsondierung

2

Insiderinformation – Konkretisierung der gesetzlichen Anforderungen



2. Insiderinformation – Konkretisierung der gesetzlichen Anforderungen

Insiderinformation nach Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR:

- ▶ Nicht öffentlich bekannte
- ▶ **präzise Informationen**,
- ▶ die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und
- ▶ die geeignet wären, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens **den Kurs** dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente **erheblich zu beeinflussen**.

Präzise Information:

- ▶ Zukünftiger Umstand/Ereignis
 - > Art. 7 Abs. 2 MAR bestimmt für den Fall eines zukünftigen Umstands/Ereignisses, dass vernünftigerweise zu erwarten sein muss, dass er in Zukunft eintreten wird
 - > BaFin Maßstab: 50 Prozent + X (überwiegende Wahrscheinlichkeit)
- ▶ Informationen müssen spezifisch genug sein, um Schluss auf Kursauswirkung zuzulassen
- ▶ Ausmaß der Auswirkung auf den Kurs oder Richtung einer möglichen Auswirkung ist nicht zu berücksichtigen (vgl. EuGH, Urt. v. 11.03.2015 – C 628/13, „Lafonta“)



2. Insiderinformation – Konkretisierung der gesetzlichen Anforderungen

Erhebliches Kursbeeinflussungspotential:

- ▶ Art. 7 Abs. 4 MAR: „Informationen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“
- ▶ „Maßstab ist Ex-ante-Einschätzung eines durchschnittlich börsenkundigen Anlegers, der seine Entscheidungen auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft.“
- ▶ Berücksichtigung des Verhaltens auch irrational handelnder Marktteilnehmer nicht mehr gefordert (wie noch in BaFin FAQ Frage Nr. 4 b)
- ▶ Relativierend: „...der auch berücksichtigt, wie andere Marktteilnehmer auf die tatsächliche, aktuelle Situation reagieren würden“.
- ▶ Erheblichkeit soll zu bejahen sein, „wenn ein Kauf- bzw. Verkaufsanreiz gegeben ist“ – ausreichend, dass Kursreaktion „einen kleinen, aber sicheren Gewinn erwarten lässt.“

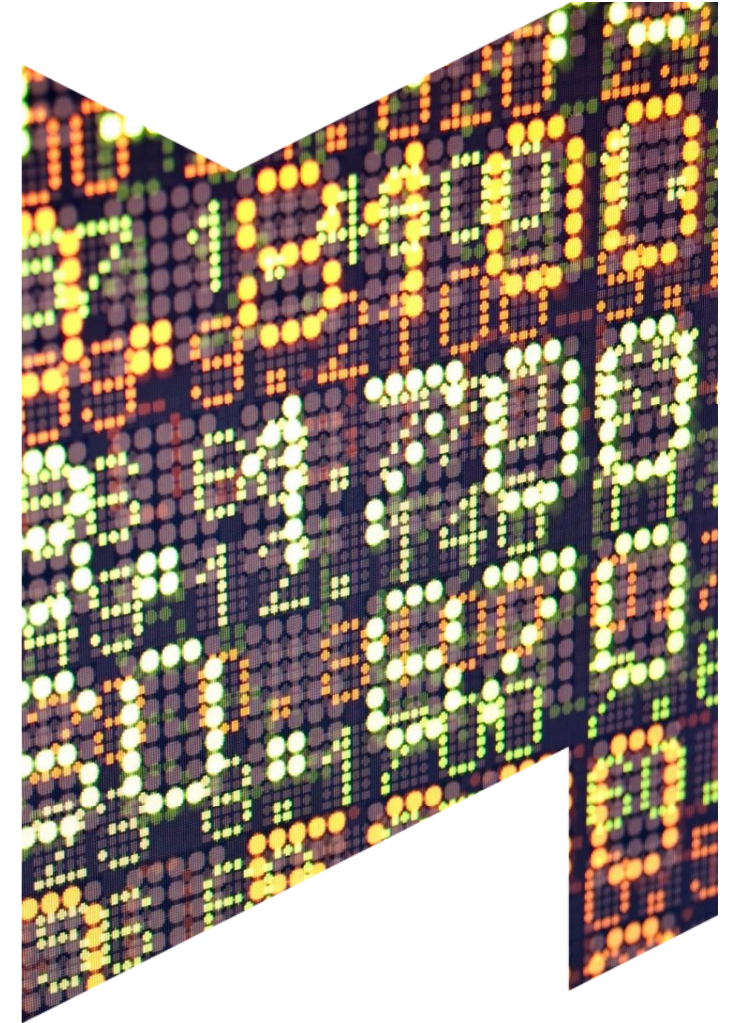
Zwischenschritte als Insiderinformationen nach der BaFin

Gestreckte Sachverhalte

- ▶ Bei gestreckten Sachverhalten kann nicht nur Endereignis selbst Insiderinformation sein, sondern auch Zwischenschritte, Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR - (EuGH, Urt. v. 28.06.2012 – C 19/11, „Gelt/Daimler“).
- ▶ Das geplante Endergebnis kann als zukünftiges Ereignis bereits vor Verwirklichung kursrelevant sein.

