

# Veröffentlichung von Insiderinformationen Art. 17 Market Abuse Regulation (MAR)

# Inhalt

- I. Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt**
- II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität**
- III. Rechtsfolgen von Verstößen gegen die Ad-hoc-Pflicht**

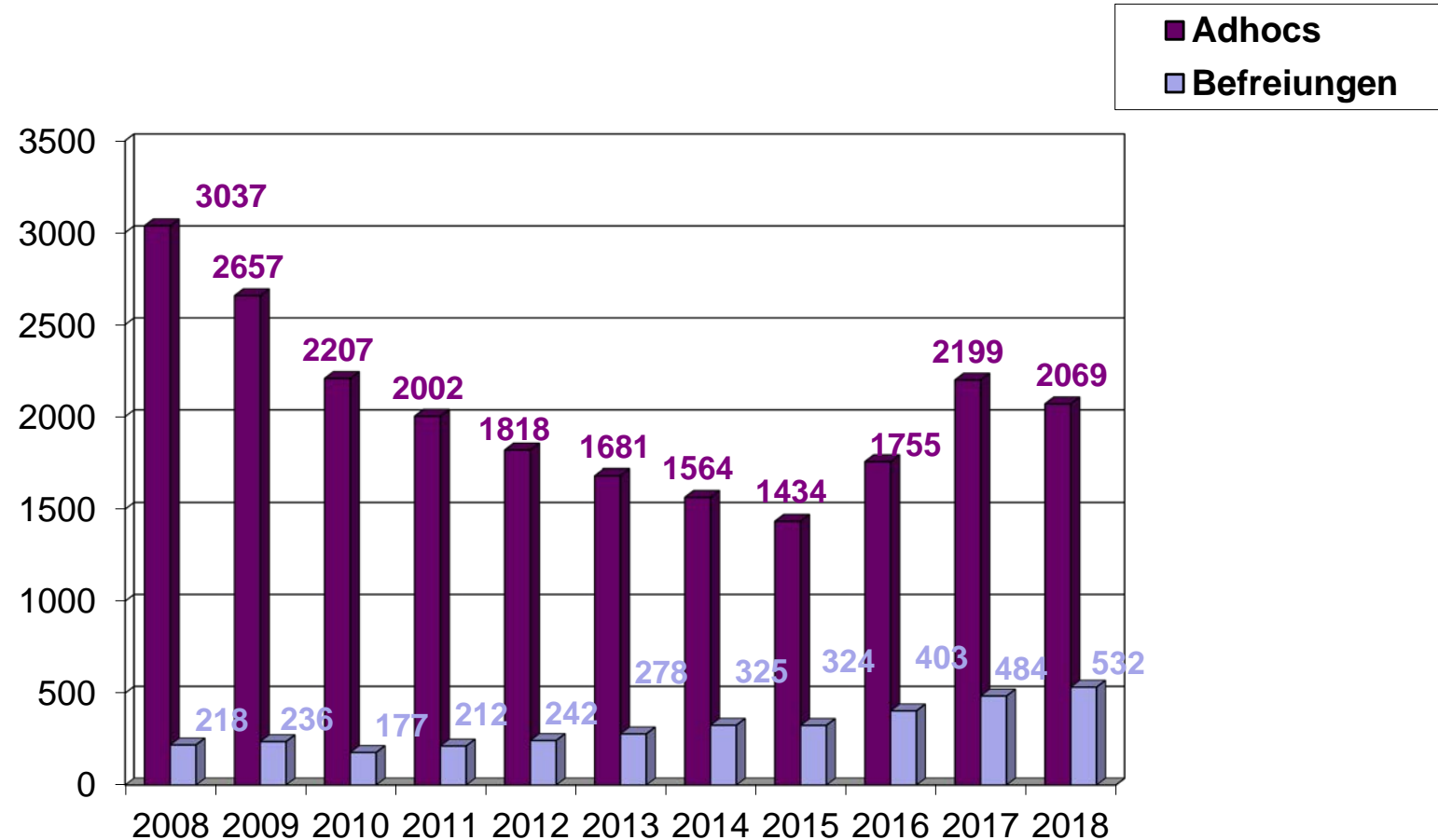
# I. Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt

