

BaFin-Konsultation

Nr. 14/2019

Entwurf Emittentenleitfaden

Modul C

Regelungen aufgrund der
Marktmissbrauchsverordnung (MAR)

STAND 01.07.2019

I. AD-HOC-PUBLIZITÄT UND INSIDERHANDELSVERBOTE 13

I.1. Finanzinstrumente im Sinne der MAR.....	14
I.2. Insiderinformation.....	15
I.2.1 Insiderinformation gemäß Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR.....	15
I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt	15
I.2.1.2 Präzise Information	16
I.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentebezug....	17
I.2.1.4 Kursbeeinflussungspotenzial	18
I.2.1.4.1 Verständiger Anleger	18
I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung.....	18
I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation.....	20
I.2.1.4.4 Kursbeeinflussungspotenzial von Gerüchten.....	21
I.2.1.5 Ausgewählte Einzelfragen bei bestimmten Fallgruppen potenzieller Insiderinformationen.....	22
I.2.1.5.1 Prognosen	22
I.2.1.5.2 Geschäftszahlen	22
I.2.1.5.3 Dividenden	24
I.2.1.5.4 Kapitalmaßnahmen.....	25
I.2.1.5.5 Erhebliche außerordentliche Erträge/Aufwendungen	26
I.2.1.5.6 Mergers & Acquisitions	27
I.2.1.5.7 Personalentscheidungen	28
I.2.1.5.8 Verwaltungs- und Gerichtsverfahren	29
I.2.1.5.9 Insolvenzen.....	29
I.2.1.5.10 Aufschiebende und auflösende Bedingungen	30
I.2.1.5.11 Interne Gremiovorbehalte	30
I.2.1.5.12 Verknüpfte Insiderinformationen	31
I.2.1.5.13 Beispiele potenzieller Insiderinformationen.....	31
I.2.1.5.14 Nicht-Dividendenwertpapiere.....	33

I.2.1.5.15 Insiderinformationen in Bezug auf Kredit- und Finanzinstitute	33
I.2.1.5.16 Insiderinformationen in Bezug auf Organismen für gemeinsame Anlagen	34
I.2.2 Weitere Arten von Insiderinformationen	34
I.2.2.1. Warenderivate	34
I.2.2.2 Emissionszertifikate	34
I.2.2.3 Auftragsausführung	35
I.2.2.4 Analysen und Bewertungen aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben	36
I.2.2.5 Vorliegen einer Insiderinformation im Falle des Antrags auf Zulassung	36
I.3 Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR.....	36
I.3.1 Vorbemerkung	36
I.3.2 Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht	37
I.3.2.1 Adressaten der Verpflichtung	37
I.3.2.1.1 Emittenten i. S. d. Art. 17 MAR	37
I.3.2.1.2 Emittenten i. S. d § 26 Abs. 1 WpHG	38
I.3.2.1.2.1 Inlandsemittenten.....	38
I.3.2.1.2.1.1 Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist.....	39
I.3.2.1.2.1.2 Wahl des Herkunftsstaates	40
I.3.2.1.2.2 MTF-Emittenten.....	41
I.3.2.1.2.3 OTF-Emittenten.....	42
I.3.2.1.2.4 Prüfschema Inlandsemittent.....	43
I.3.2.1.2.5 Prüfschema Herkunftsstaat	44
I.3.2.1.2.6 Prüfschema MTF-Emittent.....	45
I.3.2.1.2.7 Prüfschema OTF-Emittent.....	46
I.3.2.1.2.8 Beginn und Ende der Ad-hoc-Publizitätspflicht	46
I.3.2.1.2.9 Begriff der Finanzinstrumente	46
I.3.2.1.3 Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate.....	47

I.3.2.1.4 Im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten oder Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate handelnde Dritte.....	48
I.3.2.1.5 Insolvenz eines Emittenten oder Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate.....	48
I.3.2.1.6 Im Unternehmen zur Veröffentlichung Verpflichteter.....	48
I.3.2.2 Ad-hoc-pflichtige Insiderinformation.....	49
I.3.2.2.1 Insiderinformation.....	49
I.3.2.2.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten.....	49
I.3.2.2.3 Ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen im Zusammenhang mit Werturteilen.....	51
I.3.2.2.4 Vorliegen einer Insiderinformation im Falle des Antrags auf Zulassung.....	51
I.3.2.2.5 Konkurrenzverhältnis der Ad-hoc-Publizität zu anderen Transparenzvorschriften.....	52
I.3.2.2.6 Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zur Regelpublizität.....	52
I.3.2.2.7 Beispiele veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen.....	52
I.3.3 Befreiungsregelungen.....	53
I.3.3.1 Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR.....	53
I.3.3.1.1 Entscheidung über den Aufschub.....	54
I.3.3.1.2 Berechtigtes Interesse.....	54
I.3.3.1.3 Keine Irreführung der Öffentlichkeit.....	57
I.3.3.1.4 Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation.....	57
I.3.3.2 Aufschub nach Art. 17 Abs. 5 MAR.....	58
I.3.3.2.1 Finanzielle Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems.....	59
I.3.3.3.2 Aufschub im öffentlichen Interesse.....	60
I.3.3.3.3 Gewährleistung der Geheimhaltung.....	60
I.3.3.3.4 Mitteilung der Absicht, die Offenlegung aufzuschieben und Zustimmung der Behörde.....	60
I.3.4 Unverzüglichkeit.....	61
I.3.5 Form und Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung.....	61
I.3.5.1 Angaben zum Emittenten und dessen Finanzinstrumente.....	61

I.3.5.2	Angabe der Insiderinformation	62
I.3.5.3	Erläuterung von Finanzkennzahlen	64
I.3.5.4	Umfang der Veröffentlichung	65
I.3.5.5	Marketingmeldungen/Missbrauch der Ad-hoc-Publizität.....	65
I.3.6	Ad-hoc-Mitteilung im Falle des Erfordernisses der Aktualisierung	66
I.3.7	Ad-hoc-Mitteilung im Falle des Erfordernisses der Berichtigung.....	67
I.3.8	Form und Inhalt der Vorabmitteilung, § 26 Abs. 1 WpHG.....	67
I.3.8.1	Notwendige Angaben	68
I.3.8.2	Ergänzende Informationen im Rahmen der Vorabmitteilung	68
I.3.8.2.1	Ad-hoc-Berichtigung	69
I.3.8.2.2	Informationsweitergabe	69
I.3.9	Mitteilung nach Befreiung und zuständige Behörde	69
I.3.10	Veröffentlichung der Insiderinformation.....	72
I.3.10.1	Veröffentlichungsweg.....	72
I.3.10.2	Anforderungen nach § 3a WpAV.....	72
I.3.10.3	Anzeigen von Informationen auf einer Website	74
I.3.10.4	Besonderheiten für Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate ...	75
I.3.10.4.1	Veröffentlichung nach REMIT	75
I.3.10.4.2	Delegation.....	75
I.3.11	Sprache	76
I.3.12	Übermittlung an das Unternehmensregister	77
I.3.13	Sanktionen bei Pflichtverletzungen.....	77
I.4	Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen	78
I.4.1	Behandlung von Altfällen	78
I.4.2	Verbot des Tätigens von Insidergeschäften	79
I.4.2.1	Erwerb oder Veräußerung.....	79
I.4.2.2	Stornierung und Änderung eines Auftrags.....	80

I.4.2.3 Versteigerungen von Emissionszertifikaten oder anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten	80
I.4.2.4 Maßgeblicher Zeitpunkt der Kenntnis	80
I.4.2.5 Nutzung von Insiderinformationen	81
I.4.2.5.1 Grundsatz – Unterstellte Nutzung	81
I.4.2.5.2 Widerlegung der gesetzlichen Vermutung	81
I.4.2.5.2.1 Legitime Handlungen nach Art. 9 MAR.....	81
I.4.2.5.2.1.1 Angemessene und wirksame interne Regelungen und Verfahren	81
I.4.2.5.2.1.2 Market-Maker oder zugelassene Gegenpartei.....	83
I.4.2.5.2.1.3 Personen, die zur Ausführung von Orders zugelassen sind.....	83
I.4.2.5.2.1.4 Erfüllung einer Verpflichtung	84
I.4.2.5.2.1.5 Unternehmensübernahme oder -zusammenschluss.....	85
I.4.2.5.2.1.6 Umsetzung eines eigenen Entschlusses	85
I.4.2.5.2.1.7 Keine Ausnahme bei rechtswidrigem Grund.....	86
I.4.2.5.2.2 Weitere Ausnahmen	86
I.4.2.5.2.2.1 Keine Kausalität zwischen der Kenntnis der Information und der Entscheidung	86
I.4.2.5.2.2.2 Keine Auswirkungen des Insiderwissens auf den Preis	87
I.4.2.5.2.2.3 Keine Auswirkung des Informationsvorsprungs auf die Konditionen des Insidergeschäfts.....	87
I.4.3 Verbot des Empfehlens und der Verleitung	88
I.4.3.1 Verleiten	88
I.4.3.2 Empfehlen.....	88
I.4.3.3 Verbot der Nutzung von Empfehlungen und Verleitungen	89
I.4.4 Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen.....	89
I.4.4.1 Offenlegung	89
I.4.4.2 Unrechtmäßig	90
I.4.4.2.1 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder bei der normalen Erfüllung von Aufgaben.....	90

I.4.4.2.2 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen von gesetzlichen Verpflichtungen	91
I.4.4.2.3 Sonderfall: Offenlegung gegenüber Behörden.....	91
I.4.4.2.4 Offenlegung einer Empfehlung oder Verleitung.....	91
I.4.5 Sanktionen	92
I.4.5.1 Straftaten	92
I.4.5.1.1 Grundsatz: Strafbarkeit bei vorsätzlicher Begehung.....	92
I.4.5.1.2 Besonderheit: Strafbarkeit beim Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten.....	93
I.4.5.2 Ordnungswidrigkeitstatbestände.....	93

II. EIGENGESCHÄFTE VON FÜHRUNGSKRÄFTEN, ART. 19 MAR..... 95

II.1 Adressatenkreis.....	95
II.1.1 Emittentenbezug	95
II.1.2 Meldepflichtige Personen.....	95
II.1.2.1 Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen.....	95
II.1.2.2 Natürliche Personen, die in enger Beziehung zu den Führungskräften stehen (Familienangehörige).....	96
II.1.2.3 Meldepflicht bei juristischen Personen und sonstigen Einrichtungen .	97
II.1.2.4 Reine Doppelmandate.....	98
II.1.2.5 Geschäfte von Emittenten	98
II.1.2.6 Geschäfte gemeinnütziger Gesellschaften und Einrichtungen	98
II.1.2.7 Geschäfte sonstiger Gesellschaften	98
II.2 Meldung	99
II.2.1 Erfasste Finanzinstrumente	99
II.2.2 Erfasste Geschäftsarten.....	100
II.2.3 Schwellenwert.....	100
II.2.4 Form der Meldung	101
II.2.5 Übermittlung an die BaFin	101

II.2.6 Inhalt der Meldung	101
II.2.7 Meldefrist.....	103
II.3 Veröffentlichung	103
II.3.1 Art und Ort der Veröffentlichung	103
II.3.1.1 Veröffentlichungsfrist	103
II.3.1.2 Medien	103
II.3.1.3 Sicherheitsstandards und Dokumentationspflichten.....	104
II.3.2 Inhalt der Veröffentlichung.....	105
II.3.3 Sprache der Veröffentlichung.....	105
II.3.4 Übermittlung an das Unternehmensregister	105
II.3.5 Belegübermittlung.....	105
II.3.6 Berichtigungen.....	106
II.3.7 Handelsverbot.....	106
II.3.8 Belehrungs-, Erfassungs- und Aufbewahrungspflicht.....	107
II.3.9 Einzelfälle	108
II.3.9.1 Behandlung von Optionen und anderen Derivaten.....	108
II.3.9.1.1 Erwerb/Gewährung/Veräußerung	108
II.3.9.1.2 Ausübung.....	108
II.3.9.2 Bezugsrechte.....	109
II.3.9.3 Gemeinschaftsdepots.....	109
II.3.9.4 Aktiendividenden.....	109
II.3.9.5 Preisangaben in Sonderfällen.....	109
II.3.9.5.1 Preis bei nicht bezifferbarem Gegenwert.....	109
II.3.9.5.2 Preis bei Tauschgeschäften	109
II.3.9.5.3 Preis bei Zinszahlungen.....	110
II.3.9.6 Zeichnung von Finanzinstrumenten	110
II.3.9.7 Bedingte Geschäfte.....	110
II.3.9.7.1 Auflösende Bedingungen	110

II.3.9.7.2 Aufschiebende Bedingungen.....	110
II.3.9.8 Aktientausch bei Verschmelzung.....	110
II.3.9.9 Interessewahrende Orders.....	110
II.3.9.10 Geschäfte im Rahmen einer Vermögensverwaltung.....	110
II.3.9.11 Geschäfte im Rahmen von Treuhandvereinbarungen.....	111
II.3.9.11.1 Meldepflicht des Treuhänders	111
II.3.9.11.2 Meldepflicht des Treugebers	111
II.3.9.12 Schenkung.....	111
II.3.9.13 Erbschaft.....	111
II.3.9.14 Wertpapierleihe (Wertpapierdarlehen)	112
II.3.9.15 Verpfändung, Sicherungsübereignung	112
II.4 Sanktionen bei Pflichtverletzungen.....	112
II.4.1 Meldung und Veröffentlichung	112
II.4.2 Belehrungs-, Erfassungs- und Aufbewahrungspflicht.....	112
II.4.3 Handelsverbot.....	113
II.4.4 Belegübermittlung.....	113
II.4.5 Speicherung im Unternehmensregister	113

III. DAS VERBOT DER MARKTMANIPULATION..... 114

III.1 Bedeutung für die unternehmerische Informationsdarstellung.....	114
III.2 Rechtsrahmen	114
III.3 Behandlung von Altfällen.....	114
III.4 Das Verbot der Marktmanipulation.....	115
III.5 Sachlicher Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation.....	115
III.6 Persönlicher Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation	115
III.7 Marktmanipulation durch falsche oder irreführende Signale beim Verbreiten von Informationen	115
III.7.1 Verbreiten von Informationen	116

III.7.2 Verschweigen von Informationen.....	116
III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale.....	117
III.8 Preiseinwirkung.....	119
III.9 Marktmanipulation als Straftat.....	119
III.10 Marktmanipulation als Ordnungswidrigkeit.....	120
III.11 Bekanntmachung von Maßnahmen und Sanktionen nach § 125 WpHG..	120

IV. RÜCKKAUFPROGRAMME UND STABILISIERUNGSMABNAHMEN..... 121

IV.1 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen von dem Marktmissbrauchsverbot (sog. „Safe Harbour“)	121
IV.2 Laufende Meldepflicht gegenüber der BaFin	121
IV.3 Laufende Veröffentlichungspflicht.....	122
IV.4 Aktienrückkäufe aus sonstigen Gründen, Rückkäufe sonstiger Instrumente.....	122
IV.5 Beschlüsse über Rückkaufprogramme als Insiderinformation	123

V. INSIDERLISTEN 125

V.1 Vorbemerkung.....	125
V.2 Listenführungspflichtige.....	125
V.2.1 Emittenten.....	125
V.2.2 Teilnehmer am Markt für Emissionshandelszertifikate und weitere Listenführungspflichtige.....	126
V.2.3 Im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen (Dienstleister).....	126
V.2.3.1 Typische Dienstleister des Emittenten.....	127
V.2.3.2 Keine Dienstleister des Emittenten.....	127
V.2.3.3 Ausländische Dienstleister.....	128
V.2.4 Erleichterungen für KMU-Emittenten.....	128

V.3 Aufzunehmende Personen.....	128
V.3.1 Wahrnehmung von Aufgaben und Zugang zu Insiderinformationen.....	128
V.3.3 Beispiele für aufzunehmende Personen beim Emittenten.....	129
V.3.2 Sonderfall Dienstleister	129
V.4 Aufbau und Inhalt der Liste.....	130
V.4.1 Eintragungen im Vorfeld der Insiderinformation.....	130
V.4.2 Format und Aufbau.....	130
V.4.3 Aufzunehmende Daten	130
V.4.3.1 Angaben über Erstellung und Aktualisierung der Insiderliste	131
V.4.3.2 Angaben zum Verpflichteten und den beauftragten Person	131
V.4.3.3 Angaben zu den Personen mit Zugang zu Insiderinformationen	131
V.4.3.4 Funktion und Grund für die Erfassung dieser Person in der Liste	131
V.4.3.5 Beginn und Ende des Zugangs zu Insiderinformationen	132
V.4.3.5.1 Grundsätzliches	132
V.4.3.5.2 Sonderfall Gruppen von Insidern.....	132
V.5 Aktualisierung der Liste	132
V.6 Vertraulichkeit.....	133
V.7 Vorlage der Liste bei der BaFin.....	133
V.8 Aufbewahrung und Vernichtung	133
V.9 Aufklärungspflichten.....	133
V.10 Sanktionen	134

VI. MARKTSONDIERUNGEN 135

VI.1 Ausnahme vom Offenlegungsverbot.....	135
VI.2 Sinn und Zweck.....	135
VI.3 Anwendungsbereich	135
VI.3.1 Persönlicher Anwendungsbereich.....	135
VI.3.2 Sachlicher Anwendungsbereich	136

VI.4 Pflichten der an der Marktsondierung beteiligten Personen	136
VI.4.1 Pflichten des offenlegenden Marktteilnehmers – DMP	137
VI.4.2 Pflichten der Sondierungsempfänger – MSR.....	138
VI.4.3 Rechtsfolge	138

Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)

I. Ad-hoc-Publizität und Insiderhandelsverbote

Das in der unmittelbar geltenden Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung; engl. Market Abuse Regulation – MAR)¹ enthaltene Gebot zur Veröffentlichung von Insiderinformationen (Art. 17 MAR, sog. Ad-hoc-Publizität) und das Verbot von Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen (Art. 14 MAR) geben im Zusammenwirken mit der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055,² der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522,³ der Durchführungsverordnung (EU) 2016/347⁴ und den §§ 26 Abs. 1, 119, 120 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) den rechtlichen Rahmen für den Umgang mit Insiderinformationen und den Handel mit Finanzinstrumenten vor. Ergänzt werden diese Bestimmungen durch verschiedene Leitlinien der European Securities and Markets Authority (ESMA).⁵ Außerdem bestehen kommentierende ESMA-Questions and Answers (Q&A)⁶ zur MAR.⁷ Danach müssen Emittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. Wer Kenntnis von Insiderinformationen hat, darf diese beim Handel mit Finanzinstrumenten grundsätzlich nicht nutzen, unabhängig davon, aus welchen Quellen diese Kenntnis stammt. Darüber hinaus regeln die Bestimmungen den Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation sowie deren Weitergabe. Die MAR verpflichtet jeden, der mit Insiderinformationen in Berührung kommt, zu einem verantwortungsvollen Umgang mit diesen Informationen.

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

² Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission vom 29.06.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen gemäß Verordnung (EU) 596/2014.

³ Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17.12.2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 596/2014 im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigenschaften von Führungskräften.

⁴ Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 der Kommission vom 10.03.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das genaue Format der Insiderlisten und für die Aktualisierung von Insiderlisten gemäß der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates.

⁵ MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478DE), MAR-Leitlinien, Personen, die Marktsondierungen erhalten (ESMA/2016/1477DE), MAR-Leitlinien, Informationen über Warenderivate oder verbundene Spotmärkte im Hinblick auf die Definition von Insiderinformationen über Warenderivate (ESMA/2016/1480weic); siehe auch Fassung Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information (ESMA/2016/1130).

⁶ Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111).

⁷ Die BaFin behält sich vor, etwaige Aktualisierungen vor zukünftigen Überarbeitungen des Emittentenleitfadens vorab in Form von FAQs zu kommunizieren.

Die folgenden Ausführungen beschreiben zunächst, für welche Finanzinstrumente die MAR Anwendung findet. Soweit im Anschluss daran erläutert wird, unter welchen Voraussetzungen vom Vorliegen einer Insiderinformation auszugehen ist, gelten diese Ausführungen sinngemäß sowohl für die Veröffentlichung von Insiderinformationen (Art. 17 MAR) als auch für das Insiderhandels- und Offenlegungsverbot (Art. 14 MAR). Soweit sich Besonderheiten ergeben (z.B. verpflichtet Art. 17 MAR Emittenten nur zur Veröffentlichung solcher Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen; dem Insiderhandels- und Offenlegungsverbot i. S. d. Art. 14 MAR unterfallen hingegen auch den Emittenten nur handelsbezogene oder mittelbar betreffende Insiderinformationen), werden diese im Folgenden jeweils im entsprechenden Kapitel zur Ad-hoc-Publizität bzw. zu den Insiderhandelsverboten erläutert.

I.1. Finanzinstrumente im Sinne der MAR

Art. 3 Abs. 1 Nr. 1, Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MAR i. V. m. Anhang I Abschnitt C der Richtlinie (EU) 2014/65 (MiFID II)⁸ enthält eine Aufzählung derjenigen Finanzinstrumente, die in den Anwendungsbereich der MAR fallen.

Dazu gehören:

- (1) Übertragbare Wertpapiere,
- (2) Geldmarktinstrumente,
- (3) Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen,
- (4) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward Rate Agreements) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Wertpapiere, Währungen, Zinssätze oder -erträge, Emissionszertifikate oder andere Derivat-Instrumente, finanzielle Indizes oder Messgrößen, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können,
- (5) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, Termingeschäfte (Forwards) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar abgerechnet werden können, ohne dass ein Ausfall oder ein anderes Beendigungsereignis vorliegt,
- (6) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, vorausgesetzt, sie werden an einem geregelten Markt, über ein MTF oder über ein OTF gehandelt, ausgenommen davon sind über ein OTF gehandelte Energiegroßhandelsprodukte, die effektiv geliefert werden müssen,
- (7) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, Termingeschäfte (Forwards) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Waren, die effektiv geliefert werden können, die sonst nicht in Nummer 6 dieses Abschnitts genannt sind und nicht kommerziellen Zwecken dienen, die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen,
- (8) Derivative Instrumente für den Transfer von Kreditrisiken,
- (9) Finanzielle Differenzgeschäfte,
- (10) Optionen, Terminkontrakte (Futures), Swaps, außerbörsliche Zinstermingeschäfte (Forward Rate Agreements) und alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Klimavariablen, Frachtsätze, Inflationsraten oder andere offizielle Wirtschaftsstatistiken, die bar abgerechnet werden müssen oder auf Wunsch einer der Parteien bar

⁸ Richtlinie 2014/65/EU 2014 des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU.

abgerechnet werden können, ohne dass ein Ausfall oder ein anderes Beendigungsereignis vorliegt, sowie alle anderen Derivatkontrakte in Bezug auf Vermögenswerte, Rechte, Obligationen, Indizes und Messwerte, die sonst nicht im vorliegenden Abschnitt C genannt sind und die die Merkmale anderer derivativer Finanzinstrumente aufweisen, wobei unter anderem berücksichtigt wird, ob sie auf einem geregelten Markt, einem OTF oder einem MTF gehandelt werden,

(11) Emissionszertifikate, die aus Anteilen bestehen, deren Übereinstimmung mit den Anforderungen der Richtlinie 2003/87/EG (Emissionshandelssystem) anerkannt ist.

Zu den Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen gehören sowohl Anteile i. S. d. OGAW-Richtlinie (Richtlinie 2009/65/EG)⁹ als auch der AIFM-Richtlinie (über die Verwalter alternativer Investmentfonds, Richtlinie 2011/61/EU)¹⁰. Finanzinstrumente i. S. d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR sind demnach auch Anteile an Investmentvermögen.

Unter den Begriff „Ware“ fällt auch Strom. Das bedeutet, dass auch Derivate auf Strom, die in Deutschland an der European Energy Exchange (EEX) gehandelt werden, Finanzinstrumente darstellen und dem Insiderhandelsverbot nach Art. 14 MAR unterliegen. Gleiches gilt für Emissionszertifikate.

I.2. Insiderinformation

Die Definition der Insiderinformation ergibt sich aus Art. 7 Abs. 1 MAR. Während Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR die Insiderinformation allgemein in Bezug auf Finanzinstrumente definiert, erläutern Buchst. b), c) und d) Besonderheiten in Bezug auf Warenderivate, Emissionszertifikate und Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind.

I.2.1 Insiderinformation gemäß Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR

Nach Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR sind Insiderinformationen grundsätzlich

- 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.

I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt

Das Tatbestandsmerkmal „nicht öffentlich bekannt“ ist negativ abzugrenzen:

Öffentlich bekannt ist die Information, wenn sie einem breiten Anlegerpublikum und damit einer unbestimmten Zahl von Personen zugänglich gemacht wurde. Unerheblich ist, wer die Information öffentlich bekannt gemacht hat. Ob der Emittent selbst die der Information zugrunde liegenden Umstände, ggf. im Rahmen einer Veröffentlichung nach Art. 17 MAR,

⁹ Richtlinie 2009/65/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

¹⁰ Richtlinie 2011/61/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

bekannt gibt oder diese auf sonstige Weise der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden, spielt keine Rolle. Ausreichend, aber auch erforderlich ist, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum zeitgleich zugänglich ist. Dies kann etwa durch ein allgemein zugängliches, elektronisches Informationsverbreitungssystem erfolgen. Jeder interessierte Marktteilnehmer hat so die Möglichkeit, von der Information Kenntnis zu nehmen, so dass die informationelle Chancengleichheit nicht beeinträchtigt wird. Die Veröffentlichung der Insiderinformation in einem nur in bestimmten Kreisen einschlägigen (Börsen-)Informationsdienst oder Newsboard oder in einem Informationsdienst mit Zugangsbeschränkungen – dazu zählen auch die sozialen Medien – genügt dem Erfordernis der Information eines breiten Anlegerpublikums hingegen nicht. Aus dem gleichen Grund gilt eine Information auch nicht als öffentlich bekannt, wenn sie lediglich im Handelsregister abrufbar ist.

Veröffentlichungen in der Lokalpresse führen in der Regel ebenfalls nicht dazu, dass eine Information als „öffentlich bekannt“ i. S. d. Art. 7 Abs. 1 MAR gilt. Denn auch in diesen Fällen ist nicht davon auszugehen, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum zugänglich gemacht worden ist. Veröffentlichungen mittels sozialer Netzwerke reichen aufgrund fehlender Kenntnismöglichkeit von Nicht-Nutzern ebenfalls nicht aus, um als öffentlich bekannt zu gelten. Wird jedoch die Information nachfolgend von der überregionalen Presse aufgenommen und weiterverbreitet, ist die Information als öffentlich bekannt anzusehen.

Ebenfalls nicht ausreichend für ein öffentliches Bekanntsein ist es, wenn die in Rede stehende Information im Rahmen einer Pressekonferenz des Unternehmens oder anlässlich einer Hauptversammlung bekannt gegeben wurde. Diese Veranstaltungen richten sich gerade nicht an eine unbestimmte Zahl von Interessierten, sondern gewähren nur einem bestimmten Kreis von Personen Zutritt. Dies gilt auch, wenn die Hauptversammlung „live“ im Internet übertragen wird oder die Information auf der Homepage des Unternehmens eingestellt wird. In keinem dieser Fälle ist hinreichend gewährleistet, dass die Insiderinformation zeitgleich dem breiten Anlegerpublikum bekannt wird. Auch die Gerichtsöffentlichkeit erfüllt grundsätzlich nicht den Begriff des öffentlichen Bekanntseins i. S. d. MAR.

I.2.1.2 Präzise Information

Die Informationen sind dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint sind, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von dem vernünftigerweise erwartet werden kann, dass es in Zukunft eintreten wird. Darüber hinaus müssen diese Informationen spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder der damit verbundenen derivativen Finanzinstrumente, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekten zuzulassen (Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR). In Betracht kommen dabei solche Umstände, die bereits existieren oder bei denen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft existieren werden.

Es ist daher zu prüfen, ob der eingetretene oder zukünftige Umstand eine präzise Information darstellt. Für den Fall eines zukünftigen Umstands bestimmt Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR, dass vernünftigerweise zu erwarten sein muss, dass er in Zukunft eintreten wird. Hiermit ist gemeint, dass mit hinreichender Wahrscheinlichkeit vom Ereigniseintritt ausgegangen werden muss. Die BaFin geht von einem Maßstab 50 Prozent + x (überwiegende Wahrscheinlichkeit) aus. Erforderlich ist hierbei eine Würdigung aller verfügbaren Umstände und Informationen, wobei auch berücksichtigt werden sollte, mit welchem Ergebnis das Unternehmen in der Vergangenheit vergleichbare Sachverhalte abgeschlossen hat und was im konkreten Fall dafür oder dagegen spricht (Hat das Unternehmen es z.B. bisher regelmäßig geschafft, geplante Akquisitionen zu einem erfolgreichen Abschluss zu bringen oder nicht und welche Besonderheiten bestehen im konkreten Fall?).

Die Informationen müssen darüber hinaus spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse der betroffenen Finanzinstrumente zuzulassen. Das Ausmaß der Auswirkung auf den Kurs der betroffenen Finanzinstrumente oder auch die Richtung einer möglichen Auswirkung ist an dieser Stelle jedoch nicht zu berücksichtigen. Im sog. Lafonta-Urteil¹¹ hatte der Europäische Gerichtshof (EuGH) nämlich entschieden, dass für die Einstufung einer Information als „präzise“ i. S. d. Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG¹² nicht zu verlangen ist, 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 wird.

Unspezifisch sind hingegen solche Informationen, aus denen kein Schluss hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkungen auf den Kurs des Finanzinstruments gezogen werden kann wie etwa unverbindliche Gedankenspiele eines Vorstands über mögliches Wachstumspotenzial oder Meinungen, die keine verlässliche Grundlage erkennen lassen.

I.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- bzw. Finanzinstrumentebezug

Die Information muss direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen. Die preisbeeinflussenden Umstände müssen daher nicht im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sein oder unmittelbar den Emittenten oder das Finanzinstrument betreffen. Auch den Emittenten nur mittelbar betreffende Umstände können Insiderinformationen sein.

Hierunter können z.B. Marktdaten oder Marktinformationen fallen, d.h. Informationen über die Rahmenbedingungen von Märkten oder über die Märkte selbst, die im Einzelfall auch die Verhältnisse von Emittenten oder Finanzinstrumenten berühren können. Dies kann z.B. bei

- Zinsbeschlüssen von Notenbanken,
- Devisenkursen,
- Rohstoffpreisen,
- branchenspezifischen statistischen Daten,
- außerbörslichen Paketverkäufen durch Großinvestoren ohne strategische Zielsetzung,
- Daten und Informationen den Wertpapierhandel im jeweiligen Insiderpapier betreffend (Ordervolumen, Art der Order, Identität des Auftraggebers usw., aber auch Aufnahme oder Ausscheiden aus einem Index),
- Abfindungsangeboten/Squeeze-outs,
- Naturkatastrophen
- sowie Gesetzesvorhaben bzw. -änderungen oder sonstigen politischen Entscheidungen

der Fall sein.

Eine den Emittenten nur mittelbar betreffende Insiderinformation ist nicht nach Art. 17 Abs. 1 MAR ad-hoc-pflichtig, löst aber die Insiderhandelsverbote und Offenlegungsverbote von Insiderinformationen aus (vgl. Abschnitt I.3.2.3.2).

¹¹ EuGH, Urt. vom 11.03.2015 – C 628/13, abrufbar unter <https://curia.europa.eu>.

¹² Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation.

I.2.1.4 Kursbeeinflussungspotenzial

Eine Insiderinformation liegt nur dann vor, wenn die der Information zugrunde liegenden Umstände geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Finanzinstrumente des Emittenten beziehungsweise von Derivaten auf diese Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Gemäß Art. 7 Abs. 4 MAR sind unter „Informationen, die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs von Finanzinstrumenten spürbar zu beeinflussen“, Informationen zu verstehen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

I.2.1.4.1 Verständiger Anleger

Erwägungsgrund 14 der MAR lautet: „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.“

Eine europäische gesetzliche Definition des verständigen Anlegers gibt es nicht. Im Hinblick auf die Umstände, die ein verständiger Anleger bei der Bewertung heranziehen würde, ob einer Information möglicherweise Kursbeeinflussungspotenzial zukommen kann, lässt sich die BaFin von folgenden Erwägungen leiten.

Für die Bestimmung, aus wessen Perspektive die Beurteilung der Kurserheblichkeit erfolgen soll, stellt die BaFin auf einen durchschnittlich börsenkundigen Anleger ab, der seine Entscheidungen auf objektiv nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft. Ein besonderes Fachwissen ist nach Auffassung der BaFin nicht erforderlich, gleichwohl sollte der verständige Anleger mit den Usancen des Wertpapierhandels und dem Unternehmensrecht in Grundzügen vertraut sein.

Aus Sicht der BaFin bezieht ein verständiger Anleger aber auch alle Besonderheiten des Einzelfalles mit ein, d.h. er würdigt in einer Gesamtschau auch, in welcher Marktsituation sich das in Rede stehende Unternehmen befindet und – soweit er es abschätzen kann - wie andere Marktteilnehmer auf die tatsächliche, aktuelle Situation reagieren würden. Es ist daher davon auszugehen, dass ein verständiger Anleger in seine Anlageentscheidung nicht nur die zukünftige Finanz- und Ertragskraft des Unternehmens einbezieht, sondern ggf. auch weitere Faktoren, die – losgelöst von einer Änderung des Unternehmenswertes – auf den Kurs des Finanzinstruments 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.

I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung

Das Merkmal des Kursbeeinflussungspotenzials verlangt eine Einschätzung, inwieweit der Kurs eines Finanzinstruments oder eines darauf bezogenen derivativen Finanzinstruments beeinflusst wird, wenn die Umstände bekannt werden. Es kommt daher nicht darauf an, ob sich der Preis eines Finanzinstruments nach Bekanntwerden der Insiderinformation tatsächlich verändert hat. Ausreichend ist, wenn es aus Sicht eines verständigen Anlegers, der zum Zeitpunkt seines Handelns alle verfügbaren Informationen kennt, wahrscheinlich

erscheint, dass es zu einer erheblichen Kursbeeinflussung kommen kann. Allerdings können nach Bekanntwerden der Insiderinformation tatsächlich eingetretene erhebliche Veränderungen des Kurses als Indiz für das Kursbeeinflussungspotenzial der zu bewertenden Information herangezogen werden (vgl. auch Erwägungsgrund 15 der MAR).

Die Voraussetzung der Erheblichkeit soll sicherstellen, dass nicht jeder Umstand, der zu einer geringfügigen Kursbewegung führen kann, als Insiderinformation zu bewerten ist. Entscheidend ist, ob ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung wahrscheinlich berücksichtigen würde. Das ist der Fall, wenn ein Kauf- bzw. Verkaufsanreiz gegeben ist und das Geschäft dem verständigen Anleger lohnend erscheint. Lohnend ist ein Geschäft bereits dann, wenn die erwartete Rendite abzüglich Transaktionskosten (etwa die Ordergebühren) die Opportunitätskosten, d.h. die Rendite, die eine Anlage in Finanzinstrumenten mit vergleichbarem Risiko erzielen würde, übersteigt. Die Höhe der Rendite ist für die Beurteilung der Kurserheblichkeit daher irrelevant, solange die zu erwartende Kursreaktion zumindest einen kleinen, aber sicheren Gewinn erwarten lässt. Ein Geschäft kann auch als lohnend angesehen werden, wenn die mögliche Rendite in einem vermiedenen Kursverlust liegt.

Danach scheiden nur solche Fälle aus, in denen die Verwertung einer nicht öffentlich bekannten Information von vornherein keinen wirtschaftlichen Vorteil verspricht und damit kein Anreiz besteht, die Information zu verwenden.

Der Kurs eines Finanzinstruments wird nicht nur von den Informationen über das betreffende Unternehmen selbst, sondern auch von der Verfassung des Gesamtmarkts oder der Branche sowie von zusätzlichen Faktoren wesentlich geprägt. Aus dem gleichen Grund können auch keine allgemeingültigen Schwellenwerte existieren. Gesicherte Aussagen ohne Prüfung im Einzelfall, welche Umstände kursrelevant sind, sind daher nicht möglich.

Für die Beurteilung der Kurserheblichkeit bieten sich folgende Schritte an:

- Zunächst ist zu prüfen, ob der Umstand für sich allein betrachtet im Zeitpunkt seiner Entstehung (ex ante) nach allgemeiner Erfahrung ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial haben kann. Dies kann z.B. ein Übernahmeangebot sein, ein besonders wichtiger Vertragsschluss oder eine bedeutsame Erfindung, eine Gewinnwarnung oder drohende Insolvenz, eine Kapitalherabsetzung oder der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Weitere - nicht abschließende - Beispiele sind Dividendenänderungen, vor allem Dividendenkürzungen oder -streichungen.
- Sodann sind auch die im Zeitpunkt des Entstehens der Umstände vorliegenden oder absehbaren konkreten Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen, die das Kursbeeinflussungspotenzial erhöhen oder vermindern können.

Sollte sich beispielsweise bei der Aufstellung des Jahresabschlusses eine Gewinnsteigerung oder ein Verlust von 50 Prozent gegenüber dem Vorjahr ergeben, stellt dies zwar eine neue Information dar; die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung hängt jedoch entscheidend davon ab, welche Informationen vorliegen bzw. öffentlich bekannt sind oder welche Prognosen bereits vor der Aufstellung des Jahresabschlusses zur Ertragslage vom Unternehmen abgegeben und aufgrund dessen bereits vom Markt erwartet worden sind. Zur Kurserheblichkeit von Geschäftszahlen wird zudem auf Abschnitt I.2.1.5.2 verwiesen.

Ähnliches gilt z.B. für Insolvenzen. Auch hier kommt es für die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung entscheidend darauf an, ob z.B. bereits Zahlungsschwierigkeiten oder eine bevorstehende drohende Insolvenz zuvor öffentlich bekannt waren. Denn nicht nur die (bevorstehende) Stellung eines Insolvenzantrags, sondern auch damit im Zusammenhang stehende Umstände im Vorfeld (z.B. Zahlungsstockung, drohende Zahlungsunfähigkeit, festgestellte Zahlungsunfähigkeit) können Insiderinformationen sein.

Allgemeine Personalnachrichten weisen dagegen nur in Ausnahmefällen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial auf, insbesondere, wenn sie keine Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder betreffen. Anders kann dies bei Personen mit besonderer Bedeutung für das Unternehmen –wie etwa Unternehmensgründern oder Schlüsselfiguren in Entwicklung, Design, Finanzen, Vorstand oder Aufsichtsrat – sein.

Es ist darauf hinzuweisen, dass zur Bewertung des Kursbeeinflussungspotenzials eine Einschätzung getroffen werden muss, inwieweit die Umstände den Kurs eines Finanzinstruments oder eines darauf bezogenen derivativen Finanzinstruments beeinflussen können, wenn sie öffentlich bekannt würden. Dies bedeutet, dass das Kursbeeinflussungspotenzial einer Information jeweils in Bezug auf das in Rede stehende Finanzinstrument zu bestimmen ist und daher auch unterschiedlich ausfallen kann. Denkbar ist beispielsweise, dass eine Information zwar in Bezug auf die Aktien eines Emittenten als erheblich kursbeeinflussend anzusehen ist, nicht jedoch in Bezug auf von ihm begebene Anleihen, weil die betreffende Information die Bonität des Emittenten nicht betrifft. Ebenso sind Konstellationen denkbar, in denen die Information zwar keine (erhebliche) Reaktion des Aktienkurses erwarten lässt, wohl aber eine solche Reaktion bei einzelnen Derivaten, die auf diesen Aktienwert bezogen sind. Für jedes Finanzinstrument ist dabei die Auswirkung der Information unter Berücksichtigung der jeweiligen üblichen Schwankungsbreite zu beurteilen.

Weitere Beispiele, die als kursrelevant einzustufen sind, finden sich im Abschnitt I.2.1.5.

I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation

Bei gestreckten Sachverhalten ist darauf zu achten, dass eine Insiderinformation nicht nur das Endereignis selbst sein kann, sondern auch verschiedene Zwischenschritte, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstands oder Ereignisses verbunden sind. Dies hat der EU-Gesetzgeber im Nachgang zur sog. GeltI-Entscheidung des EuGH¹³ ausdrücklich in Art. 7 Abs. 2 S. 2, Abs. 3 MAR geregelt.¹⁴ Der EuGH hatte entschieden, dass bereits Zwischenschritte eines Entscheidungsprozesses Insiderinformationen sein können. In Bezug auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des erstrebten Endergebnisses im mehrstufigen Entscheidungsprozess führte der EuGH aus, dass es für die Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials des Zwischenschritts ausreicht, wenn der Eintritt des Endergebnisses zumindest nicht unwahrscheinlich sei.

Bei gestreckten Sachverhalten (diese können typischerweise bis zur endgültigen Entscheidung scheitern) ist daher die Frage, ob es sich um eine präzise Information handelt, bei jedem einzelnen Zwischenschritt zu prüfen. Hat etwa die A-AG die feste Absicht, die B-AG zu übernehmen, so ist bereits diese Absicht ein eingetretener präziser Umstand. Dies gilt unabhängig von der Frage, ob es letztlich tatsächlich zur Übernahme, also zur ursprünglich angestrebten Entscheidung, kommen wird. Bei gestreckten Sachverhalten sind daher sowohl das (geplante) Endergebnis als zukünftiges Ereignis als auch die auf dem Weg dahin verwirklichten Zwischenschritte als bereits eingetretene Ereignisse auf ihren Insiderinformationsgehalt hin zu überprüfen.

Hiervon zu unterscheiden ist die Frage, ob dem Zwischenschritt bereits die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommt. Diese ist vom Standpunkt des verständigen Anlegers im Rahmen der Eignungsprüfung zu bewerten. Im Hinblick auf die Bewertung von Zwischenschritten geht die BaFin davon aus, dass ein Kursbeeinflussungspotenzial umso eher anzunehmen ist, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist und eine Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation nahelegt, dass ein verständiger Anleger bereits diesen

¹³ EuGH, Urt. vom 28.06.2012 – C 19/11.

¹⁴ Vgl. insoweit auch Erwägungsgrund 16 der MAR.

Zwischenschritt für sich nutzen würde. Eine Mindestwahrscheinlichkeit für das Endereignis, damit überhaupt ein Zwischenschritt als potenzielle Insiderinformation gewürdigt werden kann, ist nicht erforderlich. Signalisiert etwa die B-AG ihre Bereitschaft zu einem Zusammengehen mit der A-AG und wurde bereits über wichtige Eckpunkte grundsätzlich Einigkeit erzielt, kann bereits die Zwischenschritt-Information auf dem Weg zur geplanten Übernahme bzw. Fusion den Kurs der Aktien des Emittenten erheblich beeinflussen, auch wenn die eigentlichen Vertragsverhandlungen noch folgen und noch nicht alle Einzelheiten (wie z.B. der Angebotspreis oder das Umtauschverhältnis) feststehen und damit auch nicht die Richtung der Kursreaktion. In solchen Fällen erwartet der Kapitalmarkt nämlich in der Regel schon aufgrund der weitreichenden strategischen Bedeutung für die M&A¹⁵-Partner gravierende Auswirkungen auf deren Geschäftsentwicklung und damit den Kurs der Aktien. Im Falle des Übernahmeangebots oder eines Squeeze-Out schließlich wird ein verständiger Anleger die Information über den Zwischenschritt bereits dann als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen, wenn der Übernahmepreis noch nicht feststeht, weil vernünftigerweise erwartet werden darf, dass dieser deutlich vom aktuellen Aktienkurs abweicht (sei es, weil eine Prämie auf den Kurs gezahlt wird, sei es, weil der Übernehmer nur den in der Regel vom Marktpreis abweichenden Mindestpreis bzw. die angemessene Barabfindung zu zahlen bereit ist. Weitere Hinweise zu potenziellen Zwischenschritt-Insiderinformationen finden sich auch in Abschnitt I.2.1.5.

I.2.1.4.4 Kursbeeinflussungspotenzial von Gerüchten

Gerüchte, die einen Tatsachenkern enthalten, können ebenfalls eine präzise Information darstellen. Das Gerücht kann z.B. ein Übernahmeverhaben inhaltlich präzise an die freien Aktionäre herantragen. Das Gerücht ist damit eine präzise Information i. S. d. Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR, muss aber nicht wahr sein. Erst bei der Frage, ob der Information die Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung zuzubilligen ist, ist zu klären, ob der verständige Anleger auf Grundlage dieses Gerüchts handeln würde.

Bei der Frage, ob einem Gerücht die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zuzubilligen ist, ist zu klären, ob der verständige Anleger auf Grundlage dieses Gerüchts handeln würde. Dies ist im Einzelfall zu prüfen. Maßgeblich sind

- die Quelle des Gerüchts, insbesondere, ob sie vertrauenswürdig erscheint,
- die dem Gerücht zugrunde liegenden nachprüfbaren Fakten,
- die wirtschaftliche Situation des betroffenen Unternehmens,
- das Segment des betroffenen Unternehmens im Besonderen und
- die Verfassung der Märkte im Allgemeinen.

¹⁵ Mergers & Acquisitions.

I.2.1.5 Ausgewählte Einzelfragen bei bestimmten Fallgruppen potenzieller Insiderinformationen

I.2.1.5.1 Prognosen¹⁶

Prognosen können Insiderinformationen sein, wenn sie aufgrund konkreter Anhaltspunkte für den weiteren Geschäftsverlauf erstellt worden sind und spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Prognose auf den Kurs des entsprechenden Finanzinstruments zuzulassen. Allgemein formulierte Erwartungen (z.B. der Hinweis, für das laufende Geschäftsjahr werde eine positive Entwicklung erwartet) oder langfristige Planungen in einem zum Beispiel mehrjährigem Zeithorizont reichen hierfür allerdings noch nicht aus.

Eine Prognose hat in der Regel erhebliches Kursbeeinflussungspotential, wenn sie von der Markterwartung – oder bei Fehlen einer solchen – von den zurückliegenden Geschäftsergebnissen deutlich abweicht.

Treten in der Folgezeit bedeutende Geschäftsvorfälle auf oder weicht die aktuelle Markterwartung deutlich von der bisherigen Prognose ab, muss der Emittent dies zum Anlass nehmen zu prüfen, ob er die Prognose aufrechterhalten kann. Stellt ein Emittent bei dieser Prüfung fest, dass seine neue Prognose wahrscheinlich deutlich von der ursprünglichen abweicht und sich hieraus – weil sie auch von der Markterwartung abweicht – ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial ableiten lässt, liegt eine neue Insiderinformation vor. Es ist dabei zu beachten, dass das die neue Prognose auslösende Ereignis selbst eine Insiderinformation sein kann.

Kommt der Emittent bei der Prüfung der Geschäftsvorfälle bzw. bei der Prüfung aufgrund der abweichenden Markterwartung hingegen zu dem Ergebnis, dass er die ursprüngliche Prognose aufrechterhalten kann oder die neue nicht deutlich von dieser abweicht, liegt zwar in Bezug auf die Aufrechterhaltung der Prognose eine neue Insiderinformation vor, wenn sie deutlich von der aktuellen Markterwartung abweicht. Davon zu unterscheiden ist aber die Frage, ob die Aufrechterhaltung der Prognose eine Ad-hoc-Pflicht auslöst (vgl. Abschnitt I.3.2.3.3).

Hat der Emittent sowohl bei seiner ursprünglichen als auch bei seiner aktuellen Prognose einen nachvollziehbaren Korridor angegeben, innerhalb dessen er einen Gewinn oder Verlust erwartet („von bis“), stellt die BaFin bei der Beurteilung des erheblichen Kursbeeinflussungspotenzials der aktualisierten Prognose in der Regel auf die Abweichung des Mittelwerts der alten Prognose von dem der aktualisierten Prognose ab.

I.2.1.5.2 Geschäftszahlen

Die Geschäftsentwicklung einer Gesellschaft innerhalb eines Quartals oder im gesamten Geschäftsjahr, wie sie im Rahmen von Quartals-, Halbjahres- und Geschäftsberichten zum Ausdruck gebracht wird, kann jeweils eine Insiderinformation darstellen. Da sich die Geschäftsentwicklung ganz wesentlich in den Geschäftszahlen widerspiegelt, ist für die Frage des Kursbeeinflussungspotenzials der Geschäftsentwicklung auf die Geschäftszahlen in Form einer Gesamtschau abzustellen.

Aber auch einzelne bewertungserhebliche und im konkreten Fall für die Gesellschaft relevante Geschäftszahlen können für sich betrachtet Insiderinformation sein.

Es ist zu beachten, dass bereits ein einzelner Geschäftsvorfall, der einen maßgeblichen Einfluss auf eine oder mehrere Geschäftszahlen besitzt – z.B. wenn daraus ein erheblicher Gewinn oder Verlust resultiert – eine Insiderinformation sein kann.

¹⁶ i. S. v. perspektivischen Aussagen.

Auch Insiderinformationen im Zusammenhang mit dem Jahresabschluss entstehen i.d.R. bereits vor dessen Aufstellung oder Feststellung, allerspätestens aber mit Aufstellung durch den Vorstand. Dies ist z.B. anzunehmen, wenn sich die Geschäftszahlen – z.B. im Rahmen der monatlich erstellten betriebswirtschaftlichen Auswertung – bereits im Vorfeld soweit konkretisiert haben, dass vernünftigerweise erwartet werden kann, dass die endgültigen Kennzahlen aus dem aufgestellten Jahresbericht (dem Halbjahresbericht, der Zwischenmitteilung) nicht mehr deutlich von denen, die sich aus der betriebswirtschaftlichen Auswertung errechnen lassen, abweichen. Dies ist umso eher anzunehmen, je eher die vorliegende Datenbasis bereits der einer Gewinn- und Verlustrechnung entspricht bzw. je geringer der voraussichtliche Bedarf an Korrekturen an diesen Zahlen ist.

Schließlich ist von einer Insiderinformation auch dann auszugehen, wenn die relevanten Geschäftszahlen bereits im Vorfeld so präzise in einer Größenordnung (z.B. in Form einer Min.-Max.-Spanne) angegeben werden können (sog. „vorläufige Zahlen“), dass vernünftigerweise erwartet werden kann, dass die endgültigen Kennzahlen aus dem aufgestellten Jahresbericht (dem Halbjahresbericht, der Zwischenmitteilung) deutlich positiv bzw. negativ von der relevanten Benchmark abweichen werden, selbst wenn sie im ersten Fall am unteren bzw. im zweiten Fall am oberen Ende dieser Spanne liegen.

Ist der Emittent eine Konzerngesellschaft, so ist grundsätzlich auf die entsprechenden Konzern-Kennzahlen abzustellen, d.h. die Insiderinformation wird in der Regel erst dann entstanden sein, wenn die Geschäftszahlen der Geschäftsbereiche und Tochtergesellschaften konsolidiert wurden, es sei denn, auch vor der Konsolidierung aller Konzerngesellschaften kann bereits mit hinreichender Wahrscheinlichkeit auf die Konzern-Kennzahl und damit auf ein deutliches Verfehlen/Übertreffen der Benchmark geschlossen werden. Hierbei hat der Vorstand die Möglichkeit, die Daten aus der Buchhaltung/des Controllings (in der Regel: in Form einer betriebswirtschaftlichen Auswertung) zu plausibilisieren und zu prüfen, wie sich die noch ausstehenden Korrekturen auf die relevanten endgültigen Geschäftszahlen auswirken.

Die Kurserheblichkeit ist zu bejahen, wenn die in Rede stehende Information wesentlich von der relevanten Bezugsgröße abweicht:

- Als Benchmark ist zunächst die eigene veröffentlichte Prognose des Emittenten heranzuziehen. Hat der Emittent in seiner Prognose einen aufgrund nachvollziehbarer Tatsachengrundlage ermittelten Korridor angegeben, so ist ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial zu bejahen, wenn die Geschäftszahlen außerhalb des Korridors liegen. Für Geschäftszahlen, die innerhalb des Korridors liegen, gilt folgender Grundsatz: Je enger der Korridor gefasst ist, desto eher scheidet ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial aus. Das bedeutet umgekehrt aber auch, dass die Geschäftszahlen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial entfalten können, wenn der Prognosekorridor sehr weit gefasst wurde und die Ergebnisse nahe am oberen bzw. unteren Korridorrand liegen. Hat der Emittent in seiner Prognose hingegen nur eine Mindestexpectation angegeben, schließt dies das Kursbeeinflussungspotenzial nicht bereits deshalb aus, weil die obere Prognosespanne offen formuliert wurde. In einem solchen Fall hat der Emittent zu ermitteln, wie die Aussage zur Prognose im Markt aufgenommen worden ist.