Zwischenschritte

- ▶ Bei jedem Zwischenschritt ist zu prüfen, ob es sich um eine präzise Information handelt, die zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet ist.
 - > Ein Kursbeeinflussungspotential ist umso eher anzunehmen, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist.
 - > Anwendung der sog. Probability-Magnitude-Formel?
 - > Für die Würdigung eines Zwischenschritts als Insiderinformation ist eine Mindestwahrscheinlichkeit des Endereignisses nicht erforderlich.



3

Fallgruppen potentieller Insiderinformationen



3. Insiderinformationen im Rahmen von M&A-Verhandlungen

Wann entsteht im Rahmen eines M&A-Prozesses eine Insiderinformation?

- ▶ Frage kann sich sowohl in Bezug auf die Bietergesellschaft als auch in Bezug auf die Zielgesellschaft stellen
- ▶ BaFin betont Notwendigkeit einer einzelfallbezogenen Prüfung
- ▶ Je weiter der Übernahmeprozess vorangeschritten ist, desto eher soll eine insiderrelevante Information anzunehmen sein
- ▶ Unterschiedliche Bewertung eines Ereignisses bei Zielgesellschaft – Bietergesellschaft möglich

Abgrenzung Zwischenschritt – Vorbereitungsmaßnahme

- ▶ Zwischenschritte, die Qualität einer Insiderinformation erfüllen können, sind von bloßen Vorbereitungsmaßnahmen abzugrenzen.
- ▶ Bestimmte typische Ereignisse im Rahmen eines M&A-Verfahrens werden als Vorbereitungshandlungen eingeordnet, andere Maßnahmen als solche, die stets Anlass zur Prüfung geben sollen, ob Insiderinformation vorliegt.



3. Insiderinformationen im Rahmen von M&A Verhandlungen

Vorbereitungshandlungen, denen regelmäßig nicht der Charakter einer Insiderinformation zukommt:

- ▶ Entscheidung zur Aufnahme von Vorgesprächen mit einer potenziellen Zielgesellschaft
- ▶ Interne organisatorische Maßnahmen
- ▶ Erstmalige Beauftragung von Beratern (Rechtsanwälte, Banken, Unternehmensberater)
- ▶ Erstmalige Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft

Umstände, die Anlass zur Prüfung geben sollen, ob eine Insiderinformation eingetreten ist:

- ▶ Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen
- ▶ Bilaterale Treffen mit konkretem Hintergrund, jedenfalls wenn bereits Vorbereitungshandlungen vorgenommen wurden und wesentliche Eckpunkte besprochen werden
- ▶ Abschluss eines „Letter of Intent“
- ▶ Einsetzen von gegenseitigen Arbeitsgruppen zur Umsetzbarkeit einer Fusion
- ▶ Übersendung von „Term Sheets“
- ▶ Grundsätzliche Einigung durch wesentliche Entscheidungsträger über zentrale Punkte (auch vor Gremienbefassungen)
- ▶ Ausräumen wesentlicher Hindernisse
- ▶ Durchführung einer Due Diligence