Das seit 1995 für alle Emittenten von Finanzinstrumenten bestehende Gebot der unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen soll

- unangemessene Börsen- oder Marktpreise verhindern und die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts schützen,
- durch Transparenz die Chancengleichheit der Investoren an den Wertpapiermärkten gewährleisten,
- das Vertrauen der Anleger in das ordnungsgemäße Funktionieren der Kapitalmärkte stärken,
- präventiv gegen Insiderhandel wirken.

# I. Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt

2008 bis 31.12.2018



## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

- Artikel 17 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung; MAR)
- § 26 Abs. 1 WpHG
- Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 zu technischen Mitteln für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschub der Bekanntmachung von Insiderinformationen
- Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 zur Bestimmung der zuständigen Behörde beim Aufschub
- ESMA-Leitlinien zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478)
- ESMA-Q&A (ESMA70-145-111), BaFin-FAQs
- Leitfaden der BaFin für Emittenten, insbesondere zu: Insiderhandelsverbot, Ad-hoc-Publizität, FAQs der BaFin zu Art. 17 MAR

# II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

## Ad-hoc-pflichtige Emittenten

- Emittenten am geregelten Markt (synonym: regulierter oder organisierter Markt)
- MTF-Emittenten, sofern sie eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen in einem Mitgliedstaat erhalten haben oder die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem in einem Mitgliedstaat beantragt haben
- OTF-Emittenten, sofern sie eine Zulassung zum Handel auf einem organisierten Handelssystem in einem Mitgliedstaat erhalten haben

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### Ad-hoc-pflichtige Emittenten

Nach Auffassung der BaFin beinhaltet die Zustimmung zum Handel bzw. dessen Genehmigung mehr als ein bloßes zur Kenntnisnehmen. Der Emittent muss wissentlich und willentlich dem Handel zugestimmt haben, entweder

- weil er selbst einen Antrag auf Zulassung/Einbeziehung seiner Finanzinstrumente zum Handel an einem MTF oder OTF gestellt hat,
- er einen Dritten beauftragt hat, einen Antrag auf Zulassung/Einbeziehung zum Handel am MTF/OTF zu stellen oder
- weil er die Zulassung/Einbeziehung seiner Finanzinstrumente zum Handel an einem MTF/OTF durch einen Dritten genehmigt hat.

# II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

## Finanzinstrumente

- Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 in Verbindung mit Anhang I Abschnitt C der Verordnung (EU) 2014/65 enthält eine Aufzählung derjenigen Finanzinstrumente, die in den Anwendungsbereich der MAR fallen.
- Hierbei sind nicht nur Aktien und Anleihen sondern alle Arten von übertragbaren Wertpapieren sowie Geldmarktinstrumente, Schuldverschreibungen, Optionen, Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen usw. zu berücksichtigen.



# II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

## Definition der Insiderinformation

Art. 7 Abs. 1 MAR (insbesondere Buchstabe a):

„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 oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen“

- führt zu Handelsverbot nach Art. 14 MAR
- Ad-hoc-Publizitätspflicht entsteht gemäß Art. 17 MAR aber nur bei
  - unmittelbarer Betroffenheit des Emittenten

# II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

## 1. Präzise Information

Legaldefinition in Art. 7 Abs. 2 MAR:

- eingetretene oder zukünftige Umstände/Ereignisse
  - Zukünftige Umstände/Ereignisse gelten dann als ausreichend präzise, wenn vernünftiger-weise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein bzw. eintreten werden
  - Kodifizierung des EuGH-Urteils C-19/11 vom 28.06.2012 (sog. Geltl-Urteil)
  - BaFin: überwiegende Wahrscheinlichkeit (50% + x).
- die Informationen müssen darüber spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse der Finanzinstrumente zuzulassen.