Beispiel:

Ein Emittent veröffentlicht in seiner Prognose, dass das Ergebnis mindestens über 15 Prozent über dem Vorjahresergebnis liegen wird. Tatsächlich verzeichnet der Emittent einen Gewinnanstieg von 50 Prozent. Nach Auffassung der BaFin kann sich der Emittent in diesem Fall nicht darauf berufen, dass seine Prognose jeden möglichen Gewinnanstieg mit umfasst. Entscheidend ist, wie der Kapitalmarkt die ursprünglich abgegebene Prognose verstanden haben durfte und ob überhaupt eine Prognose vorlag, die vernünftigerweise als Benchmark herangezogen werden konnte.

Entsprechen die in Rede stehenden Geschäftszahlen der eigenen Prognose oder weichen sie zwar von dieser ab, entsprechen aber der deutlich aktuelleren Markterwartung, ist davon auszugehen, dass die Geschäftszahlen kein Kursbeeinflussungspotenzial besitzen. In diesem Fall wäre jedoch zu prüfen, ob nicht bereits zuvor für den Emittenten eine Pflicht bestanden hätte, seine Prognose zu korrigieren.¹⁷

- Fehlt eine Prognose oder ist sie so vage/unkonkret, dass ein Vergleich mit den Geschäftszahlen zum Zwecke der Beurteilung des Kursbeeinflussungspotenzials nicht möglich ist, ist ebenfalls auf die jeweilige quantitativ nachvollziehbare Markterwartung abzustellen.

Ein wichtiger Indikator für die Ermittlung der Markterwartung sind Analystenschätzungen. Die BaFin ermittelt die Markterwartung, indem sie den Mittelwert der zum Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation aktuellen Analystenschätzungen (sog. Consensus-schätzung) heranzieht. Ein Emittent muss diese Markterwartung nicht selbst ermitteln, sondern kann sich hierfür externer Datenanbieter bedienen. Kann eine Markterwartung nicht nachvollziehbar ermittelt werden, etwa weil es keine aktuellen Schätzungen gibt, sind die Vorjahreszahlen heranzuziehen.

- Fehlt es auch an einer solchen Markterwartung, ist schließlich auf die Geschäftszahlen des vergleichbaren Vorjahreszeitraums (im Falle des Auftragseingangs oder -bestands und für Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal) abzustellen.

Diese Ausführungen gelten sinngemäß für unterjährige Geschäftszahlen bzw. Halbjahresberichte und Zwischenmitteilungen über Quartale. Fehlt es bei unterjährigen Geschäftszahlen an einer expliziten diesbezüglichen Prognose, so kann diese nicht durch Viertelung oder Halbierung der Jahresprognose ermittelt werden, da der Kapitalmarkt nicht ohne Weiteres davon ausgehen kann, dass sich Geschäftsvorfälle und damit die Erlöse, Erträge oder Aufwendungen gleichmäßig auf die Quartale verteilen.

Für den Fall, dass ein Emittent keine Prognose für unterjährige Perioden, sondern lediglich eine Jahresprognose veröffentlicht hat, bedeutet dies, dass eine Insiderinformation auch dann vorliegen kann, wenn an der Jahresprognose festgehalten wird, sofern die unterjährigen Geschäftszahlen von der Markterwartung oder, wenn es eine solche nicht gibt, von den Geschäftszahlen des vergleichbaren Vorjahreszeitraums (im Falle des Auftragseingangs oder -bestands und für Cashflow-Kennzahlen auch: vom Vorquartal) deutlich abweichen. Liegt keine deutliche Abweichung vor, kann dennoch eine erhebliche Kursrelevanz vorliegen, etwa wenn die in Rede stehenden Zahlen deutlich von der bisherigen Geschäftsentwicklung (z.B. Turnaround nach mehreren Verlustquartalen; Umsatzeinbruch nach anhaltender Wachstumsphase über mehrere Quartale hinweg) abweichen.

Umgekehrt kann die Veröffentlichung von Quartalszahlen oder Halbjahreszahlen eine Pflicht zur Korrektur der Jahresprognose auslösen, wenn trotz des noch andauernden Geschäftsjahres und ausstehender Geschäftsvorfälle nicht damit gerechnet werden kann, die Jahresprognose zu halten.

I.2.1.5.3 Dividenden

Nach Auffassung der BaFin ist es für den Kapitalmarkt grundsätzlich von Bedeutung, ob eine Gesellschaft ihren Bilanzgewinn in Form von Dividenden an die Aktionäre ausschüttet oder im Unternehmen reinvestiert. Der Kapitalmarkt lässt Informationen bezüglich Dividenden daher in den Kurs der Aktien mit einfließen, was zu Kurseffekten nach Veröffentlichung von Dividendenankündigungen führt. Dividendenerhöhungen besitzen demnach in der Regel

¹⁷ Siehe hierzu auch Abschnitt I.2.1.5.1 und I.3.2.3.3.

positive Kurseffekte; die Kürzung oder die Streichung der Dividende ruft dagegen in der Regel negative Kursreaktionen hervor.

Von besonderer Wirkkraft ist das von einer Dividendenmaßnahme ausgehende Signal für die Anleger bei Kreditinstituten vor dem Hintergrund der Eigenkapitalvorschriften. Die Erhöhung der Dividende gibt bei guter Kapitalausstattung in der Regel ein starkes Signal dahingehend in den Markt, dass das Institut auch für die Zukunft davon ausgeht, ausreichend mit Kapital ausgestattet zu sein. Etwas anderes dürfte gelten, wenn der Kapitalmarkt die Eigenkapitaldecke des Kreditinstituts als zu dünn bewertet. Dann sendet eine Dividendenerhöhung (wie auch die Ausschüttung einer Sonderdividende und das Festhalten an der festgelegten Dividendenpolitik) ein negatives Signal an die Anleger.

Zur Beurteilung des Kursbeeinflussungspotenzials von Dividenden sind die Kriterien für Geschäftszahlen (vgl. Abschnitt 1.2.1.5.2) sinngemäß anzuwenden. D.h. Dividenden besitzen, wenn die Änderung gegenüber der relevanten Vergleichsgröße hinreichend groß ist, die Eignung zur erheblichen Beeinflussung des Aktienkurses und können somit Insiderinformationen sein.

Eine Besonderheit ergibt sich bei Dividenden im Hinblick auf die Beurteilung des Kursbeeinflussungspotenzials aus dem Umstand, dass Gesellschaften nicht selten eine Dividendenpolitik verfolgen und diese auch öffentlich bekannt geben.

In Frage kommt hierbei zum einen die Politik der Dividendenkontinuität. Ändert die Gesellschaft hier überraschend den über Geschäftsjahre hinweg gleichbleibenden Betrag der Dividende wesentlich, so ist dies in der Regel mit erheblichem Kursbeeinflussungspotenzial verbunden und kann dann schon unterjährig eine Ad-hoc-Pflicht auslösen. Zum anderen können Gesellschaften eine Ausschüttungsquote, also das Verhältnis von auszuschüttender Dividende und dem Bilanzgewinn (oder einer anderen Ergebnisgröße), festlegen. Eine überraschende deutliche Erhöhung oder Verminderung dieser Ausschüttungsquote wird in der Regel erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besitzen.

Die Ausschüttung einer Sonderdividende (in der Regel wird diese aufgrund der besonderen Geschäftsentwicklung der Gesellschaft oder völlig unabhängig davon, z.B. auf Verlangen des Großaktionärs oder wegen eines Unternehmensjubiläums, ausgeschüttet werden), kann nur dann kursrelevant sein, wenn sie überraschend kommt, also vom Kapitalmarkt nicht erwartet werden konnte und es sich dabei um einen wesentlichen Aufschlag auf die „reguläre“ Dividende handelt.

Eine Sonderdividende, die nicht auf einen außerordentlichen ergebniswirksamen Geschäftsvorfall zurückgeht, ist wie eine (ggf. vorübergehende) Änderung der Ausschüttungsquote zu behandeln. Ändert sich dadurch der auszuschüttende Betrag je Aktie deutlich, so ist von erheblichem Kursbeeinflussungspotenzial auszugehen.

1.2.1.5.4 Kapitalmaßnahmen

Als Insiderinformationen kommen auch Kapitalmaßnahmen in Betracht. Zu denken ist hierbei insbesondere an Kapitalerhöhungen in Form einer Ausgabe von Aktien mit und ohne Bezugsrecht, die Aufnahme von Fremdkapital, die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen und Aktienrückkäufe.

Im Rahmen eines Kapitalerhöhungsprozesses ist darauf zu achten, dass nicht nur der Beschluss des Vorstandes zur Durchführung der Kapitalerhöhung eine Insiderinformation darstellen kann, sondern auch hier weitere Insiderinformationen in Form von Zwischenschritten denkbar sind. Dies kann im Einzelfall bereits die Beauftragung einer Investmentbank mit der Marktsondierung oder die Aufnahme von Verhandlungen mit einem Ankerinvestor sein. Generell ist darauf hinzuweisen, dass auch bereits das der Kapitalerhöhung zugrunde liegende Ereignis (z.B. die Akquisition eines Vermögensgegenstands) für sich betrachtet eine Insiderinformation sein kann.

Die erfolgreiche Durchführung der Kapitalmaßnahme stellt, wenn der entsprechende Beschluss öffentlich bekannt gemacht worden war, in der Regel keine Insiderinformation mehr dar, sofern diese vom Anlegerpublikum erwartet werden konnte. Dementsprechend kann der Abbruch oder die Rückabwicklung einer Kapitalmaßnahme bzw. der Umstand, dass nicht ausreichend Interesse beim Anlegerpublikum vorhanden war, um eine vollständige Zeichnung der neuen Aktien zu gewährleisten, eine neue Insiderinformation darstellen.

Im Hinblick auf den Rückkauf eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Aktiengesetz (AktG) kann nicht nur der Beschluss des Vorstands, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen, eine Insiderinformation in Form eines Zwischenschritts oder über einen zukünftigen Umstand darstellen, sondern auch davor liegende Prozessschritte wie etwa der gefasste Plan des Vorstands, von der Ermächtigung Gebrauch zu machen. Allerdings stellen die Beschlüsse des Vorstands und des Aufsichtsrats des Emittenten, der Hauptversammlung eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien vorzuschlagen, sowie der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung in diesem Zusammenhang in der Regel noch keine Insiderinformationen dar.

Die Aufnahme von Fremdkapital, wie z.B. durch Inanspruchnahme eines Schuldscheindarlehens, ist eine übliche Finanzierungsmethode eines Unternehmens, bei der in der Regel davon auszugehen ist, dass sie kein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besitzt, schon weil die Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft unter Berücksichtigung von Opportunitätskosten (die bei der alternativen Finanzierung durch Eigenkapital anfallen) in der Regel gering sind. Ausnahmsweise, bei Vorliegen besonderer Umstände, kann die Aufnahme von Fremdkapitalbeschaffung kursrelevant sein. Zu diesen Umständen gehört beispielsweise, dass die Gesellschaft (aufgrund ihrer wirtschaftlich bzw. finanziell angespannten Lage) außergewöhnlich hohe Zinsen zahlen muss, sodass diese die Fremdkapitalkosten deutlich übersteigen oder mit dem Darlehen eine Umschuldung einhergeht, mit der sie die Zinslast deutlich reduziert, was sich jeweils in erheblichem Ausmaß auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage auswirkt. Weitere kursbeeinflussende Faktoren können z.B. eine Kündigung und der Rückkaufspreis sein.

I.2.1.5.5 Erhebliche außerordentliche Erträge/Aufwendungen

Weiterhin können auch beträchtliche außerordentliche Erträge/Aufwendungen, sobald sie sich konkretisieren, eine Insiderinformationen sein. Zu den außerordentlichen Erträgen/Aufwendungen zählen z.B.

- Gewinne/Verluste aus der Veräußerung wesentlicher Betriebsteile oder ganzer Betriebe,
- Gewinne/Verluste aus der Veräußerung bedeutender Beteiligungen,
- außerplanmäßige Abschreibungen aufgrund eines außergewöhnlichen Ereignisses, z.B. Stilllegung von Betrieben, Enteignung oder Zerstörung von Betrieben durch Katastrophen,
- außergewöhnliche Schadensfälle, etwa verursacht durch Unterschlagungen,
- Erträge/Aufwendungen aufgrund des Ausgangs eines für das Unternehmen existentiellen Prozesses,
- Entschädigungen bei Massenentlassungen,
- Gewinne/Verluste aus Umwandlungen,
- Erträge aufgrund eines allgemeinen Forderungsverzichts der Gläubiger (sog. Sanierungsgewinn) sowie
- einmalige Zuschüsse der öffentlichen Hand zur Umstrukturierung von Branchen.

I.2.1.5.6 Mergers & Acquisitions

Im Rahmen von Mergers & Acquisitions (M&A)-Prozessen mit Beteiligung eines Emittenten kann sich sowohl in Bezug auf die Bietergesellschaft als auch in Bezug auf die Zielgesellschaft – sofern ihnen zugehörige Finanzinstrumente jeweils zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen oder zum Handel auf einem multilateralen (MTF) oder organisierten Handelssystem (OTF) einbezogen sind - die Frage nach dem Entstehungszeitpunkt einer Insiderinformation stellen. Hierbei ist grundsätzlich zu unterscheiden, ob auf der Seite der Bieter- oder der Zielgesellschaft ein oder mehrere Unternehmen in die Verhandlungen einbezogen sind. Aufgrund der Vielzahl der möglichen Fallgestaltungen kann nachfolgend keine abschließende Darstellung erfolgen.

Zu beachten ist, dass eine Insiderinformation im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion nicht erst dann entsteht, wenn aus Sicht eines verständigen Anlegers eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen der betreffenden Transaktion besteht und dies einschließlich der Aussicht auf die zu erwartende Gegenleistung (z.B. Prämie) eine Insiderinformation begründen kann.

Entsprechend ist während des gesamten Prozesses zu prüfen, ob bereits eingetretene (oder bevorstehende) Zwischenschritte oder das Endergebnis selbst (die Fusion/Übernahme) als zukünftiges Ereignis die Qualität einer Insiderinformation erfüllen.

Abzugrenzen sind diese Zwischenschritte von Vorbereitungshandlungen, die noch nicht die Kriterien einer Insiderinformation erfüllen.

Nach Auffassung der BaFin ist die rein interne Entscheidung, mit einer potenziellen Zielgesellschaft Vorgespräche aufzunehmen, regelmäßig noch keine Insiderinformation, da es ohne Hinzutreten besonderer Umstände regelmäßig an einem erheblichen Kursbeeinflussungspotenzial sowohl dieses Zwischenschrittes als auch des Abschlusses des M&A-Prozesses als zukünftiges Ereignis fehlen wird (sofern es dem Abschluss als zukünftiges Ereignis nicht bereits an der Eigenschaft als präzise Information mangelt). Gleiches gilt für rein interne organisatorische Maßnahmen wie Prüf- und Vorbereitungshandlungen, die erstmalige Beauftragung von Beratern (Rechtsanwälte, Banken, Unternehmensberater) oder eine erstmalige Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft.

Inwieweit hingegen bei sog. nicht bindenden Angebotsschreiben („non binding indicative offer letter“) davon ausgegangen werden kann, dass noch keine Insiderinformation entstanden ist, ist im Einzelfall zu prüfen. Erfahrungsgemäß hängt der Erfolg einer Transaktion in diesem frühen Stadium von einer Vielzahl noch unbestimmter Faktoren ab. Gleiches gilt für Vorgespräche des potenziellen Bieters mit der Zielgesellschaft oder Aktionären der Zielgesellschaft. Dennoch ist zu prüfen, ob bereits in diesen Stadien eine präzise Information vorliegt und dieser Information Kursbeeinflussungspotenzial zukommt, etwa weil wichtige Eckpunkte einer möglichen Transaktion geklärt werden konnten oder ein Einigungswille erkennbar ist.

Beispiel:

Die A-AG plant die Übernahme der B-AG. Die Übersendung einer einseitigen schriftlichen unverbindlichen Absichtserklärung ist für sich allein noch nicht ausreichend, um von einem Kursbeeinflussungspotenzial dieses Zwischenschrittes auszugehen. Signalisierte die B-AG aber bereits in Vorgesprächen, dass eine Übernahme unter Berücksichtigung bestimmter Eckpunkte denkbar sei, oder dokumentieren die Unternehmen ihren grundsätzlichen Einigungswillen beispielsweise dadurch, dass wesentliche Eckpunkte in einem „Term Sheet“ festgehalten werden, kann sich eine andere Sachlage ergeben, auch wenn sich die eigentlichen Vertragsverhandlungen erst anschließen und noch keine Klarheit über den Preis besteht.

Aufgrund der Vielzahl von möglichen Fallgestaltungen ist eine schematische Darstellung, ab wann vom Vorliegen einer Zwischenschritt-Insiderinformation ausgegangen werden kann, nicht möglich. Entsprechend ist das Entstehen der Insiderinformation auch nicht von etwaigen Terminologien abhängig (z.B. Abschluss eines „Letter of Intent“, Übersendung von „Term Sheets“). Die Bewertung, ob eine Zwischenschritt-Insiderinformation vorliegt, muss vielmehr aus inhaltlicher Sicht erfolgen, insbesondere ist im Rahmen einer Gesamtschau zu prüfen, welche Schritte mit welchem Inhalt auf dem Weg zum Endereignis bereits verwirklicht worden sind. Je weiter der Übernahmeprozess dabei vorangeschritten ist, desto größer wird dabei die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung sein. Entsprechend kann die folgende Auflistung potenzieller Zwischenschritt-Insiderinformationen nur ein erster Anhaltspunkt sein; die finale Bewertung hat sich ausschließlich am Inhalt der bereits vollzogenen Schritte zu orientieren.

Es sollten mindestens folgende Umstände zum Anlass genommen werden zu prüfen, ob eine Insiderinformation in Form eines Zwischenschrittes eingetreten sein könnte:

- Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen,
- bilaterale Treffen mit konkretem Hintergrund jedenfalls dann, 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 Dilligence.

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass – je näher sich ein Zwischenschritt zum Endereignis befindet –, es ggf. gleichzeitig zu einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses kommen kann, etwa beim Abschluss von konkreten Vereinbarungen.

Schließlich ist zu beachten, dass eine überwiegende Wahrscheinlichkeit des Endereignisses auch schon dann vorliegen kann, wenn sich die (eigentlich unbedenklichen) Vorbereitungshandlungen „summieren“ und in ihrer Gesamtheit geeignet erscheinen, den Kurs des in Rede stehenden Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.

Bei Sachverhalten, bei denen mehrere Unternehmen auf der einen oder anderen Seite beteiligt sind (z.B. bei Bieterverfahren), wird nach Ansprache potentieller Kaufinteressenten bei fortbestehendem Interesse regelmäßig eine Vertraulichkeitsvereinbarung und der Zeitplan und die Vorgaben für das weitere Verfahren („Process Letter“) übermittelt. Die damit verbundene Eingrenzung potenzieller Käufer kann in Bezug auf die börsennotierte Zielgesellschaft eine Insiderinformation darstellen, während es aus Sicht einer börsennotierten Bietergesellschaft aufgrund des ungewissen Ausgangs des Verfahrens anders beurteilt werden kann. Jedoch sollte die Bietergesellschaft allerspätestens beim Eintritt in konkrete Verhandlungen auf exklusiver Basis prüfen, ob eine Insiderinformation in Form eines Zwischenschrittes vorliegt.

I.2.1.5.7 Personalentscheidungen

Personalveränderungen innerhalb der Führungsebene eines Unternehmens können in bestimmten Konstellationen eine Insiderinformation sein. Insbesondere wenn es sich um die überraschende Berufung oder Abberufung von Organmitgliedern in Schlüsselpositionen

handelt, d.h. wenn es sich um Personen handelt, bei denen eine maßgebliche Einwirkung auf den Geschäftsverlauf zu erwarten ist oder bislang bestand, kann eine solche Veränderung eine Insiderinformation darstellen. So kann das überraschende Ausscheiden des Vorsitzenden oder des Sprechers eines Organs oder das Ausscheiden eines Gründungsmitglieds aus einem Organ eine Signalwirkung für den Kapitalmarkt haben. Bei Unternehmen, deren Entwicklung von der Innovationsfähigkeit oder Kreativität einzelner Personen abhängt, können dies auch Personalveränderungen außerhalb der Organe in für das Unternehmen wesentlichen Bereichen (z.B. Forschung und Entwicklung, Design, Vermögensverwaltung) sein.

Potentielle Personalveränderungen können auch bereits im Vorfeld Insiderinformationen in Form von Zwischenschritten darstellen. Zu denken ist im Fall der Abberufung etwa an die Rücktrittsabsicht bzw. Absicht eines Vorstandsvorsitzenden, den Vertrag nicht weiter zu verlängern. Im Rahmen des Neubestellungsprozesses kann eine Insiderinformation etwa die Absicht des verantwortlichen Gremiums sein, eine bestimmte Person als neuen Vorstandsvorsitzenden zu bestellen. Das Kursbeeinflussungspotenzial dieser Information kann sich dabei aus der Person des zu Bestellenden ergeben, aber auch aus der Tatsache, dass mit der Konkretisierung auf eine bestimmte Person oder einen ausgewählten engen Personenkreis die Unsicherheit über die zukünftige Ausrichtung des Emittenten beendet ist.

I.2.1.5.8 Verwaltungs- und Gerichtsverfahren

Ergebnisse von Verwaltungs- und Gerichtsverfahren, an denen der Emittent direkt oder indirekt beteiligt oder von denen er betroffen ist (z.B. bei einer Streitverkündung), können Insiderinformationen darstellen. Die Gerichtsöffentlichkeit ist dabei nicht mit der breiten Öffentlichkeit i. S. d. Art. 7 Abs. 1 Buchst. a) MAR gleichzusetzen.

Bei der Frage, zu welchem Zeitpunkt die Insiderinformation entsteht, kommt es nicht ausschließlich darauf an, ab wann mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von einem erheblich kursbeeinflussenden Ausgang des Verfahrens ausgegangen werden muss (Insiderinformation als Endereignis). Denn auch ein bestimmter erreichter Verfahrensstand kann für sich betrachtet bereits eine Insiderinformation in Form eines Zwischenschrittes darstellen. Die bloße Aufnahme von strafrechtlichen Ermittlungen oder verwaltungsrechtlichen Untersuchungen an sich vermag allerdings nur in besonderen Fällen eine Insiderinformation zu begründen.

Anders zu beurteilen ist der Fall, wenn bereits feststeht, dass der Emittent oder für ihn tätige Personen Gesetzesverstöße begangen haben, etwa weil der Verstoß bereits eingeräumt wurde, ohne dass eine gerichtliche oder verwaltungsrechtliche Entscheidung vorliegt. Bei der Beurteilung des Kursbeeinflussungspotenzials spielt eine wesentliche Rolle, welche rechtlichen und finanziellen Konsequenzen sich aus dem Gesetzesverstoß für den Emittenten ergeben können. Dabei ist nicht nur der straf- oder verwaltungsrechtliche Rahmen zu berücksichtigen (z.B. Höhe einer Geldstrafe oder eines Bußgelds), sondern auch welche wirtschaftlichen Folgen sich daraus oder aus dem damit verbundenen Reputationsschaden für das Unternehmen ergeben können (z.B. Umsatzeinbußen, Schadenersatzforderungen etc.).

Darüber hinaus kann eine Insiderinformation entstehen, wenn der Emittent unabhängig vom Verfahrensausgang Maßnahmen ergreift, die für sich genommen Insiderinformationen darstellen (z.B. Bildung von Rückstellungen).

I.2.1.5.9 Insolvenzen

Auch Insolvenzsachverhalte enthalten regelmäßig Insiderinformationen, da hiermit erhebliche Verluste für Aktionäre verbunden sein können.

Eine Insiderinformation entsteht hierbei nicht erst mit Stellung des Insolvenzantrags als formeller Akt. Der Emittent muss daher während des gesamten Krisenverlaufs prüfen, ob nicht bereits zuvor Insiderinformationen entstanden sind. Dies kann sowohl in der

(bevorstehenden) Feststellung der Zahlungsunfähigkeit (§ 17 Insolvenzordnung (InsO)) als auch in der Überschuldung (§ 19 InsO) begründet sein. Beide Insolvenzgründe lösen nach § 15a InsO eine Antragspflicht aus, welcher spätestens drei Wochen nach Eintritt genügt werden muss. Sowohl die Information über die Zahlungsunfähigkeit als auch die Überschuldung sind für den verständigen Anleger von besonderem Interesse, da sie unmittelbar die wirtschaftliche Lage des Unternehmens widerspiegeln und sich danach die Zukunft des Unternehmens richtet. Insbesondere im Fall der Überschuldung muss der Vorstand bereits eine negative Fortführungsprognose i. S. d. § 19 Abs. 2 InsO getroffen haben. Ist aber bereits der Vorstand zu dem Ergebnis gekommen, dass eine Fortführung des Unternehmens nicht zu erwarten ist, so wird das Insolvenzverfahren wohl kaum eine erfolgreiche Sanierung zum Gegenstand, sondern lediglich abwickelnden Charakter haben, was für den Anleger den Totalverlust bedeuten kann.

Kurserheblich sein können aber auch bereits die drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) und weitere Vorfeldtatbestände wie eine Zahlungsstockung oder ein Liquiditätsengpass, sofern die finanziellen Schwierigkeiten des Emittenten in diesem Ausmaß nicht im Kapitalmarkt bekannt waren.

Inwieweit der Stellung des Insolvenzantrags und der Eröffnung des Insolvenzverfahrens selbst noch der Charakter einer Insiderinformation zukommt, dürfte vor allem davon abhängen, ob dem Markt das Vorliegen eines Insolvenzgrundes bereits bekannt war oder er davon ausgehen musste, dass ein solcher alsbald vorliegen würde.

Als weitere potenzielle Insiderinformationen im Falle einer Krise sind zudem der Verlust der Hälfte des Grundkapitals (§ 92 Abs. 1 AktG) oder die Kündigung wesentlicher Kreditlinien zu nennen.

I.2.1.5.10 Aufschiebende und auflösende Bedingungen

Aufschiebende und auflösende Bedingungen spielen häufig eine wichtige Rolle beim Abschluss bedeutsamer Verträge, etwa weil eine erforderliche Finanzierung noch sichergestellt werden muss oder die Durchführbarkeit des Vorhabens von Genehmigungen Dritter abhängig ist wie beispielsweise Kartellvorbehalte. Bei solchen Vorhaben ist davon auszugehen, dass es sich um gestreckte Sachverhalte handelt, deren Endergebnis die Umsetzung der mit dem Vertragsschluss vereinbarten Transaktion ist. Aufschiebende und auflösende Bedingungen haben insoweit Einfluss auf den Entstehungszeitpunkt der Insiderinformationen.

Wurde beispielsweise ein Vertrag zum Erwerb einer bedeutenden Immobilie unterzeichnet und steht dieser noch unter dem Vorbehalt der Finanzierungszusage eines Kreditinstituts, wirkt sich dieser Vorbehalt auf die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses – den Eigentumserwerb – aus. Sind die Finanzierungsverhandlungen bereits so weit vorangeschritten, dass mit hinreichender Wahrscheinlichkeit erwartet werden kann, dass diese positiv abgeschlossen werden, ist auch im Hinblick auf das Endereignis von einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit auszugehen.

Gleiches gilt für den Fall, dass eine M&A-Transaktion unter dem Vorbehalt der Genehmigung von Kartellbehörden steht. Zu beachten ist, dass der Vertragsschluss regelmäßig selbst ein wichtiger Zwischenschritt zur Umsetzung des geplanten Vorhabens ist und bereits aus diesem Grund eine Insiderinformation darstellt.

I.2.1.5.11 Interne Gremienvorbehalte

Häufig bedürfen vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten, wie etwa den Aufsichtsrat. Beschlüsse des Vorstandes vor Entscheidung durch die zuständigen Gremien können daher eine Insiderinformation in Form eines Zwischenschritts sein. Dafür ist

nicht erforderlich, dass die Zustimmung des Aufsichtsrats mit überwiegender Wahrscheinlichkeit zu erwarten ist. Aber kann der Vorstand zum Zeitpunkt seines Beschlusses bereits mit überwiegender Wahrscheinlichkeit damit rechnen, dass der Aufsichtsrat dem geplanten Vorhaben zustimmt, ist vom Vorliegen einer Insiderinformation in Form eines zukünftigen Ereignisses, nämlich der Durchführung des Vorhabens, auszugehen.

Wurde beispielsweise ein Vertrag zum Erwerb einer bedeutenden Immobilie unterzeichnet und muss für die Wirksamkeit des Vertrages der Aufsichtsrat noch zustimmen, wirkt sich dieser Zustimmungsvorbehalt auf die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses – den Eigentumserwerb – aus. Auch hier gilt, dass die Realisierung des Endereignisses schon mit dem Vorstandsbeschluss zum Vertrag (oder dessen Unterzeichnung) überwiegend wahrscheinlich geworden ist, wenn erwartet werden kann, dass der Aufsichtsrat zustimmt. Liegen keine besonderen Umstände des Falles vor, so ist in der Regel davon auszugehen, dass der Vorstand im Wege der Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsrat bereits im Vorfeld des eigenen Beschlusses eine Indikation betreffend die Entscheidung des Aufsichtsrats besitzt und daher eine überwiegende Wahrscheinlichkeit anzunehmen ist.

I.2.1.5.12 Verknüpfte Insiderinformationen

Sofern Sachverhalte mehrere potenzielle Insiderinformationen enthalten, ist für jeden in Betracht kommenden Umstand zu prüfen, inwieweit die Voraussetzungen einer Insiderinformation vorliegen. Es gibt aber auch Fälle, in denen die potenziellen Insiderinformationen miteinander verknüpft sind, etwa weil die eine nicht ohne die andere entstanden wäre, aber dann ggf. auch ohne die erste fortbesteht.

Beispiel:

Verknüpft ein Emittent ein Übernahmeangebot mit der Erhöhung der Dividende, um die zusätzlich zur Barkomponente angebotenen eigenen Aktien attraktiver zu machen, ist zu prüfen, ob die in Aussicht gestellte Dividendenerhöhung als eigenständige Insiderinformation zu bewerten oder aufgrund des sachlichen Zusammenhangs Teil der „Gesamtinformation Übernahmeangebot“ anzusehen ist. Dies ist nach den konkreten Umständen des Einzelfalles zu bewerten. Sollten etwa Angebot und Dividendenerhöhung getrennt beschlossen worden sein und unabhängig voneinander Geltung haben, dürfte dies für das Vorliegen zweier potenzieller Insiderinformationen sprechen. Demgegenüber dürfte von einer Insiderinformation in Form einer Gesamtinformation auszugehen sein, soweit die Entscheidung zur Erhöhung der Dividende zeitlich zusammen mit der Entscheidung zur Abgabe des Angebots erfolgte und beide Sachverhalte als sachlich miteinander verknüpft gelten können, weil die Dividendenerhöhung unter der Bedingung einer erfolgreichen Übernahme beschlossen wurde.

Ein weiteres Beispiel ist etwa der Beschluss einer Strategieänderung mit der Folge geringerer Erträge im laufenden Geschäftsjahr, die ggf. eine Prognoseanpassung oder sogar Gewinnwarnung zur Folge haben kann, oder die Kapitalerhöhung zum Zwecke der Finanzierung einer M&A¹⁸-Transaktion.

Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass aufgrund der Vielfalt der denkbaren Konstellationen keine allgemeingültige Vorgehensweise darstellbar ist, sondern eine Lösung jeweils nur im Rahmen einer Einzelfallbetrachtung erfolgen kann.

I.2.1.5.13 Beispiele potenzieller Insiderinformationen

Ein allgemeinverbindlicher und vollständiger Katalog potenzieller Insiderinformationen lässt sich nicht aufstellen. Auch die nachstehenden Beispiele können nur als Empfehlung verstanden werden. Die Beispiele sind also nicht dahingehend zu verstehen, dass bei ihrem

¹⁸ Mergers & Acquisitions.

Vorliegen automatisch die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung besteht. Vielmehr kommt es auch bei diesen Tatbeständen stets auf die konkreten Umstände an.

So scheidet eine erhebliche Preisrelevanz aus, wenn eine Information in der konkreten Situation ohne besondere Bedeutung für den Emittenten als Gesamtunternehmen ist (z.B. Verschmelzung einer unbedeutenden Konzerntochter). Ferner ist die Frage, ob eine Information ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besitzt, von Faktoren wie Größe und Struktur des Unternehmens, Branche, Wettbewerbssituation, Markterwartungen etc. abhängig.

In folgenden Fallkonstellationen ist in der Regel ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial gegeben:

- Umstrukturierungen des Geschäftsmodells durch z. B. die Aufgabe oder Aufnahme von alten/neuen Kerngeschäftsfeldern,
- bedeutende Umstrukturierungen wie z. B. Verschmelzungen, Eingliederungen, Ausgliederungen, Umwandlungen, Spaltungen innerhalb eines Konzerns oder unter Beteiligung anderer Unternehmen,
- wesentliche Änderungen in der Aktionärsstruktur,¹⁹
- Squeeze-Out,
- Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträge bzw. Verlustübernahmezusagen,²⁰
- Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse wie z. B. der Erhalt/Verlust eines Großauftrags, Kauf/Verkauf eines bedeutenden Vermögenswerts (z.B. Immobilie, Tochtergesellschaft), Abschluss bedeutender Lizenzvereinbarungen,
- Abschluss bedeutender Finanzierungsverträge, Kündigung wichtiger Kredite bzw. deren Prolongation zu neuen, deutlich von den alten abweichenden Konditionen (insb. Zinssatz),
- bedeutende Kapitalmaßnahmen wie beispielsweise Kapitalerhöhungen, Kapitalschnitte, Aktienrückkauf, Begebung von Wandelschuldverschreibungen,²¹
- wesentliche Änderung im Zusammenhang mit erwarteten bzw. neu zu erwartenden Dividenden, überraschende Änderung der Dividendenpolitik,²²
- Verdacht auf Bilanzmanipulation, Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschlussstests durch den Wirtschaftsprüfer, überraschender Wechsel des Wirtschaftsprüfers,
- Ausfall wesentlicher Schuldner,
- wesentliche Änderungen eines Ratings in Bezug auf den Emittenten oder die von ihm begebenen Finanzinstrumente,
- bedeutende Erfindungen, Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger

¹⁹ Nicht jede Änderung in der Aktionärsstruktur, die zu einer Stimmrechtsmitteilungspflicht führt, stellt auch eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation dar.

²⁰ Bei Vorliegen eines Gewinnabführungs- und Verlustübernahmevertrages können Aktien den Charakter einer Anleihe annehmen. In diesen Fällen ist das Kursbeeinflussungspotenzial z.B. von Geschäftszahlen ggf. deutlich reduziert.

²¹ Siehe hierzu Abschnitt I.2.1.5.4.

²² Siehe hierzu Abschnitt I.2.1.5.3.

(aktiver/passiver) Lizenzen,

- maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle, plötzliche Rohstoffentwicklungen,
- Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung,
- Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung zum Handel am organisierten Markt, MTF oder OTF, wenn nicht noch an einem anderen inländischen Handelsplatz eine Zulassung bzw. Einbeziehung mit Zustimmung des Emittenten aufrechterhalten wird.

I.2.1.5.14 Nicht-Dividendenwertpapiere

Die Bewertung, welche Informationen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besitzen, hat auch auf der Grundlage zu erfolgen, welcher Gattung die Finanzinstrumente angehören, die zum Börsenhandel zugelassen sind.

Umstände, die ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial bei festverzinslichen Wertpapieren begründen können, dürften im Grundsatz seltener anzunehmen sein als bei börsengehandelten Aktien. Zu den in Bezug auf herkömmliche Schuldverschreibungen²³ potenziell kurserheblichen Umständen dürfte z.B. gehören, wenn der Emittent seiner mit dem Finanzinstrument verbundenen Verpflichtung (z.B. Rückzahlung, Zinszahlung) nicht mehr nachkommen kann oder diese aufgrund der der Information zu Grunde liegenden Umstände beeinträchtigt wäre. Gleiches gilt für eine vorzeitige Kündigung oder Änderungen beim Rückkaufspreis.

Soweit die Rendite eines Genussscheines z.B. davon abhängt, dass der Emittent keinen Bilanzverlust erleidet, kann eine Insiderinformation beispielsweise dann vorliegen, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass ein Bilanzverlust eintritt.

I.2.1.5.15 Insiderinformationen in Bezug auf Kredit- und Finanzinstitute

Für Kredit- und Finanzinstitute, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind oder deren Finanzinstrumente mit ihrer Zustimmung zum Handel an einem MTF oder OTF einbezogen sind, ist auf die Bedeutung ausgewählter institutsspezifischer Kennzahlen hinzuweisen. Hierbei ist vor allem an den Provisions- und Zinsüberschuss und die Risikovorsorge sowie Kennzahlen zum Eigenkapital zu denken, insbesondere die harte Eigenkapitalquote (CET1), die Leverage Ratio (ungewichtete Eigenmittelquote, auch als Verschuldungsgrad bezeichnet) sowie die Liquiditätsreserve. Als Insiderinformation kommt weiterhin die Änderung des Ratings der Institute in Betracht.

Darüber hinaus stellt sich die Frage des Vorliegens einer Insiderinformation schließlich in den Fällen, in denen die Institute von behördlichen Maßnahmen betroffen sind. Dies ist eine Frage des Einzelfalles, die auch von der Art der behördlichen Maßnahme abhängt. Bereits ESMA stellt in ihren Q&A zur MAR klar, dass Institute zu prüfen haben, ob auch die

²³ Nichtdividenden-Werte, deren Rendite nicht vom wirtschaftlichen Ergebnis des Emittenten abhängt (z.B. fest- oder variabel verzinsliche Wertpapiere, Pfandbriefe).

mitgeteilten Ergebnisse im Rahmen der behördlichen Überprüfung und Bewertung nach Art. 97 der Richtlinie 2013/36/EU²⁴ bzw. MREL²⁵ eine Insiderinformation darstellen können.²⁶

Aufgrund der Vielzahl der Fallgestaltungen ist hier keine abschließende Aufzählung oder gar Bewertung möglich. Vielmehr ist anhand des jeweiligen Einzelfalls konkret zu untersuchen, ob Insiderinformationen entstanden sein könnten.

I.2.1.5.16 Insiderinformationen in Bezug auf Organismen für gemeinsame Anlagen

Insiderinformationen können sich auch in Bezug auf Investmentvermögen ergeben, wenn die entsprechenden Anteile auf Antrag oder mit Zustimmung der Verwaltungsgesellschaft zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind oder an einem MTF oder OTF²⁷ gehandelt werden.

Denkbare Insiderinformationen sind hier beispielsweise Umstände, die einen erheblichen Einfluss auf die Bewertung der Vermögensgegenstände des Investmentvermögens und damit auf den Net Asset Value (NAV) haben oder unerwartete Umstände in Bezug auf die Schaffung neuer Anteile oder die Rücknahme bestehender Anteile, z.B. Umstände, aufgrund derer die Anteile an dem betreffenden Investmentvermögen nicht neu ausgegeben oder zurückgenommen werden können. ESMA hat hierzu Q&A veröffentlicht.²⁸

I.2.2 Weitere Arten von Insiderinformationen

Art. 7 Abs. 1 Buchst. b) bis d) MAR enthalten gesonderte Definitionen für bestimmte Arten von Insiderinformationen.

I.2.2.1 Warenderivate

In Bezug auf Warenderivate sind Insiderinformationen nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Derivate dieser Art oder direkt damit verbundene Waren-Spot-Kontrakte betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Derivate oder damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte erheblich zu beeinflussen, und bei denen es sich um solche Informationen handelt, die nach Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Europäischen Union (EU) oder der Mitgliedstaaten, Handelsregeln, Verträgen, Praktiken oder Regeln auf dem betreffenden Warenderivate- oder Spotmarkt offengelegt werden müssen bzw. deren Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann (Art. 7 Abs. 1 Buchst. b) MAR). Zur weiteren Orientierung der Marktteilnehmer hat die ESMA Leitlinien mit einer nicht abschließenden Liste von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate veröffentlicht (Art. 7 Abs. 5 MAR).²⁹

I.2.2.2 Emissionszertifikate

Als Insiderinformation in Bezug auf Emissionszertifikate oder darauf beruhende Auktionsobjekte definiert Art. 7 Abs. 1 Buchst. c) MAR nicht öffentlich bekannte präzise

²⁴ Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG.

²⁵ Minimum requirement for own funds and eligible liabilities.

²⁶ ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q5.1.

²⁷ Zu den Begriffen OTF und MTF vgl. Ausführungen in Abschnitt I.3.2.1.

²⁸ ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q5.6, Q5.7.

²⁹ MAR-Leitlinien, Informationen über Warenderivatmärkte oder verbundene Spotmärkte im Hinblick auf die Definition von Insiderinformationen über Warenderivate (ESMA/2016/1480DE).

Informationen, die direkt oder indirekt ein oder mehrere Finanzinstrumente dieser Art betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

Dies können zum einen solche Maßnahmen oder Ereignisse sein, die den unmittelbaren Betrieb einer Anlage bzw. der Luftverkehrstätigkeit eines Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate betreffen. Dazu gehören z.B. der (ungeplante) Ausfall, die teilweise Stilllegung oder endgültige Betriebsstilllegung von Anlagen, Investitionsentscheidungen im Hinblick auf die Errichtung neuer Anlagen, Änderungen in der Energieeffizienz von großen Anlagen etwa durch Entscheidung zur Modernisierung zur effizienteren Nutzung von Energie oder der Wechsel von Brennstoffen innerhalb einer Anlage. Im Hinblick auf die Luftverkehrstätigkeit könnten als veröffentlichungspflichtige Insiderinformationen ein (teilweiser) Flottenausfall (Strecke, Flugzeug), eine Flottenaufstockung (Strecke, Flugzeug) oder ein Wechsel der Flugzeuge (z.B. neue Modelle, die erheblich weniger CO₂ emittieren) in Betracht kommen.

Zum anderen können auch externe Faktoren wie etwa grundsätzliche Entscheidungen der Regulierungsbehörden, z.B. im Hinblick auf die allgemeine Zulässigkeit verwendeter Brennstoffe, die kostenlose Zuteilungsquote oder andere strukturelle Reformen des Europäischen Emissionshandels (EU-ETS) Insiderinformationen darstellen.

Beispiel:

Ein Händler A eines Unternehmens erfährt, dass die kostenlose Zuteilungsquote für Emissionszertifikate gesenkt werden soll. A weiß, dass dies nicht öffentlich bekannt ist und erkennt, dass dadurch die Nachfrage von Emissionszertifikaten und entsprechend deren Preis steigen wird. A kann sein Insiderwissen gewinnbringend verwenden, indem er vor Bekanntwerden der geplanten Reduzierung Emissionszertifikate kauft und zu einem späteren Zeitpunkt nach Bekanntwerden der Information verkauft.

Schließlich kann auch das Wissen um Pläne oder Strategien für den Handel von Emissionszertifikaten, darauf beruhenden Auktionsobjekten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten eine Insiderinformation darstellen.

Zu unterscheiden von der Frage, welche Insiderinformationen ein Handelsverbot auslösen, ist die Frage, welche Insiderinformationen eine Veröffentlichungspflicht für Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate nach Art. 17 Abs. 2 MAR auslösen. Hierzu wird auf Abschnitt I.3.2.2.3 verwiesen.

I.2.2.3 Auftragsausführung

Schließlich bezeichnet der Begriff „Insiderinformation“ für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente beauftragt sind, auch Informationen, die von einem Kunden mitgeteilt wurden und sich auf die noch nicht ausgeführten Aufträge des Kunden in Bezug auf Finanzinstrumente beziehen, die präzise sind, 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, damit verbundener Waren-Spot-Kontrakte oder zugehöriger derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen (Art. 7 Abs. 1 Buchst. d) MAR).

Damit wird klargestellt, dass auch handelsbezogene Informationen (z.B. das Wissen über das Vorliegen einer Großorder) Insiderinformationen darstellen können. Das Vorliegen der tatbestandlichen Voraussetzungen einer Insiderinformation ist dabei anhand der allgemeinen Maßstäbe (vgl. Abschnitt I.2.1.1 bis I.2.1.4) zu beurteilen. Dies bedeutet, dass die Information über das Vorliegen einer (Groß-)Order nicht per se als Insiderinformation anzusehen ist, sondern nur dann, wenn im Einzelfall die Voraussetzungen für das Vorliegen einer Insiderinformation erfüllt sind.

I.2.2.4 Analysen und Bewertungen aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben

Erwägungsgrund 28 Satz 1 der MAR bestimmt, dass Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, für sich genommen nicht als Insiderinformationen angesehen werden sollen. Mit dieser Regelung soll sichergestellt werden, dass Marktteilnehmer öffentlich bekannte Informationen sammeln und bewerten können, ohne dass für sie die Gefahr besteht, den Verboten des Art. 14 MAR zu unterfallen. Geschäfte, die auf Grundlage einer derartigen Analyse getätigt werden, beruhen nicht auf einem privilegierten Informationsvorsprung des Marktteilnehmers sondern auf dessen besserer Analysefähigkeit.

Von diesem Grundsatz macht Erwägungsgrund 28 Satz 2 der MAR dann eine Ausnahme, wenn die Veröffentlichung oder Verbreitung routinemäßig vom Markt erwartet wird und diese Veröffentlichung und Verbreitung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten beiträgt oder wenn sie Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können, enthält. In diesen Fällen können auch Analysen und Bewertungen, die ausschließlich aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, Insiderinformationen i. S. d. Art. 7 Abs. 1 MAR darstellen.

I.2.2.5 Vorliegen einer Insiderinformation im Falle des Antrags auf Zulassung

Bei Finanzinstrumenten, für die lediglich ein Antrag auf Zulassung gestellt wurde, stellt sich die Frage, welche Kriterien für die Bewertung des erheblichen Kursbeeinflussungspotentials im Hinblick auf den Begriff der Insiderinformation heranzuziehen sind. Die Frage lässt sich häufig nur im Einzelfall beantworten. Soweit die Finanzinstrumente bereits in einem anderen Handelssegment einbezogen sind oder ein Handel an einer außerbörslichen Handelsplattform stattfindet, kann das Kursbeeinflussungspotenzial auf der Basis dieser Preisinformationen bewertet werden. Soweit bereits ein (Basis-)Prospekt veröffentlicht und ggf. im Rahmen der Zeichnungsfrist eine Preisspanne genannt wurde, kann auch diese als Grundlage für das Kursbeeinflussungspotenzial herangezogen werden. So kann im Einzelfall eine Insiderinformation vorliegen, wenn wesentliche Änderungen des Prospektinhaltes z.B. einen Nachtrag zum Prospekt auslösen, wodurch eine Änderung der Preisspanne im Zeichnungsverfahren als Folge angenommen werden muss. Ferner können Markteinschätzungen für die zu erwartende Preisspanne oder Bewertungen für das Unternehmen vorliegen, auf deren Grundlage eine hypothetische Bewertung des erheblichen Kursbeeinflussungspotenzials möglich ist.

I.3 Ad-hoc-Publizität gemäß Art. 17 MAR

I.3.1 Vorbemerkung

Wesentlich für die Transparenz des Kapitalmarktes ist die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 MAR. Hiernach müssen Emittenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich bekanntgeben. Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt schließlich sind verpflichtet, gemäß Art. 17 Abs. 2 MAR Insiderinformationen in Bezug auf ihnen gehörende Emissionszertifikate für ihre Geschäftstätigkeit zu veröffentlichen.

Ergänzt wird diese Regelung insbesondere durch technische Durchführungsstandards der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 (DVO (EU) 2016/1055),³⁰ sowie durch weitere

³⁰ Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission vom 29.06.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards hinsichtlich der technischen Mittel für die angemessene

Bestimmungen der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 (DeIVO (EU) 2016/522),³¹ und den §§ 26 Abs. 1, 119, 120 WpHG. Ergänzt werden diese Bestimmungen durch ESMA-Leitlinien zum Aufschieb der Offenlegung von Insiderinformationen³² und durch kommentierende ESMA-Q&A³³ zur MAR.³⁴

Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist es, einen gleichen Informationsstand der Marktteilnehmer durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes zu erreichen, damit sich keine unangemessenen Kurse aufgrund fehlerhafter oder unvollständiger Unterrichtung des Marktes bilden. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht dient daher dem Interesse des gesamten Anlegerpublikums, sichert die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und schafft gleiche Chancen durch Transparenz. Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität ist gleichzeitig eine wichtige Präventivmaßnahme gegen den Missbrauch von Insiderinformationen.

Art. 17 MAR enthält ebenso wie die gesetzliche Definition der Insiderinformation in Art. 7 MAR eine Reihe unbestimmter Rechtsbegriffe. Bei der Prüfung einer Publizitätspflicht ist jeweils auf die konkreten Umstände des Einzelfalls abzustellen. In Zweifelsfällen ist die Auslegungsvariante zu wählen, die den Gesetzeszielen – Prävention von Insiderhandel und Herstellung größtmöglicher Chancengleichheit und Transparenz – am besten gerecht wird.

I.3.2 Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Im Folgenden werden die einzelnen Tatbestandsvoraussetzungen für die Verpflichtung zur Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 und Abs. 2 MAR i. V. m. § 26 Abs. 1 WpHG erläutert.

I.3.2.1 Adressaten der Verpflichtung

I.3.2.1.1 Emittenten i. S. d. Art. 17 MAR

Nach Art. 17 Abs. 1 MAR unterliegen Emittenten der Ad-hoc-Publizitätspflicht. „Emittent“ bezeichnet demnach eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert oder deren Emission vorschlägt, wobei der Emittent im Fall von Hinterlegungsscheinen, die Finanzinstrumente repräsentieren, der Emittent des repräsentierten Finanzinstruments ist, Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR.

Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen gilt gemäß Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3 MAR für alle Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat beantragt oder genehmigt haben, bzw. im Falle von Instrumenten, die nur auf einem multilateralen (MTF) oder organisierten Handelssystem (OTF) gehandelt werden, für Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente eine

Bekanntgabe von Insiderinformationen und für den Aufschieb der Bekanntgabe von Insiderinformationen gemäß Verordnung (EU) 596/2014 sowie zugehöriger Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455).

³¹ Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17.12.2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) 596/2014 im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschieb zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigenschaften von Führungskräften.

³² MAR-Leitlinien, Aufschieb der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478DE) sowie zugehöriger Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings on delay of disclosure of inside information (ESMA/2016/1130).

³³ Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111).

³⁴ Die BaFin behält sich vor, etwaige Aktualisierungen vor zukünftigen Überarbeitungen des Emittentenleitfadens vorab in Form von FAQs zu kommunizieren. Vgl. insoweit auch Abschnitt I.

Zulassung zum Handel auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem in einem Mitgliedstaat erhalten haben oder die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem in einem Mitgliedstaat beantragt haben.

Die Zustimmung zum Handel bzw. dessen Genehmigung beinhaltet dabei 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,
- weil 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.

Der Begriff MTF (Multilateral Trading Facility) bedeutet multilaterales Handelssystem und meint ein System oder einen Mechanismus, der die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems in einer Weise zusammenbringt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt (Art. 3 Abs. 1 Nr. 7 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II), § 2 Abs. 8 Nr. 8 WpHG). Der Betrieb eines MTF ist erlaubnispflichtig (§ 32 i. V. m. § 1 Abs. 1a Nr. 1 Buchst. b) Kreditwesengesetz (KWG)). Der Begriff OTF (Organised Trading Facility) bedeutet organisiertes Handelssystem und meint ein multilaterales System, bei dem es sich nicht um einen geregelten Markt oder ein MTF handelt und das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Schuldverschreibungen, strukturierten Finanzprodukten, Emissionszertifikaten oder Derivaten innerhalb des Systems auf eine Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt (Art. 3 Abs. 1 Nr. 8 MAR, Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II), § 2 Abs. 8 Nr. 9 WpHG). Auch der Betrieb eines OTF ist erlaubnispflichtig (§ 32 i. V. m. § 1 Abs. 1a Nr. 1 Buchst. d) KWG).³⁵

Die deutschen Freiverkehre gelten als MTF.

I.3.2.1.2 Emittenten i. S. d § 26 Abs. 1 WpHG

Hiervon zu unterscheiden ist die Frage, welche Emittenten im o.g. Sinne verpflichtet sind, die Folgepflichten nach § 26 Abs. 1 WpHG zu erfüllen. Die nationale Regelung bestimmt, dass ein Inlandsemittent, ein MTF- oder OTF-Emittent, der gemäß Art. 17 Abs. 1, 7 oder 8 MAR verpflichtet ist, Insiderinformationen zu veröffentlichen, diese vor ihrer Veröffentlichung der BaFin und den Geschäftsführungen der Handelsplätze, an denen seine Finanzinstrumente zum Handel zugelassen oder einbezogen sind, mitzuteilen hat. Der Inlandsemittentenbegriff ist in § 2 Abs. 14 WpHG erläutert. Wer MTF-Emittent ist, ergibt sich aus § 2 Abs. 15 WpHG, der OTF-Emittentenbegriff ist in § 2 Abs. 16 WpHG definiert.