3. Ad-hoc relevante Zwischenschritte bei Personalentscheidungen

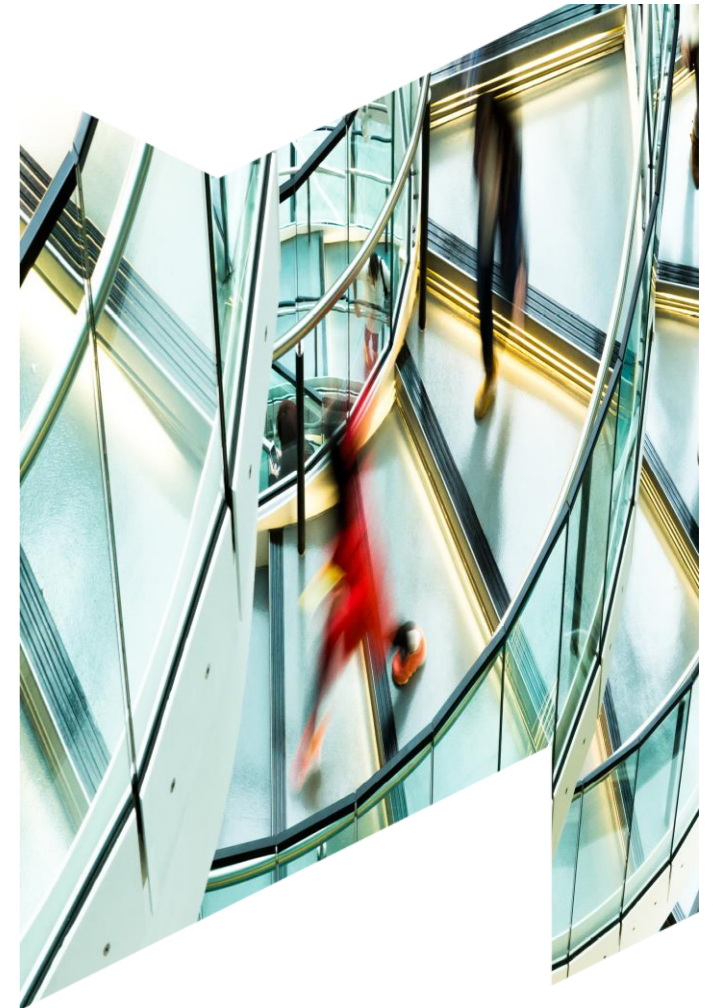
- ▶ Personalentscheidungen sind üblicherweise Endereignisse gestreckter Geschehensabläufe
- ▶ Bei zukünftigen / möglichen Personalveränderungen können daher Insiderinformationen in Form von Zwischenschritten gegeben sein (vgl. EuGH, Urt. v. 28.06.2012 – C 19/11, „Gelt/Daimler“)

Wann sind Personalveränderungen insiderrelevant?

- ▶ Kursbeeinflussungspotential nur gegeben bei **überraschender Berufung oder Abberufung** von Organmitgliedern in **Schlüsselpositionen**
- ▶ Bei Personen muss maßgebliche Einwirkung auf den Geschäftsverlauf zu erwarten sein oder eine solche bislang bestanden haben

Beispiele der BaFin

- ▶ Rücktrittsabsicht bzw. Absicht eines CEO, den Vertrag nicht zu verlängern
- ▶ Absicht des Aufsichtsrats, eine bestimmte Person als neuen CEO zu bestellen



3. Insiderinformationen im Rahmen von Kapitalmaßnahmen



Kapitalmaßnahmen als Insiderinformationen

- ▶ Ad-hoc relevant können nach BaFin insbesondere sein:
 - > Kapitalerhöhungen in Form einer Ausgabe von Aktien
 - > Aufnahme von Fremdkapital
 - > Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen
 - > Aktienrückkäufe

Zwischenschritte bei Kapitalerhöhungen

- ▶ Nicht nur der Beschluss des Vorstands zur Durchführung kann Insiderinformation darstellen - weitere **Insiderinformationen** können **in Form von Zwischenschritten** vorliegen.
- ▶ Mögliche ad-hoc relevante Zwischenschritte:
 - > Die Beauftragung einer Investmentbank mit der Marktsondierung
 - > Die Aufnahme von Verhandlungen mit einem Ankerinvestor
 - > Das der Kapitalerhöhung zugrunde liegende Ereignis (z.B. die Akquisition)





Dr. Lars-Gerrit Luessmann, LL.M.
Rechtsanwalt

Tel: +49 (0) 69 9 71 30 119
Mobile: +49 (0) 172 6 15 20 00

l.luessmann@taylorwessing.com

Taylor Wessing Partnerschaftsgesellschaft mbB
Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt am Main

Dr. Sebastian Beyer, LL.M.
Rechtsanwalt

Tel: +49 (0) 69 9 71 30 135
Mobile: +49 (0) 160 97 81 88 57

s.beyer@taylorwessing.com

Taylor Wessing Partnerschaftsgesellschaft mbB
Thurn-und-Taxis-Platz 6
60313 Frankfurt am Main

TaylorWessing

[taylorwessing.com](https://www.taylorwessing.com)

Europe > Middle East > Asia

© Taylor Wessing 2019

This publication is not intended to constitute legal advice. Taylor Wessing entities operate under one brand but are legally distinct, either being or affiliated to a member of Taylor Wessing Verein. Taylor Wessing Verein does not itself provide services. Further information can be found on our regulatory page at <https://deutschland.taylorwessing.com/en/regulatory>.