Nicht konkret in diesem Sinne sind im allgemeinen sog. Marktinformationen (z.B. Konjunkturdaten), d.h. Informationen über Marktverhältnisse, die für alle Marktteilnehmer gleich sind, auch wenn diese bestimmte Branchen oder Marktteilnehmer mehr als andere treffen sollten.

# II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

## 1. Präzise Information

Das Ausmaß der Auswirkung auf den Kurs der betroffenen Finanzinstrumente muss bei diesem Konzept nicht berücksichtigt werden (vgl. auch Erwägungsgrund 16 MAR).

EuGH-Urteil C-628/13 vom 11.03.2015 (Lafonta):

Für die Einstufung einer Information als „präzise“ i. S. d. Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 ist nicht zu verlangen, dass aus ihr mit hinreichender Wahrscheinlichkeit abzuleiten ist, dass sich ihr potenzieller Einfluss auf die Kurse der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung auswirken wird, wenn sie öffentlich bekannt werden.

# II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

## 2. Nicht öffentlich bekannt

- Erforderlich ist, dass es einer unbestimmten Anzahl von Personen möglich ist, von der Information Kenntnis zu nehmen.
- Ausreichend, aber auch erforderlich ist, dass die Insiderinformation einem breiten Anlegerpublikum zeitgleich zugänglich ist; auf die konkrete Kenntnisnahme kommt es nicht an.
- Nicht ausreichend:
  - Veröffentlichung im Rahmen einer Pressekonferenz oder Hauptversammlung
  - Veröffentlichung nur in bestimmten Kreisen genutzten/bekanntem Diensten
  - Gerichtsurteile

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### 3. Kursbeeinflussungspotenzial

#### Art. 7 Abs. 4 MAR:

**solche Informationen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde**

Besteht ein Kauf-/Verkaufsanreiz und erscheint es dem verständigen Anleger lohnend?

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### 3. Kursbeeinflussungspotenzial

Erwägungsgrund 14 MAR (entspricht  
Erwägungsgrund 1 der DRL 2003/124/EG):

Verständige Investoren stützen ihre Anlageentscheidungen auf Informationen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (Ex-ante-Informationen). Die Prüfung der Frage, ob ein verständiger Investor einen bestimmten Sachverhalt oder ein bestimmtes Ereignis im Rahmen seiner Investitionsentscheidung wohl berücksichtigen würde, sollte folglich anhand der Ex-ante-Informationen erfolgen. Eine solche Prüfung sollte auch die voraussichtlichen

Auswirkungen der Informationen in Betracht ziehen, insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das Finanzinstrument, die damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder die auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürften.

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### 3. Kursbeeinflussungspotenzial

- OLG Stuttgart, Beschluss vom 22.04.2009 (20 Kap 1/08 – Geltl):  
„Ein verständiger Anleger handelt rational, er trifft seine Entscheidung auf angemessener, also verlässlicher tatsächlicher Informationsgrundlage, aufmerksam und kritisch. Er ist folglich börsenkundig und kennt die verfügbaren Informationen. Ob es sich um einen Kleinanleger oder einen professionellen Anleger handelt, ist nicht wesentlich...“
- EuGH (Lafonta):  
Weder Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124, der das Kursbeeinflussungspotenzial definiert, noch Art. 1 Abs. 1 verlangen, dass es die Information

erlaubt, die Richtung zu bestimmen, in die sich der Kurs der betreffenden Finanzinstrumente verändern wird. Eine erteilte Information könne nämlich von einem verständigen Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlage-entscheidung genutzt werden und daher der in Art. 1 Abs. 2 aufgestellten Bedingung genügen, auch wenn diese Information es nicht erlaubt, die Änderung des Kurses der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung vorherzusehen.

- BGH, Urt. vom 13.12.2011, XI ZR 51/10 (Bankenhaftung wg. unterbliebener Ad-hoc-Mitteilungen - IKB)  
„Ein verständiger Anleger – der auch irrationale Reaktionen anderer Marktteilnehmer zu berücksichtigen hat – ... (Rz. 44)“

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### 3. Kursbeeinflussungspotenzial

Nach Auffassung der BaFin ist davon auszugehen, dass ein verständiger Anleger die Gesamttätigkeit des Emittenten, die Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstige Marktvariablen berücksichtigt, die das Finanzinstrument, die damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte unter den gegebenen Umständen beeinflussen dürften.