I.3.2.1.2.1 Inlandsemittenten

Die Definition des Inlandsemittenten beruht im Wesentlichen auf dem durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz³⁶ in das WpHG eingeführten Herkunftsstaatsprinzip. Danach ist für die Beurteilung der Adressateneigenschaft von Transparenzpflichten in der Regel der Sitz des Emittenten in der Bundesrepublik Deutschland maßgeblicher

³⁵ Listen zugelassener MTFs und OTFs können auf der ESMA-Website unter folgendem Link abgerufen werden: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg.

³⁶ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz - TUG).

Anknüpfungspunkt. Unter bestimmten Umständen kann die Bundesrepublik Deutschland aber auch für Emittenten mit Sitz im Ausland der Herkunftsstaat sein. Das Herkunftsstaatsprinzip bezweckt, dass sich ein Emittent im Regelfall nur mit einer Rechtsordnung und einer Aufsichtsbehörde auseinandersetzen muss.

Inlandsemittenten sind nach § 2 Abs. 14 WpHG Emittenten von Finanzinstrumenten:

- für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat (vgl. Abschnitt I.3.2.2.2.1.1) ist.

Eine Ausnahme gilt allerdings für Emittenten, deren Wertpapiere nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zugelassen sind, soweit sie in diesem anderen Staat Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten nach Maßgabe der Transparenzrichtlinie unterliegen (§ 2 Abs. 14 Nr. 1 WpHG).

- Emittenten, für die nicht die Bundesrepublik Deutschland, sondern ein anderer Mitgliedstaat der EU oder ein anderer Vertragsstaat des EWR der Herkunftsstaat ist, deren Wertpapiere aber nur im Inland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§ 2 Abs. 14 Nr. 2 WpHG).

Inländische organisierte Märkte sind die regulierten Märkte der deutschen Wertpapierbörsen.³⁷

Beispiele:

Liegt der Sitz eines Unternehmens in Deutschland, sind die Finanzinstrumente des Unternehmens aber ausschließlich an einem organisierten Markt in Österreich zugelassen, so ist Deutschland für dieses Unternehmen zwar Herkunftsstaat im Sinne des § 2 Abs. 13 WpHG (vgl. Abschnitt I.3.2.2.2.1.1), das Unternehmen ist jedoch kein „Inlandsemittent“ i. S. d. § 2 Abs. 14 WpHG.

Liegt der Sitz eines Unternehmens bspw. in Österreich, sind die Finanzinstrumente des Unternehmens aber ausschließlich an einem organisierten Markt in Deutschland zugelassen, so ist dieses Unternehmen Inlandsemittent nach deutschem Recht. Es hat in Deutschland seine Ad-hoc-Pflichten zu erfüllen und unterliegt diesbezüglich auch der Aufsicht durch die BaFin.

I.3.2.1.2.1.1 Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist

„Inlandsemittenten“ sind – bis auf die oben im Abschnitt I.3.2.2.1 genannten Ausnahmen – grundsätzlich alle „Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist“, weshalb dieser Begriffsbestimmung große Bedeutung zukommt. Für welche Emittenten die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, ergibt sich aus § 2 Abs. 13 WpHG.

Erfasst sind nach § 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG zunächst alle Emittenten von Schuldtiteln mit einer Stückelung von weniger als 1.000 Euro bzw. eine dem Gegenwert entsprechende andere Währung am Ausgabetag und Aktienemittenten

- mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland, deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder in einem Mitgliedstaat der EU- oder Vertragsstaat des EWR- zugelassen sind (§ 2 Abs. 13 Nr. 1 Buchst. a) WpHG) sowie

³⁷ Listen regulierter Märkte können auf der ESMA-Website unter folgendem Link abgerufen werden: https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg.

- Emittenten mit Sitz außerhalb der EU oder des EWR (Drittstaat), deren Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind und die die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat nach § 4 Abs. 1 WpHG gewählt haben (§ 2 Abs. 13 Nr. 1 Buchst. b) WpHG).

Erfasst sind nach § 2 Abs. 13 Nr. 2 WpHG zudem alle Emittenten, die andere als die in § 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG genannten Finanzinstrumenten begeben und

- die ihren Sitz in der Bundesrepublik Deutschland haben und deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland oder in anderen Mitgliedstaaten der EU oder in anderen Vertragsstaaten des EWR zugelassen sind (§ 2 Abs. 13 Nr. 2 Buchst. a) WpHG), oder
- die ihren Sitz nicht im Inland haben und deren Finanzinstrumente im Inland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§ 2 Abs. 13 Nr. 2 Buchst. b) WpHG)

und die die Bundesrepublik Deutschland nach Maßgabe des § 4 Abs. 2 WpHG als Herkunftsstaat gewählt haben.

§ 2 Abs. 13 Nr. 3 WpHG bestimmt schließlich, dass auch für solche Emittenten, die die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat wählen können und deren Finanzinstrumente zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen sind, die Bundesrepublik Deutschland als gewählt anzusehen ist, solange sie nicht wirksam einen Herkunftsmitgliedstaat nach § 4 i. V. m. § 5 WpHG oder nach entsprechenden Vorschriften anderer Mitgliedstaaten der EU oder Vertragsstaaten des EWR gewählt haben. Das hat zur Folge, dass Emittenten immer ein Herkunftsstaat zugeordnet werden kann, auch wenn sie (noch) keine Wahl getroffen haben.

Nach der Konzeption der Transparenzrichtlinie gilt bezüglich des Herkunftsstaatsprinzips keine finanzinstrumentenbezogene, sondern eine emittentenbezogene Sichtweise. Divergierende Herkunftsstaaten je nach Finanzinstrument (z.B. Deutschland für Aktien und Italien für Schuldtitel) sind also nicht möglich.

I.3.2.1.2.1.2 Wahl des Herkunftsstaates

Die Wahl des Herkunftsstaates ist in § 4 WpHG geregelt.

Danach kann ein Emittent i. S. d. § 2 Abs. 13 Nr. 1 Buchst. b) WpHG die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat wählen, wenn

- er nicht bereits einen anderen Staat als Herkunftsstaat gewählt hat (§ 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG) oder
- er zwar zuvor einen anderen Staat als Herkunftsstaat gewählt hatte, aber seine Wertpapiere in diesem Staat an keinem organisierten Markt mehr zum Handel zugelassen sind (§ 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG).

Die Wahl gilt so lange, bis

- die Wertpapiere des Emittenten an keinem inländischen organisierten Markt mehr zugelassen sind, sondern stattdessen in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind und der Emittent einen neuen Herkunftsstaat wählt (§ 4 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 WpHG), oder
- die Wertpapiere des Emittenten an keinem organisierten Markt in einem Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR mehr zum Handel zugelassen sind (§ 4 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpHG).

Ein Emittent im Sinne des § 2 Abs. 13 Nr. 2 WpHG kann die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat wählen, wenn

- er nicht innerhalb der letzten drei Jahre einen anderen Staat als Herkunftsstaat gewählt hat (§ 4 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 WpHG) oder
- er zwar bereits einen anderen Staat als Herkunftsstaat gewählt hatte, aber seine Finanzinstrumente in diesem Staat an keinem organisierten Markt mehr zum Handel zugelassen sind (§ 4 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 WpHG).

Die Wahl gilt so lange, bis

- der Emittent Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 13 Nr. 1 WpHG, die zum Handel an einem organisierten Markt in einem Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR zugelassen sind, begibt (§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1 WpHG),
- die Finanzinstrumente des Emittenten an keinem organisierten Markt in einem Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR mehr zum Handel zugelassen sind (§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 WpHG) oder
- der Emittent nach § 4 Abs. 2 Satz 3 WpHG einen neuen Herkunftsstaat wählt (§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 WpHG).

Schließlich kann nach § 4 Abs. 2 Satz 3 WpHG ein Emittent im Sinne des § 2 Abs. 13 Nr. 2 WpHG, der die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat gewählt hat, einen neuen Herkunftsstaat wählen, wenn

- die Finanzinstrumente des Emittenten an keinem inländischen organisierten Markt mehr zugelassen sind, aber stattdessen in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (§ 4 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 WpHG), oder
- die Finanzinstrumente des Emittenten zum Handel an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR zugelassen sind und seit der Wahl der Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat mindestens drei Jahre vergangen sind (§ 4 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpHG).

Die Wahl des Herkunftsstaats wird gemäß § 4 Abs. 3 WpHG mit deren Veröffentlichung nach § 5 WpHG wirksam.

I.3.2.1.2.2 MTF-Emittenten

Gemäß § 2 Abs. 15 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG sind MTF³⁸-Emittenten Emittenten von Finanzinstrumenten,

- die ihren Sitz im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem multilateralen Handelssystem im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR beantragt oder genehmigt haben, wenn diese Finanzinstrumente nur auf multilateralen Handelssystemen gehandelt werden, mit Ausnahme solcher Emittenten, deren Finanzinstrumente nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR zugelassen sind, wenn sie in diesem anderen Staat den Anforderungen des Art. 21 der Richtlinie 2004/109/EG³⁹ unterliegen, oder

³⁸ Zu dem Begriff MTF vgl. Ausführungen in Abschnitt I.3.2.1.

³⁹ Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

- die ihren Sitz nicht im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem im Inland beantragt oder genehmigt haben, wenn diese Finanzinstrumente nur an multilateralen Handelssystemen im Inland gehandelt werden.

Nach dem Verständnis der BaFin kann damit MTF-Emittent i. S. d. § 2 Abs. 15 WpHG nur der sein, für den keine Zulassung auch nur eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR besteht.⁴⁰ Darüber hinaus unterliegen Emittenten, die ihren Sitz nicht im Inland haben und über keine Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt verfügen, aber neben einer Zulassung am inländischen MTF/Freiverkehr zumindest an einem weiteren MTF außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, aber innerhalb der EU oder des EWR gehandelt werden, nicht den Pflichten nach § 26 Abs. 1 WpHG. Es empfiehlt sich, in Zweifelsfällen Kontakt mit der BaFin aufzunehmen, um die Anwendbarkeit von § 26 Abs. 1 WpHG – ggf. in Abstimmung mit anderen europäischen Aufsichtsbehörden – zu klären.

I.3.2.1.2.3 OTF-Emittenten

OTF-Emittenten⁴¹ sind gemäß § 2 Abs. 16 Nr. 1 und 2 WpHG schließlich Emittenten von Finanzinstrumenten,

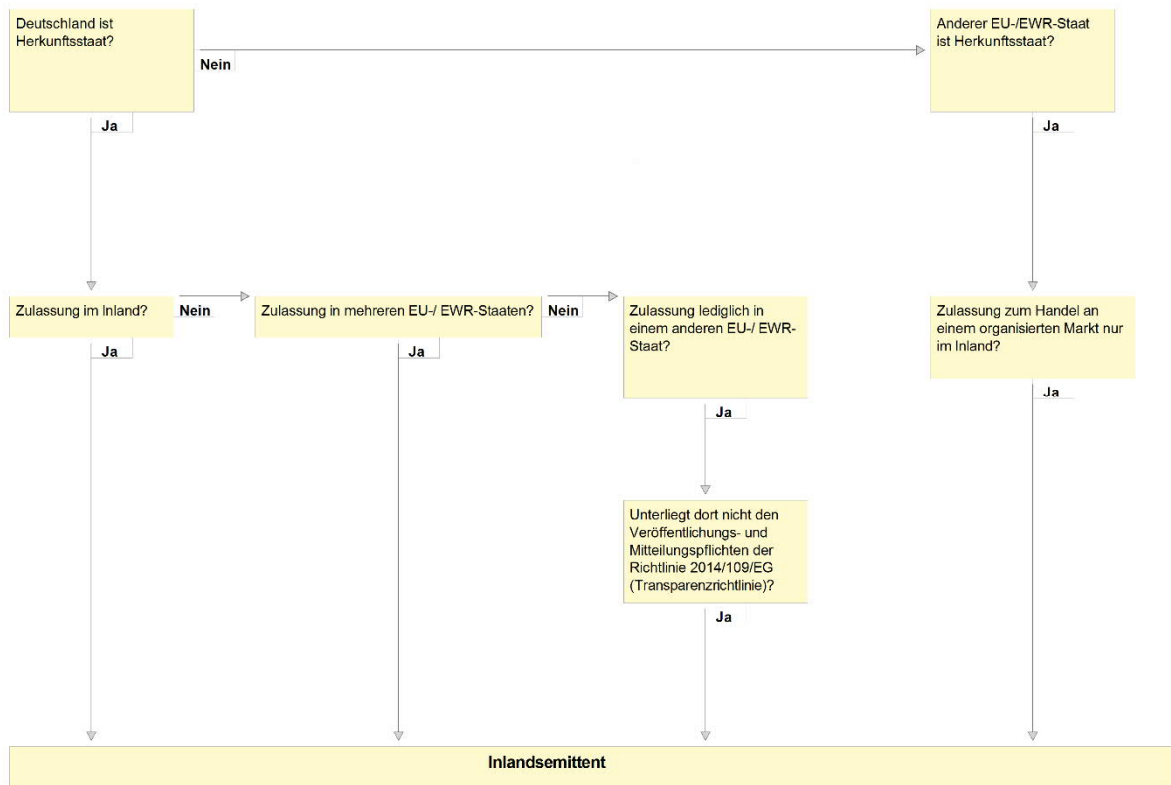
- die ihren Sitz im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem organisierten Handelssystem im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR beantragt oder genehmigt haben, wenn diese Finanzinstrumente nur auf organisierten Handelssystemen gehandelt werden, mit Ausnahme solcher Emittenten, deren Finanzinstrumente nicht im Inland, sondern lediglich in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR zugelassen sind, soweit sie in diesem Staat den Anforderungen des Art. 21 der Richtlinie 2004/109/EG unterliegen, oder
- die ihren Sitz nicht im Inland haben und die für ihre Finanzinstrumente nur eine Zulassung zum Handel an einem organisierten Handelssystem im Inland beantragt oder genehmigt haben.

Auch hier gilt, dass ein OTF-Emittentenstatus nur begründet werden kann, wenn keine Zulassung auch nur eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder in einem anderen Vertragsstaat des EWR besteht.

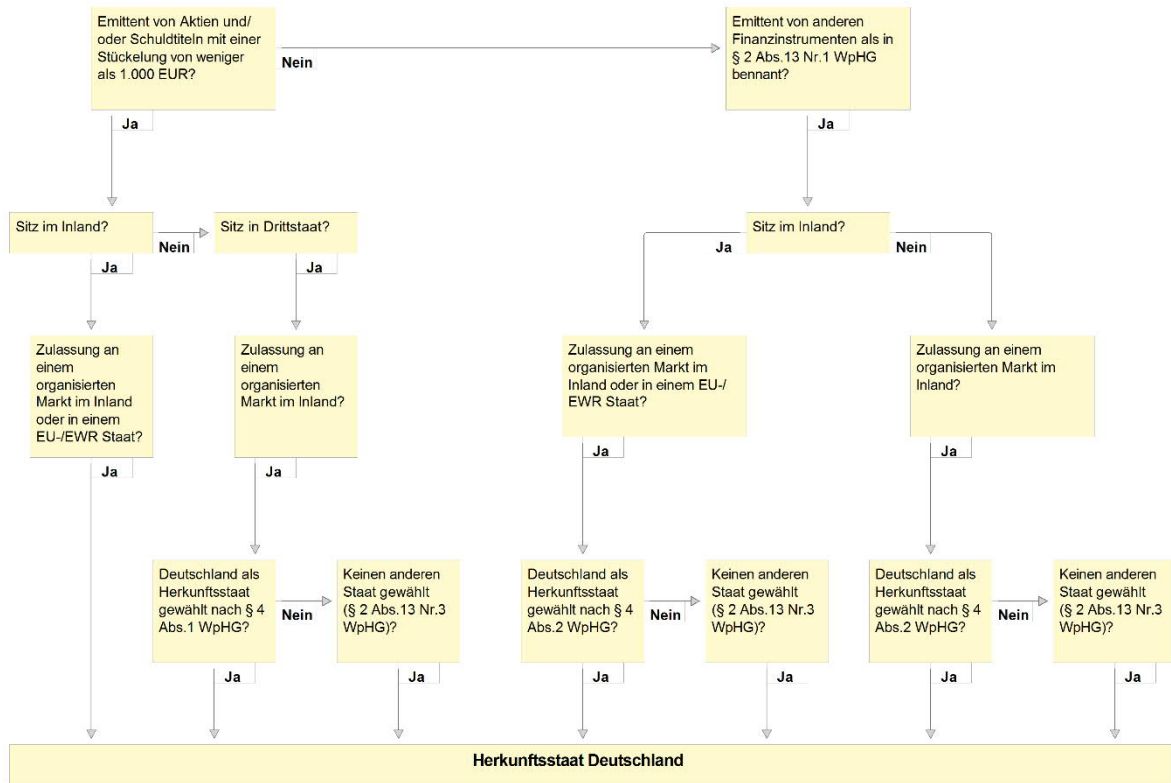
⁴⁰ Siehe auch Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) B. Besonderer Teil, Zu Nummer 3 (§ 2) Buchst. b) (Abs. 7a), BT-Drucks. 18/7482.

⁴¹ Zu dem Begriff OTF vgl. Ausführungen in Abschnitt I.3.2.1.

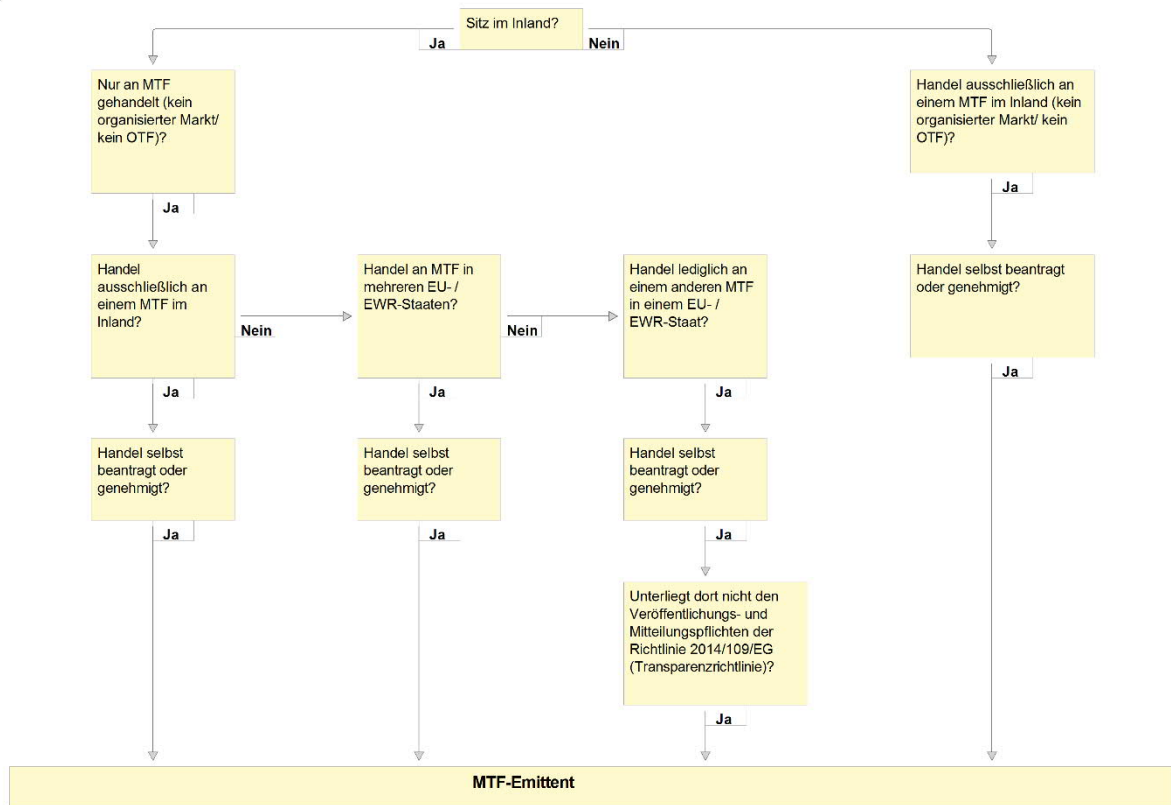
I.3.2.1.2.4 Prüfschema Inlandsemittent



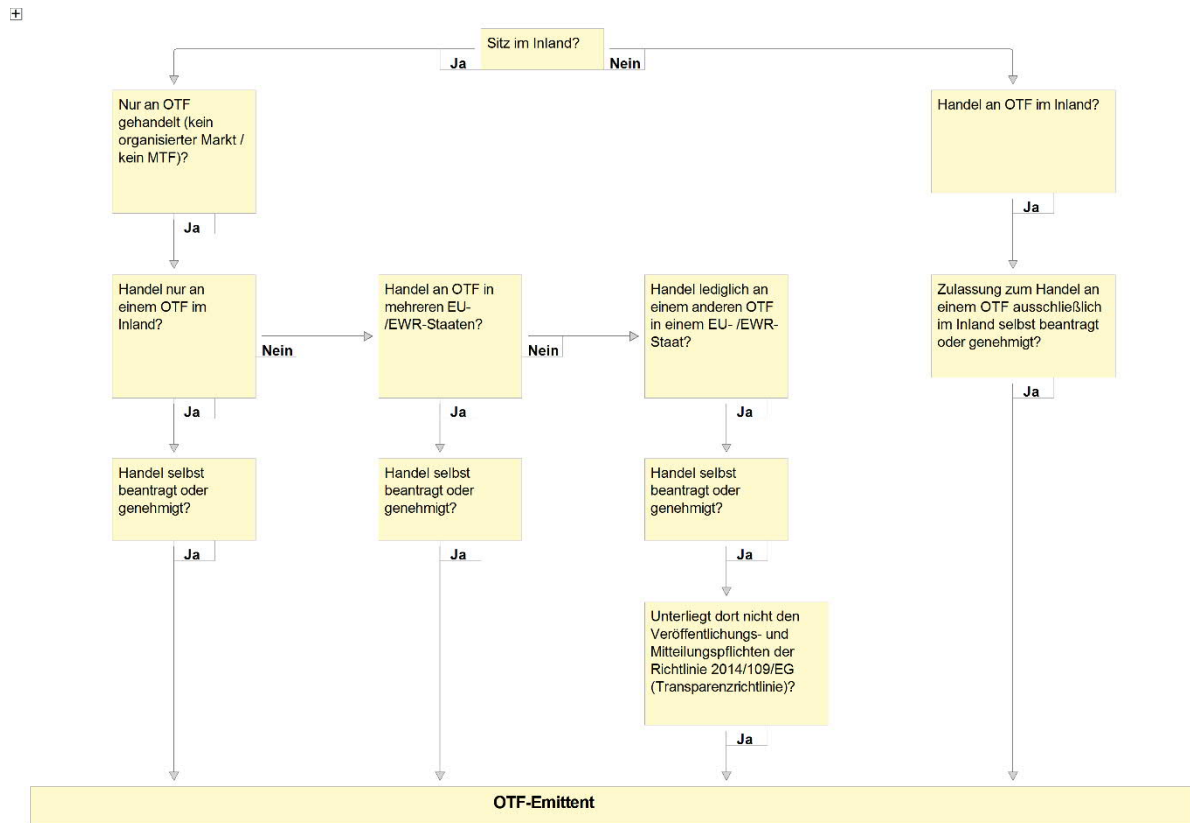
I.3.2.1.2.5 Prüfschema Herkunftsstaat



I.3.2.1.2.6 Prüfschema MTF-Emittent



I.3.2.1.2.7 Prüfschema OTF-Emittent



I.3.2.1.2.8 Beginn und Ende der Ad-hoc-Publizitätspflicht

Bezüglich der Ad-hoc-Publizitätspflicht sind Emittenten am organisierten Markt und MTF-Emittenten gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR schon ab dem Zeitpunkt, zu dem sie für ihre Finanzinstrumente einen Antrag auf Zulassung zum Handel gestellt haben, verpflichtet, Insiderinformationen ad hoc zu veröffentlichen.

Sofern lediglich ein Antrag auf Zulassung gestellt ist, können sich im Einzelfall Besonderheiten ergeben (z.B. hinsichtlich der Bewertung des erheblichen Preisbeeinflussungspotenzials). Diese werden im Folgenden jeweils im Zusammenhang mit den weiteren Tatbestandsmerkmalen der Ad-hoc-Publizität erläutert. Zur besseren Lesbarkeit wird zunächst auf die Fallgestaltung der bereits zum Handel zugelassenen Finanzinstrumente abgestellt.

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten endet nicht bereits mit Einstellung des Handels seiner Finanzinstrumente gemäß § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 Börsengesetz (BörsG). Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen entfällt vielmehr erst mit Widerruf der Zulassung der Finanzinstrumente des Emittenten, soweit keine weiteren Listings am organisierten Markt, MTF oder OTF, die die Veröffentlichungspflicht begründen, bestehen.

I.3.2.1.2.9 Begriff der Finanzinstrumente

Die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität gilt für Emittenten aller Arten von Finanzinstrumenten. Hierzu gehören neben Wertpapieren wie Aktien, Aktienzertifikaten, Schuldverschreibungen, Genussscheinen, Optionsscheinen und anderen vergleichbaren Wertpapieren auch Derivate und sonstige Finanzinstrumente wie Geldmarktinstrumente und Rechte auf Zeichnung von Finanzinstrumenten sowie Anteile an Investmentvermögen. Insoweit wird auf die Übersicht der Finanzinstrumente in Abschnitt I.1 verwiesen.

I.3.2.1.3 Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht richtet sich zudem an Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate, Art. 17 Abs. 2 MAR.

Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate ist gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 20 MAR zunächst jede Person, die Geschäfte, einschließlich der Erteilung von Handelsaufträgen, mit Emissionszertifikaten und darauf beruhenden Auktionsobjekten oder Derivaten betreibt, und die nicht unter die Ausnahme von Art. 17 Abs. 2 Unterabs. 2 MAR fällt. Die Veröffentlichungspflicht erstreckt sich dabei auch auf Insiderinformationen in Bezug auf Emissionszertifikate, die nicht nur der betreffende Marktteilnehmer, sondern auch dessen Mutterunternehmen oder ein verbundenes Unternehmen besitzt oder kontrolliert und für dessen betriebliche Angelegenheiten der Marktteilnehmer, dessen Mutterunternehmen oder ein verbundenes Unternehmen vollständig oder teilweise verantwortlich ist. In Anlehnung an Art. 4 Abs. 1 Nr. 32 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) und Art. 4 i. V. m. Art. 2 Nr. 12 und 13 der Verordnung 1227/2011/EU (REMIT)⁴² gelten als Mutterunternehmen bzw. verbundene Unternehmen dabei solche i. S. d. Art. 2 Nr. 9 und Nr. 10 bzw. Art. 22 Abs. 7 der Richtlinie 2013/34/EU^{43, 44}

Durch den in Art. 17 Abs. 2 Unterabs. 1 Satz 1 MAR enthaltenen Einschub „in Bezug auf ihre Geschäftstätigkeit halten“ ist dabei klargestellt, dass lediglich solche Teilnehmer zur Veröffentlichung von Insiderinformationen verpflichtet sind, die Anlagen oder Luftverkehrstätigkeiten betreiben. Dazu können unter Umständen aber auch (rechtlich selbständige) Handelseinheiten gehören, wenn sie einem Unternehmen mit Tätigkeiten i. S. d. Emissionshandelsrichtlinie 2003/87/EG⁴⁵ über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten zugehörig sind.⁴⁶ Sonstige Marktteilnehmer, wie etwa Kreditinstitute oder Broker, unterliegen den Vorgaben des Art. 17 Abs. 2 MAR nicht.

Eine Veröffentlichungspflicht besteht nur dann, wenn die Emissionen der Anlagen oder Luftverkehrstätigkeiten eine Kohlendioxidäquivalent-Mindestschwelle von sechs Millionen Tonnen oder, sofern dort eine Verbrennung erfolgt, die thermische Nennleistung von 2.430 MW⁴⁷ überschreiten. Erwägungsgrund 14 der DelVO (EU) 2016/522 führt aus, dass die Schwellenwerte kumulativ berücksichtigt werden sollen. Dies führt dazu, dass die Überschreitung eines der beiden Schwellenwerte genügt, um den Veröffentlichungspflichten nach Art. 17 Abs. 2 MAR zu unterliegen.

Hinsichtlich des CO₂-Ausstoßes der Unternehmen ist eine Vorjahresbetrachtung (1. Januar bis 31. Dezember) vorzunehmen, da es sich hierbei um die über ein Jahr hinweg kumulierten Emissionen handelt, die von den Anlagen regelmäßig ermittelt werden.⁴⁸ Die Jahreswerte von 2017 sind dabei für Veröffentlichungen zwischen dem 1. Mai 2018 und dem 30. April 2019

⁴² Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts.

⁴³ Richtlinie 2013/34/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Jahresabschluss, den konsolidierten Abschluss und damit verbundene Berichte von Unternehmen bestimmter Rechtsformen und zur Änderung der Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates.

⁴⁴ Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q.11.2, Q.11.3.

⁴⁵ Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Oktober 2003 über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft und zur Änderung der Richtlinie 96/61/EG des Rates.

⁴⁶ Final Report - ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/224), Rz. 39.

⁴⁷ Megawatt.

⁴⁸ ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111) Q.11.1.

heranzuziehen. Für Veröffentlichungen zwischen dem 3. Januar und dem 30. April 2018 sind entsprechend die Werte des Jahres 2016 zugrunde zu legen, für Veröffentlichungen ab dem 1. Mai 2019 bis zum 30. April 2020 die des Jahres 2018.

In Bezug auf den zweiten Schwellenwert, die thermische Nennleistung (Feuerungswärmeleistung – FWL) ist hingegen eine Stichtagsbetrachtung zum 31. Dezember des Vorjahres vorzunehmen. Zu unterscheiden ist bei der thermischen Nennleistung zwischen der technisch möglichen und der tatsächlich genehmigten FWL. Die BaFin geht von einer Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 Abs. 2 MAR aus, sobald entweder der technisch mögliche oder die tatsächlich genehmigte FWL die Schwelle von 2.430 MW überschreitet.

I.3.2.1.4 Im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten oder Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate handelnde Dritte

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht kann sich ausnahmsweise auch an Dritte richten. So ist eine Person, die im Auftrag oder auf Rechnung des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate handelt, und die im Zuge der normalen Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der normalen Erfüllung ihrer Aufgaben gemäß Art. 10 Abs. 1 MAR Insiderinformationen gegenüber einem Dritten offenlegt, gemäß Art. 17 Abs. 8 Satz 1 MAR verpflichtet, diese zeitgleich zu veröffentlichen, es sei denn, die andere Person ist zur Verschwiegenheit verpflichtet, unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergibt. Wurde die Insiderinformation nicht absichtlich offengelegt, ist die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen.

I.3.2.1.5 Insolvenz eines Emittenten oder Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate

Im Falle der Bestellung eines vorläufigen oder endgültigen Insolvenzverwalters bleibt der Inlandsemittent, MTF- oder OTF-Emittent (vertreten durch den Vorstand) sowie der Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt weiterhin der Adressat der Veröffentlichungspflicht. Der Insolvenzverwalter ist allerdings nach § 24 WpHG verpflichtet, den Schuldner bei der Erfüllung dieser Pflicht zu unterstützen, insbesondere die zur Erfüllung der Veröffentlichungspflicht erforderlichen Finanzmittel zur Verfügung zu stellen.

I.3.2.1.6 Im Unternehmen zur Veröffentlichung Verpflichteter

Die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 MAR trifft den Emittenten. Wahrzunehmen hat sie im Fall einer AG nach deutschem Aktienrecht der Vorstand, § 76 Abs. 1 AktG, da es sich um eine Geschäftsführungsaufgabe handelt. Wenn die Insiderinformation an einer Stelle des Unternehmens entsteht, die nicht berechtigt ist, über die Veröffentlichung zu entscheiden, muss durch die unternehmensinterne Organisation sichergestellt sein, dass die Information unverzüglich der entscheidungsberechtigten Stelle zur Kenntnis gebracht und auf ihre Ad-hoc-Pflicht geprüft wird (vgl. auch Abschnitt I.3.4).

Besonderheiten können sich bei Sachverhalten ergeben, die in den Zuständigkeitsbereich des Aufsichtsrats fallen, wie etwa Personalentscheidungen, die den Vorstand betreffen. Hierzu wird auf den Abschnitt I.3.3.1.1 verwiesen.

Betreffen die Insiderinformationen ein Sondervermögen im Sinne des § 1 Abs. 10 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), hat die das Sondervermögen verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaft die Insiderinformation zu veröffentlichen.

I.3.2.2 Ad-hoc-pflichtige Insiderinformation

I.3.2.2.1 Insiderinformation

Die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität entsteht, wenn eine Insiderinformation vorliegt, die den Emittenten unmittelbar betrifft. Die Definition der Insiderinformation ergibt sich aus Art. 7 MAR. Insoweit wird auf die Ausführungen im Abschnitt I.2 verwiesen.

I.3.2.2.2 Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten

Dieses Erfordernis stellt klar, dass der Emittent verpflichtet ist, nur solche Informationen zu veröffentlichen, die ihn unmittelbar betreffen. Er ist hingegen nicht verpflichtet, allgemeine Informationen im Rahmen der Ad-hoc-Publizität zu veröffentlichen. Die Information muss außerdem den Emittenten selbst und nicht nur die von ihm emittierten Finanzinstrumente betreffen.

Art. 17 MAR enthält keine weitere Konkretisierung des Merkmals der unmittelbaren Betroffenheit. § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. bestimmte jedoch, dass eine Insiderinformation den Emittenten insbesondere dann unmittelbar betreffe, wenn sie sich auf Umstände bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind wie beispielsweise Geschäftszahlen oder Prognosen.⁴⁹ Hingegen sind Aktiensplits zwar auch aus dem Tätigkeitsbereich des Unternehmens stammenden Informationen, betreffen den Emittenten jedoch nur dann unmittelbar, wenn sie sich auf die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage des Unternehmens auswirken. Dies gilt auch im Anwendungsbereich des Art. 17 MAR.

Darüber hinaus können auch Insiderinformationen ad-hoc-publizitätspflichtig sein, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten eintreten („von außen“ kommende Umstände) wie beispielsweise der Erhalt eines Großauftrages. Weitere Beispiele können der Erhalt eines Angebotes zur Übernahme oder die Mitteilung des Großaktionärs über die Durchführung eines Squeeze-Out gegenüber dem Emittenten sein, etwa weil damit eine Restrukturierung, strategische Neuausrichtung oder Verschmelzung verbunden ist oder ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen wird. Zu denken ist ferner an Entscheidungen von Gerichten oder Verwaltungsbehörden, die sich unmittelbar auf die Bildung von Rückstellungen auswirken oder eine Prognosekorrektur in erheblichem Ausmaß erforderlich machen.

Bei einer Umplatzierung (Wechsel eines größeren Pakets) von Aktien kann sich ebenfalls die Frage der Ad-hoc-Publizitätspflicht stellen. Eine den Emittenten unmittelbar betreffende Insiderinformation liegt jedoch nur in besonderen Konstellationen vor, z.B. dann, wenn mit der Umplatzierung ersichtlich strategische Zielsetzungen verfolgt werden, die Einfluss auf die künftige Entwicklung des Emittenten haben werden und dem Emittenten diese strategische Zielsetzung bekannt ist, oder wenn mit der Umplatzierung potentielle Auswirkungen auf die Unternehmensführung zu erwarten sind.

Nach den Empfehlungen des Komitees der europäischen Aufsichtsbehörden (CESR), dem Vorgänger von ESMA, betreffen beispielhaft folgende Insiderinformationen den Emittenten hingegen nur mittelbar:⁵⁰

- allgemeine Marktstatistiken,

⁴⁹ Vgl. insoweit auch CESR-Beispiele für eine unmittelbare Betroffenheit – CESR Market Abuse Directive, Level 3 – second set of guidance and information on the common operation of the Directive to the market (CESR/06-562b Rz. 1.15), abrufbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/06_562b.pdf.

⁵⁰ CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (CESR/06-562b), Rz. 1.16; Fundstelle Fn. 49.

- zukünftig zu veröffentlichende Ratingergebnisse, Research-Studien, Empfehlungen oder Vorschläge, die den Wert der börsennotierten Finanzinstrumente betreffen,
- allgemeine Zinssatzentwicklungen, Zinssatzentscheidungen,
- Entscheidungen der Regierungsbehörden bezüglich der Besteuerung, der Regulierung, des Schuldenmanagements,
- Entscheidungen über Regeln zur Marktaufsicht,
- wichtige Verfügungen durch Behörden oder andere öffentliche Institutionen (z.B. löst die Information, die Aufsicht habe Untersuchungen in Aktien des Emittenten wegen des Verdachts der Verletzung wertpapierhandelsrechtlicher Vorschriften aufgenommen, keine Ad-hoc-Publizitätspflicht aus),
- Entscheidungen über die Regeln der Indexzusammensetzung und -berechnung,
- Entscheidungen der Börsen, der Betreiber außerbörslicher Handelsplattformen und von Behörden zur jeweiligen Marktregulierung,
- Entscheidungen der Wettbewerbs- und Marktüberwachungsbehörden hinsichtlich börsennotierter Unternehmen,
- Kauf- und Verkaufsaufträge in den Finanzinstrumenten des Emittenten,⁵¹
- Veränderung in den Handelsbedingungen von Seiten des Handelsplatzbetreibers (u.a. Wechsel des Handelssegments, Wechsel des Handelsmodells z.B. vom fortlaufenden Handel in das Einzelauktionsmodell, Wechsel des Market-Makers). Die Entscheidung des Emittenten, das Transparenzlevel zu ändern, betrifft ihn hingegen unmittelbar.

Darüber hinaus nimmt die BaFin beispielsweise auch in folgenden Fällen grundsätzlich eine nur mittelbare Betroffenheit des Emittenten an:

- Informationen über allgemeine Wirtschaftsdaten, politische Ereignisse, Arbeitslosenzahlen, Naturereignisse oder z.B. die Ölpreisentwicklung,
- Information über eine für den Emittenten relevante Veränderung der Situation des Konkurrenten (z.B. bevorstehende Insolvenz eines Konkurrenten),
- Informationen, die nur das Finanzinstrument selbst betreffen wie z.B. Erwerb oder Veräußerung eines größeren Aktienpaketes im Rahmen von außerbörslichen Transaktionen ohne strategische Zielsetzungen.

Eine den Emittenten nur mittelbar betreffende Insiderinformation ist zwar nicht veröffentlichungspflichtig, löst aber dennoch die Verbote des Art. 14 MAR (Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen) aus.

Bei den zum Börsenhandel zugelassenen Finanzinstrumenten, die sich unmittelbar oder mittelbar auf einen anderen Basiswert beziehen (z.B. Optionsscheine, Derivate), ist zu beachten, dass der Emittent des derivativen Finanzinstruments nur solche Informationen zu veröffentlichen hat, die ihn selbst unmittelbar betreffen und ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial bezüglich des derivativen Finanzinstruments besitzen. Er ist daher nicht verpflichtet, ihm bekannte Insiderinformationen zu veröffentlichen, die lediglich den Basiswert betreffen. Anders ist der Fall jedoch gelagert, wenn der Emittent des derivativen Finanzinstruments auch der Emittent des Basiswerts ist.

⁵¹ Siehe hierzu aber auch Ausführungen zu Umplatzierungen.

I.3.2.2.3 Ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen im Zusammenhang mit Werturteilen

Im Hinblick auf Einschätzungen/Bewertungen Dritter ist wie folgt zu unterscheiden:

Grundsätzlich ist die Einschätzung professioneller Marktteilnehmer z.B. in Ratings (für Anleihen) bzw. in Analysen/Researchberichten (betreffend Aktien) als ein den Emittenten nur mittelbar betreffender Umstand zu werten, und zwar auch dann, wenn sie konkrete Schätzungen zu Geschäftszahlen oder ein Kursziel für die Finanzinstrumente enthält und zu einer Änderung der Markterwartung führt. Der Emittent hat aber zu prüfen, ob sich durch das Ergebnis des Ratings oder der Empfehlung Änderungen in der Geschäftsentwicklung ergeben können, etwa weil Refinanzierungskosten steigen werden. Diese Information wiederum betrifft den Emittenten unmittelbar und löst bei Kurserheblichkeit eine Ad-hoc-Mitteilungspflicht aus.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, unter welchen Voraussetzungen eigene Prognosen des Emittenten bzw. Prognoseänderungen Insiderinformationen (vgl. hierzu Abschnitt I.2.1.5.1) und damit ad-hoc-pflichtig sein können. Dabei ist auch zu prüfen, ob die Aufrechterhaltung der Prognose bei deutlich geänderter Markterwartung eine für den Emittenten ad-hoc-pflichtige Insiderinformation darstellen kann. Eine Ad-hoc-Pflicht ist hier zu verneinen, sofern im Unternehmen noch keine Umstände eingetreten sind, die sich hinreichend konkret in der Bilanz oder Gewinn- und Verlustrechnung manifestieren und auch die neue Markterwartung keine Änderungen in der Geschäftsentwicklung zur Folge hat. Hat der Emittent aber durch Signale, zum Beispiel durch Aussagen zum Geschäftsverlauf für den restlichen Prognosezeitraum, etwa in Interviews oder Analystenmeetings, in Bezug auf das prognostizierte Ergebnis diese Markterwartung erkennbar selbst verursacht, handelt es sich bei der fehlerhaften Einschätzung durch den Markt um eine ihn unmittelbar betreffende Insiderinformation, da er weiß, dass die durch das Rating oder die Empfehlung möglicherweise zu erwartenden Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung nicht zutreffen und das entsprechende Signal hierfür aus seinem Tätigkeitsbereich kam.⁵²

I.3.2.2.4 Vorliegen einer Insiderinformation im Falle des Antrags auf Zulassung

Bei Finanzinstrumenten, für die der Inlandsemittent oder MTF-Emittent lediglich einen Antrag auf Zulassung gestellt hat, stellt sich die Frage, welche Kriterien in diesen Fällen für die Bewertung des erheblichen Kursbeeinflussungspotenziales im Hinblick auf den Begriff der Insiderinformation heranzuziehen sind. Die Frage lässt sich häufig nur im Einzelfall beantworten. Soweit die Finanzinstrumente bereits in einem anderen Handelssegment einbezogen sind oder ein Handel an einer außerbörslichen Handelsplattform stattfindet, kann das Kursbeeinflussungspotenzial auf der Basis dieser Preisinformationen bewertet werden. Soweit bereits ein (Basis-)Prospekt veröffentlicht wurde und ggf. im Rahmen der Zeichnungsfrist eine Preisspanne genannt wurde, kann im Einzelfall eine Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung bei wesentlichen Änderungen des Prospektinhaltes vorliegen, wenn die Änderungen z.B. einen Nachtrag zum Prospekt auslösen würden oder ggf. eine Änderung der Preisspanne im Zeichnungsverfahren zur Folge hätten. Ferner können Markteinschätzungen für die zu erwartende Preisspanne oder Bewertungen für das Unternehmen vorliegen, auf deren Grundlage eine hypothetische Bewertung des erheblichen Kursbeeinflussungspotenzials möglich ist. In allen anderen Fällen ist eine abschließende Bewertung der Ad-hoc-Publizitätspflicht an dieser Stelle nicht möglich.

⁵² Auf die Bestimmungen des Art. 12 MAR wird verwiesen.

I.3.2.2.5 Konkurrenzverhältnis der Ad-hoc-Publizität zu anderen Transparenzvorschriften

Viele andere Rechtsvorschriften enthalten für Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Börsenhandel zugelassen sind, Pflichten zur Kapitalmarkttransparenz bzw. -kommunikation (z.B. Mitteilung bedeutender Stimmrechtsveränderungen, Publizitätsvorschriften nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) oder dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG), Veröffentlichungspflichten im Zusammenhang mit Aktienrückkaufprogrammen und Transparenzvorschriften hinsichtlich der Erhebung einer Anfechtungsklage). Diese Veröffentlichungs- und Hinweispflichten stellen keine der Ad-hoc-Publizität vorrangigen oder sie gar ersetzenden Transparenzvorschriften dar. Eine Ausnahme hierzu ist in Anwendung von Erwägungsgrund 27 der MAR gemäß § 10 Abs. 6 WpÜG für den Fall gegeben, dass Entscheidungen zur Abgabe eines Übernahmeangebots Gegenstand des Sachverhaltes sind. Ein Emittent, der seine Entscheidung, ein Angebot zum Erwerb von Wertpapieren abzugeben, oder eine etwaige Kontrollerrlangung im Wege des § 10 Abs. 1 i. V. m. § 35 Abs. 1 Satz 4 WpÜG veröffentlicht, muss danach keine zusätzliche gleichlautende Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen. Die Veröffentlichung der Insiderinformation nach Art. 17 MAR entfällt jedoch lediglich in dem Umfang, in dem die Veröffentlichung nach § 10 WpÜG vorgenommen wurde. Auch Umstände im Vorfeld der Entscheidung werden nicht von § 10 Abs. 6 WpÜG erfasst. Keine Anwendung findet § 10 Abs. 6 WpÜG schließlich auf die Zielgesellschaft; Adressat der Veröffentlichungspflicht des § 10 WpÜG ist allein der Bieter. Emittenten können jedoch prüfen, inwieweit die Voraussetzungen für einen Aufschub der Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 4 MAR vorliegen.

Der Emittent muss in allen Fällen jeweils zusätzlich prüfen, ob eine Insiderinformation vorliegt. Ist dies der Fall und sieht die jeweilige Vorschrift nicht ausdrücklich vor, dass eine Ad-hoc-Publizitätspflicht in diesem Fall nicht besteht, ist ebenfalls eine unverzügliche Veröffentlichung der Insiderinformation durch eine Ad-hoc-Mitteilung erforderlich. Die Ad-hoc-Mitteilung ist auch dann unverzüglich zu veröffentlichen, wenn in dem jeweiligen Gesetz hinsichtlich der dort geregelten Transparenzvorschrift eine andere Veröffentlichungsfrist genannt wird.

Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt sind unter Umständen zugleich zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 2 MAR und nach Art. 4 der VO (EU) 1227/2011 (REMIT) verpflichtet. Art. 2 Abs. 2 DVO (EU) 2016/1055 eröffnet nach Art. 4 der VO (EU) 1227/2011 (REMIT) verpflichteten Teilnehmern am Markt für Emissionszertifikate jedoch die Möglichkeit, die dort vorgesehenen technischen Mittel auch zur Veröffentlichung nach Art. 17 MAR zu nutzen, sofern die offenzulegenden Insiderinformationen im Wesentlichen den gleichen Inhalt haben und die für die Offenlegung verwendeten technischen Mittel gewährleisten, dass die Insiderinformationen an die einschlägigen Medien übermittelt werden. Weitere Informationen zur Veröffentlichungspflicht für Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate finden sich in den Abschnitten I.3.5 und I.3.10.

I.3.2.2.6 Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zur Regelpublizität

Ebenfalls von erheblicher praktischer Relevanz ist das Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zur Regelpublizität. Wie die BaFin bereits in der Vergangenheit klargestellt hatte, kann die Regelpublizität die Ad-hoc-Publizität nicht ersetzen. Daher lösen Geschäftsvorfälle, sofern es sich um Insiderinformationen handelt, schon vor der Veröffentlichung im Rahmen der Regelpublizität die Ad-hoc-Publizitätspflicht aus. Gleiches gilt für Geschäftsergebnisse.

I.3.2.2.7 Beispiele veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen

Für Beispiele publizitätspflichtiger Insiderinformationen wird auf Abschnitt I.2.1.5 verwiesen. Ein allgemeinverbindlicher und vollständiger Katalog publizitätspflichtiger Insiderinformationen lässt sich nicht aufstellen. Auch die dort genannten Beispiele können

nur als Empfehlung verstanden werden. Die Emittenten haben bei Vorliegen der genannten Sachverhalte zu prüfen, ob im Einzelfall eine zu veröffentlichende Insiderinformation vorliegt. Die Beispiele sind also nicht dahingehend zu verstehen, dass bei ihrem Vorliegen automatisch die Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung besteht. Vielmehr kommt es auch bei diesen Tatbeständen stets auf die konkreten Umstände an. So scheidet ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial aus, wenn eine Information in der konkreten Situation ohne besondere Bedeutung für den Emittenten als Gesamtunternehmen ist (z.B. Verschmelzung einer unbedeutenden Konzerntochter). Ferner ist die Frage, ob eine Information ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial besitzt, von Faktoren wie Größe und Struktur des Unternehmens, Branche, Wettbewerbssituation, Markterwartungen etc. abhängig, d.h. die Information muss für den Emittenten wesentlich sein. Schließlich muss die Insiderinformation den Emittenten unmittelbar betreffen (vgl. Abschnitt I.3.2.3.2).

I.3.3 Befreiungsregelungen

I.3.3.1 Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR

Der Emittent oder Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt kann den Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation eigenverantwortlich vornehmen, wenn die unverzügliche Veröffentlichung geeignet wäre, dessen berechnete Interessen zu beeinträchtigen, der Aufschub nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen und der Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate die Geheimhaltung dieser Information sicherstellen kann, Art. 17 Abs. 4 MAR.

Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 2 MAR stellt dabei ausdrücklich klar, dass ein Aufschub auch bei zeitlich gestreckten Vorgängen möglich ist, sofern die Voraussetzungen dafür vorliegen.

Der Emittent ist verpflichtet, regelmäßig zu prüfen, ob die Voraussetzungen für einen Aufschub weiter vorliegen. Die Veröffentlichung ist nach Wegfall der Befreiungsgründe unverzüglich vorzunehmen, soweit eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation dann noch vorliegt. Es sind Sachverhalte denkbar, bei denen im Befreiungszeitraum die veröffentlichungspflichtige Insiderinformation entfällt bzw. sich erledigt. Der Gesetzgeber hat bewusst in Kauf genommen, dass solche Insiderinformationen dann nicht mehr veröffentlicht werden und auch keine Mitteilung über den vorgenommenen Aufschub gegenüber der BaFin erfolgt.

Beispiel:

Ein Liquiditätsengpass, hervorgerufen durch die Kündigung einer Kreditlinie durch die Hausbank des Emittenten, stellt grundsätzlich eine ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformation dar. Der Emittent verhandelt mit seiner Bank und ist nach Art. 17 Abs. 4 MAR deshalb zunächst von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht befreit. Die Bank nimmt schließlich die Kündigung der Kreditlinie zurück. Der Liquiditätsengpass ist behoben und somit liegt keine Insiderinformation mehr vor.

Liegt nach Wegfall der Befreiungsgründe noch eine Insiderinformation vor, ist die Insiderinformation in ihrer zum Veröffentlichungszeitpunkt aktuellen Fassung zu veröffentlichen.

Liegt eine Insiderinformation vor, darf der Emittent zunächst – ohne dass darin ein schuldhaftes Zögern liegt – die Voraussetzungen des Befreiungssachverhaltes prüfen und auch externen Sachverstand hinzuziehen. Allerdings darf diese Prüfung bzw. deren Dauer nicht missbräuchlich sein und muss unverzüglich in Auftrag gegeben bzw. begonnen werden.

I.3.3.1.1 Entscheidung über den Aufschub

Für den wirksamen Aufschub der Veröffentlichung ist ein Beschluss des Emittenten herbeizuführen. Die Befreiung muss daher aktiv in Anspruch genommen werden, vgl. Art. 17 Abs. 4 Satz 1 MAR.⁵³

Wird eine Insiderinformation nicht unverzüglich veröffentlicht und wurde kein Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR beschlossen, stellt dies einen Verstoß gegen Art. 17 MAR dar, selbst wenn theoretisch die Möglichkeit eines Aufschubs bestanden hätte.

Die Zuständigkeit für die Entscheidung über den Aufschub liegt grundsätzlich beim Vorstand mit der Möglichkeit der Delegation auf ein untergeordnetes, vom Vorstand zu kontrollierendes Ad-hoc-Gremium. An der Entscheidung über den Aufschub hat dabei grundsätzlich mindestens ein ordentliches Vorstandsmitglied mitzuwirken.

Allerdings ist in Fällen originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit (etwa Bestellung und Abberufung des Vorstands gemäß § 84 AktG) von einer abschließenden Annexkompetenz des Aufsichtsrats hinsichtlich der Entscheidung über den Aufschub auszugehen. Die Entscheidung über einen möglichen Aufschub ist in diesen Fällen im Rahmen eines Aufsichtsratsbeschlusses zu treffen. Denkbar wäre auch, einen Aufsichtsratsausschuss mit der Vorbereitung der Entscheidung oder der Entscheidung selbst zu beauftragen. Hierbei wären jedoch die Grenzen des § 107 Abs. 3 AktG zu berücksichtigen.