Er bezieht in seine Anlageentscheidung nicht nur die zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens mit ein, sondern ggf. auch

weitere Faktoren, die - losgelöst von einer Änderung des Unternehmenswertes – auf den Kurs des Finanzinstrumentes einwirken können, wie dies z.B. bei der Zahlung von Dividenden oder dem Abfindungsangebot bei einem Squeeze-Out der Fall ist.

Ein Anleger reagiert insoweit auf alle ihm vorliegenden Informationen, die er vollständig und umfassend im Hinblick auf ihre Kursrelevanz bewertet hat; dies umfasst auch Erfahrungswerte.



## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR

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!

# II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

## **Berechtigte Interessen i.S.d. Art. 17 Abs. 4 MAR**

gemäß ESMA-Guidelines zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478 DE)

- Der Emittent führt Verhandlungen (z.B. über Fusionen oder Übernahmen, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte), deren Ergebnis durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich gefährdet würde.
- Die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten ist stark und unmittelbar gefährdet und die unverzügliche Bekanntgabe von Insiderinformationen würde die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre erheblich beeinträchtigen, indem der Abschluss der Verhandlungen gefährdet würde, die eigentlich zur Gewährleistung der finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind.
- Bei vom Geschäftsführungsorgan getroffenen Entscheidungen oder abgeschlossenen Verträgen, die der Zustimmung durch ein anderes Organ (außer HV) bedarf, um wirksam zu werden (sog. Gremienvorbehalt). Voraussetzungen:
  - Die unverzügliche Offenlegung dieser Informationen vor einer endgültigen Entscheidung würde die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden und
  - der Emittent hat dafür gesorgt, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird.

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### **Berechtigte Interessen i.S.d. Art. 17 Abs. 4 MAR**

gemäß ESMA-Guidelines zum Aufschieben der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478 DE) Forts.:

- Der Emittent hat ein Produkt entwickelt oder eine Erfindung getätigt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Rechte des geistigen Eigentums des Emittenten gefährden.
- Der Emittent plant den Erwerb oder Verkauf einer wesentlichen Beteiligung an einem anderen Unternehmen, und die Offenlegung dieser Information würde aller Wahrscheinlichkeit nach die Durchführung dieses Plans gefährden.
- Ein zuvor angekündigtes Geschäft unterliegt der Genehmigung durch eine staatliche Behörde, wobei diese Genehmigung von weiteren Anforderungen abhängt, und die unverzügliche Offenlegung dieser Anforderungen wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach auf die Fähigkeit des Emittenten, diese Anforderungen zu erfüllen, auswirken und somit den Erfolg des Geschäfts letztendlich verhindern.

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### **Aufschub nach Art. 17 Abs. 5 MAR**

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

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### **Zeitpunkt des Aufschubs:**

**→ Art. 4 der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055**

- unmittelbar nach Entstehen der Insiderinformation anstelle unverzüglicher Veröffentlichung.
- Aufschub verlangt aktives Tun des Emittenten: Befreiungsbeschluss.
- schriftliche Begründung der individuellen Selbstbefreiung (auch bei Regelbeispielen).
- Pflicht zur fortlaufenden Kontrolle, ob die Bedingungen des Aufschubs noch erfüllt sind.

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### **Veröffentlichungspflichten gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR:**

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

### **Unmittelbare Betroffenheit:**

- Die Information muss also den Emittenten selbst und nicht (nur) die von ihm emittierten Finanzinstrumente betreffen.
- Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf

Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind.

- Darüber hinaus können auch Insiderinformationen ad-hoc-publizitätspflichtig sein, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten eintreten („von außen“ kommende Umstände), z.B.:
- Erhalt eines Angebotes zur Übernahme
- Mitteilung des Großaktionärs über die Durchführung eines Squeeze-Out,
- Änderung der Aktionärsstruktur,
- sofern damit jeweils eine Restrukturierung, strategische Neuausrichtung oder Verschmelzung verbunden ist

## II. Rechtsgrundlagen und Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizität

### Veröffentlichungspflichten gemäß Art. 17 Abs. 1

#### MAR:

- **Unverzüglichkeit:**

Die Veröffentlichung hat unverzüglich, d.h. „ohne schuldhaftes Zögern“ zu erfolgen.

- D.h., dass der Emittent unabhängig von den Börsenhandelszeiten, also auch nach Handelschluss und am Wochenende zur Veröffentlichung verpflichtet ist.
- Der Emittent hat alle organisatorischen Maßnahmen zu treffen, um das Veröffentlichungsprozedere unverzüglich einleiten zu können.

- Hierzu gehört u. a., dass bei vorhersehbaren Insiderinformationen Vorarbeiten geleistet werden, die eine zeitliche Verzögerung weitestgehend vermeiden wie z.B. die Fertigung von Entwürfen einer Ad-hoc-Mitteilung, die rechtzeitige Einberufung von Ad-hoc-Gremien sowie der ausreichende Einsatz von in der Veröffentlichung geschultem Personal.
- Der Emittent ist berechtigt und verpflichtet, Sachverhalte – ggf. mittels Rates von Experten - aufzuklären und deren mögliche Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage daraufhin zu prüfen, ob ein veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt. sich des zu bedienen.

# III. Rechtsfolgen von Verstößen gegen Ad-hoc-Pflichten

## Verstöße gegen Art. 17 MAR oder § 26 Abs. 1 WpHG:

- § 120 Abs. 15 WpHG: Ordnungswidrig handelt, wer gegen die MAR verstößt, indem er vorsätzlich oder leichtfertig...
  - Nr. 6.: entgegen Artikel 17 Absatz 1 Unterabsatz 1 oder Artikel 17 Absatz 2 Unterabsatz 1 Satz 1 eine Insiderinformation nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig bekannt gibt...
- § 120 Abs. 1 WpHG: Ordnungswidrig handelt, wer...
  - Nr. 2. eine Information entgegen § 26 Absatz 1 oder Absatz 2 nicht oder nicht rechtzeitig übermittelt,
  - Nr. 3. eine Mitteilung entgegen § 26 Absatz 1 nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig macht...



# III. Rechtsfolgen von Verstößen gegen Ad-hoc-Pflichten

## 1. § 120 Abs. 15 Nr. 6-11 WpHG

### Voraussetzung:

vorsätzlich oder leichtfertig begangener Verstoß gegen Art. 17 MAR

### Rechtsfolge:

- Natürliche Personen: Geldbuße bis 1 Mio. € (§ 120 Abs. 15 Nr. 6-11 i.V.m. Abs. 18 Satz 1 WpHG)
- Juristische Personen: Geldbuße bis 2,5 Mio. € oder 2 % des jährlichen Gesamtumsatzes (§ 120 Abs. 15 Nr. 6-11 i.V.m. Abs. 18 Satz 2 Nr. 2 WpHG)
- Gewinnabschöpfung bis zur 3-fachen Höhe des Gewinns/vermiedenen Verlustes (§ 120 Abs. 5 Nr. 6-11 i.V.m. Abs. 18 Satz 3 und 4 WpHG)

# III. Rechtsfolgen von Verstößen gegen Ad-hoc-Pflichten

## 2. § 125 Abs. 1 WpHG:

- Bekanntmachung von Maßnahmen und Sanktionen wegen Verstößen gegen die Verordnung (EU) Nr. 596/2014
- umfasst auch Entscheidungen wegen Verstößen nach Art. 17 Abs. 1, 2, 4, 5 und 8 MAR
- Einschränkungen bei Unverhältnismäßigkeit, § 125 Abs. 3 WpHG
- Löschung nach 5 Jahren
- [www.bafin.de](http://www.bafin.de) > Unternehmen > Börsen & Märkte > Maßnahmen & Sanktionen



Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht

**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!**