Für die spätere Veröffentlichung bleibt es hingegen bei der Zuständigkeit des Vorstands (vgl. § 111 Abs. 4 Satz 1 AktG). Es ist daher unternehmensintern sicherzustellen, dass die betreffenden Insiderinformationen unverzüglich vom Aufsichtsrat an den Vorstand weitergeleitet werden.

I.3.3.1.2 Berechtigtes Interesse

Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 Buchst. a) MAR verlangt zunächst ein berechtigtes Interesse des Emittenten bzw. des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate. Erwägungsgrund 50 der MAR nennt hierzu nicht abschließende Fallbeispiele, auf die sich ein berechtigtes Interesse beziehen und von der Pflicht zur sofortigen Veröffentlichung befreien kann:

- Dazu gehören etwa laufende Verhandlungen oder damit verbundene Umstände, wenn das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würde. Insbesondere wenn die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten stark und unmittelbar gefährdet ist, ohne dass der Emittent bereits unter das geltende Insolvenzrecht fällt, kann die Bekanntgabe von Informationen für einen befristeten Zeitraum verzögert werden, wenn eine derartige Bekanntgabe die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre erheblich gefährden würde, indem der Abschluss spezifischer Verhandlungen vereitelt werden würde, die eigentlich zur Gewährleistung einer langfristigen finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind.
- Als weiteres Beispiel für das Vorliegen eines berechtigten Interesses nennt Erwägungsgrund 50 der MAR vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge, die der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden, sofern die Struktur eines solchen Emittenten die Trennung zwischen diesen Organen vorsieht und eine Bekanntgabe der Information vor der Zustimmung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde.

⁵³ Auch ESMA formuliert das Erfordernis einer aktiven Entscheidung, vgl. Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455), Rz. 239.

Unter Berücksichtigung dieser Vorgaben sowie gestützt auf Art. 17 Abs. 11 MAR hat ESMA konkretisierend MAR-Leitlinien für Emittenten zum Aufschieben der Offenlegung von Insiderinformationen veröffentlicht.⁵⁴ Die BaFin hat erklärt, diesen Leitlinien nachzukommen, und zieht diese im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis zur Konkretisierung der Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR heran.⁵⁵

Danach sind folgende nicht erschöpfende Umstände geeignet, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen (Rz. 8):

- a. Der Emittent führt Verhandlungen, deren Ergebnis durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich gefährdet würde. Beispiele für solche Verhandlungen sind Verhandlungen über Fusionen, Übernahmen, Aufspaltungen und Spin-offs, Erwerb oder Veräußerung wesentlicher Vermögenswerte oder Unternehmenszweige, Umstrukturierungen und Reorganisationen.
- b. Die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten ist stark und unmittelbar gefährdet – auch wenn er noch nicht unter das geltende Insolvenzrecht fällt –, 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.
- c. Die Insiderinformationen beziehen sich auf vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge, die gemäß dem innerstaatlichen Recht oder den Statuten des Emittenten der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten (abgesehen von der Hauptversammlung der Aktionäre) bedürfen, um wirksam zu werden, sofern die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:
 - i. Die unverzügliche Offenlegung dieser Informationen vor einer endgültigen Entscheidung würde die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden und
 - ii. der Emittent hat dafür gesorgt, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird.
- d. 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.
- e. 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.
- f. 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 letztlich verhindern (z.B. Kartellvorbehalt).

⁵⁴ MAR-Leitlinien zum Aufschieben der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478DE). Es ist darauf hinzuweisen, dass die Leitlinien lediglich für Emittenten von Finanzinstrumenten Anwendung finden; eine Bezugnahme auf Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate findet nicht statt, da sich die Ermächtigungsgrundlage des Art. 17 Abs. 11 MAR auf diese Teilnehmer gerade nicht erstreckt (Final Report – Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information (ESMA/2016/1130), Rz. 46).

⁵⁵ Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/8659300>.

Die in den Leitlinien genannten Umstände sind Beispiele und nicht abschließend zu verstehen.⁵⁶

§ 6 Abs. 2 WpAV greift insb. die in Erwägungsgrund 50 genannten Kriterien zur Konkretisierung des Vorliegens eines berechtigten Interesses auf. Soweit § 6 Satz 1 WpAV hierfür ein Überwiegen der Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung gegenüber dem Interesse des Kapitalmarktes verlangt, ist darauf hinzuweisen, dass Art. 17 Abs. 4 MAR keine Abwägung von Emittenten- und Marktinteressen vorsieht. Gleichwohl schützt auch Art. 17 Abs. 4 MAR nur berechnigte Emittenteninteressen.

Die BaFin geht daher unter Berücksichtigung von Erwägungsgrund 50 der MAR davon aus, dass das Emittenteninteresse regelmäßig dem Interesse der vorhandenen und potenziellen Aktionäre entspricht, wobei es aber für das Vorliegen eines berechtigten Interesses nicht darum gehen kann, einen Aufschub nur deshalb herbeizuführen, um Kursschwankungen zu vermeiden oder etwaige negative Auswirkungen, die auf jeden Fall unabhängig von Maßnahmen im Befreiungszeitraum mit der unverzüglichen Veröffentlichung der Insiderinformation einhergehen, zu verzögern wie z.B. bei reinen Reputationsschäden.

Bei der Bestimmung des berechtigten Interesses sind schließlich nur die berechtigten Interessen des Emittenten bzw. Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate selbst zu berücksichtigen und nicht die ausschließlichen Interessen, die dritte Personen (z.B. Verhandlungspartner) eventuell an einer Verzögerung haben könnten. Emittenten und Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt sollten daher der Prüfung des berechtigten Interesses erhöhte Aufmerksamkeit widmen und ihre Erwägungen umfassend dokumentieren; eine pauschale Feststellung des Vorliegens eines berechtigten Interesses genügt diesen Anforderungen nicht. Hierbei ist darauf hinzuweisen, dass eine unzulässige Befreiung dazu führen kann, dass eine Insiderinformation zu spät veröffentlicht wurde.

Sofern eine Befreiung vor dem Hintergrund einer Beteiligung des Aufsichtsrats getroffen werden soll, ist zu berücksichtigen, dass dies nur zulässig ist, soweit und solange der Aufsichtsrat dem jeweiligen Sachverhalt zwecks Wirksamkeit zustimmen muss. Gleichgültig ist, ob das Wirksamkeitserfordernis auf Gesetz oder Statuten, wie z.B. einer Satzung, beruht. Weitere Voraussetzung ist, dass die unverzügliche Offenlegung dieser Informationen vor einer endgültigen Entscheidung die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden würde und dass die Entscheidung des Aufsichtsrats in einem angemessenen Zeitraum herbeigeführt werden muss. Dementsprechend sollte bei Vorliegen einer Insiderinformation der Beschluss unverzüglich gefasst und auch außerhalb der nächsten turnusmäßigen Sitzung herbeigeführt werden, so z.B. im Rahmen einer außerordentlichen Aufsichtsratssitzung oder im Umlaufverfahren. Ggf. kann die Entscheidung auch in entsprechenden Ausschüssen erfolgen, um eine zeitnahe Veröffentlichung herbeizuführen.

Es ist zu beachten, dass für die Wirksamkeit der Aufstellung eines Jahresabschlusses durch den Vorstand die Zustimmung des Aufsichtsrats (oder eines anderen Organs, z.B. der Hauptversammlung) gesetzlich nicht erforderlich ist. Der Aufsichtsrat stellt den Jahresabschluss insoweit fest, § 172 AktG. Allerdings kann der Aufsichtsrat im Rahmen seiner Prüfung gemäß § 170 Abs. 1 AktG Einwendungen erheben und seine Billigung versagen (§ 171 Abs. 2 AktG). Die Aufstellung selbst bleibt hiervon unberührt; es besteht diesbezüglich also gerade kein sog. Gremiovorbehalt. Zudem ist ohne Hinzutreten besonderer Umstände nicht davon auszugehen, dass die Ankündigung der noch ausstehenden Entscheidung durch den Aufsichtsrat die sachgerechte Bewertung der Information durch das Anlegerpublikum gefährden würde. Eine Selbstbefreiungsmöglichkeit

⁵⁶ Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information (ESMA/2016/1130), Rn. 52 (S. 14): Einschränkung führt ESMA aus, dass der Aufschub der Veröffentlichung die Ausnahme zur unverzüglichen Veröffentlichung sein soll und entsprechend ein berechtigtes Interesse eng auszulegen sei.

des Emittenten allein im Hinblick auf die noch ausstehende Zustimmung des Aufsichtsrates zu den Geschäftszahlen besteht daher nach Auffassung der BaFin regelmäßig nicht.

I.3.3.1.3 Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Weitere Voraussetzung für einen zulässigen Aufschub ist, dass der Aufschub der Offenlegung nicht geeignet wäre, die Öffentlichkeit irrezuführen, Art. 17 Abs. 4 Buchst. b) MAR.

Soweit in dem Zeitraum, in dem der Emittent oder Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt von einer Insiderinformation Kenntnis hat und diese nicht veröffentlicht, ein Informationsungleichgewicht vorliegt, stellt dieses für sich genommen noch keine Irreführung dar. Der Emittent darf aber während des Befreiungszeitraums aktiv keine Signale setzen, die zu der noch nicht veröffentlichten Insiderinformation in Widerspruch stehen.

In ihren konkretisierenden MAR-Leitlinien für Emittenten zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen nennt ESMA beispielhaft folgende Umstände, in denen der Aufschub der Offenlegung der Insiderinformation geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen:⁵⁷

- a. Die Insiderinformationen, deren Offenlegung der Emittent aufzuschieben beabsichtigt, unterscheiden sich wesentlich von der früheren öffentlichen Ankündigung des Emittenten hinsichtlich des Gegenstandes, auf den sich die Insiderinformationen beziehen, oder
- b. die Insiderinformationen, deren Offenlegung der Emittent aufzuschieben beabsichtigt, betreffen die Tatsache, dass die finanziellen Ziele des Emittenten aller Wahrscheinlichkeit nach nicht erreicht werden können, wobei diese Ziele zuvor öffentlich bekannt gemacht worden waren, oder
- c. die Insiderinformationen, deren Offenlegung der Emittent aufzuschieben beabsichtigt, stehen im Gegensatz zu den Markterwartungen, wobei diese Erwartungen auf Signalen beruhen, die der Emittent zuvor an den Markt gesendet hatte, zum Beispiel durch Interviews, Roadshows oder jede andere Art der vom Emittenten organisierten oder genehmigten Kommunikation.

I.3.3.1.4 Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation

Während des Befreiungszeitraums hat der Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate schließlich die Geheimhaltung der aufgeschobenen Informationen sicherzustellen, Art. 17 Abs. 4 Buchst. c) MAR.

Der Emittent sowie Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt haben daher etwa durch organisatorische Maßnahmen sicherzustellen, dass die im Unternehmen vorhandenen Insiderinformationen während der Befreiung nur an Personen weitergegeben werden, die sie für die normale Ausübung ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben beim Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate benötigen. Hierfür hat er im Rahmen der Erläuterung des Aufschubs gegenüber der zuständigen Behörde Nachweise zu erbringen, etwa indem er darlegt, dass er entsprechende Informationshindernisse eingerichtet hat (vgl. § 4 Abs. 1 Buchst. c) i) DVO (EU) 2016/1055). Darüber hinaus hat der Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate Vorkehrungen dafür zu treffen, dass die einschlägige Insiderinformation schnellstmöglich bekannt gegeben werden kann, wenn keine Vertraulichkeit mehr gewährleistet ist, und hierfür im Rahmen der Erläuterung des Aufschubs gegenüber der zuständigen Behörde Nachweise zu erbringen (vgl. § 4 Abs. 1 Buchst. c) ii) DVO (EU) 2016/1055).

Soweit in dem Zeitraum, in dem der Emittent bzw. Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt entschieden hat, die Veröffentlichung aufzuschieben, Teile der der Insiderinformation

⁵⁷ MAR-Leitlinien, Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478DE), Rz. 9 ff.

zugrunde liegenden Umstände als Gerücht kolportiert oder sogar Details oder die gesamte Information öffentlich bekannt werden, ist er gemäß Art. 17 Abs. 7 MAR verpflichtet, die Insiderinformation unverzüglich zu veröffentlichen. Es kommt hierbei nicht darauf an, auf wen die Vertraulichkeitslücke zurückzuführen ist.

Dies gilt nach Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR auch für den Fall, dass ein ausreichend präzises Gerücht veröffentlicht wird. Eine europaweit vereinheitlichte Antwort zur Frage, wann ein Gerücht ausreichend präzise ist, besteht allerdings nicht. Nach Auffassung der BaFin ist ein Gerücht dann ausreichend präzise, wenn die daraus abzuleitende Information darauf schließen lässt, dass ein Informationsleck entstanden ist, wobei dessen Herkunft unerheblich ist, sodass die Vertraulichkeit nicht länger als gewahrt gelten kann. Ein willkürliches Streuen diffuser Informationen, die einem Verbreiten von falschen oder irreführenden Informationen gleichkommt in der Absicht, dem Emittenten richtig stehende Informationen zu entlocken, können dabei aber nicht als ausreichend präzise gelten.⁵⁸

Bei Aufkommen von präzisen Gerüchten, dem Wegfall der Vertraulichkeit oder des berechtigten Interesses für den Aufschub muss der Emittent oder Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt daher die betreffende(n) Insiderinformation(en) in ihrer zum Veröffentlichungszeitpunkt aktuellen Fassung unverzüglich veröffentlichen.

Gleiches gilt für den Fall, dass ein Emittent oder ein Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate oder eine in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Person im Zuge der normalen Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufs oder der normalen Erfüllung ihrer Aufgaben gemäß Art. 10 Abs. 1 MAR Insiderinformationen gegenüber einem Dritten offenlegt. In diesem Fall ist der Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate verpflichtet, diese Informationen vollständig und wirksam zu veröffentlichen, und zwar zeitgleich bei absichtlicher Offenlegung und unverzüglich im Fall einer nicht absichtlichen Offenlegung. Die Verpflichtung besteht nur dann nicht, wenn die die Informationen erhaltende Person zur Verschwiegenheit verpflichtet ist, unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergibt, Art. 17 Abs. 8 MAR.

I.3.3.2 Aufschub nach Art. 17 Abs. 5 MAR

Neben der „allgemeinen“ Befreiungsmöglichkeit von der Ad-hoc-Publizitätspflicht (Art. 17 Abs. 4 MAR) gibt es einen speziellen Befreiungstatbestand für Kredit- oder Finanzinstitute, wonach diese die Veröffentlichung von Insiderinformationen z.B. über zeitweilige Liquiditätsprobleme und insbesondere in Bezug auf den Bedarf an zeitweiliger Liquiditätshilfe aufschieben können.

Soweit der Anwendungsbereich von Art. 17 Abs. 5 MAR betroffen ist, ist für die Definition der Kredit- bzw. Finanzinstitute Art. 3 Abs. 1 Nr. 3 bzw. 4 MAR heranzuziehen.

Voraussetzung ist gemäß Art. 17 Abs. 5 MAR, dass

- a) die Offenlegung der Insiderinformationen das Risiko birgt, dass die finanzielle Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems untergraben wird,
- b) der Aufschub der Veröffentlichung im öffentlichen Interesse liegt,
- c) die Geheimhaltung der betreffenden Informationen gewährleistet werden kann, und
- d) die gemäß Art. 17 Abs. 3 MAR festgelegte zuständige Behörde dem Aufschub auf der Grundlage zugestimmt hat, dass die Bedingungen gemäß Art. 17 Abs. 5 Buchst. a), b) und c) MAR erfüllt sind.

⁵⁸ Ähnlich schon CESR in "Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (CESR/09-219)", vgl. dort Rz. 61.

I.3.3.2.1 Finanzielle Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems

Art. 17 Abs. 5 MAR verlangt ein Risiko, dass die Offenlegung der Insiderinformation die finanzielle Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems untergräbt; nicht erforderlich ist, dass der Krisenfall bereits eingetreten ist. Es ist daher eine Prognose zu treffen, wie der Markt voraussichtlich die konkrete Information im Einzelfall bewertet und hierauf reagiert. Das Risiko eines Untergrabens der finanziellen Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems ist dabei umso eher anzunehmen, je größer die Auswirkungen der Schieflage des Kredit- oder Finanzinstituts für das Finanzsystem sind und eine Gesamtbetrachtung der eingetretenen und zukünftigen Umstände unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktsituation nahelegt, dass es insgesamt zu erheblichen Verwerfungen im Finanzsystem kommen wird (z.B. bank run, fire sales oder Vertrauensverluste am Interbankengeldmarkt).

Die Begriffe „finanzielle Stabilität des Emittenten“ und „finanzielle Stabilität des Finanzsystems“ werden in der MAR nicht definiert. Erwägungsgrund 52 der MAR verwendet allerdings den Begriff der systemrelevanten Insiderinformation und nennt insoweit beispielhaft Informationen im Zusammenhang mit zeitweiligen Liquiditätsproblemen, bei denen Zentralbankkredite, einschließlich Krisen-Liquiditätshilfe seitens einer Zentralbank, erforderlich sind und die Offenlegung der Information systemische Auswirkungen hätte. Erwägungsgrund 53 der MAR führt aus, dass in Bezug auf Finanzinstitute, insbesondere solche, die Zentralbankkredite einschließlich Krisen-Liquiditätshilfe erhalten, von der zuständigen Behörde geprüft werden sollte, ob die Informationen systemrelevant sind und ob ein Aufschub der Offenlegung im öffentlichen Interesse liegt.

Die BaFin zieht zur Beurteilung der Frage, ob die Offenlegung der Insiderinformation das Risiko birgt, die finanzielle Stabilität des Emittenten zu untergraben, als maßgebliches Kriterium das Risiko einer erheblichen Verschlechterung der Finanzlage und der Existenzfähigkeit heran. Dies kann beispielsweise bei erheblichen Abflüssen an liquiden Mitteln oder einem erheblichen Abschmelzen des Eigenkapitals angenommen werden. Gleiches kann in Betracht kommen, wenn Maßnahmen nach dem Sanierungs- und Abwicklungsgesetz durchgeführt werden, z.B. wenn ein Emittent Maßnahmen gemäß seines Sanierungsplans ergreift bzw. ergreifen muss (vgl. §§ 12 ff. bzw. 36 SAG), welche bei einem öffentlichen Bekanntwerden so nicht durchgeführt werden könnten, wie beispielsweise der marktkonforme Verkauf von Wertpapieren zur Reduzierung des Gesamtrisikobetrags⁵⁹ oder die Realisierung stiller Reserven.

Bei der Beurteilung der Gefährdung der finanziellen Stabilität des Finanzsystems dürfte regelmäßig das Kriterium der Systemrelevanz Berücksichtigung finden. Die Stabilitätsgefährdung von systemrelevanten Instituten (global systemrelevante Institute (G-SRIs) und anderweitig systemrelevante Institute (A-SRIs)) wird häufig eine Systemgefährdung nahelegen. Bei potentiell systemgefährdenden Instituten (PSIs) wird zu prüfen sein, aufgrund welcher Kriterien diese als potentiell systemrelevant eingestuft wurden und ob diese Kriterien im konkreten Fall betroffen sind. Eine Stabilitätsgefährdung kann danach insbesondere dann vorliegen, wenn ein Institut kritische Funktionen (vgl. Art. 2 Abs. 1 Nr. 35 der Richtlinie 2014/59/EU (BRRD)⁶⁰ bzw. § 2 Abs. 3 Nr. 38 SAG) wahrnimmt. Bei sonstigen Instituten ist im Grundsatz davon auszugehen, dass wegen fehlender Systemrelevanz keine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems besteht. Je nach den konkreten Umständen des Einzelfalls ist eine solche Gefährdung aber auch hier nicht

⁵⁹ Vgl. Art. 92 Abs. 3 CRR (Verordnung (EU) Nr. 575/2013) – Gesamtrisikobetrag (total risk exposure amount).

⁶⁰ Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates.

ausgeschlossen. Auch ESMA betont, dass es auf die Umstände des Einzelfalls ankomme und die Bewertung nicht ausschließlich anhand vorab festgelegter (Aufsichts-)Kriterien erfolgen solle.⁶¹ In solchen Fällen dürften jedoch erhöhte Anforderungen an die Darlegungslast des Antragstellers zu stellen sein.

I.3.3.3.2 Aufschiebung im öffentlichen Interesse

Der Aufschiebung liegt im öffentlichen Interesse, wenn das weitere öffentliche und wirtschaftliche Interesse am Aufschiebung der Offenlegung gegenüber dem Interesse des Marktes am Erhalt der Informationen, die Gegenstand des Aufschiebung sind, überwiegt (Erwägungsgrund 52 der MAR). Es kommt daher nicht darauf an, ob der Aufschiebung im Interesse des Emittenten liegt.

I.3.3.3.3 Gewährleistung der Geheimhaltung

Ein Aufschiebung ist schließlich nur dann möglich, wenn die Geheimhaltung der betreffenden Insiderinformationen gewährleistet werden kann. Hierzu wird auf Abschnitt I.3.3.1.4 verwiesen.

I.3.3.3.4 Mitteilung der Absicht, die Offenlegung aufzuschieben und Zustimmung der Behörde

Beabsichtigt ein Kredit- oder Finanzinstitut, die Offenlegung der Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 5 MAR aufzuschieben, legt es der zuständigen Behörde eine schriftliche Mitteilung vor, in der es seine Absicht erklärt, die Offenlegung von Insiderinformationen im Interesse der Wahrung der Stabilität des Finanzsystems aufzuschieben, wobei die Vollständigkeit, Integrität und Vertraulichkeit der Informationen gewährleistet wird, Art. 5 Abs. 1 der DVO (EU) 2016/1055. An welche Behörde der Antrag zu richten ist, bestimmt sich nach Art. 6 der DelVO (EU) 2016/522.⁶²

Gegenüber der BaFin kann die Mitteilung an folgende Fax-Nr. übersandt werden:

+ 49 (0)228/4108-200.

Mit Antragstellung gilt das Kredit- oder Finanzinstitut zunächst als befreit.

Die Zustimmung der Behörde erfolgt dabei auf der Grundlage, dass die in Art. 17 Abs. 5 Buchst. a) bis c) MAR genannten Bedingungen für den Aufschiebung gegeben sind. Hierzu informiert das Kredit- oder Finanzinstitut die zuständige Behörde und legt Nachweise für das Vorliegen der Voraussetzungen vor. Die zuständige Behörde wiederum hört gegebenenfalls die nationale Zentralbank, die makroprudenzielle Behörde oder die sonst für die Aufsicht über das Institut zuständige nationale Behörde an, Art. 17 Abs. 6 MAR.

Der Aufschiebung der Offenlegung der Insiderinformation darf nur für den im öffentlichen Interesse liegenden erforderlichen Zeitraum gewährt werden. Dabei muss die zuständige Behörde mindestens einmal wöchentlich bewerten, ob die Voraussetzungen für den Aufschiebung weiter vorliegen. Anderenfalls, und wenn die Behörde dem Aufschiebung nicht zugestimmt hat, muss das Institut die Insiderinformation unverzüglich veröffentlichen (Art. 17 Abs. 6 MAR). ESMA hat dabei klargestellt, dass der Emittent in diesem Fall nicht von der

⁶¹ ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA-145-111), Q5.3.

⁶² Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17.12.2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschiebung zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, siehe hierzu Abschnitt II.3.9.

Befreiungsmöglichkeit nach Art. 17 Abs. 4 MAR Gebrauch machen kann, sofern es sich um dieselbe Insiderinformation handelt.⁶³

I.3.4 Unverzüglichkeit

Sowohl die Vorabmitteilung als auch die Veröffentlichung haben unverzüglich, d.h. „ohne schuldhaftes Zögern“ zu erfolgen. Der Emittent hat daher alle erforderlichen und zumutbaren organisatorischen Maßnahmen und Vorkehrungen zu treffen, um dem Unverzöglichkeitsgebot Rechnung tragen zu können. Hierzu gehört, dass der Emittent potenzielle Insiderinformationen so schnell wie möglich identifiziert und auf eine Ad-hoc-Pflicht prüft. Ferner hat der Emittent bei vorhersehbaren Insiderinformationen Vorarbeiten zu leisten, die eine zeitliche Verzögerung weitestgehend vermeiden wie z.B. die Fertigung von Entwürfen einer Ad-hoc-Mitteilung, die rechtzeitige Einberufung von Ad-hoc-Gremien, die Kontrolle der Funktionsfähigkeit der für die Veröffentlichung genutzten Systeme sowie der ausreichende Einsatz von in der Veröffentlichung geschultem Personal.

Der Emittent ist verpflichtet, unklare Sachverhalte weiter aufzuklären und mögliche Auswirkungen eines Ereignisses sorgfältig daraufhin zu prüfen, ob ein veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt. Notfalls ist der Emittent angehalten, sich des Rates von Experten zu bedienen. Eine Grenze für die Dauer einer solche Aufklärung und Prüfung ist bei rechtsmissbräuchlichem Verhalten zu ziehen.

Der Emittent ist unabhängig von den Börsenhandelszeiten zur Vorabmitteilung und Veröffentlichung verpflichtet. Nach derzeitigem Kenntnisstand bieten mehrere auf dem Gebiet der Ad-hoc-Publizität tätige Dienstleister zu jeder Zeit die Möglichkeit, eine Veröffentlichung zu veranlassen.

Wird eine Insiderinformation in mehreren Sprachen veröffentlicht, darf die Übersetzung die Veröffentlichung nicht verzögern, d.h. mit der Veröffentlichung darf nicht abgewartet werden, bis eine oder alle Übersetzungen der Mitteilung vorliegen.

In den Börsenordnungen der Wertpapierbörsen wird teilweise gefordert, dass eine zeitgleiche Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung in englischer Sprache zu erfolgen hat. Sofern der Emittent nicht gemäß § 3b Wertpapierhandelsanzeigeverordnung (WpAV) befugt ist, die Ad-hoc-Mitteilung in englischer Sprache zu veröffentlichen (vgl. hierzu auch Abschnitt I.3.11), ist darauf hinzuweisen, dass diese Regelungen gegenüber dem Unverzüglichkeitserfordernis des Art. 17 Abs. 1 MAR nachrangig sind und daher keine Verzögerung rechtfertigen können. Eine spätere Veröffentlichung in englischer bzw. anderssprachiger Fassung bedarf nicht mehr der Form einer Ad-hoc-Meldung, weil die Information zu diesem Zeitpunkt bereits öffentlich bekannt ist. Gleichwohl sieht die BaFin eine solche Meldung nicht als unzulässig an. Die Veröffentlichung der Übersetzung muss aber dann innerhalb von 24 Stunden nach der ersten Veröffentlichung erfolgen.

I.3.5 Form und Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung

Form und Inhalt der Ad-hoc-Mitteilung richten sich im Wesentlichen nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR i. V. m. Art. 2 Abs. 2 Buchst. b) i)-v) der DVO (EU) 2016/1055 sowie § 26 Abs. 4 WpHG i. V. m. § 4 WpAV. Für Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate vgl. auch Abschnitt I.3.10.

I.3.5.1 Angaben zum Emittenten und dessen Finanzinstrumente

Folgende Angaben müssen gemäß § 4 Abs. 1 WpAV in der Ad-hoc-Mitteilung enthalten sein:

⁶³ ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA-145-111), Q5.5.

- In der Kopfzeile eine deutlich hervorgehobene Überschrift „Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014“.
- In der Kopfzeile ein als Betreff erkennbares Schlagwort, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung zusammenfasst.

Sollten im Einzelfall mehrere Insiderinformationen in einer Ad-hoc-Meldung gemeinsam veröffentlicht werden,⁶⁴ so sind mehrere Schlagworte anzugeben. Solche Schlagworte können z.B. sein:

- Liquiditätsprobleme/Überschuldung,
 - Mergers & Acquisitions,
 - Geschäftszahlen,
 - Ausschüttungen,
 - Kooperationen/Zusammenarbeit,
 - Kapitalmaßnahmen,
 - Strategische Unternehmensentscheidungen,
 - Personal,
 - Recht/Prozesse,
 - Sonstiges.
- Vollständiger Name (Firma) und Anschrift des Emittenten.
 - Die internationalen Wertpapierkennnummern (ISIN) der vom Emittenten ausgegebenen Aktien, Options- und Wandelanleihen sowie Genussscheine mit Ausstattungsmerkmalen, die den Aktien vergleichbar sind, soweit sie zum Handel an einem inländischen organisierten Markt beziehungsweise am MTF/OTF mit Zustimmung/Genehmigung zugelassen sind oder im Falle von organisiertem Markt und MTF für sie eine solche Zulassung beantragt wurde.
- Hat der Emittent weitere Finanzinstrumente ausgegeben, für die eine Zulassung besteht oder beantragt wurde, genügt bezüglich dieser Finanzinstrumente die Angabe einer Internetadresse, unter der die entsprechenden Angaben für diese Finanzinstrumente in einer stets aktuellen und vollständigen Datei bereit stehen. Die Hauptseite muss dabei einen deutlich erkennbaren Hinweis auf eine Seite mit Informationen für Anleger enthalten, auf der die Datei leicht aufzufinden sein muss.
- Die Börse und das Handelssegment, für die die Zulassung besteht oder beantragt wurde.

I.3.5.2 Angabe der Insiderinformation

Folgende Angaben müssen enthalten sein:

- Die zu veröffentlichende Insiderinformation.
- Das Datum des Eintritts der der Information zugrunde liegenden Umstände. Sollte ein Befreiungssachverhalt nach Art. 17 Abs. 4 MAR vorliegen und verändern sich die zugrunde liegenden Umstände im Laufe des Befreiungszeitraums bis zum Zeitpunkt

⁶⁴ Eine Veröffentlichung von mehreren Insiderinformationen dürfte nur in den wenigsten Fällen gemeinsam in einer Ad-hoc-Mitteilung vorgenommen werden können, da diese unverzüglich zu veröffentlichen sind und eine zeitgleiche Veröffentlichung nur in Betracht kommt, wenn diese in ganz enger zeitlicher Nähe zueinander entstanden sind.

der Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung, ist hinsichtlich des Datums des Eintritts der Information auf diese geänderten Umstände abzustellen.

- Eine kurze Erklärung, inwieweit die Information den Emittenten unmittelbar betrifft, soweit sich dies nicht schon aus der zu veröffentlichenden Information ergibt.
- Eine Erklärung, aus welchen Gründen die Information geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, soweit sich diese nicht schon aus der zu veröffentlichenden Information ergeben. Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR verlangt insofern, dass die Insiderinformation in einer Art und Weise veröffentlicht werden muss, die es der Öffentlichkeit ermöglicht, sie vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten.

Dies bedeutet im Hinblick auf ad-hoc-pflichtige Verträge, dass die wichtigen Eckpunkte des Vertrages anzugeben sind. Hierzu gehören neben dem Vertragsgegenstand, dem Vertragspartner und der Vertragslaufzeit insbesondere die wesentlichen Rechte und Pflichten aus dem Vertrag, in der Regel also der Kaufpreis bzw. der Verkaufserlös, der jeweils zumindest in seiner Größenordnung zu nennen ist, sofern diese nach Art und Umfang und vor dem Hintergrund der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten das Kursbeeinflussungspotenzial der in Rede stehenden Information zumindest mitbegründen. Dies gilt auch bei Unternehmenskäufen und -verkäufen.

Alternativ können für die bessere Bewertbarkeit durch den Kapitalmarkt auch die unmittelbaren und zukünftigen Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten oder Teilnehmers am Emissionszertifikatemarkt erläutert werden (z.B. ein notwendiger Wertberichtigungsbedarf im Falle der Veräußerung eines Vermögensgegenstands oder erwartete künftige Mehreinnahmen – z.B. aufgrund von Synergieeffekten – und daraus ggf. resultierende Prognoseanpassungen). Daneben können auch die Größenordnung des Volumens und die Vertragslaufzeit eines bedeutenden Auftrags zur Bewertung erheblich sein.

Eine Vertraulichkeitsvereinbarung kann diese Verpflichtung nicht abbedingen. Der Emittent bzw. Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt ist aber nicht verpflichtet, die Details einer Vereinbarung (z.B. gewährte Rabatte oder Sonderkonditionen) zu veröffentlichen.

Für Geschäftszahlen und diesbezügliche Prognosen sowie Dividenden bedeutet dies, dass in der Ad-hoc-Mitteilung jeweils auch die relevante Vergleichsgröße (vgl. hierzu Abschnitte I.2.1.51.1 und I.2.1.5.2 im Kapitel „Insiderinformationen“) mit anzugeben ist. Zusätzlich sollte darauf hingewiesen werden, ob sich gegenüber dem Vergleichszeitraum wesentliche Änderungen im Konsolidierungskreis des Emittenten ergeben haben oder ein Wechsel der Bilanzierungsmethode erfolgt ist. Nur so ist sichergestellt, dass Marktteilnehmer und Anleger die wesentlichen Informationen schnell erkennen, vergleichen und verarbeiten können.

Bei Personalien ist zu beachten, dass – sofern sich die Gründe für die Kursrelevanz nicht alleine aus der Person selbst ergeben und dem Kapitalmarkt bekannt sind – auch die Gründe, die zu der Personalie geführt haben, anzugeben sind. Zu beachten ist hierbei, dass diese Gründe bereits für sich genommen Insiderinformationen sein können (z.B. im Falle einer Kündigung aus wichtigem Grund nach § 297 AktG).

Im Falle von Kapitalerhöhungen sind die wesentlichen Konditionen anzugeben, insbesondere Art, Umfang, Angaben zum Bezugsrecht bzw. dessen Ausschluss, Emissionspreis und erwarteter Erlös daraus. Auch der Anlass für die Kapitalerhöhung kann das Kursbeeinflussungspotenzial mitbestimmen und ist dann anzugeben. Hierbei ist zu beachten, dass dieser Anlass bereits selbst eine Insiderinformation darstellen kann (z.B. dringender Zahlungsmittelbedarf bei Zahlungsschwierigkeiten).

I.3.5.3 Erläuterung von Finanzkennzahlen

Gemäß der ESMA-Leitlinien zu alternativen Leistungskennzahlen (APM)⁶⁵ müssen Emittenten, die bei der Veröffentlichung von vorgeschriebenen Informationen alternative Leistungskennzahlen verwenden, diese erläutern. Dies gilt auch bei der Veröffentlichung von Insiderinformationen gemäß Art. 17 MAR (vgl. Ziff. 3 der APM-Leitlinie). Als APM werden dabei solche Finanzkennzahlen der vergangenen oder zukünftigen finanziellen Leistung, Finanzlage oder Cashflows, ausgenommen Finanzkennzahlen, die im einschlägigen Rechnungslegungsrahmen definiert oder ausgeführt sind (s.u.), verstanden (vgl. Rz. 17 der APM-Leitlinien). Ergänzt werden die Leitlinien durch ESMA-Q&A, die weitere Fragen zur Verwendung von APM klären.⁶⁶

APM werden üblicherweise aus den in Übereinstimmung mit dem einschlägigen Rechnungslegungsrahmen erstellten Abschlüssen abgeleitet oder beruhen auf diesen wie beispielsweise (vgl. Rz. 18 der APM-Leitlinien):

- operatives Ergebnis,
- Bareinnahmen,
- Ergebnis vor Einmalaufwendungen,
- Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisation (EBITDA),
- Nettoverschuldung,
- eigenständiges Wachstum oder ähnliche Bedingungen, die Anpassungen von Posten in Gesamtergebnisrechnungen, Bilanzen oder Kapitalflussrechnungen bezeichnen.

Keine Anwendung finden die APM-Leitlinien gemäß Rz. 4 der APM-Leitlinien bei bzw. nicht als APM anzusehen sind gemäß Rz. 19 der APM-Leitlinien:

- Kennzahlen, die auf aufsichtlichen Vorgaben beruhen einschließlich Kennzahlen gemäß der Kapitaladäquanzverordnung und -richtlinie (CRR/CRD IV),⁶⁷
- Kennzahlen, die im einschlägigen Rechnungslegungsrahmen⁶⁸ definiert oder ausgeführt sind, wie etwa Umsatz, Gewinn und Verlust oder Ertrag pro Aktie,
- physische oder nicht finanzielle Kennzahlen wie etwa die Anzahl an Mitarbeitern, die Anzahl an Zeichnern, der Umsatz pro Quadratmeter (wenn Verkaufszahlen direkt aus Abschlüssen bezogen werden) oder soziale und umweltbezogene Kennzahlen wie Treibhausgasemissionen, Aufschlüsselung der Belegschaft nach Vertragsart oder geografischer Lage,

⁶⁵ Leitlinien, Alternative Leistungskennzahlen (APM) (ESMA/2015/1415de).

⁶⁶ Vgl. insoweit auch Q&A ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures (APM), ESMA32-51-370 (Stand: 30.10.2017).

⁶⁷ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012; Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen, zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG und zur Aufhebung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG.

⁶⁸ IFRS gemäß Verordnung (EU) 1606/2002 bzw. Rechnungslegungsanforderungen, die sich aus der Umsetzung der Bilanzrichtlinie 78/660/EWG und 83/349/EGW oder 2013/34/EG in nationales Recht der EU-Mitgliedstaaten ergeben oder allgemein anerkannte Rechnungslegungsgrundsätze (GAAP) zur Bestimmung gleichwertiger Anforderungen gemäß Verordnung (EG) 1569/2007, vgl. APM-Leitlinie Abschnitt II.

- Angaben zu bedeutenden Beteiligungen, dem Erwerb oder der Veräußerung eigener Anteile und der Gesamtzahl der Stimmrechte.

Emittenten, die APM verwenden, haben diese sowie die Grundlage der angewendeten Berechnung zu definieren und die Definition klar und verständlich zu veröffentlichen (vgl. Rz. 20, 21 der APM-Leitlinie). Dabei ist darauf zu achten, dass die Darstellung von APM nicht von der Darstellung der Kennzahlen, die direkt aus Abschlüssen stammen, ablenken (vgl. Rz. 35, 36 der APM-Leitlinien).

Die nach der APM-Leitlinie erforderlichen Erläuterungen (vgl. insbesondere Ziff. 33, 34, 41-43) können grundsätzlich im Wege der Verweisung vorgenommen werden (Ziff. 45), beispielsweise durch Verweisung auf die Internetseite des Emittenten, auf der die Erläuterungen nachlesbar sind oder auf andere zuvor veröffentlichte Dokumente des Emittenten, die diese Veröffentlichungen der APM enthalten und für die Nutzer bereits verfügbar und leicht zugänglich sind. Der Text der Ad-hoc-Mitteilung selbst ist, wie bisher, auf die wesentlichen veröffentlichungspflichtigen Informationen und Erläuterungen zu beschränken.

Ein Verweis ist allerdings gemäß Question 10 der ESMA-Q&A nicht zulässig, sofern er sich auf Vergleichswerte für betreffende vorangegangene Zeiträume bezieht (vgl. Rz. 46 der APM-Leitlinien). Ebenfalls unzulässig ist die Nutzung von Verweisen im Zusammenhang mit der Bezeichnung einer APM (vgl. Rz. 22 der APM-Leitlinien), der Darstellung von APM gegenüber Kennzahlen, die direkt aus Abschlüssen stammen (vgl. Rz. 35, 36 der APM-Leitlinien) sowie in Sachverhalten, bei denen durch einen Verweis die konsistente Darstellung über einen bestimmten Zeitraum beeinträchtigt würde (vgl. Rz. 41 der APM-Leitlinien).

I.3.5.4 Umfang der Veröffentlichung

Die Veröffentlichung sollte kurz gefasst sein. Die Insiderinformation ist mit dem zum Zeitpunkt der Veröffentlichung aktuellen Inhalt zu veröffentlichen; einer Beschreibung der Entwicklung der Insiderinformation im Befreiungszeitraum bedarf es in der Ad-hoc-Mitteilung nicht. Zitate von Organmitgliedern, Vertragspartnern etc. gehören grundsätzlich nicht in eine Ad-hoc-Mitteilung. Soweit sich aus den kapitalmarktrechtlichen Regelungen anderer Staaten, in denen Finanzinstrumente des Emittenten ebenfalls zum Handel zugelassen sind, die Notwendigkeit ergibt, bestimmte weitere Informationen (etwa Disclaimer) an den Wortlaut der Ad-hoc-Meldung anzufügen, wird dies von der BaFin nicht beanstandet. Allerdings sollten diese Informationen nach Möglichkeit vom Wortlaut der Meldung getrennt werden. Emittenten, die zu solchen zusätzlichen Informationen nicht verpflichtet sind, sollten von deren Gebrauch absehen.

I.3.5.5 Marketingmeldungen/Missbrauch der Ad-hoc-Publizität

Der Einsatz der Ad-hoc-Publizität ist nicht für Zwecke der werblichen Öffentlichkeitsarbeit vorgesehen, Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 Satz 2 MAR. Dieses Publizitätsverhalten erschwert es der Öffentlichkeit, die wirklich bedeutsamen Informationen schnell zu erkennen und zu verarbeiten.

Vor diesem Hintergrund wird nochmals auf die Notwendigkeit hingewiesen, Ad-hoc-Mitteilungen auf die vom Gesetzgeber vorgegebenen Inhalte zu beschränken. Entsprechend handelt ordnungswidrig, wer die Veröffentlichung einer Insiderinformation mit der Vermarktung seiner Tätigkeit verbindet, § 120 Abs. 15 Nr. 8 WpHG.

Nicht im Sinne der Ad-hoc-Publizität liegt es z.B., die zu Beginn einer Ad-hoc-Mitteilung genannte Information gegen Ende der Meldung nochmals als wörtliche Zitate von Vorstandsmitgliedern oder anderen Personen zu wiederholen. Gleiches gilt, wenn schon früher veröffentlichte Informationen wiederholt werden, sofern dies nicht z.B. im Rahmen einer Korrekturmeldung erforderlich ist. Ferner sind Reaktionen auf Angriffe durch

Mitbewerber des Unternehmens, die eigene Bewertung von Mitbewerbern oder die Kommentierung allgemeiner wirtschaftlicher Entwicklungen nicht Gegenstand von Ad-hoc-Mitteilungen.

Missbräuchlich ist auch die Veröffentlichung des eigenen Firmenprofils sowie von Zwischenberichten und Jahresabschlüssen in voller Länge. Zwischenberichte und Jahresabschlüsse können zwar der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen, es sind aber nur die Insiderinformationen (z.B. signifikantes Gewinnwachstum) bzw. die relevanten Geschäftszahlen zu veröffentlichen, nicht jedoch der gesamte, möglicherweise mehrere Seiten umfassende Bericht.

I.3.6 Ad-hoc-Mitteilung im Falle des Erfordernisses der Aktualisierung

Wenn sich eine veröffentlichte Information so wesentlich verändert hat, dass die Veränderung für die Bewertung der Anleger erheblich ist, muss sie nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 oder Abs. 2 i. V. m. Abs. 1 Unterabs. 2 MAR veröffentlicht werden. § 4 Abs. 2 WpAV regelt den Inhalt dieser Veröffentlichung. Die BaFin geht davon aus, dass eine Aktualisierung nur dann zu erfolgen hat, wenn der Aktualisierung ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial zukommt, also selbst wiederum eine Insiderinformation darstellt.

Die Ad-hoc-Aktualisierung hat zu enthalten:

- In der Kopfzeile eine deutlich hervorgehobene Überschrift „Aktualisierung einer Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014“.
- In der Kopfzeile ein als Betreff erkennbares Schlagwort, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung zusammenfasst.
- Den vollständigen Namen (Firma) und Anschrift des Emittenten.
- Die internationalen Wertpapierkennnummern (ISIN) der vom Emittenten ausgegebenen Aktien, Options- und Wandelanleihen sowie Genussscheine mit Ausstattungsmerkmalen, die den Aktien vergleichbar sind, soweit sie zum Handel an einem inländischen organisierten Markt beziehungsweise am MTF/OTF mit Zustimmung/Genehmigung zugelassen sind oder im Falle von organisiertem Markt und MTF für sie eine solche Zulassung beantragt wurde; hat der Emittent weitere Finanzinstrumente ausgegeben, für die eine Zulassung besteht oder beantragt wurde, genügt bezüglich dieser Finanzinstrumente die Angabe einer Internetadresse, unter der die entsprechenden Angaben für diese Finanzinstrumente in einer stets aktuellen und vollständigen Datei bereit stehen. Die Hauptseite muss dabei einen deutlich erkennbaren Hinweis auf eine Seite mit Informationen für Anleger enthalten, auf der die Datei leicht aufzufinden sein muss.
- Die Börse und das Handelssegment, für die die Zulassung besteht oder beantragt wurde.
- Die Medien, an die die Information gesandt wurde, sowie den Zeitpunkt dieser Versendung.
- Die Information über die veränderten Umstände.
- Datum des Eintritts der der Information zugrunde liegenden Umstände.
- Eine kurze Erklärung, inwieweit die Information den Emittenten unmittelbar betrifft, soweit sich dies nicht schon aus der zu veröffentlichenden Information ergibt und

- eine Erklärung, aus welchen Gründen die Information geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, soweit sich dies nicht schon aus der zu veröffentlichenden Information ergibt.

I.3.7 Ad-hoc-Mitteilung im Falle des Erfordernisses der Berichtigung

Für den Fall, dass unwahre Informationen veröffentlicht wurden, sind diese nach § 4 Abs. 3 WpAV unverzüglich in einer weiteren Veröffentlichung nach Art. 17 MAR zu berichtigen. Diese Ad-hoc-Berichtigung hat zu enthalten:

- In der Kopfzeile eine deutlich hervorgehobene Überschrift „Berichtigung einer Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014“.
- In der Kopfzeile ein als Betreff erkennbares Schlagwort, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung zusammenfasst.
- Den vollständigen Namen (Firma) und Anschrift des Emittenten.
- Die internationalen Wertpapierkennnummern (ISIN) der vom Emittenten ausgegebenen Aktien, Options- und Wandelanleihen sowie Genussscheine mit Ausstattungsmerkmalen, die den Aktien vergleichbar sind, soweit sie zum Handel an einem inländischen organisierten Markt beziehungsweise am MTF/OTF mit Zustimmung/Genehmigung zugelassen sind oder im Falle von organisiertem Markt und MTF für die eine Zulassung besteht oder beantragt wurde; hat der Emittent weitere Finanzinstrumente ausgegeben, für die eine Zulassung besteht oder beantragt wurde, genügt bezüglich dieser Finanzinstrumente die Angabe einer Internetadresse, unter der die entsprechenden Angaben für diese Finanzinstrumente in einer stets aktuellen und vollständigen Datei bereit stehen. Die Hauptseite muss dabei einen deutlich erkennbaren Hinweis auf eine Seite mit Informationen für Anleger enthalten, auf der die Datei leicht aufzufinden sein muss.
- Die Börse und das Handelssegment, für die die Zulassung besteht oder beantragt wurde.
- Den Inhalt der Veröffentlichung der unwahren Information, die Medien, an die die Information gesandt wurde sowie den Zeitpunkt dieser Versendung; der Inhalt der ursprünglichen Information kann gekürzt wiedergegeben werden, soweit nicht der unwahre Teil betroffen ist und die Verständlichkeit des Textes gewahrt bleibt.
- Die wahre Information.
- Datum des Eintritts der der wahren Information zugrunde liegenden Umstände.
- Eine kurze Erklärung, inwieweit die wahre Information den Emittenten unmittelbar betrifft, soweit sich dies nicht schon aus der zu veröffentlichenden Information ergibt und
- eine Erklärung, aus welchen Gründen die Information geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, soweit sich dies nicht schon aus der zu veröffentlichenden Information ergibt.

I.3.8 Form und Inhalt der Vorabmitteilung, § 26 Abs. 1 WpHG

Die Verpflichtung zur Übersendung einer Vorabmitteilung nach § 26 Abs. 1 WpHG richtet sich – ebenso wie die Verpflichtung zur Übermittlung der Insiderinformation unmittelbar nach ihrer Veröffentlichung an das Unternehmensregister zur Speicherung (§ 8b

Handelsgesetzbuch (HGB)) – an Emittenten. Für Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate besteht diese Verpflichtung nicht.

Vorab-Mitteilungen sind bis auf weiteres entsprechend § 9 WpAV weiterhin schriftlich mittels Telefax unter folgender Nr.

+ 49 (0)228/4108-200

an die BaFin zu übersenden.

I.3.8.1 Notwendige Angaben

Die Vorabmitteilung soll 30 Minuten vor der Veröffentlichung an die BaFin und die Geschäftsführungen der inländischen Börsen übermittelt werden, an denen die vom Unternehmen emittierten Finanzinstrumente zugelassen oder einbezogen sind. Es kommt dabei nicht darauf an, ob der Emittent dem Handel seiner Finanzinstrumente auch zugestimmt oder diesen genehmigt hat.

Hierzu müssen Emittenten selbst prüfen, an welchen Handelsplätzen ihre Finanzinstrumente zugelassen oder einbezogen sind.

Der Zeitraum vor der Veröffentlichung ist unbedingt erforderlich, damit die Geschäftsführungen der Börsen über die Aussetzung der Preisfeststellung entscheiden und die erforderliche Abstimmung zwischen den beteiligten Börsen herbeiführen können. Der Zeitraum darf nur mit Zustimmung der jeweils zuständigen Börsengeschäftsführung abgekürzt werden. Dabei ist zu beachten, dass eine Zustimmung nur während der üblichen Bürozeiten (60 Minuten vor Beginn des Börsenhandels und während der Börsenhandelszeit der jeweiligen Börse) möglich ist. Die Verkürzung des Zeitraumes zwischen Vorabmitteilung und Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung muss auf Ausnahmefälle beschränkt bleiben. Die zuständige Börse wird ihre Zustimmung nur in begründeten Fällen erteilen. Sollte eine Verkürzung des vorgenannten Zeitraumes ohne Zustimmung der Heimatbörse erfolgt sein, besteht die Gefahr, dass eine Kursaussetzung aufgrund des verkürzten Zeitraums ohne eingehende Prüfung erfolgt.

In der Vorabmitteilung sind gemäß § 8 Abs. 1 WpAV anzugeben:

- der Wortlaut der vorgesehenen Veröffentlichung,
- der vorgesehene Zeitpunkt der Veröffentlichung und
- ein Ansprechpartner des Emittenten mit Telefonnummer.

Um eventuell auftretende Fragen unverzüglich klären zu können, ist es zwingend erforderlich, dass der in der Vorabmitteilung genannte Ansprechpartner auch ab dem Zeitpunkt der Übermittlung der Vorabmitteilung unter der genannten Telefonnummer erreichbar ist.

I.3.8.2 Ergänzende Informationen im Rahmen der Vorabmitteilung

Im Falle von Ad-hoc-Berichtigungen (§ 8 Abs. 2 WpAV), bei einer unwissentlichen bzw. unbefugten Informationsweitergabe (§ 8 Abs. 3 WpAV) sowie bei einer Veröffentlichung nach einer Befreiung (vgl. Abschnitt I.3.3.1) sind weitere Angaben zu machen, die lediglich der BaFin zu übermitteln sind.

Nach Kenntnis der BaFin bieten verschiedene auf dem Gebiet der Ad-hoc-Publizität tätigen Dienstleister die Möglichkeit, solche ergänzenden Informationen im Rahmen der Vorabmitteilung an die BaFin zu senden.

I.3.8.2.1 Ad-hoc-Berichtigung

Bei einer Berichtigungsmitteilung sind nach § 8 Abs. 2 WpAV die Gründe darzulegen, die zu der unwahren Meldung geführt haben. Die Begründung sollte aussagekräftig genug sein, um der BaFin eine Bewertung des Sachverhaltes zu ermöglichen. Sie kann zusammen mit der Vorabmitteilung erfolgen. Um die Unverzüglichkeit der Meldung nicht zu gefährden, hat der Emittent gemäß § 8 Abs. 4 i. V. m § 8 Abs. 2 WpAV die Möglichkeit, die Begründung innerhalb von 14 Tagen nach der Veröffentlichung der Berichtigung nachzureichen. Die Begründung sollte per Telefax oder postalisch an die BaFin übermittelt werden und einen Hinweis auf die betroffene Ad-hoc-Mitteilung enthalten.

Soweit der Mitteilungspflichtige sich selbst oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 der Zivilprozessordnung (ZPO) bezeichneten Angehörigen mit diesen Angaben der Gefahr strafgerichtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem Gesetz über Ordnungswidrigkeiten (OWiG) aussetzen würde, kann er die Angabe der nach § 8 Abs. 2 WpAV geforderten Gründe für die Veröffentlichung der unwahren Information verweigern.

I.3.8.2.2 Informationsweitergabe

Gemäß Art. 17 Abs. 8 MAR ist eine Insiderinformation, die gegenüber einem Dritten – sofern er nicht zur Verschwiegenheit verpflichtet ist – im Zuge der normalen Ausübung der Arbeit oder des Berufes oder der normalen Erfüllung der Aufgaben offengelegt wird⁶⁹, oder die nicht absichtlich einem Dritten zugänglich gemacht wurde, zeitgleich mit der Weitergabe bzw. im Falle der nicht absichtlichen Offenlegung unverzüglich zu veröffentlichen.

In diesen Fällen sind gemäß § 8 Abs. 3 WpAV folgende zusätzliche Angaben in der Vorabmitteilung zu machen:

- der Vor- und Familienname der Person, der die Insiderinformation offengelegt worden ist. Sofern mehrere Personen betroffen sind, sollten die Namen aller Personen angegeben werden,
- die geschäftliche Anschrift dieser Person oder, soweit eine solche nicht vorhanden ist, ihre Privatanschrift,
- der Zeitpunkt der Informationspreisgabe und
- im Falle einer nicht absichtlichen Offenlegung die Umstände der nicht absichtlichen Offenlegung.

Auch hier sollten die Umstände so geschildert werden, dass eine Bewertung des Sachverhaltes möglich ist. Soweit der Mitteilungspflichtige sich selbst oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 ZPO bezeichneten Angehörigen mit diesen Angaben der Gefahr strafgerichtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem OWiG aussetzen würde, kann er die von § 8 Abs. 3 WpAV geforderten Angaben verweigern. Um die unverzügliche Meldung nicht zu gefährden, hat der Emittent die Möglichkeit, die oben genannten Angaben innerhalb von 14 Tagen nachzureichen.

I.3.9 Mitteilung nach Befreiung und zuständige Behörde

Hat ein Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate die Veröffentlichung gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR aufgeschoben, ist er grundsätzlich verpflichtet, die gemäß Art. 6 DelVO (EU) 2016/522 zuständige Behörde unmittelbar nach Veröffentlichung der Information über den Aufschub zu informieren und schriftlich zu erläutern, inwieweit die Bedingungen für den Aufschub erfüllt waren, Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 Satz 1 MAR.

⁶⁹ Zur Offenlegung siehe Abschnitt I.4.4, insb. I.4.4.2.1.

Art. 6 der DelVO (EU) 2016/522 legt fest, dass zuständig für die Entgegennahme der Aufschubmitteilung grundsätzlich die Behörde desjenigen Mitgliedstaates ist, in dem der Emittent registriert ist (vgl. Abs. 1 Buchst. a). Hat der Emittent keine Finanzinstrumente in dem Mitgliedstaat zum Handel zugelassen, in dem er seinen Sitz hat, oder werden diese nicht mit seinem Einverständnis gehandelt und hat er auch keinen Antrag für die Zulassung zum Handel gestellt, stellt Art. 6 Abs. 2 Buchst. a) in diesem Fall auf die Behörde des Staates ab, in dem die Finanzinstrumente erstmals zum Handel zugelassen sind oder mit Einverständnis des Emittenten gehandelt werden oder der Emittent für diese erstmals die Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz beantragt hat. Bei Zulassung zum Handel an Handelsplätzen an mehr als einem Mitgliedstaat richtet sich die Zuständigkeit nach dem liquidesten Markt, Art. 6 Abs. 2 Unterabs. 2 der DelVO (EU) 2016/522.

Gegenüber der BaFin ist die schriftliche Erklärung des Aufschubs in jedem Fall und nicht nur auf Ersuchen abzugeben, Art. 17 Abs. 3 Unterabs. 3 Satz 2 MAR. Ergänzt wird Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 MAR durch Art. 4 der DVO (EU) 2016/1055, der Einzelheiten zur Art und Weise der Mitteilung der aufgeschobenen Offenlegung und der erforderlichen schriftlichen Erläuterung gegenüber der zuständigen Aufsichtsbehörde enthält, national durch § 7 WpAV.

Die Mitteilung der Befreiung muss gemäß Art. 4 Abs. 3 der DVO (EU) 2016/1055 die folgenden Informationen enthalten:

- die Identität des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate: den vollständigen rechtsgültigen Namen,
- die Identität der mitteilenden Person: Vorname, Nachname, Position beim Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate,
- die Kontaktangaben der mitteilenden Person: dienstliche E-Mail-Adresse und Telefonnummer,
- Angaben zu den offengelegten Insiderinformationen, die aufgeschoben wurden: Titel der Aufschubklärung, Referenznummer, sofern im System zur Verbreitung der Insiderinformationen eine vorhanden ist; Datum und Uhrzeit der Bekanntgabe der Insiderinformationen,
- Datum und Uhrzeit der Entscheidung über den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen,
- die Identität aller für die Entscheidung über den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen verantwortlichen Personen.

Ergänzend verlangt § 7 WpAV die folgenden Angaben:

- alle Zeitpunkte, an denen der Fortbestand der Gründe überprüft wurde sowie
- den Vor- und Familiennamen sowie die Geschäftsanschriften und Rufnummern aller Personen, die an der Entscheidung über die Befreiung beteiligt waren.

Darüber hinaus müssen Emittenten und Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate die folgenden Informationen dauerhaft in leicht zugänglicher Form bereithalten (Art. 4 Abs. 1 der DVO (EU) 2016/1055):

- Datum und Uhrzeit:
 - des erstmaligen Vorliegens der Insiderinformationen beim Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate,
 - der Entscheidung über den Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen,
 - der wahrscheinlichen Bekanntgabe der Insiderinformationen durch den Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate,

- Identität der Personen beim Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate mit Zuständigkeit für:
 - die Entscheidung über den Aufschub der Bekanntgabe und den Beginn und das voraussichtliche Ende des Aufschubs,
 - die Gewährleistung der fortlaufenden Überwachung der Bedingungen für den Aufschub,
 - die Entscheidung über die Bekanntgabe der Insiderinformationen,
 - die Vorlage der geforderten Informationen über den Aufschub und der schriftlichen Erläuterung bei der zuständigen Behörde,
- Nachweis für die in Art. 17 Abs. 4 MAR genannte erstmalige Erfüllung der Bedingungen und für jegliche Änderung dieser Erfüllung während des Aufschubs, einschließlich
 - intern und gegenüber Dritten herbeigeführte Informationshindernisse, um den Zugang zu Insiderinformationen durch andere Personen als diejenigen zu verhindern, die sie für die normale Ausübung ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben beim Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate benötigen,
 - der getroffenen Vorkehrungen zur schnellstmöglichen Bekanntgabe der einschlägigen Insiderinformationen, wenn keine Vertraulichkeit mehr gewährleistet ist.

Eine Verpflichtung zur zeitgleichen Übersendung der Befreiungsmitteilung mit der Vorab-Mitteilung nach § 26 Abs. 1 WpHG besteht nicht mehr. Gleichwohl sieht die BaFin die Verpflichtung nach Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 MAR auch als erfüllt an, wenn die Aufschubmitteilung weiterhin zeitgleich mit der Vorab-Mitteilung übersandt wird. Sofern die Aufschubmitteilung nach der Veröffentlichung der Insiderinformation erfolgt, kann dies per Fax oder auf dem Postweg erfolgen, sofern die Weiterleitung im unmittelbaren Anschluss vorgenommen wird. Für die Übermittlung per Fax stellt die BaFin die folgende Fax-Nr. zur Verfügung:

+ 49 (0)228/4108-200.

Der Umfang der Begründung hängt vom Einzelfall ab. Grundsätzlich sollte die Begründung jedoch so aussagekräftig sein, dass die BaFin die Rechtmäßigkeit der Befreiung ohne weitere Nachfragen bewerten kann. Daraus folgt, dass pauschale Begründungen (z.B. Gremienvorbehalt, wenn die Zustimmung des Aufsichtsrates abgewartet wurde) nicht ausreichend sind. Die Begründung sollte der BaFin ermöglichen, die Gründe für die Annahme des berechtigten Interesses auf Seiten des Emittenten nachzuvollziehen.

Zur Festlegung der zuständigen Behörden für die Befreiungsmitteilungen war der EU-Kommission die Befugnis übertragen worden, einen delegierten Rechtsakt zu erlassen (Art. 17 Abs. 3 MAR). Auf Basis des Technical Advice von ESMA hat die Kommission in ihrer DeIVO (EU) 2016/522 vom 17. Dezember 2015 in Art. 6 festgelegt, dass zuständig grundsätzlich die Behörde desjenigen Mitgliedstaates ist, in dem der Emittent registriert ist (vgl. Abs. 1a). Hat der Emittent keine Finanzinstrumente in dem Mitgliedstaat zum Handel zugelassen, in dem er seinen Sitz hat, oder werden diese nicht mit seinem Einverständnis gehandelt und hat er auch keinen Antrag für die Zulassung zum Handel gestellt, stellt Art. 6 Abs. 2a) der Verordnung in diesem Fall auf die Behörde des Staates ab, in dem die Finanzinstrumente erstmals zum Handel zugelassen sind oder mit Einverständnis des Emittenten gehandelt werden oder der Emittent für diese erstmals die Zulassung zum Handel an einem Handelsplatz beantragt hat.

Für die Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate ist zuständig die Behörde des Mitgliedstaates, in dem der Teilnehmer registriert ist, vgl. Art. 6 Abs. 3 der DelVO (EU) 2016/522.

I.3.10 Veröffentlichung der Insiderinformation

I.3.10.1 Veröffentlichungsweg

Gemäß Art. 2 Abs. 1 der DVO (EU) 2016/1055 hat die Veröffentlichung mithilfe technischer Mittel zu erfolgen, die gewährleisten:

- dass Insiderinformationen folgendermaßen verbreitet werden:
 - nichtdiskriminierend an eine möglichst breite Öffentlichkeit,
 - unentgeltlich,
 - zeitgleich in der gesamten EU,
- dass Insiderinformationen unmittelbar oder über einen Dritten an die Medien übermittelt werden, bei denen die Öffentlichkeit vernünftigerweise davon ausgeht, dass sie die Informationen tatsächlich verbreiten. Diese Übermittlung erfolgt mit elektronischen Hilfsmitteln, die die Vollständigkeit, Integrität und Vertraulichkeit der Informationen bei der Übertragung gewährleisten. Dabei wird Folgendes unmissverständlich klar:
 - die übermittelten Informationen sind Insiderinformationen,
 - die Identität des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate: der vollständige rechtsgültige Name,
 - die Identität der mitteilenden Person: Vorname, Nachname, Position beim Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate,
 - der Gegenstand der Insiderinformationen,
 - Datum und Uhrzeit der Übermittlung an die Medien.

Die Emittenten und Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate tragen Sorge für die Vollständigkeit, Integrität und Vertraulichkeit, indem ein eventueller Ausfall oder eine eventuelle Unterbrechung der Übermittlung der Insiderinformationen unverzüglich behoben wird.

I.3.10.2 Anforderungen nach § 3a WpAV

§ 26 Abs. 4 WpHG i. V. m. § 3a WpAV ergänzt die Anforderungen an die erforderliche Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1, 2 und 6 bis 9 MAR i. V. m. Art. 2 der DVO (EU) 2016/1055. Der Gesetzgeber sieht zwingend verschiedene Veröffentlichungsarten vor, die kumulativ, nicht alternativ einzuhalten sind.

Die zu veröffentlichende Insiderinformation ist zur Veröffentlichung solchen Medien zuzuleiten, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass sie die Information in der gesamten EU und in den übrigen Vertragsstaaten des EWR verbreiten.

Grundsätzlich ist es nicht ausreichend, die Information nur einem Medium zuzuleiten, es ist vielmehr ein Bündel verschiedener Medien zu bedienen. Der Emittent ist nicht dafür verantwortlich, dass die Medien die ihnen zugeleitete Information auch tatsächlich veröffentlichen.

Die Zahl der unterschiedlichen Medienarten und der eingesetzten Medien einer Medienart bestimmt sich nach den Besonderheiten des Einzelfalls, zu denen insbesondere die Aktionärsstruktur des Emittenten sowie Zahl und Ort seiner Börsenzulassungen gehören.

Regelmäßig gehören zu einem solchen Medienkanal:

- News Provider,
- Nachrichtenagenturen,
- Bedeutende nationale und europäische Zeitungen,
- Finanzwebseiten.

Für die europaweite Verbreitung ist es grundsätzlich ausreichend, wenn ein Medium aus dem Medienbündel zur europaweiten Verbreitung in der Lage ist. Ein Emittent mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland und Börsenzulassung nur in Deutschland hat mit Zuleitung an deutsche Medien grundsätzlich seine Pflicht aus § 3a WpAV erfüllt, wenn ein Medium zur europaweiten Verbreitung in der Lage ist.

Abhängig vom Einzelfall ist von diesem stets geltenden Minimumstandard hinsichtlich der Zahl der eingesetzten Medien pro Medienart bzw. zusätzlich im Ausland verbreiteten Medien „nach oben“ abzuweichen.

So muss der Emittent im Falle einer Börsenzulassung seiner Aktien in einem weiteren Mitgliedstaat der EU bzw. Vertragsstaat des EWR die Information auch an solche Nachrichtenagenturen, News Provider, Printmedien und Internetseiten für den Finanzmarkt übermitteln, die die Information in dem Land der weiteren Börsenzulassung verbreiten können. Dabei ist in jedem weiteren Mitgliedstaat der EU bzw. Vertragsstaat des EWR, in dem eine Börsenzulassung besteht, mindestens ein nationales Printmedium und eine nationale Internetseite zu bedienen.

Bei der Veröffentlichung der Informationen durch o.g. Medien ist nach § 3a Abs. 2 Satz 1 WpAV zu gewährleisten, dass

- die Information von Medien empfangen wird, zu denen auch solche gehören, die die Information so rasch und so zeitgleich wie möglich in allen Mitgliedstaaten der EU und in den übrigen Vertragsstaaten des EWR aktiv verbreiten können,
- der Text der Information an die Medien in einer Weise gesandt wird, dass
 - der Absender der Information sicher identifiziert werden kann,
 - ein hinreichender Schutz gegen unbefugte Zugriffe oder Veränderung der Daten besteht und die Vertraulichkeit und Sicherheit der Übersendung auch im Übrigen durch die Art des genutzten Übertragungswegs oder durch eine Verschlüsselung der Daten nach dem Stand der Technik sichergestellt ist,⁷⁰
 - Übertragungsfehler oder -unterbrechungen unverzüglich behoben werden können und
- bei der Übersendung der Information an die Medien
 - der Name des Veröffentlichungspflichtigen einschließlich seiner Anschrift,

⁷⁰ Die Übersendung per Fax ist als den Sicherheitsanforderungen des § 3a Abs. 2 Nr. 2 b) WpAV genügend anzusehen.

Eine "normale" E-Mail oder Versendung als pdf-Datei genügt nicht. Hierfür wären weitere geeignete Maßnahmen zur sicheren Identifizierung des Absenders zur sicheren Verbindung bzw. Übertragung erforderlich.

- o ein als Betreff erkennbares Schlagwort, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung zusammenfasst,
- o der Tag und die Uhrzeit der Übersendung an die Medien und
- o das Ziel, die Information als eine vorgeschriebene Information europaweit zu verbreiten,

erkennbar ist.

Der Veröffentlichungspflichtige ist nach § 3a Abs. 2 Satz 2 WpAV für Systemfehler im Verantwortungsbereich der Medien, an die die Information versandt wurde, nicht verantwortlich.

Der Veröffentlichungspflichtige muss nach § 3a Abs. 3 WpAV sechs Jahre lang in der Lage sein, der BaFin

- die Person, die die Information an die Medien gesandt hat,
- die verwandten Sicherheitsmaßnahmen für die Übersendung an die Medien,
- den Tag und die Uhrzeit der Übersendung an die Medien,
- das Mittel der Übersendung an die Medien und
- gegebenenfalls alle Daten zu einer Verzögerung der Veröffentlichung mitzuteilen.

Beauftragt der Veröffentlichungspflichtige einen Dritten mit der Veranlassung der Veröffentlichung, gehen die Pflichten nicht über, sondern er bleibt für die Erfüllung seiner Veröffentlichungspflicht verantwortlich. Die o. g Anforderungen sind dann durch den Dritten zu erfüllen.

Hierbei ist darauf zu achten, dass die Aufbewahrungspflicht auch nach Wegfall (durch z.B. Insolvenz oder Geschäftsaufgabe) oder Wechsel des beauftragten Dritten besteht. Existiert dieser Dritte nicht mehr, geht die Verpflichtung wieder auf den Emittenten über.

I.3.10.3 Anzeigen von Informationen auf einer Website

Sofern eine Website des Emittenten besteht, ist die Meldung auch auf dieser Website für die Dauer von mindestens fünf Jahren auf einer Seite einzustellen, die von der Hauptseite aus leicht auffindbar und unter einer aussagekräftigen, inhaltlich einschlägigen Rubrik eingeordnet ist. Die Verpflichtung besteht bereits dann, wenn der Emittent nur über eine Hauptseite verfügt.

Die Websites müssen gemäß Art. 3 der DVO (EU) 2016/1055 die folgenden Anforderungen erfüllen:

- Die auf ihnen angezeigten Insiderinformationen müssen für die Nutzer diskriminierungsfrei und unentgeltlich zugänglich sein,
- die Nutzer der Website müssen die Insiderinformationen in einem leicht auffindbaren Abschnitt der Website ausfindig machen können,
- sie müssen gewährleisten, dass die offengelegten Insiderinformationen eindeutige Angaben zu Datum und Uhrzeit der Bekanntgabe enthalten und dass die Informationen in chronologischer Reihenfolge aufgelistet werden.

Die BaFin empfiehlt, auf der Website eine entsprechende Rubrik im Bereich Investor Relations einzurichten. Die Verpflichtung zur Anzeige für die Dauer von fünf Jahren ab Veröffentlichung besteht auch bei einem ggf. zwischenzeitlich erfolgten Delisting fort, solange die Gesellschaft weiter fortbesteht.

Die Veröffentlichung auf der Website darf nicht vor der Veröffentlichung über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem erfolgen. Gleichzeitige zusätzliche Veröffentlichungen von Ad-hoc-Meldungen über soziale Netzwerke sind zulässig, können die Veröffentlichung nach Art. 2 Abs. 1 der DVO (EU) 2016/1055 aber nicht ersetzen.⁷¹

I.3.10.4. Besonderheiten für Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate

Auch Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate haben bei der Veröffentlichung die Anforderungen des Art. 2 Abs. 1 DVO (EU) 2016/1055 an die technischen Mittel für die Bekanntgabe von Insiderinformationen sowie die §§ 3a ff. WpAV zu beachten.

I.3.10.4.1. Veröffentlichung nach REMIT

Art. 2 Abs. 2 DVO (EU) 2016/1055 eröffnet nach Art. 4 der VO (EU) 1227/2011 (REMIT) verpflichteten Teilnehmern am Markt für Emissionszertifikate jedoch die Möglichkeit, die dort vorgesehenen technischen Mittel auch zur Veröffentlichung nach Art. 17 MAR zu nutzen, sofern die offenzulegenden Insiderinformationen im Wesentlichen den gleichen Inhalt haben und die für die Offenlegung verwendeten technischen Mittel gewährleisten, dass die Insiderinformationen an die einschlägigen Medien übermittelt werden.

Das Privileg der Veröffentlichung nach REMIT findet damit nur für solche Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate Anwendung, die bereits nach REMIT mitteilungsspflichtig sind. Alle anderen Teilnehmer haben zwingend das Veröffentlichungsregime nach MAR zu beachten. Darüber hinaus kann das Privileg bereits nach dem Wortlaut des Art. 2 Abs. 2 DVO (EU) 2016/1055 nur gelten, wenn es sich im konkreten Fall um Insiderinformationen mit im Wesentlichen gleichen Inhalt handelt.

Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate können in diesen Fällen lediglich eine Veröffentlichung nach REMIT vornehmen, vorausgesetzt, die Information wird mithilfe einer Plattform für die Bekanntgabe von Insiderinformationen bekannt gegeben, sofern die Insiderinformation den einschlägigen Medien mitgeteilt wird. Hierzu gehören etwa Nachrichtenagenturen, die europaweit verbreitet sind. Umgekehrt erfüllen Veröffentlichungen nach MAR stets auch die Anforderungen nach REMIT. Eine Veröffentlichung allein über die Website genügt den Anforderungen nach MAR nicht. Sollte keine Deckungsgleichheit bestehen, kann Art. 2 Abs. 2 der DVO (EU) 2016/1055 nicht in Anspruch genommen werden.

Sofern das Veröffentlichungsprivileg greift, wird für die Veröffentlichung nach REMIT auf die im Merkblatt der Bundesnetzagentur genannten Mindestanforderungen an eine effektive und rechtzeitige Veröffentlichung verwiesen. Darüber hinaus sollte – etwa in der Überschrift – kenntlich gemacht werden, dass es sich zusätzlich um eine Veröffentlichung gemäß Art. 17 Abs. 2 MAR handelt. Eine gesonderte Ausweisung des Kohlendioxidäquivalents kann unterbleiben, sofern in der MAR-Mitteilung mindestens genaue Angaben zur Dauer des Geschäftsvorfalles, des betroffenen Betriebsstoffes und der dadurch bedingten Einschränkung (beeinträchtigte Kapazität) erfolgen.

I.3.10.4.2. Delegation

Es ist denkbar, dass eine Insiderinformation, die bei einem einzelnen Teilnehmer entstanden ist, ggf. auch bei anderen Teilnehmern desselben Konzerns zu einer Insiderinformation führt (z.B. auf Konzernebene wird ein Wechsel von Brennstoffen beschlossen) oder die Frage, ob

⁷¹ Siehe hierzu auch ESMA Final Report Draft Technical Standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455), Rz. 188f.

einer Information Kursbeeinflussungspotenzial zukommt, nur an der Konzernspitze unter Berücksichtigung aller zugehörigen betrieblichen Anlagen beantwortet werden kann.

Adressat der Veröffentlichungspflicht ist der am Markt für Emissionszertifikate teilnehmende Inhaber der Zertifikate.⁷² Liegt in Bezug auf die relevanten Anlagen i. S. d. Art. 17 Abs. 2 MAR eine Insiderinformation vor, ist dieser somit für die Meldung verantwortlich. Der MAR lässt sich allerdings nicht entnehmen, dass diese Pflicht bei Erfüllung bestimmter Voraussetzungen nicht delegiert werden dürfte. Ein entsprechendes Verbot scheint auch nach Sinn und Zweck nicht geboten.

Damit dürfte es im Grundsatz zulässig sein, dass eine Tochtergesellschaft, die Zertifikate besitzt und deren Anlagen in relevanter Weise betroffen sind, die Veröffentlichungspflicht auf die Konzernmutter delegiert. Dabei dürfte dann auch unerheblich sein, ob die Konzernmutter selbst Marktteilnehmerin ist oder nicht. Da das Mutterunternehmen aber nicht originäre Adressatin des Art. 17 Abs. 2 MAR ist, muss dieses bei der Veröffentlichung dann klarstellen, für wen es diese Veröffentlichungspflicht erfüllt. Liegen Insiderinformationen für mehrere (Tochter-)Gesellschaften vor, sind auch mehrere Mitteilungen zu veröffentlichen. Delegiert werden kann lediglich die tatsächliche Veröffentlichung; dies darf allerdings nicht dazu führen, dass nur eine zusammenfassende Mitteilung für mehrere Normadressaten veröffentlicht wird. Daneben bleibt aber auch in diesem Fall bei Verstößen ggf. eine eigene Verantwortlichkeit der Tochter bestehen.

I.3.11 Sprache

Die Regelungen über die Sprache, in der die Veröffentlichung vorzunehmen ist, ergeben sich aus § 3b WpAV. Besonderer Bedeutung kommen dabei drei Fallgestaltungen zu:

1. Sind Wertpapiere eines Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland nach § 2 Abs. 13 WpHG der Herkunftsstaat ist, lediglich zum Handel an einem organisierten Markt im Inland zugelassen, so ist nach § 3b Abs. 2 Satz 1 WpAV die Information in deutscher Sprache zu veröffentlichen. Sind die Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt im Inland und in einem oder mehreren anderen Mitgliedstaaten der EU oder in einem oder mehreren anderen Vertragsstaaten des EWR zugelassen, so ist die Information in deutscher oder englischer Sprache und nach Wahl des Emittenten in einer Sprache, die von den zuständigen Behörden der betreffenden Mitgliedstaaten der EU oder der betreffenden Vertragsstaaten des EWR akzeptiert wird, oder in englischer Sprache zu veröffentlichen.

⁷² ACER führt im Hinblick auf die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 4 REMIT aus: "The obligation to disclose inside information lies with the market participant according to Article 4(1) of REMIT. The disclosure obligation relates not only to inside information in respect of the market participant's own business or facilities, but also to inside information of the market participant's parent undertaking or related undertaking. In addition, the disclosure obligation is not only related to inside information in respect of business or facilities which the market participant or the respective undertakings own(s) or control(s), but also in respect of business or facilities for whose operational matters the market participant or respective undertaking is responsible, either in whole or in part. The obligation to disclose inside information does not apply to a person or a market participant who possesses inside information in respect of another market participant's business or facilities, in so far as that owner of this inside information is not a parent or related undertaking. Notwithstanding this, persons holding information in such circumstances will need to consider their compliance with Article 3 and in particular whether they hold such information as one of the persons listed in Article 3(2)", vgl. ACER Guidance on the application of REMIT. Updated 4th Edition. (abrufbar unter https://acer.europa.eu/Official_documents/Other%20documents/4th%20Edition%20ACER%20Guidance%20REMIT.pdf).

2. Ein Inlandsemittent i. S. d. § 2 Abs. 14 Nr. 2 WpHG muss die Information gemäß § 3b Abs. 3 WpAV in deutscher oder in englischer Sprache veröffentlichen. Ein Emittent, der seinen Sitz im Inland hat und dessen Wertpapiere nicht im Inland, sondern in mehr als einem anderen Mitgliedstaat der EU oder Vertragsstaat des EWR zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, hat die Information nach seiner Wahl in einer von den zuständigen Behörden der betreffenden Mitgliedstaaten der EU oder der betreffenden Vertragsstaaten des EWR akzeptierten Sprache oder in englischer Sprache zu veröffentlichen; er kann sie zusätzlich auch in deutscher Sprache veröffentlichen.
3. Emittenten, deren Sitz im Ausland ist, oder Emittenten, für die die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat nach § 2 Abs. 13 Nr. 2 Buchst. a) WpHG ist oder die bei der BaFin einen Prospekt in englischer Sprache für die Wertpapiere, auf die sich die Information bezieht, hinterlegt haben, können nach § 3b Abs. 1 WpAV die Veröffentlichung ausschließlich in englischer Sprache vornehmen.

Weiterhin bestehen Besonderheiten bei Emittenten, die Finanzinstrumente mit einer Mindeststückelung von 100.000 bzw. 50.000 Euro oder einem entsprechenden Gegenwert zugelassen haben, vgl. § 3b Abs. 4 und 5 WpAV.

Gemäß § 3b Abs. 6 WpAV gilt das oben beschriebene Sprachregime auch für MTF- und OTF-Emittenten sowie für Teilnehmer am Emissionszertifikatemarkt.

Bei Veröffentlichungen der Insiderinformation in verschiedenen Sprachen ist das Gebot der Unverzögerlichkeit zu beachten.

§ 3b WpAV enthält jedoch keine Vorgabe dazu, in welcher Sprache die Befreiungsmitteilung zu übermitteln ist. Zur Wahrung des Unmittelbarkeitsgebotes in Art. 17 Abs. 4 letzter Unterabs. MAR akzeptiert die BaFin bei denjenigen Emittenten, die zu einer ausschließlich englischsprachigen Veröffentlichung der Insiderinformation berechtigt sind, die unverzügliche Übermittlung der Selbstbefreiungsentscheidung in englischer Sprache. Eine deutsche Übersetzung kann sodann nachgereicht werden.

I.3.12 Übermittlung an das Unternehmensregister

Die veröffentlichten Insiderinformationen sind unverzüglich nach – nicht jedoch vor – der Veröffentlichung dem Unternehmensregister zu übermitteln, vgl. § 26 Abs. 1 WpHG. Diese Übermittlung ersetzt jedoch nicht die Veröffentlichung nach Art. 17 MAR, sondern tritt ergänzend zu diesen Pflichten hinzu.

Nähere Informationen sind unter <http://www.unternehmensregister.de> verfügbar.

I.3.13 Sanktionen bei Pflichtverletzungen

Pflichtverletzungen bei der Vorabinformation der BaFin oder im Zusammenhang mit der Mitteilung an das Unternehmensregister können mit einem Bußgeld von bis zu 200.000 Euro geahndet werden, vgl. § 120 Abs. 1 Nr. 2 und 3 i. V. m. § 120 Abs. 24, 2. Alt. WpHG.

Vorsätzliche oder leichtfertige Pflichtverletzungen bei der Veröffentlichung können mit einem Bußgeld von bis zu einer Million Euro geahndet werden (§ 120 Abs. 15 Nr. 6 bis 11 i. V. m. Abs. 18 Satz 1 WpHG). Gegenüber juristischen Personen darf ein höheres Bußgeld verhängt werden. Dieses darf aber den höheren Betrag zwischen 2,5 Millionen Euro und zwei Prozent des Gesamtumsatzes des vorangegangenen Geschäftsjahrs nicht überschreiten (§ 120 Abs. 15 Nr. 6 bis 11 i. V. m. Abs. 18 Satz 2 Nr. 2 WpHG). Möglich ist auch Gewinnabschöpfung bis zur 3-fachen Höhe des Gewinns/vermiedenen Verlustes (§ 120 Abs. 5 Nr. 6 bis 11 i. V. m. Abs. 18 Satz 3 und 4 WpHG).

Eine Pflichtverletzung liegt insbesondere vor, wenn die Mitteilung oder Veröffentlichung

- nicht,
- nicht richtig,
- nicht vollständig,
- nicht in der vorgesehenen Weise oder
- nicht rechtzeitig

erfolgt.

Die BaFin macht darüber hinaus bestimmte Maßnahmen und Sanktionen, die sie wegen Verstößen gegen Verbote und Gebote im Zusammenhang mit Art. 17 MAR erlassen hat, auf ihrer Webseite bekannt, § 125 WpHG.⁷³

I.4. Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen

Durch die seit 3. Juli 2016 unmittelbar anwendbare Verordnung MAR wurde ein einheitlicher europäischer Rechtsrahmen für das Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen geschaffen. Die Verbote sind in Art. 14 i. V. m. Art 8 MAR geregelt. Art. 14 Buchst. a) MAR verbietet es jedermann, Insidergeschäfte zu tätigen bzw. zu versuchen Insidergeschäfte zu tätigen. Außerdem ist es nach Art. 14 Buchst. b) MAR verboten, Dritten Insidergeschäfte zu empfehlen oder sie dazu zu verleiten. Schließlich ist nach Art. 14 Buchst. c) MAR auch die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen verboten. Die alten Regelungen in § 14 WpHG a.F. wurden aufgehoben. Durch das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz (kurz: 2. FiMaNoG) wurde das WpHG u.a. neu strukturiert und nummeriert.

Daneben wurde die das Strafrecht harmonisierende Richtlinie 2014/57/EU – Marktmissbrauchsrichtlinie (kurz: CRIM-MAD) erlassen. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Richtlinie mit dem Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetz (kurz: 1. FiMaNoG) in deutsches Recht umgesetzt.

I.4.1 Behandlung von Altfällen⁷⁴

Auch vor dem 3. Juli 2016 begangene und noch nicht rechtskräftig abgeurteilte Verstöße gegen das Verbot des Insiderhandels sind weiterhin strafbar. Maßgeblich sind gemäß § 137 WpHG die zum Zeitpunkt der Tat geltenden Regelungen. Für Altfälle sind das die Regelungen zum Verbot des Insiderhandels nach § 14 WpHG a.F. und deren Strafbarkeit nach §§ 38, 39 WpHG a.F.

Durch die Neufassung der §§ 38 Abs. 3 Nr. 1, 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG durch das 1. FiMaNoG zum 2. Juli 2016 ist es nicht zu einer Ahnungslücke gekommen. Bei den neu gestalteten Straf- und Bußgeldvorschriften handelt es sich um sog. Straßblankette, die mittels eines statischen Verweises auf die einschlägigen MAR-Vorschriften in der Fassung vom 16. April 2014 Bezug nehmen. Die Bezugnahmen auf die Vorschriften der MAR führten dazu, dass diese bereits vor ihrer unmittelbaren Anwendbarkeit ab dem 2. Juli 2016 durch den Bundesgesetzgeber für (mit)anwendbar erklärt wurden. Solche statischen Verweisungen sind verfassungsrechtlich unbedenklich und verstoßen auch nicht gegen das Bestimmtheitsgebot, da sowohl die Verweis- als auch die Bezugsnormen ordnungsgemäß verkündet wurden und

⁷³ Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/7852642>.

⁷⁴ Vergleiche auch Abschnitt III.3 bzgl. Marktmanipulation.

für jeden vorhersehbar war, welches Verhalten verboten und mit Strafe bzw. Geldbuße bedroht ist.

Diese Rechtsauffassung wurde durch den Bundesgerichtshof (BGH)⁷⁵ und das Bundesverfassungsgericht (BVerfG)⁷⁶ ausdrücklich bestätigt.

I.4.2 Verbot des Tätigens von Insidergeschäften

Gemäß Art. 14 Buchst. a) i. V. m Art. 8 MAR ist das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu verboten. Die neue Regelung stellt nicht mehr nur auf den Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers ab, sondern erfasst nunmehr auch die Stornierung oder Änderungen eines Auftrages.

Art. 8 MAR definiert dabei den Begriff des Insidergeschäfts. Nach Art. 8 Abs. 1 Satz 1 MAR liegt ein solches vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert.

I.4.2.1 Erwerb oder Veräußerung

Für den Erwerb oder die Veräußerung ist es wie auch nach den alten Regelungen des WpHG irrelevant, ob der Insider die Papiere für sich selbst oder für einen anderen im fremden Namen für fremde Rechnung oder im eigenen Namen für fremde Rechnung (also als unmittelbarer oder mittelbarer Stellvertreter oder Kommissionär) erwirbt oder veräußert.

Erwerb und Veräußerung liegen bereits bei einem wirksam zustande gekommenen Verpflichtungsgeschäft vor. Ein tatsächlicher Eigentums- oder Rechtspositionswechsel muss noch nicht erfolgt sein. Voraussetzung ist allerdings, dass durch den geschlossenen Vertrag eine gesicherte Erwerbs- oder Veräußerungsposition begründet wird. Eine solche gesicherte Position liegt beispielsweise bei Ausführung einer Order vor.

Unter Erwerb und Veräußerung fallen neben dem klassischen Kaufvertrag auch Wertpapierpensionsgeschäfte als Geschäfte, bei denen ein Wertpapier bei gleichzeitiger Vereinbarung eines Termins für den Rückkauf verkauft wird. Auch die Wertpapierleihe, die ihrem Wesen nach ein Sachdarlehen ist, fällt unter den Verbotstatbestand, weil auch bei der Wertpapierleihe das Eigentum an den Wertpapieren gegen ein vereinbartes Entgelt auf den Entleiher übergeht. Dieser kann damit uneingeschränkt über die entliehenen Papiere verfügen; er ist lediglich verpflichtet, dem Verleiher Wertpapiere gleicher Art und Güte zurückzugeben.

Ein gesetzlicher Erwerb, dem keine Entscheidung des Erwerbers vorangeht, beispielsweise der Erwerb von Todes wegen gemäß § 1922 BGB, stellt hingegen kein Insidergeschäft dar. Auch die Schenkung oder Verpfändung von Wertpapieren ist kein Insidergeschäft.

Gleiches gilt für die nur bedingte Übertragung von Insiderpapieren. Voraussetzung ist allerdings, dass die aufschiebende oder auflösende Bedingung (§ 158 BGB) an eine Willenserklärung des Vertragspartners geknüpft ist. Denn in diesem Fall ist das Geschäft für den Insider noch nicht derart abgeschlossen, dass er den Gewinn vertraglich abgesichert hätte. Dies ist bei der aufschiebenden Bedingung erst dann der Fall, wenn der Vertragspartner eine entsprechende Willenserklärung abgegeben hat. Liegt hingegen eine auflösende Bedingung vor, hat der Insider den Gewinn erst dann vertraglich abgesichert, wenn der Vertragspartner keine Möglichkeit mehr hat, von der auflösenden Bedingung Gebrauch zu machen (zum Beispiel wegen Zeitablaufs).

⁷⁵ BGH, Beschluss vom 10.01.2017 – 5 StR 532/16.

⁷⁶ BVerfG, Beschluss vom 03.05.2018 – 2 BvR 463/17.

I.4.2.2 Stornierung und Änderung eines Auftrags

Die Stornierung oder Änderung eines Auftrags in Bezug auf ein Finanzinstrument, auf das sich die Informationen beziehen, gilt als Insidergeschäft, wenn der Auftrag vor Erlangen der Insiderinformationen erteilt wurde, Art. 8 Abs. 1 Satz 2 MAR. Eine Stornierung ist dabei die vollständige Streichung einer Order, eine Änderung jede andere Modifizierung der Order.

I.4.2.3 Versteigerungen von Emissionszertifikaten oder anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten

In Bezug auf Versteigerungen von Emissionszertifikaten oder anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010⁷⁷ schließt die Nutzung von Insiderinformationen nach Art. 8 Abs. 1 Satz 3 MAR auch die Übermittlung, Änderung oder Zurücknahme eines Gebots durch eine Person für eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten ein.

I.4.2.4 Maßgeblicher Zeitpunkt der Kenntnis

Der Insider muss im Zeitpunkt der Ordererteilung Kenntnis von der Insiderinformation haben. Erteilt der Marktteilnehmer hingegen ohne Kenntnis der Insiderinformation eine verbindliche Order, so verwendet er auch dann keine Insiderinformation, wenn er vor Ausführung der Order Kenntnis von der Insiderinformation erlangt. Hier ändert sich im Vergleich zur alten Rechtslage nichts.

Vom Insiderhandelsverbot ausgenommen sind somit Geschäfte, zu denen sich jemand vor Kenntnis der Insiderinformation verpflichtet hat, auch wenn diese Geschäfte erst später ausgeführt werden. Dies gilt auch bei Aufgabe einer Dauerorder, bei der die Kenntnis der Insiderinformation erst nach Aufgabe der Dauerorder besteht. Hier besteht - wie auch nach Aufgabe einer Einzelorder - keine Pflicht, die (nächste) Orderausführung zu stornieren. Im Gegenteil, in Kenntnis einer Insiderinformation kann nach der MAR gerade dieses Stornieren strafbar sein (vgl. Abschnitt III 1.1.3)

Ähnlich sind auch Mitarbeiterprogramme zu bewerten. Werden dem Mitarbeiter nach Ablauf des Programms „automatisch“ die Aktien oder Optionen in sein Depot eingebucht oder die Gewinne aus dem virtuellen Optionsprogramm überwiesen, so handelt der Mitarbeiter im Moment der Gutschrift nicht i. S. d. Art. 14 Buchst. a) MAR. Selbst wenn er in diesem Moment die Insiderinformation besäße, wäre dies für das Verbot von Insidergeschäften unbeachtlich. Anders ist dies für den Zeitpunkt der Teilnahme an einem Aktienprogramm zu beurteilen. Verfügt ein Mitarbeiter im Zeitpunkt der Abgabe der Teilnahmeerklärung über eine Insiderinformation und ist diese zumindest Teil seiner Motivation, an dem Programm teilzunehmen, verwendet er die Insiderinformation i. S. d. Art. 8 Abs. 1 Satz 1 MAR.

Da der überwiegende Teil der Belegschaft eines Unternehmens in der Regel nicht mit Insiderinformationen in Berührung kommt, erscheint es entbehrlich, die Mitarbeiter bei Zeichnung ihres Mitarbeiterbeteiligungsprogramms gesondert, etwa mit einem Merkblatt, auf das Verbot von Insidergeschäften hinzuweisen. Anders ist der Fall für Mitglieder der Organe und der Entscheidungsträger im Unternehmen zu werten, die aufgrund ihrer Tätigkeit regelmäßig mit Insiderinformationen in Berührung kommen. Hier kann ein Hinweis auf Art. 14 Buchst. a) MAR anlässlich des Zeichnungsangebots sinnvoll sein.

⁷⁷ Verordnung Nr. 1031/2010 der Kommission vom 12. November 2010 über den zeitlichen und administrativen Ablauf sowie sonstige Aspekte der Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikaten gemäß der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft.

I.4.2.5 Nutzung von Insiderinformationen

Der Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers erfüllt nur dann den Verbotstatbestand, wenn Insiderinformationen genutzt werden. Der Insider nutzt Insiderinformationen, wenn er in Kenntnis der Information handelt und dabei die Information in sein Handeln mit einfließen lässt. Das Insiderhandelsverbot zielt darauf ab, ungerechtfertigte Vorteile des Insiders zum Nachteil Dritter, die die Insiderinformationen nicht kennen, zu verhindern.

I.4.2.5.1 Grundsatz – Unterstellte Nutzung

Erwägungsgrund 24 Satz 1 und Satz 2 der MAR bestimmt, dass wenn eine juristische oder natürliche Person im Besitz von Insiderinformationen Finanzinstrumente, auf die sich diese Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert bzw. zu erwerben oder zu veräußern versucht, unterstellt werden soll, dass diese Person diese Informationen genutzt hat. Damit wird grundsätzlich die Vermutung aufgestellt, dass derjenige, der von einer Insiderinformation Kenntnis hat und in einem entsprechenden Insiderpapier handelt, diese Insiderinformation auch genutzt hat. Mit dieser Bestimmung hat der Gesetzgeber die Entscheidung des EuGH im sog. Spector-Urteil⁷⁸ gesetzlich kodifiziert. In diesem hatte der EuGH entschieden, dass der Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten durch einen Handelsteilnehmer, der Kenntnis von einer Insiderinformation hat, die Vermutung dafür begründet, dass die Insiderinformation genutzt wurde (sog. Spector-Regel).

I.4.2.5.2 Widerlegung der gesetzlichen Vermutung

Während also grundsätzlich vermutet wird, dass die Informationen genutzt und daher mit dem Erwerb oder der Veräußerung von Insiderpapieren oder aber mit der Stornierung oder Änderung einer Order Insidergeschäfte getätigt wurden, sieht Art. 9 MAR Ausnahmen vor, bei deren Vorliegen die Vermutung als widerlegt gilt. Liegen die Voraussetzungen des Art. 9 MAR vor, ist bereits nicht von einer Nutzung der Insiderinformation auszugehen, sodass diesen ein tatbestandsausschließender Charakter zukommt. Zusätzlich zu den gesetzlich fixierten Ausnahmen können weiterhin auch andere unbenannte Fälle eine legitime Handlung darstellen (vgl. Abschnitt I.4.2.5.2.2).

Anregung:

Dabei ist zu beachten, dass ein Insider grundsätzlich stets den Nachweis erbringen kann, dass im konkreten Fall das Vorhandensein der Insiderinformation nicht kausal für die Transaktionsentscheidung war. Hilfreich ist dem Zusammenhang, wenn der Insider die Gründe für sein Handeln entsprechend dokumentiert.

I.4.2.5.2.1 Legitime Handlungen nach Art. 9 MAR

I.4.2.5.2.1.1 Angemessene und wirksame interne Regelungen und Verfahren

Eine erste Ausnahme besteht für juristische Personen gemäß Art. 9 Abs. 1 MAR bei Vorliegen angemessener und wirksamer interner Regelungen und Verfahren gegen Insiderhandel.

Dafür muss die juristische Person ein System installieren, durch welches sichergestellt wird, dass weder die natürliche Person, die im Auftrag der juristischen Person den Beschluss gefasst hat, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, auf die sich die

⁷⁸ EuGH, Urt. vom 23.12.2009 – C 45/08.

Informationen beziehen, noch irgendeine andere natürliche Person, die diesen Beschluss in irgendeiner Weise beeinflusst haben könnte, im Besitz der Insiderinformationen gewesen ist.

Unter den Voraussetzungen von Art. 9 Abs. 1 MAR wird das Wissen um Insiderinformationen von Mitarbeitern der juristischen Person also dann nicht zugerechnet, wenn bei dieser gewisse organisationsrechtliche Vorkehrungen getroffen wurden, durch die ein Zugang zu Insiderinformationen für Personen unterbunden wird, die mit Finanzinstrumenten handeln oder Einfluss hierauf haben.

Bei der Formulierung „Besitz“ handelt es sich nicht um den in der deutschen Rechtsordnung verwendeten Begriff im Sinne der §§ 854 ff. BGB, sondern um die Kenntnis der Insiderinformation. Mit juristischen Personen sind im europäischen Marktmissbrauchsrecht die Körperschaften des öffentlichen Rechts und des Privatrechts (d. h. vor allem AG, KGaA, GmbH, Genossenschaft und eingetragener Verein), öffentlich-rechtliche Anstalten und Stiftungen sowie Personengesellschaften, die selbst Träger von Rechten und Pflichten sein können (vor allem OHG, KG, PartG und Außen-GbR), gemeint. Für juristische Personen des öffentlichen Rechts ist allerdings die Einschränkung des Anwendungsbereichs der MAR gemäß Art. 6 zu beachten. Hiernach gilt die Verordnung nicht für Maßnahmen im Rahmen der Geldpolitik, der Staatsschuldenverwaltung und der Klimapolitik der dort genannten juristischen Personen.

Durch die Forderung nach angemessenen und wirksamen internen Regelungen und Verfahren gibt die MAR der juristischen Person den Aufbau von Compliance-Strukturen im Allgemeinen auf, die auch aktiv durchgesetzt werden müssen. Notwendig ist vor allem der Einsatz von Personen, die für die Einhaltung der Regelungen sorgen, damit diese Wirksamkeit erlangen können. Mit den Regelungen muss der Informationsfluss so gesteuert werden, dass die Entscheidungen der Handel treibenden Personen nicht durch Insiderinformationen beeinflusst werden. Zudem muss die Compliance-Struktur so ausgestaltet sein, dass der Informationsfluss im Nachhinein nachvollzogen werden kann.

Art. 9 Abs. 1 MAR gibt lediglich das Ziel angemessener und wirksamer Regelungen und Verfahren vor, überlässt die konkrete Ausgestaltung des Systems jedoch der einzelnen juristischen Person. Für die Beurteilung der Angemessenheit und die Wirksamkeit kommt es auf eine Abwägung zwischen der Gefahr bzw. dem drohenden Ausmaß von Insiderdelikten und den zur Abwehr erforderlichen Maßnahmen an. Maßgeblich sind die konkreten Umstände des Einzelfalles. Aus Sicht der BaFin sind dabei unter anderen der Tätigkeitsbereich bzw. die Größe und Komplexität des Unternehmens zu berücksichtigen. Je umfassender das Unternehmen bspw. mit dem Handel von Finanzinstrumenten befasst ist und je größer und komplexer seine Struktur ist, desto höher ist auch die abstrakte Gefahr von Insiderhandel, so dass entsprechend höherer Aufwand zu betreiben ist, um den Anforderungen von Art. 9 Abs. 1 MAR zu genügen.

Als angemessene und wirksame interne Regelungen werden von der BaFin zumindest folgende Maßnahmen angesehen:

- Informationsbarrieren (sog. „Chinese Walls“)

Das kann zum Beispiel durch räumliche Trennung, Zugangsbegrenzungen oder eine entsprechende Organisation der Kommunikation erfolgen. Möglich sind etwa die Untersagung der Kontaktaufnahme mit verschiedenen Mitarbeitern, die Aufzeichnung von Telefongesprächen sowie die Archivierung von E-Mails. Zudem ist darauf zu achten, dass es nicht durch einen Abteilungswechsel von Mitarbeitern zu einer Weitergabe von Insiderinformationen kommt.

- Beobachtungslisten (sog. „Watch Lists“) sowie Sperrlisten (sog. „Restricted Lists“)

Auf einer Beobachtungsliste können die potenziellen Insiderinformationen gesammelt werden, auf den Sperrlisten können Finanzinstrumente aufgeführt werden, durch deren Handel gegen das Insiderhandelsverbot verstoßen werden kann.

- Handelsverbote für die Personen, die trotz aller Maßnahmen von Insiderinformationen erfahren.

Zusätzlich dürfen die für die juristische Person mit dem Handel von Finanzinstrumenten befassten natürlichen Personen von dieser nicht dazu beeinflusst werden, Finanzinstrumente, auf die sich die Insiderinformationen beziehen, zu veräußern oder zu erwerben.

I.4.2.5.2.1.2 Market-Maker oder zugelassene Gegenpartei

Die Vermutungsregel für die Nutzung einer Insiderinformation gilt des Weiteren nicht für Market-Maker und Personen, die als Gegenpartei für die Finanzinstrumente zugelassen sind (Art. 9 Abs. 2 Buchst. a) MAR). Market-Maker sind Personen, die an den Finanzmärkten auf kontinuierlicher Basis ihre Bereitschaft anzeigen, durch den An- und Verkauf von Finanzinstrumenten unter Einsatz des eigenen Kapitals Handel für eigene Rechnung zu von ihnen gestellten Kursen zu betreiben (Art. 3 Abs. 1 Nr. 30 MAR i. V. m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFiD II)).

Der Begriff der „Gegenpartei“ ist in der MAR nicht definiert. Gemeint sind hier die zentralen Gegenparteien i. S. v. Art. 2 Nr. 1 der VO (EU) Nr. 648/2012 (EMIR)⁷⁹. Dies sind juristische Personen, die zwischen die Gegenparteien der auf einem oder mehreren Märkten gehandelten Kontrakte treten und somit als Käufer für jeden Verkäufer bzw. als Verkäufer für jeden Käufer fungieren. Da diesen kein Gestaltungsspielraum zukommt, können Insiderinformationen für die durch sie getätigten Geschäfte nicht kausal werden.

Wären Market-Maker durch die Kenntnis handelsbezogener Insiderinformationen am Handel gehindert, könnten sie ihre Aufgabe nicht mehr sinnvoll erfüllen, denn als Market-Maker sind sie verpflichtet, während der Handelszeit Quotes bzw. Taxen zu stellen. Um ihre Funktion als Liquiditätsgeber am Kapitalmarkt dennoch zu gewährleisten, sieht Art. 9 Abs. 2 Buchst. a) MAR eine Bereichsausnahme vom Insiderhandelsverbot vor.

Der Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten, auf die sich diese Informationen beziehen, müssen jedoch rechtmäßig im Zuge der normalen Ausübung ihrer Funktion als Market-Maker oder Gegenpartei für das betreffende Finanzinstrument erfolgt sein. Ob das fragliche Geschäft noch im Rahmen der normalen Ausübung der Funktion als Market-Maker erfolgt, wird vor allem durch die Börsenordnung und die weiteren Regelungen des jeweiligen Handelsplatzes bestimmt. Nicht mehr von der Ausnahme gedeckt sind jedenfalls Geschäfte, in denen der Market-Maker aufgrund einer Insiderinformation außergewöhnlich aktiv geworden ist und sein eigenes Gewinninteresse seine Rolle zur Sicherung der Funktionsfähigkeit der Märkte überwiegt. Dies kann im Einzelfall insbesondere am Handelsvolumen zu beurteilen sein. Nicht von der Bereichsausnahme umfasst sind weiterhin eindeutig von der MAR verbotene Tätigkeiten, wie z.B. die als „Frontrunning“ bezeichnete Praxis, Eigengeschäfte in Kenntnis von Kundenaufträgen zu tätigen (Erwägungsgrund 30 Satz 2 der MAR).

I.4.2.5.2.1.3 Personen, die zur Ausführung von Orders zugelassen sind

Gemäß Art. 9 Abs. 2 Buchst. b) MAR wird zudem auch dann nicht von der Nutzung einer Insiderinformation ausgegangen, wenn das Geschäft von einer Person getätigt wird, die zur Ausführung von Aufträgen für Dritte zugelassen ist und wenn der Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten dazu dient, einen Auftrag rechtmäßig im Zuge der

⁷⁹ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

normalen Ausübung der Beschäftigung, des Berufs oder der Aufgaben dieser Person auszuführen. Die Ausnahme ist vor allem für Kreditinstitute relevant. Das Geschäft wird in diesem Fall nicht aufgrund von Insiderwissen getätigt, sondern lediglich, weil ein Auftrag erteilt wurde. Dabei ist es notwendig, dass eine Verpflichtung zur Ausführung des Auftrags bestand.

Beispiel:

Vermögensverwalter V wurde von dem Kunden K verbindlich beauftragt, Aktien des Emittenten E zu erwerben. V führt diesen Auftrag aus, wobei V über Insiderwissen bzgl. E verfügt.

Unter die Ausnahme fällt die ausführende Person jedoch nur, wenn das Geschäft im Zuge der normalen Ausübung ihrer Aufgaben zustande gekommen ist. Dies ist dann der Fall, wenn sich das Insiderwissen nicht auf die Ausführung des Auftrags niedergeschlagen hat, das Geschäft also auch dann in dieser Form zustande gekommen wäre, wenn der Person keine Insiderinformationen zur Verfügung gestanden hätten.

Diese Voraussetzung ist nur dann erfüllt, wenn dem Finanzmarktakteur kein Ermessen zukommt, weil der Kunde die Konditionen bereits mit der Auftragserteilung bestimmt hat.

Beispiel:

Börsenhändler B wurde von dem Kunden beauftragt, Aktien aus der Automobilbranche zu erwerben. B erwirbt Aktien des Emittenten E, welcher in der Automobilbranche tätig ist, wobei B über Insiderwissen von E verfügt.

In dem Beispiel kommt dem Börsenhändler ein Ermessen zu. Sein Auftrag beschränkt sich lediglich auf eine Branche und nicht auf einen einzelnen Emittenten. In diesem Fall ist Art. 9 Abs. 2 Buchst. b) MAR nicht einschlägig und daher von einem Nutzen der Insiderinformation auszugehen.

I.4.2.5.2.1.4 Erfüllung einer Verpflichtung

Wird ein Geschäft getätigt, welches der Erfüllung einer rechtlichen fälligen Verpflichtung oder Regulierungsaufgabe dient, die vor dem Erhalt der Insiderinformation entstanden ist, wird gemäß Art. 9 Abs. 3 Buchst. b) MAR ebenfalls nicht angenommen, dass die Insiderinformation genutzt wurde. In diesem Fall fehlt es an der Kausalität zwischen der Kenntnis der Insiderinformation und dem Entschluss zur Ordererteilung, da die Verpflichtung vor Erhalt der Insiderinformation entstanden ist. Die Verpflichtung muss zudem im Zeitpunkt des fraglichen Geschäfts auch fällig sein. Die Fälligkeit richtet sich dabei nach der Rechtsordnung, die dem Insidergeschäft zugrunde liegt. Als eingrenzendes Merkmal muss das Geschäft jedoch weiterhin in gutem Glauben und nicht zur Umgehung des Verbots von Insidergeschäften durchgeführt worden sein. Andere Beweggründe als die Erfüllung der fraglichen Verpflichtung dürfen dem Geschäft daher nicht zugrunde liegen. Auch wenn dem Verpflichteten bei der Erfüllung ein Ermessensspielraum zukommt, ist Art. 9 Abs. 3 MAR nicht einschlägig.

Beispiel:

Am 3. Januar 2019 leiht sich Aktionär A 100 Wertpapiere des Emittenten E, die er am 10. Januar 2019 zurückgegeben muss, und verkauft diese sodann. Er erlangt am 10. Januar 2019 kurz vor Handelsschluss Insiderinformationen und erwirbt danach 100 Wertpapiere des Emittenten E.

A musste seiner Verpflichtung zur Rückgabe nachkommen und hierfür die Wertpapiere erwerben, so dass er sich in diesem Fall auf Art. 9 Abs. 3 MAR berufen kann.

Bereits aus dem Wortlaut der Vorschrift „wenn diese Person ein Geschäft zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten tätigt“ ergibt sich, dass die zu erfüllende

Verpflichtung in Erwerb oder Veräußerung eines Finanzinstruments bestehen muss. Die Erfüllung mittelbarer Verpflichtungen, wie die Begleichung einer Geldschuld, ist dagegen nicht von der Ausnahme erfasst.

Beispiel:

Am 30. Januar 2019 erlangt Aktionär A Insiderinformationen bezüglich des Emittenten E. Um seine bereits zuvor bestehenden Steuerschulden zu begleichen, verkauft A am 31. Januar 2019 Aktien des E.

I.4.2.5.2.1.5 Unternehmensübernahme oder -zusammenschluss

Gemäß Art. 9 Abs. 4 MAR wird die Nutzung einer Insiderinformation ebenfalls nicht vermutet, wenn diese im Zuge der Übernahme eines Unternehmens oder eines Unternehmenszusammenschlusses auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots erworben wurde und die Insiderinformation ausschließlich genutzt wurde, um den Unternehmenszusammenschluss oder die Übernahme auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots weiterzuführen.

Unter Unternehmensübernahme ist der Erwerb von Aktien oder sonstigen Wertpapieren zu verstehen, die Stimmrechte in der Zielgesellschaft verleihen (vgl. Art. 2 Abs. 1 Buchst. a) der Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote vom 21. April 2004 bzw. § 29 WpÜG). Hierunter fallen sowohl freiwillige Übernahmeangebote als auch Pflichtangebote gemäß § 35 Abs. 2 WpÜG. Der Begriff des Unternehmenszusammenschlusses erfasst jede Form der Unternehmensverbindung, bei der aus zwei oder mehreren Unternehmen eine Wirtschaftseinheit entsteht.

Ob die Insiderinformation vor oder nach dem Übernahmeangebot erlangt wurde, ist irrelevant. Die so erlangten Insiderinformationen dürfen jedoch nur zu dem Zweck genutzt werden, die Übernahme bzw. den Zusammenschluss fortzuführen. Sog. alongside purchases sind von der Ausnahme daher nicht gedeckt.

Abweichend von den Grundsätzen, die in der Spector-Entscheidung des EuGH aufgestellt wurden, verlangt die MAR zusätzlich, dass sämtliche Insiderinformationen zum Zeitpunkt der Genehmigung des Unternehmenszusammenschlusses oder der Annahme des Angebotes durch die Anteilseigner des betreffenden Unternehmens öffentlich gemacht worden sind oder auf andere Weise ihren Charakter als Insiderinformationen verloren haben. Dies entspricht auch der Rechtsauffassung der BaFin zur alten Rechtslage, wonach die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots erst möglich sein sollte, nachdem alle relevanten Insiderinformationen durch eine Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht worden waren. Hierdurch wird gewährleistet, dass die Informationsasymmetrie zwischen dem Bieter und den Aktionären beseitigt wird und sämtliche Insiderinformationen in den Preis des Finanzinstruments einfließen können. Der Bieter kann dann durch die Kenntnis der Insiderinformation keinen ungerechtfertigten Sondervorteil erlangen.

Nicht von Art. 9 Abs. 4 MAR erfasst ist der Fall, in dem eine übernehmende Gesellschaft während einer Due-Diligence-Prüfung von Insiderinformationen Kenntnis erlangt, die negativ für die zu übernehmende Gesellschaft sind und die Übernahme trotzdem erfolgt. Hier muss allerdings die Kausalität der Kenntnis für die Übernahme verneint werden, sodass aus diesem Grunde keine Nutzung vorliegt.

I.4.2.5.2.1.6 Umsetzung eines eigenen Entschlusses

Ebenfalls als eine legitime Handlung wird es angesehen, wenn lediglich ein Entschluss zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten umgesetzt wird (Art. 9 Abs. 5 MAR). Der Ausnahme liegt der Umstand zugrunde, dass bereits der eigene Entschluss, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, eine Insiderinformation darstellen kann. Die Anwendung der Vermutungsregel würde daher zu dem nicht gewollten Ergebnis führen, dass vermutet werden müsste, derjenige, der in Kenntnis des eigenen Erwerbsentschlusses

handelt, habe die Information über den eigenen Entschluss genutzt. Um zu verhindern, dass die Person in diesem Fall durch das Insiderhandelsverbot an der Ausführung dieses Entschlusses gehindert wird, sieht Art. 9 Abs. 5 MAR für diesen Fall eine gesetzliche Ausnahme von der Vermutungsregel vor.

Nicht erfasst sind sämtliche anderen selbst geschaffenen inneren Tatsachen, wie beispielsweise der Entschluss, anderen Handelsteilnehmern bestimmte Finanzinstrumente zum Kauf zu empfehlen.

In den Anwendungsbereich der Ausnahme fällt zudem nur der Handel aufgrund eigener Entschlüsse. Der Handel in Kenntnis fremder Erwerbs- oder Veräußerungsentschlüsse kann daher unter das Verbot des Insiderhandels fallen.

Beispiel:

A beschließt, den Aktionären des Emittenten E ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten. B erfährt von diesem Entschluss und erwirbt daraufhin selbst Aktien des E.

Bedient sich eine Person zur Ausführung eines eigenen Entschlusses jedoch eines Dritten und wird dieser ausschließlich auf Rechnung derjenigen Person tätig, die den Entschluss gefasst hat, findet Art. 9 Abs. 5 MAR analoge Anwendung.

Beispiel:

B beschließt, Aktien des Emittenten E zu erwerben und beauftragt den C mit der Durchführung des Erwerbs auf Rechnung des B.

Da B unter die Ausnahme des Art. 9 Abs. 5 MAR fallen würde, wenn er seinen Entschluss selbst umsetzte, erscheint es sachgerecht, auch dann vom Vorliegen der Ausnahme auszugehen, wenn B die Umsetzung auf eine dritte Person auslagert.

I.4.2.5.2.1.7 Keine Ausnahme bei rechtswidrigem Grund

Art. 9 Abs. 6 MAR gibt vor, dass die zuständige Behörde trotz des Vorliegens einer der in Art. 9 Abs. 1 bis Abs. 5 MAR geregelten Ausnahmetatbestände einen Verstoß gegen das Verbot von Insidergeschäften feststellen kann, wenn sich hinter den betreffenden Handelsaufträgen, Geschäften oder Handlungen ein rechtswidriger Grund verbirgt.

Die Formulierung „rechtswidriger Grund“ wird nicht näher definiert. Aus dem Telos der Vorschrift folgt jedoch, dass ein solcher vorliegt, wenn die betreffende Person mit dem Geschäft einen Sondervorteil gegenüber dem Anlegerpublikum aufgrund eines privilegierten Informationszugangs realisiert hat und das Geschäft somit gegen die den Insidervorschriften zugrundeliegende Wertung verstößt. Dies ist zumindest dann der Fall, wenn ein Insidergeschäft planmäßig und willentlich unter den genannten Ausnahmen verdeckt wird.

I.4.2.5.2.2 Weitere Ausnahmen

Die Nutzung einer Insiderinformation kann nach den im Spector-Urteil des EuGH entwickelten Grundsätzen auch dann entfallen, wenn die in Art. 9 MAR geregelten Fälle nicht einschlägig sind. Eine Nutzung der Insiderinformation kann somit grundsätzlich dann verneint werden, wenn die Handlung die Integrität des Finanzmarkts nicht beeinträchtigt und das Vertrauen der Anleger nicht erschüttert. Von der BaFin sind zumindest die folgenden Fallgruppen anerkannt:

I.4.2.5.2.2.1 Keine Kausalität zwischen der Kenntnis der Information und der Entscheidung

An der Kausalität fehlt es, wenn das Geschäft auch ohne die Kenntnis der Insiderinformation zu demselben Zeitpunkt, in demselben Umfang und zu denselben Konditionen durchgeführt worden wäre. In diesem Fall schlägt sich die Insiderinformation nicht in der auf das Geschäft

folgenden Kursbewegung nieder, sodass die Integrität des Kapitalmarkts nicht beeinträchtigt wird.

Beispiel:

Am 30. Januar erlangt A Kenntnis von einer Insiderinformation. Um seine Steuerschulden zu begleichen, verkauft A am nächsten Tag alle Aktien des Emittenten E. Es bestand dabei keine Möglichkeit für A, die Schulden auf anderem Wege zu begleichen. Auch ohne die Insiderinformation hätte A die Aktien daher an jenem Tag in demselben Umfang veräußern müssen.

Beispiel:

Die Bank B verwertet ein ihr als Sicherheit für ein Geschäft dienendes Finanzinstrument als Sicherheit in Kenntnis einer Insiderinformation.

An der Kausalität fehlt es ebenfalls, wenn der Entschluss zum Tätigen der Geschäfte bereits vor Erlangung der Insiderinformation getroffen wurde und diese Geschäfte hiernach nur in Ausführung dieses Masterplans durchgeführt werden (Masterplan-Theorie). Weicht der Insider von dem vorher getroffenen Entschluss nicht ab, so handelt er zwar in Kenntnis einer Insiderinformation, nutzt diese jedoch nicht. Entscheidend ist dabei, dass der zuvor aufgestellte Masterplan dem Investor keinen Ermessensspielraum hinsichtlich der durchzuführenden Geschäfte belässt.

Um Beweisschwierigkeiten in einem etwaigen nachfolgenden Straf- oder Verwaltungsverfahren zu vermeiden, empfiehlt es sich, sowohl den Masterplan als auch die diesem Plan entsprechende Umsetzung möglichst genau zu dokumentieren.

Relevant wird die Masterplan-Theorie zum Beispiel beim Stakebuilding, also dem sukzessivem Auf- oder Abbau einer Beteiligung, welches ausdrücklich nicht von Art. 9 Abs. 4 MAR erfasst wird (vgl. Art. 9 Abs. 4 MAR a.E.).

Beispiel:

A fasst den Plan, eine Beteiligung von 10 Prozent am Emittenten E aufzubauen. Durch eine mit Einverständnis des E durchgeführte Due-Diligence-Prüfung erlangt A positive Insiderinformationen bezüglich E. Gemäß dem zuvor gefassten Plan baut A anschließend eine Beteiligung in Höhe von 10 Prozent auf.

Erlangt der Investor nach Aufstellung des Plans negative Insiderinformationen und nimmt daher von den geplanten Geschäften Abstand, handelt es sich dennoch nicht um verbotenen Insiderhandel, da vom Insiderhandelsverbot nur das Tätigen von Geschäften sowie das Ändern bzw. Stornieren von Aufträgen, nicht aber das Absehen von der Erteilung einer Order erfasst wird.

I.4.2.5.2.2.2 Keine Auswirkungen des Insiderwissens auf den Preis

Die Integrität des Kapitalmarkts ist auch dann nicht beeinträchtigt, wenn die Insiderinformation zwar kausal für den Entschluss war, das Geschäft durchzuführen, diese aber letztlich keine Auswirkungen auf den Preis hatte. Dies ist zumindest immer dann der Fall, wenn eine staatliche Preiskontrolle, wie etwa in gesetzlich vorgeschriebenen Abfindungsfällen besteht (z.B. §§ 305, 320b AktG und § 207 Umwandlungsgesetz (UmwG)). Da das Erfordernis einer angemessenen Abfindung die Einbeziehung der Insiderinformation in diese verlangt, kann auch hier der Insider keinen Sondervorteil erlangen.

I.4.2.5.2.2.3 Keine Auswirkung des Informationsvorsprungs auf die Konditionen des Insidergeschäfts

Die Insiderinformation hat auch dann keine Auswirkungen auf das getätigte Geschäft, wenn beide Parteien der Transaktion die Insiderinformation kennen. Dies ist oftmals bei außerhalb der Börse stattfindenden Face-to-Face-Transaktionen der Fall. Da hier beide Parteien im Besitz

der Insiderinformation sind, ist das Prinzip der informationellen Chancengleichheit unter den Beteiligten nicht verletzt. Der Sondervorteil der Insiderinformation kann sich in diesem Fall nicht einseitig auf die Konditionen des Geschäfts niederschlagen.

I.4.3 Verbot des Empfehens und der Verleitung

Art. 14 Buchst. b) MAR verbietet die Empfehlung sowie das Verleiten zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren auf der Grundlage von Insiderinformationen. Das Verbot bezieht sich auf die Konstellation, in der der Insider, ohne selbst zu handeln oder die Insiderinformation offenzulegen, so auf einen Dritten einwirkt, dass dieser Handlungen begeht, die als Insiderdelikt zu qualifizieren wären, wenn sie vom Insider selbst ausgeführt würden. Erfasst wird damit insbesondere die Situation, in der der Dritte nicht weiß, dass die Empfehlung oder Verleitung auf der Grundlage einer Insiderinformation vorgenommen wurde. Das Empfehlungs- und Verleitungsverbot soll damit die Umgehung des Insiderhandelsverbots verhindern und stellt einen Vorfeldtatbestand dar. Er soll die Gefahr reduzieren, dass sich Marktteilnehmer wie Insider verhalten.

Die Weitergabe einer Insiderinformation ist demgemäß zur Erfüllung des Tatbestands nicht erforderlich. Genau wie bei Art. 8 Abs. 1 MAR muss der Täter, also derjenige, der verleitet oder empfiehlt, selbst jedoch in Kenntnis einer Insiderinformation agieren. Dabei begründet die Kenntnis auch hier die Vermutung, dass die Empfehlung oder Verleitung auf der Grundlage der Insiderinformation erfolgte.

Gegenstand der Empfehlung oder des Verleitens kann nur der Erwerb bzw. die Veräußerung (Art. 8 Abs. 2 Buchst. a) MAR) oder die Stornierung sowie die Änderung eines Auftrags (Art. 8 Abs. 2 Buchst. b) MAR) sein. Das Empfehlen oder Verleiten, einen Auftrag, eine Änderung oder eine Stornierung zu unterlassen, ist vom Wortlaut hingegen nicht erfasst.

Der Tatbestand ist vollendet, wenn dem Dritten die Empfehlung oder das Verleiten tatsächlich zugänglich gemacht wurde. Die Erklärung muss hierfür so in den Machtbereich des Empfängers gelangt sein, dass die Möglichkeit der Kenntnisnahme durch diesen besteht. Nicht erforderlich ist es hingegen, dass der Dritte den Auftrag, die Stornierung oder die Änderung tatsächlich auch durchführt bzw. die Empfehlung oder Verleitung überhaupt zur Kenntnis nimmt.

I.4.3.1 Verleiten

Zum Erwerb oder zur Veräußerung verleitet, wer den Willen des anderen durch beliebige Mittel mit dem Ziel beeinflusst, diesen zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten bzw. zur Änderung oder Stornierung eines diesbezüglichen Auftrags zu bewegen. Ausreichend ist es, wenn der Insider einem Dritten den Kauf oder Verkauf eines Insiderpapiers indirekt nahe legt. Ein kommunikativer Kontakt mit dem Verleiteten ist nicht erforderlich.

Davon zu trennen ist die Frage, ob der Verleitete durch die Befolgung des „Rats“ selbst Insiderhandel begeht. Hier kommt es darauf an, ob er durch den Insider auch eine Insiderinformation erhalten hat und sich ihrer Qualität als Insiderinformation bewusst war.

I.4.3.2 Empfehlen

Eine Empfehlung ist die Erklärung eines Insiders, in welcher dieser den Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten oder die Stornierung oder Änderung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrumente als für den Adressaten vorteilhaft bezeichnet und ihm die Vornahme des Geschäfts anräth. Die Empfehlung stellt damit einen speziellen Unterfall des Verleitens dar. In Abgrenzung zu Art. 10 Abs. 2 MAR, der auch die Weitergabe von fremden Empfehlungen unter bestimmten Voraussetzungen verbietet, ist von Art. 8 Abs. 2 MAR nur die Abgabe einer eigenen Empfehlung erfasst.

Ob durch eine Aussage tatsächlich eine Transaktion angeraten wird oder es sich lediglich um eine generelle positive Aussage über ein Unternehmen handelt, ist durch Auslegung zu ermitteln. Eine Empfehlung liegt demnach vor, wenn die objektive Auslegung ergibt, dass der Insider den Empfänger zu einem Handeln oder Unterlassen in Bezug auf ein Finanzinstrument bewegen wollte.

I.4.3.3 Verbot der Nutzung von Empfehlungen und Verleitungen

Über Art. 8 Abs. 3 MAR wird der Tatbestand des Insidergeschäfts so erweitert, dass hierunter auch die Nutzung von Empfehlungen oder Verleitungen zu fassen sind, wenn der Empfänger weiß oder wissen sollte, dass diese auf Insiderinformationen beruhen. Auch hierdurch soll verhindert werden, dass sich Marktteilnehmer wie Insider verhalten. Der Empfänger muss daher nicht selbst über eine Insiderinformation verfügen.

Die Empfehlung oder Verleitung wird genutzt, indem der Empfänger Finanzinstrumente erwirbt oder veräußert bzw. einen Auftrag über Finanzinstrumente ändert oder storniert. Die Empfehlung oder Verleitung muss weiterhin auf einer Insiderinformation beruhen und der Empfänger muss zudem Kenntnis von der Empfehlung oder Verleitung haben.

Anders als bei normalen Insidergeschäften kann die Nutzung indes nicht aufgrund der Kenntnis der Empfehlung oder Verleitung vermutet werden. Ein Nutzen liegt daher nur dann vor, wenn das Geschäft kausal auf die Empfehlung oder Verleitung zurückgeführt werden kann.

I.4.4 Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen

Durch das Offenlegungsverbot nach Art. 14 Buchst. c) MAR soll die Zahl der Personen begrenzt werden, die Kenntnis von Insiderinformationen haben, um hierdurch die Gefahr verbotenen Insiderhandels zu reduzieren. Es handelt sich daher um einen das Insiderhandelsverbot unterstützenden Vorfeldtatbestand.

I.4.4.1 Offenlegung

Der Tatbestand kann sowohl durch die unmittelbare Weitergabe als auch durch das Ermöglichen der Kenntnisnahme von der Insiderinformation und somit sowohl durch aktives Tun als auch durch Unterlassen erfüllt werden. Einer Garantenstellung bedarf es hierzu nicht, da es sich um ein echtes Unterlassungsdelikt handelt. Damit ändert sich inhaltlich zu der nach alter Rechtslage verwendeten Formulierung der „Weitergabe“ grundsätzlich nichts.

Die Insiderinformation ist offengelegt, wenn der Empfänger in die Lage versetzt wird, sich ohne wesentliche Schwierigkeiten Kenntnis von der Insiderinformation zu verschaffen. Die Insiderinformation muss dabei durch den Empfänger aber nicht tatsächlich wahrgenommen bzw. als solche erkannt werden.

Nicht unter das Tatbestandsmerkmal „Offenlegung“ fällt die öffentliche Bekanntgabe einer Insiderinformation (vgl. Erwägungsgrund 49 der MAR), da die Information hierdurch ihre Qualität als Insiderinformation verliert. Durch die öffentliche Bekanntgabe wird der Kreis der Insider nicht erweitert, sondern auf null reduziert, sodass das Prinzip des gleichberechtigten Informationszugangs, welches auch dem Offenlegungsverbot zu Grunde liegt, nicht verletzt wird. Der Tatbestand ist weiterhin nicht vollendet, wenn die Insiderinformation dem Empfänger bereits bekannt war, da auch hier der Kreis der Insider nicht erweitert und die Gefahr verbotenen Insiderhandels somit nicht erhöht wird. In Betracht kommt in diesem Fall aber gegebenenfalls ein strafbarer Versuch.

Der Adressatenkreis des Offenlegungsverbots entspricht demjenigen des Insiderhandelsverbots (vgl. Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR, der auf Art. 8 Abs. 4 MAR

verweist). Damit sind Primär- und Sekundärinsider gleichermaßen erfasst, wobei letztere nur dann unter das Verbot fallen, wenn sie wissen oder wissen müssten, dass es sich um eine Insiderinformation handelt.

I.4.4.2 Unrechtmäßig

Vom Verbot ist nur die unrechtmäßige Offenlegung umfasst, welche in Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR negativ definiert ist. Danach ist die Offenlegung grundsätzlich unrechtmäßig, sofern diese nicht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung bzw. eines Berufs oder im Zuge der normalen Erfüllung von Aufgaben geschieht. Der europäische Gesetzgeber hat hiermit dem Umstand Rechnung getragen, dass in bestimmten Fällen ein berechtigtes Interesse an der Offenlegung von Insiderinformationen bestehen kann. Da die MAR die Rechtmäßigkeit der Offenlegung lediglich generalklauselartig regelt, kann diese nur unter Rückgriff auf das nationale Recht beurteilt werden.

I.4.4.2.1 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder bei der normalen Erfüllung von Aufgaben

Eine rechtmäßige Offenlegung liegt vor, wenn diese im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben erfolgt.⁸⁰

Im Grundsatz ist die Rechtmäßigkeit der Offenlegung durch eine Abwägung des Offenlegungsinteresses des Insiders mit dem Interesse des Marktes auf Eindämmung von Insiderinformationen zu ermitteln, welche anhand einer Verhältnismäßigkeitsprüfung zu erfolgen hat. Unter Berücksichtigung des Umstands, dass jede Verbreitung von Insiderinformationen die Gefahr von Insiderhandel vergrößern kann, sind die Ausnahmen vom Offenlegungsverbot dabei im Allgemeinen eng auszulegen.

Die Offenlegung von Insiderinformationen ist daher nur zur Verfolgung eines legitimen Zwecks rechtmäßig, d.h. mit der Offenlegung muss ein rechtlich zulässiger Zweck verfolgt werden. Die Offenlegung muss darüber hinaus in einem engen Zusammenhang mit der Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs bzw. mit der Erfüllung der Aufgabe stehen und hierfür erforderlich sein. Rechtmäßig ist die Offenlegung daher nur dann, wenn die Kenntnis anderer Personen von der Insiderinformation zur Erreichung des Zwecks erforderlich ist, d.h. dieser Zweck nicht durch eine mildere, die Gefahr des Insiderhandels nicht erhöhende Maßnahme erreicht werden kann. Insbesondere ist die Offenlegung auf diejenige Anzahl an Personen zu beschränken, deren Kenntnis erforderlich ist, um den mit der Offenlegung verfolgten Zweck zu erreichen (sog. Need-to-know-Prinzip).

Im Rahmen der Angemessenheit muss das Offenlegungsinteresse das Interesse des Marktes, die Verbreitung von Insiderinformationen einzudämmen, schließlich überwiegen. In die Abwägung ist als Kriterium insbesondere das konkrete Risiko des verbotenen Insiderhandels bzw. der verbotenen Empfehlung oder Verleitung aufgrund der Offenlegung der Insiderinformation einzustellen. Weiterhin sind die Kursrelevanz sowie die Verlässlichkeit des Empfängers zu berücksichtigen. Zu Gunsten einer rechtmäßigen Offenlegung kann es sich beispielsweise auswirken, wenn Maßnahmen zur Eindämmung des Informationsflusses, wie etwa Verschwiegenheitsvereinbarungen, ergriffen werden. Ebenfalls berücksichtigungsfähig kann sein, ob die Weitergabe der Informationen unter ausdrücklichem Hinweis auf deren Charakter als Insiderinformation und damit einhergehende rechtliche Konsequenzen erfolgte.

⁸⁰ Zu beachten ist in diesem Zusammenhang die ggf. vorhandene Veröffentlichungspflicht der Insiderinformation nach Art. 17 Abs. 8 MAR, vgl. Abschnitt I.3.2.2.4 und I.3.3.1.4.

I.4.4.2.2 Rechtmäßige Offenlegung im Rahmen von gesetzlichen Verpflichtungen

Ferner ist die Offenlegung rechtmäßig, wenn sie im Rahmen einer gesetzlichen Verpflichtung erfolgt. Hierzu zählen insbesondere gesetzliche Mitteilungspflichten wie die Pflicht zur Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen (Art. 17 MAR) oder von Stimmrechtsanteilen an einer börsennotierten Gesellschaft (§ 33 WpHG).

Die gesetzliche Norm muss dem Verbot der Offenlegung von Insiderinformationen vorangehen, d.h. sie muss ihrem Inhalt nach zur Offenlegung von Insiderinformationen verpflichten. Sofern dies nicht ausdrücklich normiert ist, ist dies mittels Auslegung zu beurteilen. Dem Offenlegungsverbot kommt insbesondere dann Vorrang zu, wenn die Offenlegungspflicht ausdrücklich unter dem Vorbehalt besonderer Geheimhaltungsinteressen des Weitergebenden steht (z.B. § 106 Abs. 2 S. 1 Betriebsverfassungsgesetz (BetrVG)).

Die Offenlegungspflicht muss dabei gesetzlich vorgegeben und nicht privatautonom vereinbart sein. Andernfalls würde das Verbot zur Disposition der Vertragsparteien gestellt. Weiterhin sind auch bloße Obliegenheiten für sich genommen nicht ausreichend, die Weitergabe von Insiderinformationen zu legitimieren, da sie keine Pflicht zur Informationsweitergabe enthalten. Die Offenlegung kann jedoch weiterhin aufgrund einer Abwägung nach den oben erläuterten Maßstäben rechtmäßig sein.

I.4.4.2.3 Sonderfall: Offenlegung gegenüber Behörden

Die Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Behörden durch den betroffenen Marktteilnehmer wird regelmäßig rechtmäßig gemäß Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR sein, wenn es sich bei der Offenlegung um eine Obliegenheit im Rahmen eines Genehmigungs- oder sonstigen behördlichen Entscheidungsverfahrens handelt, in dem der offenlegende Marktteilnehmer Beteiligter ist.

Außerhalb eines Genehmigungs- oder sonstigen behördlichen Entscheidungsverfahrens wird die Offenlegung durch den betroffenen Marktteilnehmer gegenüber Behörden dann regelmäßig rechtmäßig gemäß Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR sein, wenn ein aufsichtsrechtliches Verhältnis vorliegt und die Offenlegung gegenüber der Behörde zur ordnungsgemäßen Beaufsichtigung des die Insiderinformation betreffenden Unternehmens erforderlich erscheint.

Regelmäßig rechtmäßig wird gemäß Art. 10 Abs. 1 Hs. 2 MAR in beiden Konstellationen in diesem Rahmen die Offenlegung innerhalb der verwaltungsrechtlichen Aufsichtsstrukturen auch gegenüber übergeordneten Instanzen der Behörde sein. Dies gilt sowohl durch die Offenlegung durch die beaufsichtigte Behörde als auch für die Offenlegung durch den Marktteilnehmer selbst.

Zu beachten ist immer, ob die Behörde und ihre Mitarbeiter einem vertraglichen oder gesetzlichen Verschwiegenheitsgebot unterfallen. Denn ohne eine solche Verschwiegenheitspflicht wäre die Insiderinformation zeitgleich gemäß Art. 17 MAR zu veröffentlichen, da in diesem Fall die Voraussetzungen für einen Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR nicht (mehr) gegeben wären.

I.4.4.2.4 Offenlegung einer Empfehlung oder Verleitung

Nach Art. 10 Abs. 2 MAR gilt auch die Weitergabe einer Empfehlung oder Verleitung i. S. d. Art. 8 Abs. 2 MAR als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen, wenn die weitergebende Person weiß oder wissen sollte, dass die Empfehlung oder Verleitung auf einer Insiderinformation beruht. In Abgrenzung zu Art. 8 Abs. 2 MAR handelt es sich bei Art. 10 Abs. 2 MAR um die Weitergabe einer fremden Empfehlung oder Verleitung. Der Täter muss dabei nicht notwendigerweise selbst über Insiderinformationen verfügen.

Der Begriff der Weitergabe ist dabei synonym mit dem Begriff der Offenlegung gemäß Art. 10 Abs. 1 MAR zu verstehen. Die Empfehlung oder Verleitung ist daher weitergegeben, wenn der Empfänger in die Lage versetzt wird, sich ohne wesentliche Schwierigkeiten Kenntnis von dieser zu verschaffen.

I.4.5 Sanktionen

Der Gesetzgeber unterscheidet bei Verstößen gegen Art. 14 MAR zwischen Straftaten (§ 119 Abs. 2 und 3 WpHG) und Ordnungswidrigkeiten (§ 120 Abs. 14 WpHG).

I.4.5.1 Straftaten

I.4.5.1.1 Grundsatz: Strafbarkeit bei vorsätzlicher Begehung

§ 119 Abs. 1, Abs. 3 WpHG stellt den Insiderhandel unter Strafe. Über einen Verweis auf Art. 14 MAR werden alle dort genannten Tatvarianten nach deutschem Recht unter Strafe gestellt. So sind sowohl das eigenständige Tätigen von Insidergeschäften (§ 119 Abs. 3 Nr. 1 WpHG) als auch das Empfehlen oder Verleiten hierzu (§ 119 Abs. 3 Nr. 2 WpHG) sowie das unbefugte Offenlegen von Insiderinformationen (§ 119 Abs. 3 Nr. 3 WpHG) strafbar.

Der Gesetzgeber hat bei der Ahnung von Insidergeschäften keinen Unterschied hinsichtlich des Strafmaßes getroffen. Daher werden alle Insidergeschäfte gleichermaßen mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe bestraft.

Eine strafrechtliche Sanktionierung wegen einer fahrlässigen Begehung ist nicht vorgesehen (siehe aber sogleich Abschnitt I.4.2), daher kann eine solche nur bei vorsätzlichem Handeln erfolgen (§ 15 StGB). Der Täter handelt vorsätzlich, wenn er erkennt, dass es sich bei der in Rede stehenden Transaktion um ein Geschäft mit Insiderpapieren handelt, er eine Insiderinformation verwendet und es ihm auf den Erwerb oder die Veräußerung der Insiderpapiere bzw. auf die Stornierung der Order ankommt.

Der Vorsatz muss die Tatsache umfassen, dass die Information noch nicht öffentlich bekannt ist. Der Täter muss darüber hinaus in der Vorstellung handeln, dass diese Information bei ihrem Bekanntwerden geeignet wäre, den Preis des Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen. Dabei reicht es aus, dass der Täter die Umstände erkannt hat, die die Insiderinformation ausmachen und dass er ein Preisbeeinflussungspotenzial ernsthaft für möglich hält. Nicht erforderlich ist hingegen, dass der Täter das Preisbeeinflussungspotenzial präzise einschätzen kann.

Gemäß § 119 Abs. 4 WpHG ist weiterhin auch der Versuch sämtlicher Insiderdelikte unter Strafe gestellt. Nach § 22 StGB ist das Versuchsstadium erreicht, wenn der Täter nach seiner Vorstellung von der Tat unmittelbar zur Tatbestandsverwirklichung ansetzt, d.h. wenn er eine Handlung vornimmt, die im Falle eines ungestörten Geschehensablaufs nach seiner Vorstellung ohne wesentliche Zwischenschritte in die Tatbestandsverwirklichung münden wird.

Im Falle des Insiderhandels kann das unmittelbare Ansetzen jedenfalls mit der Platzierung der Order bzw. der Stornierung bejaht werden. Hinsichtlich des Offenlegungs- sowie des Empfehlungs- und Verleitungsverbots ist auf den Zeitpunkt abzustellen, in dem der Täter die Information auf den Weg zum Adressaten bringt und dabei den weiteren Geschehensablauf aus der Hand gibt.

I.4.5.1.2 Besonderheit: Strafbarkeit beim Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten

Besonders strafrechtlich sanktioniert ist gemäß § 119 Abs. 1, 2 WpHG ein Verstoß gegen die MAR bei dem Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten. Die Vorschrift ist insofern lex specialis zu § 119 Abs. 3 WpHG. Der Anwendungsbereich ist eröffnet, wenn ein Treibhausgasemissionszertifikat gemäß der Richtlinie 2003/87/EG⁸¹ vorliegt. Gemäß § 119 Abs. 2 Nr. 1 WpHG ist es unter Strafe gestellt, im Rahmen einer Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikaten vorsätzlich ein Gebot unter Nutzung von Insiderinformationen einzustellen, zu ändern oder zurückzuziehen.

Gemäß § 119 Abs. 7 WpHG ist auch die leichtfertige Tatbegehung i. S. d § 119 Abs. 2 Nr. 1 WpHG strafbar. Das Strafmaß ist in diesem Fall auf Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe reduziert.

§ 119 Abs. 2 Nr. 2 WpHG wiederum stellt parallel zu § 119 Abs. 3 WpHG ein insiderrechtliches Empfehlungs- und Verleitungsverbot (§ 119 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. a) WpHG) sowie ein insiderrechtliches Offenlegungsverbot (§ 119 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. b) WpHG) in Bezug auf Treibhausgasemissionen auf. Strafbar ist hier nur die vorsätzliche Tatbegehung.

Im Unterschied zu § 119 Abs. 3 WpHG gilt § 119 Abs. 2 Nr. 2 WpHG jedoch nur für die dort genannten Primärsider gemäß Art 38 Abs. 1 Unterabs. 2 VO (EU) 1031/2010.

I.4.5.2 Ordnungswidrigkeitstatbestände

Wird eine nach § 119 Abs. 3 WpHG unter Strafe gestellte Handlung, nämlich das eigenständige Tätigen von Insidergeschäften, das Empfehlen oder Verleiten hierzu sowie das unbefugte Offenlegen von Insiderinformationen, nur leichtfertig begangen, handelt es sich gemäß § 120 Abs. 14 WpHG um eine Ordnungswidrigkeit. Leichtfertig handelt, wer die Sorgfalt außer Acht lässt, zu der er nach den besonderen Umständen des Falls und seinen persönlichen Fähigkeiten verpflichtet ist, obwohl sich ihm aufdrängen musste, dass dadurch der Tatbestand verwirklicht wird. Die Ordnungswidrigkeit hat die Qualität einer Auffangfunktion. Lässt sich nicht abschließend feststellen, ob vorsätzlich oder nur leichtfertig gehandelt wurde, kann die Tat als Ordnungswidrigkeit geahndet werden.

Zusätzlich erweitert § 120 Abs. 5 WpHG das Verbot von Insidergeschäften durch die Einführung von weiteren Ordnungswidrigkeitstatbeständen bei Insiderdelikten im Bereich des Handels mit Treibhausgasemissionszertifikaten:

- § 120 Abs. 5 Nr. 1 Buchst. a) WpHG regelt die vorsätzliche oder leichtfertige Weitergabe von Insiderinformationen durch eine Person im Sinne von Art. 40 VO (EU) Nr. 1031/2010 entgegen Art. 39 Buchst. a) VO (EU) Nr. 1031/2010. Personen im Sinne von Art. 40 VO (EU) Nr. 1031/2010 sind dabei alle Personen, die über Insiderinformationen verfügen, sofern sie wissen oder wissen müssten, dass es sich um Insiderinformationen handelt.
- § 120 Abs. 5 Nr. 1 Buchst. b) WpHG sanktioniert die vorsätzliche oder leichtfertige Empfehlung oder Verleitung einer anderen Person durch eine Person im Sinne von Art. 40 VO (EU) Nr. 1031/2010 zu einer Einstellung, Änderung oder Zurückziehung eines Gebotes entgegen Art. 39 Buchst. b) VO (EU) Nr. 1031/2010.
- Gemäß § 120 Abs. 5 Nr. 2 WpHG stellt weiterhin die vorsätzlich oder leichtfertig fehlende, falsche, unvollständige oder nicht rechtzeitige Übermittlung der Insiderliste entgegen Art. 42 Abs. 1 Satz 2 oder Satz 3 VO (EU) 1031/2010 eine

⁸¹ Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Oktober 2003 über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft und zur Änderung der Richtlinie 96/61/EG des Rates.

Ordnungswidrigkeit dar. Nach Art. 42 Abs. 1 VO (EU) Nr. 1031/2010 sind die Auktionsplattform, der Auktionator sowie die Auktionsaufsicht jeweils zur Aufstellung einer Insiderliste verpflichtet, die regelmäßig auf den neuesten Stand zu bringen und den dort genannten Behörden zu übermitteln ist.

- § 120 Abs. 5 Nr. 3 WpHG regelt die vorsätzlich oder leichtfertig fehlende, falsche oder nicht innerhalb von fünf Werktagen vorgenommene Unterrichtung entgegen Art. 42 Abs. 2 VO (EU) 1031/2010. Hierbei handelt es sich um die Pflicht von Personen, die bei einer Auktionsplattform, beim Auktionator oder bei der Auktionsaufsicht Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie in enger Beziehung zu ihnen stehender Personen, die nach Art. 42 Abs. 1 VO (EU) 1031/2010 zuständige einzelstaatliche Behörde über Gebote, die sie auf eigene Rechnung für Auktionsobjekte, deren Derivate oder andere damit verbundene Finanzinstrumente eingestellt, geändert oder zurückgezogen haben, zu unterrichten.
- Zuletzt stellt gemäß § 120 Abs. 5 Nr. 4 WpHG auch die vorsätzlich oder leichtfertig fehlende, falsche, unvollständige oder nicht rechtzeitige Information der zuständigen Behörde des Mitgliedstaats entgegen Art. 42 Abs. 5 VO (EU) 1031/2010 eine Ordnungswidrigkeit dar. Danach ist jede in Art. 59 Abs. 1 VO (EU) 1031/2010 genannte Person, die den begründeten Verdacht hat, dass eine Transaktion ein Insidergeschäft darstellen könnte, verpflichtet, die zuständige Behörde des Mitgliedstaats unverzüglich zu informieren.

II. Eigengeschäfte von Führungskräften, Art. 19 MAR

II.1 Adressatenkreis

II.1.1 Emittentenbezug

Die Meldepflicht von Führungskräften bzw. der zu diesen in enger Beziehung stehenden Personen besteht bei Teilnehmern am Markt für Emissionszertifikate oder bei Emittenten (Art. 3 Abs. 1 Nr. 20 MAR) von Anteilen oder Schuldtiteln oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten, wenn für wenigstens einen Teil dieser Finanzinstrumente eines der folgenden Kriterien erfüllt ist:

- Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt (Art. 4 Abs. 1 Nr. 21 der Richtlinie 2014/65/EU) genehmigt,
- Antrag auf Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt ist beantragt,
- Handel nur auf einem multilateralen (Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 der Richtlinie 2014/65/EU) oder organisierten (Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 der Richtlinie 2014/65/EU) Handelssystem, sofern der Emittent die Zulassung zum Handel erhalten oder im Falle des Handels nur an einem multilateralen Handelssystem erhalten oder beantragt hat.

Vgl. dazu, was unter einem multilateralen oder organisierten Handelssystem zu verstehen ist und wann die Genehmigung des Handels durch den Emittenten vorliegt, vgl. Abschnitt I.3.2.2.1, dort 3. und 4. Absatz.

Meldungen nach Art. 19 MAR sind vom Emittenten oder vom Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate zu veröffentlichen (vgl. Abschnitt II.3).

Auch im Falle der Bestellung eines vorläufigen oder endgültigen Insolvenzverwalters bleibt der Emittent (vertreten durch den Vorstand) weiterhin der Adressat der Veröffentlichungspflicht. Der Insolvenzverwalter ist allerdings nach § 24 WpHG verpflichtet, die zur Erfüllung der Veröffentlichungspflicht erforderlichen Finanzmittel zur Verfügung zu stellen.

II.1.2 Meldepflichtige Personen

Die Meldepflicht erstreckt sich auf natürliche Personen, juristische Personen und sonstige Einrichtungen (meldepflichtige Person).

Die Meldepflicht besteht immer nur für die meldepflichtige Person, die das zu meldende Geschäft tätigt, auch wenn sich deren Meldepflicht von einer Führungskraft ableitet. Daraus ergibt sich, dass die Führungskraft nicht für die Meldungen der Personen, die zu ihr in enger Beziehung stehen, verantwortlich ist.

Die Meldepflicht umfasst den nachfolgend genannten Personenkreis.

II.1.2.1 Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen

Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen (Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR), sind:

- Mitglieder des Leitungsorgans (in der Regel der Vorstand),
- Mitglieder des Verwaltungsorgans,
- Mitglieder des Aufsichtsorgans,

- persönlich haftende Gesellschafter und
- sonstige Führungskräfte, die befugt sind, unternehmerische Entscheidungen des Emittenten zu treffen und regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben.

Welche Personen zu den sonstigen Führungskräften zählen, lässt sich nicht pauschal bestimmen, sondern ist in jedem Fall gesondert zu prüfen. Grundsätzlich ist jedoch nicht jede Führungskraft unterhalb des Vorstands meldepflichtig. Damit eine Meldepflicht entsteht, muss die Führungskraft unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven des Emittenten treffen können. Eine Meldepflicht entsteht nur dann, wenn die Führungskraft strategische Entscheidungen für das Gesamtunternehmen treffen kann. Spätestens sobald ein Zustimmungsvorbehalt des Vorstands besteht, ist die Person nicht meldepflichtig.

Die BaFin geht davon aus, dass bei Aktiengesellschaften, die nach deutschem Recht gegründet wurden, bzw. bei Gesellschaften, die über eine der deutschen Aktiengesellschaft entsprechende Organstruktur verfügen, nur sehr wenige Personen von dieser Regelung betroffen sein werden. Eine solche Rolle können Generalbevollmächtigte eines Emittenten oder Mitglieder eines sog. erweiterten Vorstands innehaben. Bei Aktiengesellschaften, die nach ausländischem bzw. europäischem Recht gegründet worden sind, und z.B. über einstufige Management- bzw. Board-Systeme verfügen, könnten sonstige Führungskräfte häufiger anzutreffen sein.

Es ist für die Meldepflicht nicht notwendig, dass die Führungskraft die Entscheidungen alleine treffen kann. Es reicht aus, wenn die Führungskraft Mitglied des Gremiums ist, das die Entscheidung trifft.

Nicht beim Emittenten, sondern bei Tochter- oder Muttergesellschaften bzw. konzernverbundenen Unternehmen tätige Personen zählen definitionsgemäß nicht zu den sonstigen Führungskräften, da die Norm nur auf die Personen abstellt, die bei dem Emittenten selbst Führungsaufgaben wahrnehmen. Dies gilt in der Regel auch für vom Mutterkonzern entsandte Führungskräfte. Führungskräfte der garantierenden Muttergesellschaft sind bei Geschäften mit garantierten Schuldverschreibungen der Tochtergesellschaft nur dann meldepflichtig, wenn die Führungskräfte der Garantiegeberin mit Blick auf die Tochtergesellschaft unter die Definitionen von Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 und 26 MAR subsumiert werden können, also z.B. selbst auch Organmitglieder der Tochtergesellschaft oder mit diesen in enger Beziehung stehende Personen sind.

Bei einer Schuldverschreibungen emittierenden GmbH ist auch das Mitglied eines Beirats, sofern dieser im konkreten Einzelfall Kompetenzen wie etwa ein Aufsichtsrat oder die Geschäftsführung wahrnimmt, eine „Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt“. Dies gilt ebenso für den (Allein)Gesellschafter in Form einer juristischen Person, wenn dieser Gesellschafter Kompetenzen wie ein Aufsichtsrat oder ein Geschäftsführer wahrnimmt.

Allein die Tatsache, dass eine sonstige Führungskraft in der Insiderliste des Emittenten aufgeführt wird, begründet noch keine Meldepflicht dieser Person nach Art. 19 MAR.

II.1.2.2 Natürliche Personen, die in enger Beziehung zu den Führungskräften stehen (Familienangehörige)

Meldepflichtig sind:

- Ehegatten oder eingetragene Lebenspartner

Die Meldepflicht besteht unabhängig davon, ob ein gemeinsamer Haushalt geführt wird. Auch getrennt lebende Ehegatten oder eingetragene Lebenspartner unterliegen solange der Meldepflicht, bis die Ehe geschieden oder die Lebenspartnerschaft aufgehoben wurde.

- Unterhaltsberechtignte Kinder

Meldepflichtig sind nur solche Kinder, denen gegenüber die Führungskraft zum Unterhalt verpflichtet ist. Ob tatsächlich Unterhalt geleistet wird, ist dabei nicht von Bedeutung. Die konkrete Unterhaltsverpflichtung richtet sich in Deutschland nach den entsprechenden Vorschriften des BGB (§§ 1601 ff. BGB).

Bei ausländischen Staatsangehörigen oder im Ausland ansässigen Personen kann sich die Unterhaltsverpflichtung aus einer ausländischen Rechtsordnung ergeben. Eine allgemein gültige und einfache Definition der Unterhaltsberechtigung lässt sich aus diesem Grunde nicht formulieren. Kinder unter 18 Jahren, die nicht berufstätig sind, und volljährige Kinder bis zum Ende der Schulausbildung bzw. der ersten Ausbildung werden in der Regel nach Art. 19 MAR meldepflichtig sein.

- Andere Verwandte, die zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr mit der Führungskraft im selben Haushalt leben.

Von der Vorschrift sind nur Verwandte i. S. d. § 1589 BGB erfasst. Das Kriterium desselben Haushaltes ist erfüllt, wenn eine Wohn- und Wirtschaftsgemeinschaft besteht. Die Meldepflicht besteht in diesen Fällen unabhängig vom Grad der Verwandtschaft. Kinder, die nicht unterhaltsberechtigt sind, aber noch im selben Haushalt leben, sind ebenfalls von der Meldepflicht erfasst.

II.1.2.3 Meldepflicht bei juristischen Personen und sonstigen Einrichtungen

Meldepflichtig sind:

- juristische Personen,
- treuhänderisch tätige Einrichtungen (z.B. Stiftungen),
- Personengesellschaften (auch Gesellschaften bürgerlichen Rechts),

wenn

- die Führungskraft oder eine natürliche Person in enger Beziehung zur Führungskraft in dieser Gesellschaft Führungsaufgaben (als Mitglied eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans oder als persönlich haftender Gesellschafter) wahrnimmt oder
- die Führungskraft oder eine natürliche Person in enger Beziehung zur Führungskraft
 - die Gesellschaft direkt oder indirekt kontrolliert oder
 - die Gesellschaft zu Gunsten einer solchen Person gegründet wurde oder
 - die wirtschaftlichen Interessen der Gesellschaft weitgehend denen einer solchen Person entsprechen.

Eine wörtliche Auslegung der oben genannten Punkte würde zu einer unverhältnismäßigen Ausweitung der Meldepflicht führen und den Zweck der Vorschrift verfehlen. Daher ist die Meldepflicht nach Art. 19 MAR unter Heranziehung der ESMA Q&A⁸² auf ihren eigentlichen Sinn – das Bestehen einer Mitteilungspflicht auch dann, wenn Geschäfte von mitteilungspflichtigen Führungspersonen über Gesellschaften getätigt werden - zu reduzieren.

Nach Ansicht der ESMA sollen Geschäfte von Gesellschaften nur dann eine Meldepflicht auslösen, wenn die Führungskraft oder eine mit ihr eng verbundene Person

⁸² ESMA Questions and Answers on the Market abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q7.7.

Führungsaufgaben in der anderen juristischen Person, der treuhänderisch tätigen Einrichtung oder in der Personengesellschaft wahrnimmt. Sie muss an der Entscheidung dieser Gesellschaften, Geschäfte in Finanzinstrumenten des Emittenten zu tätigen, teilhaben oder diese Entscheidung beeinflussen. Tun sie dies nicht, unterliegen juristische Personen und sonstige Einrichtungen nur dann der Meldepflicht, wenn die meldepflichtige natürliche Person diese juristische Person oder Einrichtung direkt oder indirekt kontrolliert, diese zu Gunsten der natürlichen Person gegründet wurde oder wenn die wirtschaftlichen Interessen der Gesellschaft weitgehend denen einer solcher natürlichen Person entsprechen.

Daraus ergibt sich Folgendes:

II.1.2.4 Reine Doppelmandate

Eine mit dem Emittenten nicht identische juristische Person, treuhänderisch tätige Einrichtung oder Personengesellschaft ist nicht allein deshalb meldepflichtig, weil eine Führungskraft des Emittenten auch Führungsaufgaben in dieser Einheit wahrnimmt (z.B. Aufsichtsratsmandat sowohl beim Emittenten als auch bei einer anderen Gesellschaft). Anders ist dies nach Ansicht der ESMA nur dann, wenn diese Einheit von der Führungskraft des Emittenten direkt oder indirekt kontrolliert wird, zu deren Gunsten gegründet wurde oder ihre wirtschaftlichen Interessen weitgehend denen der Führungskraft entsprechen.

II.1.2.5 Geschäfte von Emittenten

Sämtliche Geschäfte eines Emittenten sind nicht meldepflichtig. Hierunter fallen insbesondere seine Anlagebestands- und Handelsbestandstransaktionen sowie Geschäfte aufgrund von Rückkaufprogrammen. Die Einbeziehung der Emittenten als primäre Auslöser der Meldepflicht würde anderenfalls einen Zirkelschluss darstellen.

II.1.2.6 Geschäfte gemeinnütziger Gesellschaften und Einrichtungen

Gemeinnützige Einrichtungen unterliegen nicht der Meldepflicht, da die Führungskräfte und die Personen, die in enger Beziehung zu diesen Führungskräften stehen, aufgrund der Gemeinnützigkeit der Gesellschaft oder Einrichtung keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil aus der Gesellschaft oder Einrichtung erzielen können.

II.1.2.7 Geschäfte sonstiger Gesellschaften

Bei den sonstigen Gesellschaften richtet sich die Meldepflicht danach, ob die Führungskraft oder die natürliche Person, die zur Führungskraft in enger Beziehung steht, selbst durch den Erwerb von Finanzinstrumenten seitens dieser Gesellschaft wirtschaftlich profitieren kann und damit eine Umgehung vorliegt. Dieses Ergebnis ergibt sich aus der teleologischen Reduktion, die erforderlich ist, um Sinn und Zweck der Norm Rechnung zu tragen, nämlich nur die Geschäfte solcher Gesellschaften zu erfassen, bei denen für die natürliche Person eine Möglichkeit besteht, sich einen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil zu sichern. Ein solch nennenswerter wirtschaftlicher Vorteil kann z.B. dann erzielt werden, wenn die Führungskraft oder die natürliche Person, die zur Führungskraft in enger Beziehung steht, an der Gesellschaft mit mindestens 50 Prozent beteiligt ist, mindestens 50 Prozent der Stimmrechte an der Gesellschaft hält oder ihr mindestens 50 Prozent der Gewinne der Gesellschaft zugerechnet werden.

Aufgrund der Vielzahl der juristischen Gestaltungsmöglichkeiten können die zu einer Kontrolle führenden Tatbestände nicht abschließend aufgezählt werden. Im Regelfall dürfte eine Kontrolle jedoch vorliegen, wenn die Mehrheit der Stimmrechte oder Gesellschaftsanteile gehalten wird oder ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wurde (§ 1 Abs. 8 KWG analog i. H. m. § 290 HGB). Bei mehrstufigen

Gesellschaftsverhältnissen ist es für eine Meldepflicht notwendig, dass die Kontrollschwelle bei der potenziell meldepflichtigen Gesellschaft mittelbar oder unmittelbar durch die natürliche Person überschritten wird

- oder die Gesellschaft zu Gunsten der Führungskraft oder der zu ihr in enger Beziehung stehenden natürlichen Person gegründet wurde
- oder die wirtschaftlichen Interessen der Gesellschaft weitgehend denen der Führungskraft oder der zu ihr in enger Beziehung stehenden natürlichen Person entsprechen.

Dieses Kriterium ist z.B. erfüllt, wenn mehrere potenziell meldepflichtige Personen an einer Gesellschaft beteiligt sind und diese nur bei Zusammenrechnung der Anteile die Möglichkeit haben, sich einen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil zu sichern. Bei mehrstufigen Gesellschaftsverhältnissen ist es für eine Meldepflicht notwendig, dass die Kontrollschwelle bei der potenziell meldepflichtigen Gesellschaft mittelbar oder unmittelbar durch die natürliche Person überschritten wird. Ein weiteres Anwendungsbeispiel ist ein für die Führungskraft oder für die zu dieser in enger Beziehung stehenden natürlichen Person aufgelegter Spezialfonds.

II.2 Meldung

II.2.1 Erfasste Finanzinstrumente

Meldepflichtig ist jedes „Eigengeschäft“ der Führungskraft oder der mit ihr in enger Beziehung stehenden Person, das

- in Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten, die auf Antrag oder mit Genehmigung des Emittenten an einem regulierten Markt gehandelt werden oder, sofern diese nur an einem MTF/OTF gehandelt werden, wenn der Emittent die Zulassung erhalten hat oder sofern der Emittent eine Zulassung zum Handel an einem MTF beantragt hat (vgl. Art. 2 Abs. 1 Buchst. a) - c) i. V. m. Art. 19 Abs. 4 MAR),
- oder in damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten (Art. 2 Abs. 1 Buchst. d) MAR) oder
- im Fall von Teilnehmern am Markt von Emissionszertifikaten, in Emissionszertifikaten, darauf beruhenden Auktionsobjekten oder deren damit verbundenen Derivaten
getätigt wird.

Finanzinstrumente sind solche nach Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2004/39/EG (vgl. die Auflistung in Abschnitt I.1).

Es ist nicht notwendig, dass der Preis des Finanzinstruments unmittelbar vom Börsenpreis der Aktie des Emittenten abhängt. Damit sind auch Geschäfte in Finanzinstrumenten, die sich nur mittelbar auf die Aktie oder den Schuldtitel des Emittenten beziehen, meldepflichtig.

Um jedoch die in die Meldepflicht einbezogenen Finanzinstrumente nicht unverhältnismäßig auszudehnen, legt Art. 19 Abs. 1a MAR fest, es seien nur Geschäfte in solchen mit den Aktien oder den Schuldtiteln des Emittenten verbundenen Finanzinstrumenten meldepflichtig, wenn bei diesen Finanzinstrumenten zum Zeitpunkt des Geschäfts die Risikoposition gegenüber den Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten 20 Prozent der

- von einem Organismus für gemeinsame Anlagen oder

- von einem Portfolio von Vermögenswerten gehaltenen Vermögenswerte übersteigt oder
- die Führungskraft oder die mit ihr in enger Beziehung stehende Person die Anlagezusammensetzung des Organismus für gemeinsame Anlagen bzw. die eines solchen Portfolios von Vermögenswerten kannte oder diese kennen konnte und keinen Grund zu der Annahme hatte, die 20 Prozent - Schwelle sei nicht überschritten.

II.2.2 Erfasste Geschäftsarten

Nach dem Wortlaut des Gesetzes sind alle Eigengeschäfte in den oben genannten Finanzinstrumenten meldepflichtig. Eigene Geschäfte sind solche, die für eigene Rechnung getätigt werden. Abzustellen ist auf das Zustandekommen des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts. Wird ein schuldrechtliches Geschäft unbedingt abgeschlossen, hängt dessen dinglicher Vollzug jedoch vom Eintritt bestimmter Bedingungen ab, entsteht die Meldepflicht nach Art. 19 MAR nicht bereits bei Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts, sondern erst, wenn das Geschäft im Rahmen des dinglichen Vollzugs tatsächlich durchgeführt wird. Vgl. ferner Abschnitt II.3.9.7.

Ein nicht abschließender Katalog meldepflichtiger Geschäfte ist in Art. 10 Abs. 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 (DeIVO (EU) 2016/522) enthalten, der die in Art. 19 Abs. 7 MAR genannten ergänzt.

Besonders hervorzuheben sind davon die folgenden meldepflichtigen Geschäftsarten:

- das Verpfänden oder Verleihen von Finanzinstrumenten,
- die Gewährung von Finanzinstrumenten auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil,
- angenommene Erbschaften,
- getätigte oder erhaltene Schenkungen.

Weitere Hinweise zu in der Praxis besonders relevanten Geschäftsarten sind in Abschnitt II.3.9 aufgeführt.

II.2.3 Schwellenwert

Alle Eigengeschäfte sind meldepflichtig, wenn diese insgesamt einen Betrag von 5.000 Euro bis zum Ende des Kalenderjahres erreicht haben. Die zuständige Behörde kann nach Art. 19 Abs. 9 MAR beschließen, diesen Schwellenwert auf 20.000 Euro anzuheben. Auf der Webseite der ESMA ist eine [Liste der anwendbaren Schwellenwerte](#)⁸³ veröffentlicht. Zur Berechnung des Schwellenwerts von 5.000 Euro sind die Geschäfte der Führungskraft und der mit dieser in enger Beziehung stehenden Personen nicht zusammenzurechnen.⁸⁴ Wird von diesem Personenkreis ein Geschäft getätigt, durch das der Schwellenwert im Kalenderjahr erreicht wird, muss nur das Geschäft mitgeteilt werden, mit dem der Schwellenwert erreicht wird sowie alle nachfolgenden Geschäfte.

Eine Saldierung von Erwerbs- und Veräußerungsgeschäften ist nicht zulässig.

⁸³ List of national competent authorities that have increased the thresholds for the notification of transactions of persons discharging managerial responsibilities and closely associated persons (ESMA70-145-1020).

⁸⁴ Vgl. ESMA Question & Answers On the Market Abuse Regulation, Question 7.3.

Zur Berechnung des Schwellenwerts bei Schenkungen und Erbschaften vgl. Abschnitt II.3.9.12 und II.3.9.13.

Es besteht keine gesetzliche Pflicht, auch solche Geschäfte mitzuteilen, die unterhalb der Bagatellgrenze liegen, technisch ist dies jedoch möglich.

II.2.4 Form der Meldung

Für die Meldung ist ausschließlich das in der Durchführungsverordnung (EU) 2016/523 (DVO (EU 2016/523) enthaltene Formular zu nutzen.

Das Formular sowie eine Erläuterung der formellen Anforderungen findet sich unter <https://www.bafin.de/dok/8024162>.

II.2.5 Übermittlung an die BaFin

Grundsätzlich ist die Meldung vom Meldepflichtigen selbst an die BaFin zu übermitteln. Solange eine fristgerechte Meldung gewährleistet ist, kann der Meldepflichtige einen Dritten (z.B. Emittent, Rechtsanwalt) mit der Übermittlung der Meldung beauftragen. In diesem Fall trifft den Meldepflichtigen allerdings eine Organisations- und Überwachungspflicht, d.h. er muss sicherstellen und kontrollieren, dass bei der Einschaltung des Dritten die Meldepflichten ordnungsgemäß erfüllt werden.

Grundsätzlich ist es auch zulässig, die Meldung und den Veröffentlichungsbeleg (vgl. Abschnitt II.3.5) gleichzeitig zu übersenden, solange dies innerhalb der gesetzlichen Frist für die Übermittlung der Meldung erfolgt.

Die Meldung ist schriftlich zu übersenden. Eine Übermittlung per Telefax ist ausreichend. Eine Übermittlung per E-Mail erfüllt nicht die Anforderungen, auch nicht, wenn die Meldung als Anhang zu dieser E-Mail übersandt wird. Die BaFin hat eine eigene Faxnummer für die Meldungen nach Art. 19 MAR eingerichtet. Diese lautet: 0228/4108-62963⁸⁵.

II.2.6 Inhalt der Meldung

Das Meldeformular befindet sich im Anhang der DVO (EU) 2016/523. Dieses Formular muss für die Abgabe der Meldungen verwendet werden. Es besteht keine gesetzliche Pflicht, es zu unterschreiben. In den FAQ der BaFin zu Art. 19 MAR finden sich Beispiele für den Inhalt der Meldung in bestimmten Fällen.

Die Meldung enthält folgende Angaben:

- Feld 1 a): Den Vor- und Familiennamen der meldepflichtigen Person, bei juristischen Personen den Namen der Gesellschaft mit Rechtsform
- Feld 2 a): Die Position der Führungskraft, bei Personen in enger Beziehung ist dieser Umstand anzugeben sowie der Name und die Position der Führungskraft, die die Meldepflicht auslöst
- Feld 2 b): Erstmeldung oder Berichtigung; bei Berichtigungen ist der Grund der Berichtigung zu erläutern
- Feld 3 a): Der vollständige Name des Emittenten
- Feld 3 b): Die Legal Entity Identifier (LEI) des Emittenten

⁸⁵ Aus technischen Gründen erscheint auf der Übermittlungsbestätigung des sendenden Faxgerätes eine andere Rufnummer.

- Feld 4 a): Die Angabe zur Art des Finanzinstruments (z.B. Aktie, Derivat, Schuldtitel). Eine genaue Beschreibung des Finanzinstruments, in dem das Geschäft getätigt worden ist (z.B. ISIN). Sollte keine ISIN vorhanden sein, ist das Finanzinstrument zu beschreiben. Bei Derivaten sind in diesen Fällen ergänzende Angaben erforderlich:
- Basisinstrument (Underlying)
 - Basispreis (Strike- oder Ausübungspreis)
 - Preismultiplikator (Bezugsverhältnis)
 - Fälligkeit
- Feld 4 b): Die Art des Geschäfts (z.B. Kauf, Verkauf), ggf. anhand der Vorgaben von Art. 10 der DelVO (EU) 2016/522. Geschäfte im Rahmen eines Mitarbeitervergütungsprogramms sind ggf. näher zu erläutern
- Bei Geschäften, bei denen aus der reinen Bezeichnung nicht zu erkennen ist, ob die meldepflichtige Person etwas erhalten oder veräußert hat, ist die Bezeichnung so zu ergänzen, dass dies deutlich wird (z.B. durch Hinzufügen von „Abgang“ bzw. „Zugang“ zur Bezeichnung)
- Feld 4 c): Die Angabe des Preises je Finanzinstrument und des Geschäftsvolumens. Das Geschäftsvolumen ergibt sich aus der Multiplikation von Preis je Finanzinstrument und Stückzahl. Die Transaktionskosten sind bei der Ermittlung des Geschäftsvolumens nicht zu berücksichtigen. Es sind alle Teilausführungen einzeln aufzuführen
- Feld 4 d): Die Angabe des gewichteten Durchschnittspreises und des aggregierten Volumens. Während in Feld 4 c) alle Teilausführungen einzeln aufgeführt werden müssen, ist eine Meldung auf zusammengefasster Basis in Feld 4 d) nur eine zusätzliche Option
- Feld 4 e): Die Angabe des Datums des Geschäfts nach der ISO 8601 und die Abweichung zur koordinierten Weltzeit (UTC) (z.B. für Deutschland während der Winterzeit: UTC +01:00, für Deutschland während der Sommerzeit: UTC +02:00)
- Die Meldepflicht wird durch das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft ausgelöst. Der Zeitpunkt des Abschlusses des Verpflichtungsgeschäfts ist daher auch das anzugebende Datum. Zu welchem Zeitpunkt die Erfüllung des Geschäfts stattfindet, ist im Rahmen von Art. 19 MAR unbeachtlich. Die Erfüllung des Geschäfts ist nicht mitzuteilen, auch wenn ein erheblicher Zeitraum zwischen Verpflichtungs- und Erfüllungsgeschäft liegt. Bei börslichen Geschäften ist nicht die Auftragserteilung (Order) das Verpflichtungsgeschäft, sondern erst der tatsächliche börsliche Geschäftsabschluss
- Feld 4 f): Die Angabe des Ortes des Geschäfts und der MIC⁸⁶ des Handelsplatzes. Als Ort des Geschäfts ist der Börsenplatz anzugeben, nicht der geographische Ort der Auftragserteilung oder des Geschäfts. Sofern es sich um ein außerbörsliches Geschäft handelt, ist dies entsprechend mit „Außerhalb eines Handelsplatzes“ anzugeben

⁸⁶ Übersicht der MIC abrufbar unter <https://www.iso20022.org/10383/iso-10383-market-identifier-codes>.

II.2.7 Meldefrist

Die Meldung muss innerhalb von drei Geschäftstagen nach Geschäftsabschluss erfolgen. Sie muss also spätestens am dritten Geschäftstag nach dem Geschäftsschluss - den Tag des Geschäftsabschlusses nicht eingerechnet - bei der BaFin und dem Emittenten eingegangen sein. Wie bisher ist das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft maßgebend. Geschäftstage sind alle Tage, die kein Samstag, Sonn- oder Feiertag sind. Ein für die Berechnung der Frist beachtlicher Feiertag liegt vor, wenn der fragliche Tag am Sitz des Emittenten oder an einem der Dienstsitze der BaFin (Hessen/Nordrhein-Westfalen) ein gesetzlicher Feiertag ist.

Wird die Bagatellschwelle erreicht, beginnt die Frist von drei Geschäftstagen mit dem Abschluss des die Bagatellgrenze erreichenden Verpflichtungsgeschäfts.

Zur Meldung von Geschäften unterhalb der Bagatellschwelle besteht keine gesetzliche Verpflichtung, technisch ist dies jedoch möglich.

Sofern die Meldung im Einzelfall nicht fristgerecht eingereicht werden kann, sollte zusammen mit der Meldung eine schlüssige Begründung für die Verzögerung übermittelt werden. Sofern vorhanden, sollten auch Unterlagen eingereicht werden, die die Gründe der Verzögerung belegen. Es besteht jedoch keine Verpflichtung, Angaben zu machen, die die meldepflichtige Person oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 - 3 ZPO bezeichneten Angehörigen der Gefahr strafrechtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem OWiG aussetzen würde.

II.3 Veröffentlichung

II.3.1 Art und Ort der Veröffentlichung

II.3.1.1 Veröffentlichungsfrist

Der Emittent hat die Meldung nach Art. 19 Abs. 3 Unterabs. 1 MAR unverzüglich und spätestens drei Geschäftstage nach dem Geschäft im Einklang mit den in Art. 17 Abs. 10 Buchst. a MAR genannten Standards (vgl. Art. 2 Abs. 1 der Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055) so zu veröffentlichen, dass sie schnell und nichtdiskriminierend zugänglich ist. Im Regelfall sollte die Veröffentlichung spätestens an dem auf den Eingang der Meldung folgenden Arbeitstag erfolgt sein.

II.3.1.2 Medien

Die zu veröffentlichende Meldung ist nach Art. 2 Abs. 1 der DVO (EU) 2016/1055 zur Veröffentlichung Medien zu übermitteln, bei denen vernünftigerweise davon ausgegangen werden kann, dass sie die Information in der gesamten Europäischen Union tatsächlich verbreiten. Für die Übermittlung sind elektronische Hilfsmittel zu verwenden, die die Vollständigkeit, Integrität und Vertraulichkeit der Meldung bei der Übermittlung gewährleisten. Der Emittent trägt Sorge für die Vollständigkeit, Integrität und Vertraulichkeit, indem ein eventueller Ausfall oder eine eventuelle Unterbrechung der Übermittlung unverzüglich behoben wird, er ist jedoch nicht dafür verantwortlich, dass die Medien die ihnen zugeleitete Information auch tatsächlich veröffentlichen.

Grundsätzlich ist es nicht ausreichend, die Information nur einem Medium zuzuleiten, es ist vielmehr ein Bündel verschiedener Medien zu bedienen. Die Ausführungen im Abschnitt I.3.10.2, dort Absätze 2 bis 7, betreffend die Anforderungen an die Veröffentlichung gelten entsprechend.

II.3.1.3 Sicherheitsstandards und Dokumentationspflichten

Bei der Veröffentlichung der Informationen ist nach Art. 2 Abs. 1 der DVO (EU) 2016/1055 sowie ergänzend nach § 26 Abs. 4 WpHG in Verbindung mit § 3a WpAV zu gewährleisten, dass

- die Informationen an Medien übermittelt wird, bei denen die Öffentlichkeit vernünftigerweise davon ausgeht, dass sie die Information tatsächlich verbreiten,
- die Informationen nichtdiskriminierend, unentgeltlich und zeitgleich in der gesamten EU verbreitet werden,
- der Text der Information an die Medien in einer Weise gesandt wird, dass
 - der Absender der Information sowie der Emittent sicher identifiziert werden kann,
 - ein hinreichender Schutz gegen unbefugte Zugriffe oder Veränderung der Daten besteht und die Vertraulichkeit und Sicherheit der Übersendung auch im Übrigen durch die Art des genutzten Übertragungswegs oder durch eine Verschlüsselung der Daten nach dem Stand der Technik sichergestellt ist.

Die Übersendung per Fax ist als den Sicherheitsanforderungen des Art. 2 Abs. 1 der DVO (EU) 2016/1055 genügend anzusehen.

Eine „normale“ E-Mail oder Versendung als pdf-Datei genügt nicht. Hierfür wären weitere geeignete Maßnahmen zur sicheren Identifizierung des Absenders zur sicheren Verbindung bzw. Übertragung erforderlich.

- Übertragungsfehler oder -unterbrechungen unverzüglich behoben werden können, und
- bei der Übersendung der Information an die Medien
 - der Name des Veröffentlichungspflichtigen,
 - der Tag und die Uhrzeit der Übersendung an die Medien und
 - das Ziel, die Information als eine vorgeschriebene Information europaweit zu verbreiten,erkennbar ist.

Der Veröffentlichungspflichtige ist nach dem insoweit ergänzend zur DVO (EU) 2016/1055 geltenden § 3a Abs. 2 Satz 2 WpAV für Systemfehler im Verantwortungsbereich der Medien, an die die Information versandt wurde, nicht verantwortlich.

Der Veröffentlichungspflichtige muss nach dem insoweit ergänzend zur DVO (EU) 2016/1055 geltenden § 3a Abs. 3 WpAV sechs Jahre lang in der Lage sein, der BaFin

- die Person, die die Information an die Medien gesandt hat,
- die verwandten Sicherheitsmaßnahmen für die Übersendung an die Medien,
- den Tag und die Uhrzeit der Übersendung an die Medien,
- das Mittel der Übersendung an die Medien und
- gegebenenfalls alle Daten zu einer Verzögerung der Veröffentlichung

mitzuteilen.

Beauftragt der Veröffentlichungspflichtige einen Dritten mit der Veranlassung der Veröffentlichung, bleibt er für die Erfüllung seiner Veröffentlichungspflicht verantwortlich. Die o.g. Anforderungen sind dann durch den Dritten zu erfüllen. Hierbei ist darauf zu achten,

dass die Aufbewahrungspflicht auch nach Wegfall (durch z.B. Insolvenz oder Geschäftsaufgabe) oder Wechsel des beauftragten Dritten besteht. Existiert dieser Dritte nicht mehr, geht die Verpflichtung wieder auf den Emittenten über.

Auch unvollständige Meldungen sind zu veröffentlichen, sofern keine für die Veröffentlichung zwingend vorgeschriebenen Angaben fehlen. Eine Veröffentlichung der Transaktion auf der Website des Emittenten ist nicht erforderlich.

Es ist ausreichend, die Meldung nur per Telefax zu übersenden. Sofern keine begründeten Zweifel an der Echtheit der Meldung bestehen, sind per Telefax eingegangene Meldungen unverzüglich zu veröffentlichen.

II.3.2 Inhalt der Veröffentlichung

Die Meldung ist mit dem Inhalt zu veröffentlichen, wie er im Anhang zur DVO (EU) 2016/523 vorgegeben ist (vgl. hierzu Abschnitt II.2.6).

II.3.3 Sprache der Veröffentlichung

Es gelten insoweit die sich auf § 3b WpAV beziehenden Ausführungen in Abschnitt I.3.11 mit Ausnahme des letzten Absatzes.

II.3.4 Übermittlung an das Unternehmensregister

Die Meldung ist unverzüglich, aber nach Veröffentlichung nach § 26 Abs. 2 WpHG, von den in § 26 Abs. 2 WpHG genannten Emittenten (Inlands-, MTF- und OTF-Emittenten) dem Unternehmensregister zur Speicherung zu übermitteln. Der von § 26 Abs. 2 WpHG erfasste Emittentenkreis ist mit dem in § 26 Abs. 1 WpHG genannten identisch. Vgl. in Abschnitt I.3.2.2.2, welche Emittenten von § 26 Abs. 1 WpHG erfasst sind.

Nähere Informationen sind unter www.unternehmensregister.de verfügbar.

II.3.5 Belegübermittlung

Nach § 26 Abs. 2 WpHG haben Inlands-, MTF- und OTF-Emittenten (vgl. Abschnitt I.3.2.2.2) einen Beleg über die Veröffentlichung unverzüglich an die BaFin zu übersenden. Der Beleg muss nach § 11 i. V. m. § 3c WpAV Angaben bezüglich der anderen Medien, an die die Information gesandt wurde, enthalten.

Aus dem Beleg über die Veröffentlichung muss sich ergeben:

- der Text der Veröffentlichung,
- die Medien, an die die Information versandt wurde,
- der genaue Zeitpunkt (Datum und Uhrzeit) der Versendung des Textes an die jeweiligen Medien.

Um Nachfragen zu vermeiden, empfiehlt es sich, auch die Übermittlung an das Unternehmensregister zu bestätigen.

Die Belegübersendung kann per E-Mail an die Adresse a19mar@bafin.de erfolgen. Sollten die vom Emittenten mit der Veröffentlichung beauftragten Dritten einen Zugang zum MVP-Portal haben und die technischen Voraussetzungen erfüllen, können sie die Veröffentlichung per XML-Datei an die BaFin übertragen.

II.3.6 Berichtigungen

Sofern Berichtigungen der Meldung oder Veröffentlichung im Einzelfall notwendig werden, sind diese so bald wie möglich vorzunehmen.

Die Berichtigung einer Meldung hat in Form einer neuen Meldung an die BaFin und den Emittenten zu erfolgen. In der Berichtigung sind – wie in Feld 2 b) des Anhangs zur DVO (EU) 2016/523 vorgesehen – die Fehler der Erstmeldung unter Bezugnahme auf die ursprüngliche Meldung zu erläutern.

Die berichtigte Meldung ist vom Emittenten erneut zu veröffentlichen.

Die Meldung ist auch im Unternehmensregister zu korrigieren.

II.3.7 Handelsverbot

Eine Führungskraft darf nach Art. 19 Abs. 11 MAR weder direkt noch indirekt Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte im Zusammenhang mit den Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten oder mit Derivaten oder anderen mit diesen in Zusammenhang stehenden Finanzinstrumenten während eines geschlossenen Zeitraums von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlussberichts tätigen, zu deren Veröffentlichung der Emittent gemäß den Vorschriften des Handelsplatzes, auf dem die Anteile des Emittenten zum Handel zugelassen sind oder nach nationalem Recht verpflichtet ist.

Art. 19 Abs. 11 MAR erwähnt zwar nicht ausdrücklich mit der Führungskraft in enger Beziehung stehende bzw. „eng verbundene“ Personen gem. Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR. Jedoch gilt das Handelsverbot nach dieser Vorschrift auch für indirekt getätigte Eigengeschäfte bzw. für Dritte getätigte Geschäfte. Darunter können nach Umständen des Einzelfalls auch solche Transaktionen fallen, die über oder für eine eng verbundene Person ausgeführt werden.

Das für Führungskräfte geltende Verbot, Geschäfte für Dritte vorzunehmen, gilt jedoch nicht für Geschäfte, die eine Führungskraft als Organ oder Vertreter des Emittenten vornimmt⁸⁷ (z.B. bei Anleiheemissionen für den Emittenten).

Unter „Ankündigung“ ist nach Ansicht der ESMA bei Erfüllung weiterer Voraussetzungen die Veröffentlichung von vorläufigen Geschäftsergebnissen zu verstehen. In Bezug auf den Jahresabschlussbericht ist danach Voraussetzung, dass in der „Ankündigung“ alle Schlüsselzahlen veröffentlicht werden, die im Jahresabschlussbericht enthalten sein werden und die vom Geschäftsführungsorgan des Emittenten verabschiedet worden sind.⁸⁸ Diese Ankündigung markiert dann das Ende des in Art. 19 Abs. 11 MAR angeordneten Handelsverbots.

Bei der Berechnung der Frist nach Art. 19 Abs. 11 MAR wird der Tag der Veröffentlichung eines relevanten Finanzberichts selbst nicht mitgerechnet. Die 30-tägige Frist beginnt demnach am 30. Tag vor der Veröffentlichung des relevanten Finanzberichts. Mit dem Zeitpunkt der Veröffentlichung eines relevanten Finanzberichts endet das Handelsverbot.

Beispiel:

Tag der Veröffentlichung:	15.08.2018	07:00 Uhr
Beginn des Handelsverbots:	16.07.2018	00:00 Uhr

⁸⁷ ESMA Question & Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q7.10.

⁸⁸ ESMA Question & Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q7.2.

Ende des Handelsverbots:
Veröffentlichung

15.08.2018

unmittelbar nach der

Ein vor Beginn des Handelsverbotszeitraums unbedingt geschlossenes schuldrechtliches Geschäft kann innerhalb des Handelsverbotszeitraums vollzogen werden. Dies ergibt sich aus dem Rückgriff auf die Wertung des Art. 9 Abs. 3 Buchst. a) MAR. Vgl. ferner II.2.2 und II.3.9.7.2

Eine Quartalsmitteilung mit inhaltlichen Anforderungen, wie sie nach § 53 der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 28.01.2019) vorgeschrieben sind, sind nicht als „Zwischenberichte“ im Sinne von Art. 19 Abs. 11 MAR anzusehen. In anderen Fällen verpflichtender quartalsweiser Berichterstattung ist jedoch – abhängig von den inhaltlichen Anforderungen gem. den Vorschriften eines Handelsplatzes oder gem. nationalem Recht – eine abweichende rechtliche Bewertung nicht ausgeschlossen.

Ein Quartalsfinanzbericht mit den inhaltlichen Anforderungen, wie sie in § 53 Abs. 6 der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 28.01.2019) vorgesehen sind, löst kein Handelsverbot aus. Da diese Vorschrift dem Emittenten lediglich ein Wahlrecht einräumt, handelt es sich hierbei nicht um eine Veröffentlichung, zu der der Emittent aufgrund der Vorschriften des Handelsplatzes „verpflichtet“ ist, was Voraussetzung für ein Handelsverbot nach Art. 19 Abs. 11 Buchst. a) MAR wäre.

Ein Halbjahresbericht mit den inhaltlichen Anforderungen, wie er in § 21 Abs. 1 Buchst. b) der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 02.01.2019) vorgesehen ist, löst ein Handelsverbot nach Art. 19 Abs. 11 MAR aus. Es handelt sich hierbei um einen Zwischenbericht, zu dessen Veröffentlichung der Emittent aufgrund der Vorschriften des Handelsplatzes verpflichtet ist.

Transaktionen, die sich u.a. auf „Belegschaftsaktien“, „Arbeitnehmersparplan“ und „Bezugsberechtigungen auf Aktien“ beziehen, unterliegen bei Vorliegen der in Art. 19 Abs. 12 Buchst. b) MAR genannten Voraussetzungen nicht dem Handelsverbot. Ergänzt wird Art. 19 Abs. 12 Buchst. b) MAR durch Art. 9 der DeIVO (EU) 2016/522, der beispielhaft Fälle nennt, in denen der Emittent einer Führungskraft erlauben darf, Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte während des Handelsverbotszeitraums vorzunehmen. Nicht als Erlaubnis i. S. v. Art. 19 Abs. 12 Buchst. b) MAR reicht es aus, wenn der Emittent das entsprechende Programm, bei dem es zu einer Zuteilung, Ausübung, Erwerb etc. innerhalb des Handelsverbotszeitraums kommen kann, so bereits zuvor beschlossen hat. Denn der Wortlaut des Art. 9 Abs. 1 der DeIVO (EU) 2016/522 stellt darauf ab, der Emittent dürfe unter bestimmten Umständen die Vornahme von Eigengeschäften gestatten. Er spricht also dagegen, in dem vorangegangenen Beschluss gleichzeitig eine vorab erteilte Erlaubnis zu sehen.

II.3.8 Belehrungs-, Erfassungs- und Aufbewahrungspflicht

Die Emittenten und Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate sind verpflichtet, ihre Führungskräfte über die gesetzlichen Vorschriften des Art. 19 MAR schriftlich in Kenntnis zu setzen. Die Emittenten und Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate erstellen eine Liste der Führungskräfte sowie der Personen, die zu diesen in enger Beziehung stehen (Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 Satz 2 MAR).

Führungskräfte setzen die zu ihnen in enger Beziehung stehenden Personen schriftlich von deren Verpflichtungen im Rahmen des Art. 19 MAR in Kenntnis und bewahren eine Kopie dieses Dokuments auf.

Eine Belehrung ist bei eng verbundenen juristischen Personen (Art. 19 Abs. 5 Satz 2 i. V. m. Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 Buchst. d) MAR) verzichtbar, wenn bei diesen nach ihrem Gesellschaftszweck ein Handel in Finanzinstrumenten des Emittenten nicht

vorgesehen/möglich ist. Gleichmaßen ist es nicht erforderlich, solche (Konzern-)Gesellschaften, die nach ihrem Gesellschaftszweck keine Geschäfte in Finanzinstrumenten des Emittenten tätigen dürfen, in die nach Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 Satz 2 MAR zu erstellende Liste aufzunehmen.

Bei Erstellung der Liste nach Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 Satz 2 MAR genügt jeweils die Angabe des Namens, sofern diese Angabe ausreicht, um die betreffenden Personen eindeutig zu identifizieren (bei Namensgleichheit von Führungskraft und eng verbundener Person sollte ein weiteres Identifizierungsmerkmal hinzugefügt werden, z.B. das Geburtsdatum).

II.3.9 Einzelfälle

II.3.9.1 Behandlung von Optionen und anderen Derivaten

II.3.9.1.1 Erwerb/Gewährung/Veräußerung

Der Erwerb bzw. die Veräußerung von Optionen oder anderen Derivaten ist grundsätzlich meldepflichtig. Als Preis ist die Optionsprämie anzugeben. Ebenso unterliegt der Erwerb oder die Gewährung von Optionen oder anderen Derivaten auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil der Meldepflicht, und zwar unabhängig davon, ob die berechnete Person einen Handlungsspielraum bei der Zuteilung hat oder nicht. Auch der Erwerb von Aktien als Voraussetzung zur Teilnahme an einem entsprechenden Programm unterliegt der Meldepflicht. Nicht meldepflichtig ist dagegen die Erklärung der Führungskraft, an einem Vergütungsprogramm teilzunehmen, sofern die Führungskraft erst bei Eintritt weiterer Bedingungen berechnigt ist, Aktien des Emittenten zu erhalten; die Meldepflicht entsteht erst bei Eintritt dieser Bedingungen und tatsächlicher Ausführung des Geschäfts (vgl. Art. 10 Abs. 2 Buchst. i) der DeIVO (EU) 2016/522).⁸⁹

Nicht der Meldepflicht unterliegen in Geld abgerechnete Instrumente, die weder handelbar noch abtretbar sind und dazu dienen, einen performanceabhängigen Vergütungsanspruch zu berechnen (bspw. sog. Phantom Stocks, Stock Appreciation Rights, Restricted Stock Units etc.).

II.3.9.1.2 Ausübung

Die konkrete Ausgestaltung der Meldepflicht im Falle der Ausübung hängt von der Konstruktion des Optionsrechts oder sonstigen Derivats ab.

Bei Optionsrechten oder anderen Derivaten (z.B. Zertifikate), die lediglich auf Barausgleich gerichtet sind, ist die Ausübung als Veräußerungsvorgang einzustufen. Der anzugebende Preis ist die Zahlung, die pro Option/Derivat/Aktie ausgeschüttet wird. Zur Vermeidung von Unklarheiten sollte als Geschäftsart „Ausübung gegen Cash-Settlement“ angegeben werden.

Bei Optionsrechten oder Derivaten, die auf den Erwerb von Aktien gerichtet sind, löst die Ausübung regelmäßig den Erwerb von Aktien aus. In diesen Fällen ist es ausreichend, den Erwerb der Aktien mitzuteilen. Eine gesonderte Meldung über die Ausübung ist nicht notwendig. Es ist der Preis anzugeben, zu dem die Aktien tatsächlich erworben werden.

Sofern die meldepflichtige Person bei der Ausübung ein Wahlrecht zwischen Barausgleich und dem Erwerb von Aktien hat, ist je nach gewählter Ausübungsart zu entscheiden.

Die Veräußerung der Aktien ist, auch wenn sie unmittelbar nach dem Erwerb bzw. der Ausübung erfolgt, meldepflichtig, sofern die Veräußerung über ein Depot des Meldepflichtigen und nicht direkt durch den Emittenten oder eine von diesem beauftragte Bank erfolgt.

⁸⁹ ESMA Question & Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q7.5.

II.3.9.2 Bezugsrechte

Die Gewährung von Bezugsrechten, die im Rahmen einer Kapitalerhöhung an die Aktionäre ausgegeben werden, ist meldepflichtig. Vom Zeitpunkt der Gewährung von Bezugsrechten hat der Meldepflichtige üblicherweise keine Kenntnis. Daher ist als Datum des Geschäfts der Zeitpunkt der Einbuchung der Bezugsrechte im Depot des Meldepflichtigen anzugeben (Beispiel in den BaFin FAQ zu Art. 19 MAR⁹⁰).

Der Handel mit Bezugsrechten unterliegt ebenfalls der Meldepflicht (Beispiel in den BaFin FAQ zu Art. 19 MAR⁹¹).

Der Erwerb von Aktien durch Ausübung von Bezugsrechten ist ebenfalls meldepflichtig. Eine gesonderte Meldung über die Ausübung ist nicht notwendig. Dabei ist als „Art des Geschäfts“ der Erwerb der Aktien durch Ausübung der Bezugsrechte anzugeben. Als Datum des Geschäfts ist der Zeitpunkt der Entstehung der Aktien durch die Eintragung der Kapitalerhöhung ins Handelsregister anzugeben.

Sofern die Ausübung des Bezugsrechts unter einer aufschiebenden Bedingung steht, gilt II.3.9.7.

II.3.9.3 Gemeinschaftsdepots

In Einzelfällen stellt sich bei Gemeinschaftsdepots die Frage, ob und in welchem Umfang eine Meldepflicht besteht.

Bilden die Inhaber des Gemeinschaftsdepots eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR), so gelten die zu den Gesellschaften gemachten Ausführungen II.1.2.6.

Sollte eine Transaktion über ein Gemeinschaftsdepot abgewickelt werden, ist dies im Feld 4 b) des Meldeformulars als Erläuterung zur Art des Geschäfts kenntlich zu machen.

II.3.9.4 Aktiendividenden

Die Auszahlung einer Dividende in Form von Aktien ist meldepflichtig. Dies gilt auch dann, wenn die meldepflichtige Person ein Wahlrecht zwischen Barauszahlung und der Gewährung von Aktien hat und eine Dividende in Form von Aktien wählt.

II.3.9.5 Preisangaben in Sonderfällen

II.3.9.5.1 Preis bei nicht bezifferbarem Gegenwert

In einigen Fällen kann es möglich sein, dass sich kein Preis festlegen lässt, da die Gegenleistung sich nicht in aussagekräftige Euro-Beträge fassen lässt. Dies kann z.B. bei der Übertragung von Finanzinstrumenten an eine Gesellschaft gegen Gewährung von Gesellschaftsanteilen der Fall sein. In solchen Fällen ist es zulässig, den Preis als „nicht bezifferbar“ anzugeben. Grundsätzlich sollte zusätzlich eine kurze Erläuterung angegeben werden.

II.3.9.5.2 Preis bei Tauschgeschäften

Sofern die Gegenleistung nicht in Geld, sondern z.B. in Aktien erfolgt, sind die gewährten Aktien als Gegenleistung anzugeben. Bei einem Tausch von Aktien des Emittenten A gegen Aktien des Emittenten B im Verhältnis 1:4 wäre entweder der Kauf von vier B-Aktien oder

⁹⁰ Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/7980152>.

⁹¹ Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/7980152>.

der Verkauf von 0,25 A-Aktien anzugeben, wobei die vier Aktien (0,25 Aktien) als Preis und die Aktie B (A) als Währung anzugeben sind. Grundsätzlich sollte zusätzlich eine kurze Erläuterung angefügt werden.

II.3.9.5.3 Preis bei Zinszahlungen

Wird bei Abschluss der Transaktion kein konkret zu beziffernder Kaufpreis, sondern eine Zinszahlung vereinbart, ist dies entsprechend anzugeben.

II.3.9.6 Zeichnung von Finanzinstrumenten

Die erfolgreiche Zeichnung von Aktien oder sonstigen Finanzinstrumenten ist ein Erwerbsvorgang, der meldepflichtig ist. Das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft wird im Regelfall mit der Annahme der Zeichnung durch die Gesellschaft abgeschlossen. Von diesem Zeitpunkt hat der Zeichnende jedoch üblicherweise keine Kenntnis. Daher ist als Datum des Geschafabschlusses der Zeitpunkt anzugeben, an dem die meldepflichtige Person Kenntnis von der Annahme ihres Zeichnungsauftrags erlangt.

II.3.9.7 Bedingte Geschäfte

II.3.9.7.1 Auflösende Bedingungen

Geschäfte, die unter einer auflösenden Bedingung abgeschlossen werden, sind erst dann zu melden, wenn feststeht, dass kein Bedingungseintritt erfolgt und das Geschäft tatsächlich stattfindet. Die Meldung ist der BaFin und dem Emittenten innerhalb der gesetzlichen Frist zu übermitteln.

Tritt die auflösende Bedingung ein, muss keine Meldung erfolgen.

II.3.9.7.2 Aufschiebende Bedingungen

Bei dem Abschluss von Geschafen unter einer aufschiebenden Bedingung entsteht die Meldepflicht erst bei Eintritt der Bedingung und tatsächlicher Ausführung der Geschäfte (vgl. Art. 10 Abs. 2 Buchst. i der DeIVO (EU) 2016/522). Als Datum des Geschafabschlusses ist der Zeitpunkt des Bedingungseintritts anzugeben. In diesen Fällen ist eine kurze Erläuterung der Bedingung zulässig. Vgl. ferner Abschnitt II.2.2.

Die Vereinbarung einer Zug-um-Zug Abwicklung, also Zahlung gegen Lieferung, stellt keine Bedingung in diesem Sinne dar.

II.3.9.8 Aktientausch bei Verschmelzung

Der nicht verhandelbare Tausch von Aktien im Rahmen einer Fusion ist meldepflichtig.

II.3.9.9 Interessewahrende Orders

Bei interessewahrenden Orders ist der Tag der Auftragserteilung an die Bank maßgeblich. Für das Datum des Geschafes ist der Tag des Zustandekommens des schuldrechtlichen Geschafes maßgeblich (Vgl. Abschnitt II.2.2).

II.3.9.10 Geschäfte im Rahmen einer Vermögensverwaltung

Geschäfte, die durch einen (unabhängigen) Vermögensverwalter veranlasst werden, sind auf jeden Fall dann meldepflichtig, wenn Transaktionen im Rahmen einer erteilten Vollmacht getätigt werden und die potenziell meldepflichtige Person Eigentümer der betroffenen Finanzinstrumente wird oder war.

II.3.9.11 Geschäfte im Rahmen von Treuhandvereinbarungen

II.3.9.11.1 Meldepflicht des Treuhänders

Geschäfte, die eine meldepflichtige Person als Vollrechtstreuhänder für eine dritte, nicht meldepflichtige Person tätigt, sind nicht meldepflichtig, da es sich nicht um eigene Geschäfte i. S. d. Art. 19 MAR handelt.

II.3.9.11.2 Meldepflicht des Treugebers

Geschäfte, die von einem Treuhänder zu Gunsten einer meldepflichtigen Person getätigt werden, unterliegen der Meldepflicht nach Art. 19 MAR.

Die Erfüllung der Meldepflicht obliegt dabei weiterhin der meldepflichtigen Person. Die BaFin hat jedoch keine Bedenken gegen die Beauftragung des Treuhänders mit der Abgabe der Meldungen im Namen des Treugebers.

II.3.9.12 Schenkung

Schenkungen sind meldepflichtig. Bei Schenkungen, die nicht notariell beurkundet werden, gilt als Geschäftsabschluss der Tag, an dem die Leistung nach § 518 Abs. 2 BGB bewirkt wird. Verschenkt eine Führungskraft Aktien (und das Schenkungsversprechen wird nicht notariell beurkundet), ist dazu auf die Einbuchung der Aktien im Depot des Schenkungsempfängers abzustellen (Beispiel in den BaFin FAQ zu Art. 19 MAR⁹²).

Als Preis ist „0“ (Null) anzugeben (Beispiel in den BaFin FAQ zu Art. 19 MAR⁹³).

Maßgeblich für die Berechnung der 5.000 Euro - Schwelle ist der letzte veröffentlichte Preis für das betreffende Finanzinstrument entsprechend den Nachhandelstransparenzvorschriften gemäß Art. 6, 10, 20 und 21 der Verordnung (EU) 600/2014 am Tag der Annahme der Schenkung.⁹⁴

II.3.9.13 Erbschaft

Es ist sowohl die Annahme einer Erbschaft als auch eine ggf. später erfolgende Auseinandersetzung der Erbschaft meldepflichtig (Beispiele in den BaFin FAQ zu Art. 19 MAR). Handelt es sich bei dem Erblasser um die Führungskraft, besteht für die mit der Führungskraft eng verbundenen Personen, die von der Erbschaft begünstigt sind, keine Meldepflicht, da sie keine eng verbundenen Personen mehr sind. Bei der Annahme einer Erbschaft ist Datum des Geschäfts entweder das, zu dem eine Erbschaft ausdrücklich angenommen wird oder das, zu dem eine Erbschaft nach § 1943 BGB als angenommen gilt, also mit Ablauf der Ausschlagungsfrist von sechs Wochen nach Kenntnis eines Erben vom Erbfall.

Als Preis ist „0“ (Null) anzugeben. Maßgeblich für die Berechnung der 5.000 Euro - Schwelle ist der letzte veröffentlichte Preis für das betreffende Finanzinstrument entsprechend den Nachhandelstransparenzvorschriften gemäß Art. 6, 10, 20 und 21 der Verordnung (EU) 600/2014 am Tag der Annahme der Erbschaft.⁹⁵

⁹² Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/7980152>.

⁹³ Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/7980152>.

⁹⁴ Vgl. ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q7.4.

⁹⁵ Vgl. ESMA Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (ESMA70-145-111), Q7.4.

II.3.9.14 Wertpapierleihe (Wertpapierdarlehen)

Die Wertpapierleihe ist meldepflichtig. Gegenleistung ist hierbei die Leihgebühr. Die Rückübertragung nach beendeter Wertpapierleihe ist nicht meldepflichtig.

II.3.9.15 Verpfändung, Sicherungsübereignung

Die reine Verpfändung unterliegt ebenso wie die Sicherungsübereignung der Meldepflicht (Art. 19 Abs. 7 Unterabs. 1 Buchst. a) MAR). Erfolgt die Verpfändung infolge der Inanspruchnahme eines Dispokredits nach den AGB der Banken, besteht keine Meldepflicht (vgl. auch Erwägungsgrund 58 Satz 3 MAR). Bei Bestehen einer Meldepflicht sind im Feld 4b) des Formulars die Anzahl der für die Kreditgewährung verpfändeten Aktien aufzunehmen und im Feld 4c) beim „Preis“ und „Volumen“ die Angabe „nicht bezifferbar“.

Die Verwertung solcher Sicherheiten unterliegt der Meldepflicht, wenn die verwertende Person nach Art. 19 MAR meldepflichtig ist.

II.4 Sanktionen bei Pflichtverletzungen

II.4.1 Meldung und Veröffentlichung

Vorsätzliche oder leichtfertige Pflichtverletzungen betreffend Meldungen und Veröffentlichungen können jeweils mit einem Bußgeld von bis zu 500.000 Euro bzw. gegenüber einer juristischen Person oder Personenvereinigung mit bis zu einer Mio. Euro geahndet werden vgl. § 120 Abs. 18 i. V. m. Abs. 15 Nr. 17 und 18 WpHG. Eine Pflichtverletzung liegt vor, wenn die Meldung oder Veröffentlichung

- nicht,
- nicht richtig,
- nicht vollständig,
- nicht rechtzeitig oder
- nicht in der vorgeschriebenen Weise

erfolgt.

II.4.2 Belehrungs-, Erfassungs- und Aufbewahrungspflicht

Vorsätzliche oder leichtfertige Pflichtverletzungen betreffend die Belehrungs-, Erfassungs- und Aufbewahrungspflichten können jeweils mit einem Bußgeld von bis zu 500.000 Euro bzw. gegenüber einer juristischen Person oder Personenvereinigung mit bis zu einer Mio. Euro geahndet werden, vgl. § 120 Abs. 18 i. V. m. Abs. 15 Nr. 19 bis 21 WpHG.

Eine Pflichtverletzung betreffend die in Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 Satz 1 und Unterabs. 2 MAR vorgesehene Belehrungspflicht liegt vor, wenn eine Führungskraft oder eine mit ihr in enger Beziehung stehende Person

- nicht,
- nicht richtig,
- nicht vollständig oder
- nicht in der vorgesehenen Weise

in Kenntnis gesetzt wird.

Eine Pflichtverletzung betreffend die in Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 Satz 2 MAR der geregelte Erfassungspflicht liegt vor, wenn eine Liste

- nicht,
- nicht richtig oder
- nicht vollständig

erstellt wird.

Eine Pflichtverletzung betreffend die in Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 2 MAR vorgesehene Aufbewahrungspflicht liegt vor, wenn eine Kopie

- nicht oder
- nicht mindestens fünf Jahre

aufbewahrt wird.

II.4.3 Handelsverbot

Vorsätzliche oder leichtfertige Pflichtverletzungen betreffend das in Art. 19 Abs. 11 angeordnete Handelsverbots können jeweils mit einem Bußgeld von bis zu 500.000 Euro bzw. gegenüber einer juristischen Person oder Personenvereinigung mit bis zu einer Mio. Euro geahndet werden vgl. § 120 Abs. 18 i. V. m. Abs. 15 Nr. 22 WpHG. Eine Pflichtverletzung liegt vor, wenn eine Führungskraft ein Geschäft oder ein Geschäft für Dritte innerhalb des 30-tägigen Handelsverbotszeitraums tätigt.

II.4.4 Belegübermittlung

Die fehlende oder nicht unverzügliche Übersendung des Veröffentlichungsbeleges an die BaFin kann mit einem Bußgeld von bis zu 100.000 Euro geahndet werden, vgl. § 120 Abs. 24 i. V. m. Abs. 1 Nr. 4 WpHG.

II.4.5 Speicherung im Unternehmensregister

Die fehlende oder nicht rechtzeitige Übermittlung der Meldung zur Speicherung an das Unternehmensregister kann mit einem Bußgeld von bis zu 200.000 Euro geahndet werden, vgl. § 120 Abs. 24 i. V. m. Abs. 1 Nr. 2 WpHG.

Die BaFin macht darüber hinaus bestimmte Maßnahmen und Sanktionen, die sie wegen Verstößen gegen Verbote im Zusammenhang mit Art. 19 MAR erlassen hat, auf ihrer Webseite bekannt, § 125 WpHG.⁹⁶

⁹⁶ Abrufbar unter <https://www.bafin.de/dok/7852642>.

III. Das Verbot der Marktmanipulation

III.1 Bedeutung für die unternehmerische Informationsdarstellung

Der rechtliche Rahmen für die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten und die Außendarstellung des Unternehmens wird auch durch das in Art. 12 und 15 MAR geregelte Verbot der Marktmanipulation bestimmt. Die Frage, ob und ggf. wie ein Unternehmen Informationen weitergibt, muss daher stets auch dem Aspekt Rechnung tragen, Marktmanipulation zu vermeiden.

III.2 Rechtsrahmen

Durch die seit 3. Juli 2016 unmittelbar anwendbare Verordnung MAR wurde ein einheitlicher europäischer Rechtsrahmen für das Verbot der Marktmanipulation geschaffen. Das Verbot der Marktmanipulation ist in Art. 12 und 15 MAR geregelt. Daneben wurde die das Strafrecht harmonisierende Richtlinie 2014/57/EU – Marktmissbrauchsrichtlinie (kurz: CRIM-MAD) erlassen. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Richtlinie mit dem Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetz (kurz: 1. FiMaNoG) in deutsches Recht umgesetzt. Die alte Regelung des Verbots der Marktmanipulation in § 20a WpHG a.F. wurde aufgehoben. Durch das Zweite Finanzmarktnovellierungsgesetz (kurz: 2. FiMaNoG) wurde das WpHG u.a. neu strukturiert und nummeriert.

Wegen ihrer besonderen Bedeutung für Emittenten werden im Folgenden speziell die informationsgestützten Manipulationstatbestände im Rahmen der Vermeidung von Marktmanipulationen für Emittenten erläutert.

III.3 Behandlung von Altfällen⁹⁷

Auch vor dem 3. Juli 2016 begangene und noch nicht rechtskräftig abgeurteilte Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation sind weiterhin strafbar. Maßgeblich sind gemäß § 137 WpHG die zum Zeitpunkt der Tat geltenden Regelungen. Für Altfälle sind das die Regelungen zum Verbot der Marktmanipulation nach § 20a WpHG a.F. und deren Strafbarkeit nach §§ 38, 39 WpHG a.F.

Durch die Neufassung von §§ 38 Abs. 3 Nr. 1, 39 Abs. 3d Nr. 2 WpHG durch das 1. FiMaNoG zum 2. Juli 2016 ist es nicht zu einer Ahnungslücke gekommen. Bei den neu gestalteten Straf- und Bußgeldvorschriften handelt es sich um sog. Strafbblankette, die mittels eines statischen Verweises auf die einschlägigen MAR-Vorschriften in der Fassung vom 16. April 2014 Bezug nehmen. Die Bezugnahmen auf die Vorschriften der MAR führten dazu, dass diese bereits vor ihrer unmittelbaren Anwendbarkeit ab dem 2. Juli 2016 durch den Bundesgesetzgeber für (mit)anwendbar erklärt wurden. Solche statischen Verweisungen sind verfassungsrechtlich unbedenklich und verstoßen auch nicht gegen das Bestimmtheitsgebot, da sowohl die Verweis- als auch die Bezugsnormen ordnungsgemäß verkündet wurden und für jeden vorhersehbar war, welches Verhalten verboten und mit Strafe bzw. Geldbuße bedroht ist.

Diese Rechtsauffassung wurde durch den Bundesgerichtshof (BGH)⁹⁸ und das Bundesverfassungsgericht (BVerfG)⁹⁹ ausdrücklich bestätigt.

⁹⁷ Vergleiche auch Abschnitt I.4.1 bzgl. Insiderdaten.

⁹⁸ BGH, Beschluss vom 10.01.2017 – 5 StR 532/16.

⁹⁹ BVerfG, Beschluss vom 03.05.2018 – 2 BvR 463/17.

III.4 Das Verbot der Marktmanipulation

Der Begriff der Marktmanipulation und das Verbot von Marktmanipulation sind in den Vorschriften der MAR geregelt. Nach Art. 15 MAR sind Marktmanipulation und der Versuch hierzu verboten. Art. 12 MAR definiert den Begriff „Marktmanipulation“.

Art. 12 Abs. 1 MAR enthält vier Grundtatbestände der Marktmanipulation. Diese erfassen die Tatbestände der informationsgestützten Manipulation, der handelsgestützten Manipulation und der Manipulation durch sonstiges Verhalten. Außerdem wird nun auch die Manipulation von Referenzwerten erfasst.

Art. 12 Abs. 2 MAR konkretisiert die allgemeine Definition der Marktmanipulation durch einen Beispielskatalog, der nicht abschließend ist. Es handelt sich hierbei um zwingende Anwendungsbeispiele, die konkrete Verhaltensweisen der Marktmanipulation beschreiben. Hinzuweisen ist schließlich noch auf die Liste von Indikatoren im Anhang I der MAR.

III.5 Sachlicher Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation

Der Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation ergibt sich aus Art. 2 MAR. Danach sind insbesondere alle auf einem geregelten Markt, einem multilateralen oder organisierten Handelssystem gehandelten Finanzinstrumente erfasst. Damit fallen grundsätzlich alle börslich gehandelten Finanzinstrumente in den Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation. Erfasst sind nicht nur bereits gehandelte Finanzinstrumente, sondern auch solche, bei denen bislang nur der Antrag auf Zulassung zum Handel im geregelten Markt bzw. Einbeziehung in den Freiverkehr gestellt wurde. Das Verbot der Marktmanipulation gilt für Handlungen und Unterlassungen in der EU und in Drittländern in Bezug auf die genannten Instrumente.

III.6 Persönlicher Anwendungsbereich des Verbots der Marktmanipulation

Das Verbot der Marktmanipulation wendet sich grundsätzlich an jedermann. Alle Unternehmensangehörigen eines Emittenten und auch etwaige externe Personen, die mit der Außendarstellung des Unternehmens betraut sind, müssen bei ihrer Tätigkeit darauf achten, dass sie keine falschen oder irreführenden Informationen weitergeben. Für die Täterfrage ist aber nicht nur ausschlaggebend, wer die falschen oder irreführenden Informationen tatsächlich macht, also z.B. die Presse informiert oder Texte verteilt, sondern wer über die Informationserteilung und ihren Inhalt entscheidet. Ferner macht auch derjenige unrichtige oder irreführende Angaben, der sich solche Angaben zu eigen macht und dabei für die Richtigkeit Verantwortung übernimmt. Andere Unternehmensangehörige und externe Personen können an dem Verstoß beteiligt sein, wenn sie bewusst mithelfen, dass falsche oder irreführende Darstellungen gemacht werden. Entscheidend ist also, wer die falsche oder irreführende Darstellung zu verantworten hat.

III.7 Marktmanipulation durch falsche oder irreführende Signale beim Verbreiten von Informationen

Nach Art. 12 Abs. 1 Buchst. c) MAR umfasst der Begriff „Marktmanipulation“ die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines

Finanzinstruments, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts oder der Nachfrage danach geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist oder ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente, eines damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakts oder eines auf Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekts herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist, einschließlich der Verbreitung von Gerüchten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.

Marktmanipulation durch das Verbreiten falscher oder irreführender Informationen schadet nicht nur den Anlegern in besonderer Weise, weil sie ihre Anlageentscheidungen auf falsche oder verzerrte Informationen stützen. Sie schadet auch den Emittenten, da das Vertrauen in die sie betreffenden Informationen untergraben wird.

III.7.1 Verbreiten von Informationen

Der Informationsbegriff ist weit auszulegen und erfasst alle Angaben und Äußerungen ohne jede Beschränkung sachlicher oder inhaltlicher Art. Informationen sind nicht nur nachprüfbar Tatsachen, sondern unter den Begriff fallen auch Werturteile, Prognosen und Gerüchte. In Betracht kommen insbesondere Angaben in Ad-hoc-Meldungen, Meldungen von Eigengeschäften von Führungskräften, Stimmrechtsmeldungen, Geschäftsberichten und Prospekten, aber auch etwa Mitteilungen auf Pressekonferenzen.

Es ist nicht erforderlich, dass die Information öffentlich verbreitet oder gegenüber einem großen Personenkreis erfolgt. Es reicht aus, wenn die Information zumindest gegenüber einer Person so kundgegeben wird, dass die Information in ihren Herrschaftsbereich gelangt und sie von ihr Kenntnis nehmen kann. Auf welchem Weg verbreitet wird, ist unerheblich. Erfasst wird die Verbreitung über traditionelle Kommunikationskanäle gleichermaßen wie die Verbreitung von Informationen über das Internet, einschließlich über Websites sozialer Medien oder anonymer Blogs.

Beispiel:

Ein Emittent stellt auf YouTube einen Film ein, in dem die Zusammenarbeit mit einem neuen Kooperationspartner vorgestellt wird.

III.7.2 Verschweigen von Informationen

Informationen werden in der Regel durch aktives Tun verbreitet. Denkbar ist aber auch eine Marktmanipulation durch das Verschweigen von Informationen. Zwar wird in Art. 12, 15 MAR nicht ausdrücklich auf die Möglichkeit der Tatbegehung durch bloßes Unterlassen hingewiesen, aber nach Art. 2 Abs. 4 MAR gelten die Verbote und Anforderungen der MAR für Handlungen und Unterlassungen. Demnach kann im Einklang mit Art. 2 Abs. 4 MAR und § 13 StGB auch ein Unterlassen den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen.

Voraussetzung ist stets, dass eine Rechtspflicht zur Veröffentlichung der betreffenden Information besteht. Neben deutschen Gesetzen und Verordnungen kann die Offenbarungspflicht auch aus europäischen Verordnungen und unter bestimmten Umständen sogar aus ausländischen Gesetzen und Verordnungen (z.B. wenn der Emittent auch an einer ausländischen Börse gehandelt wird und den dortigen Kapitalmarktgesetzen unterliegt) resultieren. Keine Offenbarungspflichten begründen dagegen nicht rechtsverbindliche Kodizes und freiwillige Verhaltensvereinbarungen.

Die Offenbarungspflicht kann sich beispielsweise aus den Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität (Art. 17 MAR), Stimmrechtsmeldungen (§ 33 WpHG), Meldungen von Eigengeschäften von Führungskräften (Art. 19 Abs. 1 MAR), aus den Bestimmungen zur handels- und bilanzrechtlichen Publizität oder anderen kapitalmarktrechtlichen Regelungen

ergeben. Sie kann aus anlassbezogenen Vorschriften resultieren (wie z.B. bei einer Unternehmensübernahme nach §§ 10, 27, 35 WpÜG) oder aus Bestimmungen zur Regelpublizität (wie z.B. der Pflicht zur Aufstellung und Offenlegung eines Jahresabschlusses der Gesellschaft nach §§ 325 ff. i. V. m. 264 ff. HGB).

Soweit es um das Verschweigen von Informationen geht, kann der Verstoß nur von solchen Personen begangen werden, denen selbst eine eigenständige Offenlegungspflicht obliegt oder die unternehmensintern für die Erfüllung einer dem Emittenten obliegenden gesetzlichen Veröffentlichungspflicht zuständig sind. Andere Personen können wegen ihrer Mitwirkung an dem Verstoß verantwortlich sein.

Ein Unterlassen in Form des Verschweigens liegt immer dann vor, wenn der zu offenbarende Umstand überhaupt nicht, d.h. gegenüber keiner Person, aufgedeckt wird. Für das Verschweigen kann es aber auch ausreichen, wenn die Information nicht gegenüber allen Personen, denen gegenüber eine Offenbarungspflicht besteht, offen gelegt wird. Das ist z.B. der Fall, wenn die in der Offenbarungspflicht vorgesehene Form der Offenlegung nicht beachtet wird und die tatsächlich vorgenommene Veröffentlichung nicht eine gleichwertige Öffentlichkeit herstellt.

Beispiel:

Ein Emittent korrigiert seine zuvor im Wege einer Ad-hoc-Meldung veröffentlichten Umsatz- und Ergebnisprognosen deutlich nach unten. Er teilt die neuen Zahlen in einer Gesellschafterversammlung mit, verzichtet aber auf die Veröffentlichung im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung.

Ein Verschweigen i. S. d. Manipulationsverbots kann auch vorliegen, wenn eine Information zu spät offen gelegt wird. Schließlich kann auch ein Verschweigen dadurch begründet werden, dass bei einer Offenbarungspflicht ein Befreiungstatbestand genutzt wird, obwohl die Voraussetzungen nicht vorliegen.

III.7.3 Geben falscher oder irreführender Signale

Die verbreiteten Informationen müssen falsche oder irreführende Signale für den Kurs eines Finanzinstruments geben. Im Fall des Unterlassens muss das Verschweigen der Information falsche oder irreführende Signale geben. Dabei reicht es aus, wenn derartige falsche oder irreführende Signale wahrscheinlich sind.

In der Praxis stellt die BaFin das Vorliegen falscher oder irreführender Signale im Wege einer objektiven nachträglichen Betrachtung fest. Eine Signalwirkung ist dann zu bejahen, wenn ein verständiger Marktteilnehmer die Information im Rahmen seiner Anlageentscheidung (wahrscheinlich) berücksichtigen würde, weil die Information (wahrscheinlich) das Angebots- und Nachfrageverhalten beeinflusst. Dabei spielt es keine Rolle, in welche Richtung das Angebots- und Nachfrageverhalten beeinflusst werden konnte, also ob die Information oder das Verschweigen geeignet waren, den Preis nach oben oder nach unten zu bewegen oder zu halten. Ein typisches Beispiel für derartige Informationen mit Signalwirkung sind Insiderinformationen nach Art. 7 Abs. 1 MAR.

Ein Signal ist falsch, wenn es nicht den Tatsachen entspricht. Ein Signal ist irreführend, wenn es objektiv geeignet ist, bei einem verständigen Anleger eine Fehlvorstellung hervorzurufen (objektive Betrachtung). Es genügt die konkrete Gefahr, dass ein sog. verständiger Anleger durch die Information getäuscht wird. Ein irreführendes Signal kann auch durch inhaltlich richtige Informationen gegeben werden, wenn sie unvollständig sind, d.h. wenn wichtige Teilaspekte ausgelassen werden und so ein falsches Gesamtbild entsteht. Möglich ist auch das Vorliegen eines irreführenden Signals, wenn die Art und Weise der Präsentation an sich richtiger Informationen zu Fehlvorstellungen führen können.

Beispiel:

Ein Emittent veröffentlicht neue Umsatz- und Ergebnisprognosen, da neue Kooperationspartner gewonnen worden seien. Es wird jedoch nicht mitgeteilt, dass die Zusammenarbeit bislang nur durch Absichtserklärungen abgesichert und die Umsetzung der Zusammenarbeit noch erheblich risikobehaftet ist.

Erkennt eine verantwortliche Person (oder eine Person, die sich die Information zu Eigen gemacht hat), dass die Information falsche oder irreführende Signale gibt, so ist sie zu einer Berichtigung verpflichtet. Die verbreiteten Informationen müssen dann der jeweiligen Form entsprechend korrigiert, vervollständigt oder gegebenenfalls aktualisiert werden.

Falsche oder irreführende Signale können insbesondere durch unterlassene oder erst verspätet veröffentlichte Ad-hoc-Meldungen gegeben werden. Insiderinformationen, also Informationen, die geeignet sind, den Kurs erheblich zu beeinflussen (Art. 7 Abs. 1 MAR), sind nach Art. 17 Abs. 1 MAR unverzüglich zu veröffentlichen. Unter bestimmten in Art. 17 Abs. 4 MAR geregelten Voraussetzungen kann der Emittent die Veröffentlichung aufschieben.¹⁰⁰ Die Befreiungsmöglichkeit besteht, wenn die unverzügliche Veröffentlichung berechnete Interessen des Emittenten beeinträchtigen würde und die Aufschiebung der Offenlegung nicht geeignet wäre, die Öffentlichkeit irreführen. Zudem muss der Emittent die Geheimhaltung der Information sicherstellen können. Diese Voraussetzungen müssen kumulativ vorliegen.

Beispiel:

Ein Emittent kann wegen eines laufenden Gerichtsprozesses nur noch eingeschränkt operativ tätig werden. Dies führt zu erheblichen Liquiditätsproblemen. Der Ausgang des Prozesses steht unmittelbar bevor. Der Emittent erwartet einen positiven Prozessausgang. Da die Befreiungsvoraussetzungen für eine Aufschiebung der Veröffentlichung zur drohenden Insolvenz gegeben sind, beschließt der Emittent die Aufschiebung der Veröffentlichung. Hierdurch kann ein Kurssturz der Aktien vermieden werden, ohne dass gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen wurde.

Liegen die Befreiungsvoraussetzungen nicht vor und unterlässt der Emittent die unverzügliche Veröffentlichung einer Insiderinformation, so kommt eine Marktmanipulation in Betracht. Denn durch die fehlende Information können falsche oder irreführende Signale gegeben werden.

Dies gilt auch für den Fall, dass nachträglich die Voraussetzungen für eine Befreiung von der Veröffentlichungspflicht wegfallen. In diesem Fall muss die Veröffentlichung unverzüglich nachgeholt werden (Art. 17 Abs. 7 MAR). Wird die Veröffentlichung nicht nachgeholt, kann das Verschweigen von Informationen der Öffentlichkeit falsche oder irreführende Signale für die Anleger geben und den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen.

Beispiel:

Im Beispielsfall von oben verliert der Emittent wenige Tage später den Prozess. Der Emittent sieht keine Möglichkeit, die drohende Insolvenz zu verhindern. Der Vorstand beschließt, die Ad-hoc-Meldung weiter zu verschieben, um den Vorstandsmitgliedern die Möglichkeit zu geben, eigene Aktien zu verkaufen, bevor die Öffentlichkeit informiert wird.

Hier liegen die Befreiungsvoraussetzungen nicht vor. Die Ad-hoc-Meldung zur drohenden Insolvenz hätte unverzüglich veröffentlicht werden müssen. Durch das Aufschieben der Ad-hoc-Meldung hat der Vorstand eine Marktmanipulation begangen. Darüber hinaus begehen die Vorstandsmitglieder einen verbotenen Insiderhandel, wenn sie Aktien in Kenntnis der drohenden Insolvenz (Insidertatsache) verkaufen bevor die Öffentlichkeit

¹⁰⁰ Zum Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation vgl. Abschnitt I.3.3.

informiert worden ist (siehe dazu unter I.V. Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen).

Sowohl für den Fall des Gebens falscher oder irreführender Signale im Wege des aktiven Tuns als auch durch das Verschweigen von Informationen setzt der Verstoß nach Art. 12 Abs. 1 Buchst. c) MAR ein subjektives Element voraus. Art. 12 Abs. 1 Buchst. c) MAR verlangt, dass die Person, die die Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren. Damit wird nicht nur die positive Kenntnis, sondern auch die fahrlässige Unkenntnis erfasst. Der Maßstab zur Feststellung des „Wissen Müssens“ ist objektiv zu bestimmen.

III.8 Preiseinwirkung

Eine Straftat gemäß §§ 120 Abs. 15 Nr. 2, 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG setzt voraus, dass die Tathandlung auf den Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments eingewirkt hat. Ist ein Einwirken auf den Börsenpreis nicht nachweisbar, kommt eine Versuchsstrafbarkeit oder das Vorliegen einer Ordnungswidrigkeit in Betracht.

Auf den Börsenpreis wird eingewirkt, wenn er künstlich – d.h. gegen die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse am Markt – erhöht, abgesenkt oder auch nur stabilisiert wird. Entscheidend ist, dass die manipulative Handlung kausal für die Preiseinwirkung ist. Die Verbreitung von Informationen oder das Verschweigen müssen also zumindest mitursächlich für die Preisänderung bzw. Preisstabilisierung sein. Hierfür sind Vergleiche von bisherigem Kursverlauf und Umsatz sowie die Kurs- und Umsatzentwicklung des betreffenden Papiers am Tag der tatbestandlichen Handlung als Indizien heranzuziehen.

III.9 Marktmanipulation als Straftat

Eine strafbare Marktmanipulation gemäß §§ 120 Abs. 15 Nr. 2, 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG liegt nur dann vor, wenn die verantwortliche Person vorsätzlich handelt. Ausreichend ist ein sog. Eventualvorsatz, auch bedingter Vorsatz genannt. Dieser liegt bereits vor, wenn die verantwortliche Person die Begehung der verbotenen Handlung und die daraus resultierende Tatbestandsverwirklichung für möglich hält und billigend in Kauf genommen hat. Ein „billigend in Kauf nehmen“ liegt schon vor, wenn sich der Handelnde mit der möglichen Tatbestandsverwirklichung – sei sie ihm auch unerwünscht – abgefunden hat. Für die Annahme eines Vorsatzes bei der strafbewehrten Marktmanipulation genügt es demnach, wenn die verantwortliche Person es für möglich hält, dass sie falsche oder irreführende Angaben macht oder durch das Verschweigen von Angaben falsche oder irreführende Signale übermittelt und als Folge auch eine Preiseinwirkung für möglich hält, sich aber mit dieser Folge abfindet und trotzdem die Tathandlung vornimmt. Kommt es durch die vorsätzliche Manipulationshandlung nicht zu einer tatsächlichen Einwirkung auf den Börsenpreis kann gleichwohl eine Straftat in der Form der versuchten Marktmanipulation vorliegen. Auch der Versuch der Marktmanipulation ist strafbar (§ 119 Abs. 4 WpHG).

Vorsätzliche Manipulationen, die auf den Börsen- oder Marktpreis eingewirkt haben, sind Straftaten, die mit Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe geahndet werden können (§ 119 Abs. 1 Nr. 1 WpHG).

Handelt der Täter gewerbsmäßig oder bandenmäßig oder aber in Ausübung einer beruflichen Tätigkeit, z.B. für ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, wird die Marktmanipulation als Verbrechen mit einer Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu zehn Jahren bestraft (§ 119 Abs. 5 WpHG). In minder schweren Fällen beträgt die Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren (§ 119 Abs. 6 WpHG).

Sachverhalte, die Hinweise auf einen Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation geben, werden von der BaFin untersucht und gemäß § 11 Satz 1 WpHG bei Vorliegen eines

Verdachts auf eine strafbare Marktmanipulation bei der zuständigen Staatsanwaltschaft angezeigt.

III.10 Marktmanipulation als Ordnungswidrigkeit

Lässt sich bei der verantwortlichen Person leichtfertiges Handeln feststellen, so ist die Manipulationstat eine Ordnungswidrigkeit. Für die Annahme einer Leichtfertigkeit genügt die Feststellung, dass jemand grob achtlos gehandelt und nicht beachtet hat, was sich unter den Voraussetzungen seiner Fähigkeiten und Erkenntnisse hätte aufdrängen müssen. Ob es in Folge des bloß leichtfertigen Verstoßes zu einer tatsächlichen Preiseinwirkung gekommen ist oder nicht, spielt keine Rolle. Eine Marktmanipulation in Form einer Ordnungswidrigkeit kann insbesondere dann vorliegen, wenn sich der Vorsatz des Manipulateurs nicht auf alle Tatbestandsmerkmale bezieht. So kommt etwa eine Ordnungswidrigkeit dann in Betracht, wenn der Täter zwar vorsätzlich eine manipulative Handlung vornimmt, sich der Vorsatz aber z.B. nicht auf das Einwirken auf den Börsenpreis erstreckt (§ 120 Abs. 15 WpHG).

Ordnungswidrige Marktmanipulationen werden von der BaFin mit einem Bußgeld sanktioniert. Die Höhe des Bußgelds ist abhängig von der Art der begangenen Marktmanipulation und kann z.B. gegenüber Einzelpersonen bis zu fünf Millionen Euro und gegenüber juristischen Personen bis zu 15 Millionen Euro bzw. 15 Prozent des Gesamtumsatzes betragen. Darüber hinaus kann die Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Vorteils geahndet werden.

III.11 Bekanntmachung von Maßnahmen und Sanktionen nach § 125 WpHG

Entscheidungen über Maßnahmen und Sanktionen, die wegen eines Verstoßes gegen das Verbot der Marktmanipulation erlassen wurden, werden von der BaFin auf ihrer Internetseite bekannt gemacht.

IV. Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen

IV.1 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen von dem Marktmissbrauchsverbot (sog. „Safe Harbour“)

Für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen sieht Art. 5 MAR Ausnahmen für das Verbot von Insidergeschäften und das Verbot der Marktmanipulation vor.

Gemäß Art. 5 Abs. 1 MAR gelten die Verbote des Art. 14 MAR und des Art. 15 MAR unter bestimmten Voraussetzungen nicht für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen. Zu diesen Voraussetzungen gehört unter anderem, dass die Einzelheiten des Programms vor dem Beginn des Handels vollständig offengelegt werden müssen. Weiter müssen Transaktionen im Zusammenhang mit dem Rückkaufprogramm der zuständigen Behörde des Handelsplatzes gemeldet und anschließend öffentlich bekanntgegeben werden. In Bezug auf Kurs und Volumen müssen angemessene Grenzen eingehalten werden. Nur die in Art. 5 Abs. 2 MAR genannten Zwecke können den Safe Harbour eröffnen.

Die in den Art. 14 und 15 der MAR festgeschriebenen Verbote gelten gemäß Art. 5 Abs. 4 MAR außerdem nicht für den Handel mit Wertpapieren oder verbundenen Instrumenten zur Stabilisierung des Kurses von Wertpapieren, wenn die Dauer der Stabilisierungsmaßnahme begrenzt ist, relevante Informationen zur Stabilisierung offengelegt und der zuständigen Behörde des Handelsplatzes gemäß Abs. 5 gemeldet werden und in Bezug auf den Kurs angemessene Grenzen eingehalten werden.

Die bei den Akteurrückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen nach Art. 5 Abs. 1 und Abs. 4 MAR einzuhaltenden Bedingungen werden durch die Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052 (DeIVO (EU) 2016/1052) weiter präzisiert.

IV.2 Laufende Meldepflicht gegenüber der BaFin

Alle Transaktionen im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen (Art. 2 Abs. 2, Satz 2 DeIVO (EU) 2016/1052) oder Stabilisierungsmaßnahmen (Art. 5 Abs. 5 MAR) müssen spätestens am Ende des siebten Handelstags nach dem Tag der Ausführung des Geschäfts der BaFin gemeldet werden. Daraus folgt, dass Transaktionen nicht täglich gemeldet werden müssen, sondern sieben Handelstage lang gesammelt und dann gebündelt gemeldet werden können. Zu beachten ist dabei aber, dass keine der Transaktionen später als am Ende des siebten Handelstags nach dessen Ausführung gemeldet wird. Transaktionen im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen sind sowohl in detaillierter Form als auch in aggregierter Form zu melden (Art. 2 Abs. 2, Satz 2 DeIVO (EU) 2016/1052), wobei bei der aggregierten Form das aggregierte Volumen und der gewichtete Durchschnittskurs pro Tag und pro Handelsplatz anzugeben sind (Art. 2 Abs. 2, Satz 3 DeIVO (EU) 2016/1052).

Wie sich aus dem Verweis auf Art. 25 Abs. 1 Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR) in Art. 5 Abs. 3 MAR ergibt, müssen die Transaktionsmeldungen zu Rückkaufprogrammen auch Orderdaten enthalten. Eine entsprechende Pflicht zur Meldung von Orderdaten für Transaktionen im Zusammenhang mit Stabilisierungsmaßnahmen sieht weder die MAR noch die DeIVO (EU) 2016/1052 vor.

Neben der Meldepflicht gegenüber der BaFin bestehen gegebenenfalls Meldepflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden anderer EU-Mitgliedstaaten: Die DeIVO (EU) 2016/1052 sieht sowohl für Rückkaufprogramme (Art. 2 Abs. 2 Satz 2) als auch für Stabilisierungsmaßnahmen (Art. 6 Abs. 4 S. 2 Buchst. a) vor, dass der Emittent der zuständigen Behörde jedes Handelsplatzes, auf dem die Aktien zum Handel zugelassen sind bzw. gehandelt werden, alle mit dem Rückkaufprogramm oder der Stabilisierungsmaßnahme zusammenhängenden Geschäfte meldet.

Die für Rückkaufprogramme (Art. 5 Abs. 3 MAR i. V. m. Art. 2 Abs. 2 DeIVO (EU) 2016/1052) und für Stabilisierungsmaßnahmen (Art. 5 Abs. 5 MAR i. V. m. Art. 6 Abs. 4 Satz 2 DeIVO (EU) 2016/1052) zu übermittelnden Transaktionsmeldungen sollten der BaFin auf elektronischem Weg übermittelt werden. Hierfür stellt die BaFin ein entsprechendes elektronisches Fachverfahren über das MVP-Portal zur Verfügung. Unter <https://www.bafin.de/dok/8687598> stellt die BaFin Vorlagen (Excel-Dateien) zur Verfügung, die heruntergeladen, mit den entsprechenden Transaktionsmeldungen befüllt und anschließend über das Fachverfahren des MVP-Portal der BaFin übermittelt werden. Die Vorlagedateien sind mit einem Ausschnitt der gemäß Art. 26 der Verordnung (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR) bzw. Art. 25 MiFIR zu meldenden Daten zu befüllen. Die Vorlagedateien enthalten jeweils eine Arbeitsmappe in deutscher und in englischer Sprache, von denen aber nur eine auszufüllen ist.

IV.3 Laufende Veröffentlichungspflicht

Jedes Geschäft im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen (Art. 2 Abs. 3 Satz 1 DeIVO (EU) 2016/1052) oder Stabilisierungsmaßnahmen (Art. 6 Abs. 2 DeIVO (EU) 2016/1052) muss spätestens am Ende des siebten Handelstags nach dem Tag der Ausführung des Geschäfts auch angemessen bekanntgegeben (vgl. Art. 1 Buchst. b) DeIVO (EU) 2016/1052) werden. Für Rückkaufprogramme sieht der Gesetzgeber außerdem explizit vor, dass der Emittent die bekanntgegebenen Geschäfte auf seiner Website veröffentlicht und dafür sorgt, dass die Informationen ab dem Tag der angemessenen Bekanntgabe mindestens fünf Jahre öffentlich zugänglich bleiben (Art. 2 Abs. 3 Satz 2 DeIVO (EU) 2016/1052).

Inhaltlich deckt sich die Veröffentlichungspflicht mit der laufenden Meldepflicht gegenüber den Aufsichtsbehörden. Das bedeutet insbesondere, dass Transaktionen im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen sowohl in detaillierter Form als auch in aggregierter Form zu veröffentlichen sind. Es erscheint allerdings denkbar, dass datenschutzrechtliche Gründe einer Veröffentlichung von Angaben zu verantwortlichen natürlichen Personen einer Veröffentlichung entgegenstehen können. Da diese Information primär der Aufsichtsbehörde dient, muss sie nicht zwingend veröffentlicht werden.

Für Stabilisierungsmaßnahmen sieht Art. 6 Abs. 3 DeIVO (EU) 2016/1052 vor, dass innerhalb einer Woche nach Ablauf des Stabilisierungszeitraums eine Schlussmitteilung an die Öffentlichkeit mit dem dort genannten Inhalt erfolgt.

IV.4 Aktienrückkäufe aus sonstigen Gründen, Rückkäufe sonstiger Instrumente

Ein Aktienrückkaufprogramm muss einen der in Art. 5 Abs. 2 MAR genannten Zwecke haben, um in den Genuss der in Art. 5 Abs. 1 MAR vorgesehenen Ausnahme zu gelangen. Die Liste der nach Art. 5 Abs. 2 MAR zulässigen Zwecke ist abschließend. Bei Aktienrückkäufen zu Zwecken, die Art. 5 Abs. 2 MAR nicht regelt, gilt mithin das Verbot der Marktmanipulation und des Insiderhandels. Nicht erfasst ist z.B. der Fall, dass ein Unternehmen den Rückkauf von Aktien beschließt, um diese später als Akquisitionswährung zu verwenden. Weiter ist die Ausnahme für Rückkaufprogramme nach dem eindeutigen Wortlaut des Art. 5 Abs. 1 MAR

auf den Handel mit eigenen Aktien beschränkt. Art. 5 Abs. 1 MAR ist also z.B. nicht auf Rückkäufe eigener Anleihen anwendbar. Transaktionen, die nicht in den Anwendungsbereich des Art. 5 MAR fallen, stellen aber nicht „per se“ automatisch einen Verstoß gegen Art. 15 MAR dar. Vielmehr ist bei solchen Transaktionen im Einzelfall zu prüfen, ob sie möglicherweise gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen.

IV.5 Beschlüsse über Rückkaufprogramme als Insiderinformation

Der Beschluss des Vorstands, von einer Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen, stellt bei einem entsprechenden Kursbeeinflussungspotenzial eine Insiderinformation dar.

Jedoch können auch vorgelagerte Prozessschritte, wie bspw. die Beschlüsse des Vorstands und des Aufsichtsrats des Emittenten, der Hauptversammlung eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien vorzuschlagen, bereits Insiderinformationen darstellen. Hierfür müssen jedoch besondere Umstände vorliegen.¹⁰¹

Die konkrete Umsetzung des Aktienrückkaufbeschlusses bereitet dabei für das Unternehmen keine Probleme, da Handlungen auf der Grundlage eigener Pläne bzw. die bloße Tatsache dieses Erwerbs nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten (Erwägungsgrund 31 der MAR).

Probleme können sich jedoch ergeben, wenn der grundsätzliche Beschluss, Aktien zurückzukaufen, zwar bereits gefallen ist, das Unternehmen aber im Zeitpunkt der konkreten Ordererteilung über anderweitige Insiderinformationen verfügt, die geeignet sind, den Kurs erheblich positiv zu beeinflussen. Denn in diesem Fall handelt das Unternehmen auch bei der Umsetzung des Aktienrückkaufs in Kenntnis der erlangten Insiderinformationen und verwendet diese i. S. d. Art. 8 Abs. 1 MAR.

Bei der Umsetzung des Aktienrückkaufprogramms empfiehlt sich daher, vor Ausführung der Transaktionen gegenüber der mit dem Rückkaufprogramm beauftragten Bank oder einem unabhängigen Dritten eine bindende rechtliche Verpflichtung zum Erwerb einer im Voraus festgelegten Menge Aktien über einen bestimmten Zeitraum auszusprechen. Übernimmt das beauftragte Institut oder der Dritte dann den Rückkauf in eigener Regie und kann diese Person insbesondere selbständig über den Zeitpunkt der Ordererteilung bestimmen, ist es unschädlich, wenn das Unternehmen vor der Ausführung z.B. der dritten oder vierten Order Kenntnis von Insiderinformationen erhält. Denn die rechtliche Verpflichtung zum Erwerb der Aktien lag hier bereits vor Kenntnis der Insiderinformationen. Die gesetzliche Vermutung des Nutzens von Insiderinformationen wäre dadurch widerlegt. Dies gilt aber nur, wenn die für die Ausführung der einzelnen Order verantwortlich zeichnende Person selbst über keine relevanten Insiderinformationen über die zu erwerbenden Aktien verfügt und die Verpflichtung des Unternehmens zu einem Zeitpunkt ausgesprochen wurde, zu dem das Unternehmen über keine Insiderinformationen verfügte.

Das Unternehmen kann jederzeit das Rückkaufprogramm beenden. Verzichtet das Unternehmen wegen nunmehr vorliegender Insiderinformationen auf den Rückkauf, ist höchste Sorgfalt zwingend geboten. Nach Art. 8 Abs. 1 Satz 2 MAR kann auch die Stornierung oder Änderung eines Auftrags ein Insidergeschäft darstellen. Das würde für den o. g. Fall einer vorgelagerten Auftragserteilung bedeuten, dass wenn im Nachhinein Insiderinformationen erlangt werden, ein vorzeitiges Beenden des Rückkaufprogramms und damit einhergehend eine Stornierung oder Änderung dieses Auftrags ein verbotenes Insidergeschäft darstellen kann.

¹⁰¹ Weitere Ausführungen hierzu im Abschnitt I.2.1.5.4.

Zudem ist bei der erneuten Aufnahme des Rückkaufprogramms darauf zu achten, dass auch hier keine Insiderinformationen vorliegen, die im Rahmen des weiteren Rückkaufs verwendet werden würden.

V. Insiderlisten

V.1 Vorbemerkung

An die Stelle der vormals nach § 15b WpHG a. F. zu erstellenden sog. Insiderverzeichnisse ist mit Inkrafttreten der MAR die Pflicht zur Erstellung von Insiderlisten gemäß Art. 18 MAR gerückt. Ergänzend legt die Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 (DVO (EU) 2016/347) das Format fest und enthält im Anhang eine Vorlage für Insiderlisten.

Nach Art. 18 MAR haben Emittenten oder alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen eine Liste aller Personen aufzustellen, die Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Insiderlisten sind fortwährend zu aktualisieren und der BaFin auf deren Ersuchen zuzusenden.

Die in den Insiderlisten aufgeführten Personen sind durch den Listenführungspflichtigen über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben (insbesondere das Verbot unter Verwenden der Insiderinformation zu handeln), sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären. Dadurch werden die belehrten Personen für einen vorsichtigen Umgang mit Insiderinformationen sensibilisiert. Zum anderen ermöglichen die Insiderlisten dem Emittenten sowie anderen Listenführungspflichtigen, den Fluss der Insiderinformation zu überwachen und damit ihren Geheimhaltungspflichten nachzukommen. Insiderlisten dienen damit der Verbesserung der Marktintegrität. Schließlich erleichtern Insiderlisten der BaFin beim Vorliegen von Anhaltspunkten für Insiderdaten eine schnelle Eingrenzung des Kreises der bestimmungsgemäßen Insider.

V.2 Listenführungspflichtige

Art. 18 MAR verpflichtet zwei Personenkreise zum Führen von Insiderlisten; zum einen Emittenten und zum anderen die in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen. Diese Pflichten bestehen nebeneinander und sind nicht alternativ zu verstehen. Jedoch kann der Emittent die Führung der Liste durch Dienstleister erledigen lassen, gleichwohl bleibt er jedoch für die ordnungsgemäße Führung verantwortlich (Art. 18 Abs. 2 Unterabs. 2 Satz 1 MAR).

V.2.1 Emittenten

Die Pflicht, eine Insiderliste zu führen, trifft gemäß Art. 18 Abs. 7 MAR alle Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat beantragt oder genehmigt haben, bzw. im Falle von Instrumenten, die nur auf einem multilateralen (MTF) oder organisierten Handelssystem (OTF) gehandelt werden, für Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem in einem Mitgliedstaat erhalten haben oder die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem in einem Mitgliedstaat beantragt haben. Damit können nunmehr in Ergänzung der bisherigen Regelungen insbesondere auch Freiverkehrsemittenten listenführungspflichtig sein.

Vgl. dazu, was unter einem multilateralen oder organisierten Handelssystem zu verstehen ist und wann die Genehmigung des Handels durch den Emittenten vorliegt, Abschnitt I.3.2.2.1, dort 3. und 4. Absatz.

V.2.2 Teilnehmer am Markt für Emissionshandelszertifikate und weitere Listenführungspflichtige

Auch Teilnehmer am Markt für Emissionshandelszertifikate haben in Bezug auf Insiderinformationen über Emissionszertifikate im Rahmen von Aktivitäten am Markt für Emissionszertifikate Insiderlisten zu führen.

Darüber hinaus trifft die Listenführungspflicht alle Versteigerungsplattformen, Versteigerer und die Auktionsaufsicht in Bezug auf die Versteigerungen von Emissionszertifikaten und anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten, die gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010¹⁰² abgehalten werden.

V.2.3 Im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen (Dienstleister)

Verpflichtet zur Führung eigener Listen sind außerdem alle im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnden Personen. Bei den Begriffen „im Auftrag“ und „für Rechnung“ handelt es sich nicht um die in der deutschen Rechtsordnung etwa i. S. d. § 675 BGB verwendeten Begriffe wie „für Rechnung“. Durch Art. 18 MAR sollen gerade nicht ausschließlich Auftragsverhältnisse oder Kommissionsgeschäfte erfasst werden. Vielmehr sind die Begriffe vor dem europarechtlichen Hintergrund nicht in dem oben genannten Sinne, sondern allgemeinsprachlich und damit weiter auszulegen. Sinn und Zweck der europäischen Regelung ist es, Angehörige bestimmter Berufsgruppen, die im Interesse des Emittenten handeln und aufgrund dieser Tätigkeit typischerweise Kenntnis von Insiderinformationen erlangen, in einer Liste zu erfassen und sie über die Pflichten im Umgang mit Insiderinformationen aufzuklären. Gemeint sind damit Personen, die Interessen des Emittenten wahrnehmen oder in beratenden Berufen tätig sind oder die in ihrer Tätigkeit für den Emittenten anderweitig als einem Bereich angehörig anzusehen sind, der typischerweise mit Insiderinformationen in Berührung kommt. Es handelt sich dabei z.B. um Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater, Steuerberater, Investor-Relations-Agenturen, externe Buchhalter. Im Folgenden werden die im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnden Personen kurz als „Dienstleister“ bezeichnet.

Der Emittent hat in seiner Insiderliste einen Hinweis auf die Einbindung eines solchen Dienstleisters oder die Weitergabe einer Insiderinformation an einen solchen unter Angabe des Zeitpunkts der Einbindung oder Weitergabe zu vermerken. Dabei genügt es, dass er den Firmennamen des Dienstleisters sowie einen Ansprechpartner des Dienstleisters mit Telefonnummer benennt.

Bindet der Dienstleister einen weiteren Dienstleister zum Zweck der Erfüllung seines Auftrages ein (z.B. wenn die vom Emittenten mit der Durchführung einer Kapitalmaßnahme beauftragte Bank ihrerseits einen Anwalt einschaltet, der im Auftrag bzw. für Rechnung der Bank ein Rechtsgutachten erstellt), so ist der von ihm eingebundene weitere Dienstleister nicht verpflichtet, für diesen Sachverhalt eine eigene Insiderliste zu führen, denn er handelt nicht im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten. Sub-Dienstleister sind jedoch über ihren Ansprechpartner in der Liste des Dienstleisters zu erfassen

¹⁰² Verordnung Nr. 1031/2010 der Kommission vom 12. November 2010 über den zeitlichen und administrativen Ablauf sowie sonstige Aspekte der Versteigerung von Treibhausgasemissionszertifikaten gemäß der Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über ein System für den Handel mit Treibhausgasemissionszertifikaten in der Gemeinschaft.

V.2.3.1 Typische Dienstleister des Emittenten

Rechtsanwälte, Notare, Steuerberater und Insolvenzverwalter sind zur Führung einer eigenen Liste verpflichtet, wenn sie im Auftrag oder für Rechnung eines Emittenten handeln.

Auch Wirtschaftsprüfer haben eigene Listen zu führen, unabhängig davon, ob sie lediglich beratend tätig werden und dabei bestimmungsgemäß mit Insiderinformationen in Berührung kommen oder ob sie eine gesetzlich vorgesehene Prüfung vornehmen. Eine dem § 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG a.F. vergleichbare Ausnahme, die Abschlussprüfer im Rahmen von gesetzlich vorgegebenen Prüfungen ausnimmt, besteht nicht mehr.

Wie bereits auch schon nach bisherigem Recht hat eine Investor-Relations-Agentur, die den Emittenten bei Maßnahmen zur Beziehungspflege zu Investoren berät und im Rahmen ihrer Tätigkeit typischerweise mit Insiderinformationen in Berührung kommt, eine entsprechende Liste zu führen.

Eine Ratingagentur, die ein vom Emittenten in Auftrag gegebenes Rating erstellt, handelt im Interesse des Emittenten und kommt im Rahmen ihrer Tätigkeit auch häufig bestimmungsgemäß mit Insiderinformationen in Berührung. In diesen Fällen ist sie zur Führung einer eigenen Insiderliste verpflichtet. Dies bedeutet jedoch nicht, dass daraus der Schluss gezogen werden darf, dass die Ratingagentur bei der Erstellung des Ratings weisungsabhängig ist oder gar ihre Unabhängigkeit beeinträchtigt wäre. Es ist jedoch zu beachten, dass, sofern eine Ratingagentur aus eigener Initiative oder auf Veranlassung eines Dritten (z.B. einer Bank) ein Rating anfertigt, diese nicht im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelt und damit nicht verpflichtet ist, eine Insiderliste zu führen.

Ein Kreditinstitut ist dann als Dienstleister im Sinne von Art. 18 MAR anzusehen, wenn es über die allgemeinen Bankdienstleistungen (z.B. Abwicklung der Kontobeziehung, Kreditvergabe) hinausgehende Dienstleistungen erbringt und damit im Interesse oder in der Sphäre des Emittenten tätig wird. Zu diesen Dienstleistungen, die eine Insiderlistenführungspflicht begründen, gehören z.B. die Beratung im Bereich eines Börsengangs, einer Kapitalmaßnahme oder einer Akquisition (Einbindung der Bereiche Corporate Finance oder Mergers & Acquisitions).

Ein Übersetzungsbüro, das Ad-hoc-Mitteilungen oder Vertragsentwürfe etc. für den Emittenten übersetzt, wird typischerweise im Auftrag des Emittenten tätig und hat demgemäß eine Insiderliste zu führen.

Anbieter elektronischer Informationsverbreitungsdienste fallen beispielsweise dann unter die Listenführungspflicht, wenn der Emittent deren Systeme zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung nutzt und der Diensteanbieter im Rahmen einer Vorabübermittlung einer Ad-hoc-Mitteilung an die BaFin gemäß § 26 Abs. 1 WpHG von der Insiderinformation Kenntnis erhält.

V.2.3.2 Keine Dienstleister des Emittenten

Gerichte, Staatsanwaltschaften und Polizei und sonstige Behörden handeln hoheitlich und daher nicht im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten. Sie gehören daher nicht zum Kreis der in Art. 18 MAR genannten Listenführungspflichtigen.

Lieferanten sind nicht als im Interesse des Emittenten tätig anzusehen und haben daher keine eigene Insiderliste zu führen.

Tochter- oder Muttergesellschaften eines Emittenten sind nach wie vor grundsätzlich nicht zur Führung einer Insiderliste verpflichtet. Sie sind nicht für den Emittenten und auch nicht in seinem Auftrag oder für seine Rechnung tätig, da weder Art. 14 MAR noch der Begründung zu entnehmen ist, dass von dem Adressatenkreis die verbundenen Unternehmen erfasst werden sollten. Auch bei Vorliegen einer Holdingstruktur besteht für die nicht

börsennotierte Holding keine Verpflichtung, eine Insiderliste zu führen. Dies gilt auch bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Mutter- und Tochtergesellschaft.

Soweit jedoch einzelne Mitarbeiter der Mutter- oder Tochtergesellschaft noch eine vertragliche Anbindung zu dem börsennotierten Emittenten aufweisen, werden diese Personen für den Emittenten tätig und sind im Falle des bestimmungsgemäßen Zugangs zu Insiderinformationen in die Insiderliste des Emittenten aufzunehmen. Eine Pflicht zur Führung einer Insiderliste kommt allenfalls dann in Betracht, wenn das verbundene Unternehmen zu den oben beschriebenen Dienstleistern gehört.

V.2.3.3 Ausländische Dienstleister

Art. 18 MAR sieht keine ausdrückliche Ausnahme für Nicht-EU-Dienstleister vor. Da gemäß Art. 2 Abs. 4 MAR die Anforderungen der MAR auch für Handlungen in Drittländern gelten, müssen Nicht-EU-Ausländer auch Insiderlisten führen. Dies rechtfertigt sich auch aus dem Ziel der MAR, einen einheitlichen Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen in der EU zu schaffen.

V.2.4 Erleichterungen für KMU-Emittenten

Eine Ausnahme gilt gemäß Art. 18 Abs. 6 MAR für Emittenten am sog. KMU-Wachstumsmarkt nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 11 MAR. Sie sind von der Listenführungspflicht befreit, müssen aber gleichwohl auf Anfrage der BaFin eine Insiderliste entsprechend der Vorlage in Anhang II DVO (EU) 2016/347 und mittels eines Formats das Vollständigkeit, Integrität und Vertraulichkeit der Informationen wahrt, übermitteln, Art. 3 DVO (EU) 2016/347 (vgl. auch Abschnitt V.4.2).

Fordert die BaFin eine Insiderliste von einem KMU-Emittenten an, so bestehen Erleichterungen in Bezug auf die private Adresse und die private Telefonnummer des Insiders. Sofern diese Daten dem Emittenten zum Zeitpunkt der Anforderung durch die BaFin nicht bekannt sind, sind sie nicht mitzuliefern. Das Geburtsdatum des Insiders ist bei Listen von KMU-Emittenten nur anzugeben, wenn keine nationale Identifikationsnummer vorhanden ist.

Wie auch Emittenten außerhalb von KMU-Wachstumsmärkten, sind KMU-Emittenten dazu verpflichtet, die Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, zu belehren und auf die Folgen eines Verstoßes hinzuweisen. Im Vergleich zu Nicht-KMU-Emittenten entfällt allerdings das Erfordernis der Bestätigung des Erhalts der Belehrung durch die belehrten Personen.

V.3 Aufzunehmende Personen

In die Insiderliste sind Personen aufzunehmen, die auf Grundlage eines Arbeitsvertrages oder anderweitig Aufgaben wahrnehmen, durch die diese Zugang zu Insiderinformationen haben. Es sind als Insider nur natürliche Personen aufzunehmen und keine juristische Personen.

V.3.1 Wahrnehmung von Aufgaben und Zugang zu Insiderinformationen

In die Insiderlisten von Emittenten und Dienstleistern sind – sofern sie Zugang zu Insiderinformationen haben – alle Arbeitnehmer und Personen aufzunehmen, die anderweitig Aufgaben übernehmen. Somit sind nach wie vor auch Personen aufzunehmen, die aufgrund

anderer Vertragsgestaltung oder aber auch im Rahmen von rein faktischen Arbeitsverhältnissen tätig werden.

Die Formulierung „bestimmungsgemäßer“ Zugang ist weggefallen. Die MAR formuliert, dass diejenigen Personen in die Insiderliste aufzunehmen sind, die auf Grundlage eines Arbeitsvertrags oder anderweitiger Aufgabenwahrnehmung für den Emittenten Zugang zu Insiderinformationen erhalten.

Aus dem Telos der Insiderliste folgt jedoch, dass die aufzunehmende Person nicht nur zufällig oder bei Gelegenheit Kenntnis von der Information erlangt haben. Dies folgt auch aus der beispielhaften Aufzählung von Beratern, Buchhaltern oder Ratingagenturen in Art. 18 MAR. Hierbei handelt es sich um Personen, die gezielt – und damit bestimmungsgemäß – mit den Informationen in Kontakt kommen. So sind nach wie vor beispielsweise IT-Mitarbeiter, die aufgrund ihrer Administrationsrechte Zugang zum internen E-Mail-Verkehr oder den Datenbanken des Listenführungspflichtigen haben, nicht in die Insiderliste aufzunehmen, da diese nur bei Gelegenheit Zugang zum Inhalt von insiderrelevanten E-Mails oder Datenbanken haben. Es gehört nicht zu den Aufgaben dieses Mitarbeiterkreises, sich mit dem Inhalt dieser Dateien, Mails, Dokumente etc. auseinander zu setzen.

Haben Personen widerrechtlich Zugang zur Insiderinformation erlangt und wird dies dem Listenführungspflichtigen bekannt, sind auch diese Personen in die Insiderliste aufzunehmen.

Nicht erforderlich für die Aufnahme in die Liste ist, dass die betreffenden Personen bereits tatsächlich Zugang zu bestimmten Insiderinformationen gehabt haben müssen. Vielmehr reicht es aus, wenn die Aufgabenbeschreibung der betreffenden Personen eine potenzielle Befassung mit Insiderinformationen vorsieht.

V.3.3 Beispiele für aufzunehmende Personen beim Emittenten

Regelmäßig in Insiderprojekte einbezogen und damit Insider sind Mitarbeiter aus den Bereichen Compliance, Controlling, Finanzen, Investor Relations, Recht und Steuern und Beteiligte in den Gremien Ad-hoc-Komitee, Betriebsrat und Wirtschaftsausschuss.

Organmitglieder wie Vorstandsmitglieder haben in der Regel im Rahmen ihrer Aufgaben Zugang zu Insiderinformationen und sind daher in die Insiderliste des Emittenten aufzunehmen. Organmitglieder selbst haben jedoch keine eigene Insiderliste zu führen.

Auch Assistenten des Vorstands sind bei entsprechendem Zugang zu Insiderinformationen, sofern sie beim Emittenten angestellt sind, aufzunehmen. Assistenten von Aufsichtsratsmitgliedern sind, sofern sie beim Emittenten angestellt sind, ebenso aufzunehmen. Sind Assistenten von Aufsichtsratsmitgliedern jedoch beim Aufsichtsrat selbst oder einem dritten Unternehmen angestellt, sind sie nicht in die Insiderliste des Emittenten aufzunehmen, da keine Rechtsbeziehung zum Emittenten besteht.

V.3.2 Sonderfall Dienstleister

Der Emittent hat von dem Dienstleister, der für ihn tätig wird, in Beibehaltung der alten Vorgaben, nicht zwingend alle Mitarbeiter des Dienstleisters, die Zugang zur Insiderinformation haben, aufzunehmen. Es besteht auch die Möglichkeit, lediglich einen Ansprechpartner des Dienstleisters aufzunehmen (siehe auch oben unter V.2.3.1 und V.2.3.2). Dabei ist zu beachten, dass als Insider nur natürliche Personen aufzunehmen sind und keine juristische Personen. Auch für den Ansprechpartner des Dienstleisters sind die persönlichen Daten aufzunehmen, die sich aus den Mustern im Anhang I der DVO (EU) 2016/347 ergeben.

V.4 Aufbau und Inhalt der Liste

Während Art. 14 Abs. 3 MAR lediglich den Mindestinhalt der Insiderliste vorgibt, ergänzt die DVO (EU) 2016/347 die MAR entsprechend für das Format.

V.4.1 Eintragungen im Vorfeld der Insiderinformation

Nach wie vor gilt, dass die insiderinformationsbezogene Erstellung einer Insiderliste bereits im Vorfeld des Entstehens einer Insiderinformation erforderlich und sinnvoll sein kann. Dies gilt insbesondere für Sachverhalte, die bis zu ihrer Konkretisierung einen längeren Zeitraum in Anspruch nehmen und in die eine Vielzahl von Wissensträgern eingebunden sind, wie z.B. Übernahmeverhandlungen. Die Personen, die bereits im Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation einbezogen sind, sind in die Liste aufzunehmen.

Die BaFin wird aus der reinen Aufnahme einer Information/eines Projektes in diese Liste keinen Rückschluss dahingehend ziehen, dass der Listenführungspflichtige zu diesem Zeitpunkt das Vorliegen einer grundsätzlich ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformation angenommen hätte. Die BaFin berücksichtigt an dieser Stelle, dass der Listenführungspflichtige in aller Regel die Liste zu einem Zeitpunkt anlegen wird, in dem die Information noch nicht den für den Charakter einer Insiderinformation erforderlichen Konkretisierungsgrad erreicht hat.

Für die bereits im Vorfeld aufgenommenen Personen ist bezüglich der Erlangung des Zugangs zur Insiderinformation zunächst kein Datum und keine Uhrzeit anzugeben. Da die Insiderinformation erst später entsteht, ist das Datum und die Uhrzeit relevant, zu dem die Insiderinformation tatsächlich entsteht.

V.4.2 Format und Aufbau

Die Insiderliste ist elektronisch zu führen entsprechend dem Format der Vorlage 1 bzw. 2 in Anhang 1 der DVO (EU) 2016/347. KMU-Emittenten müssen die Liste nicht zwingend in einem elektronischen Format führen, jedoch haben sie ein Format zu wählen, dass die Wahrung der Vollständigkeit, Integrität und Vertraulichkeit während der Übertragung gewährleistet.

Die Insiderliste ist in separate Abschnitte zu gliedern, wobei jeder Insiderinformation ein eigener Abschnitt zuzuordnen ist, der Angaben nur zu den natürlichen Personen enthält, die Zugang zu der für diesen Abschnitt relevanten Insiderinformation haben, Art. 2 Abs. 1 DVO (EU) 2016/247. Es entfällt damit die bisherige Möglichkeit, Insiderlisten alternativ auch nach Funktionen innerhalb des Unternehmens aufzustellen.

Fakultativ kann die Insiderliste um einen Abschnitt sog. permanenter Insider ergänzt werden, um zu vermeiden, dass diese Personen in jeder einzelnen Insiderliste aufgeführt werden müssen. Dabei sollen nur Personen in dem Abschnitt „Permanente Insider“ erfasst werden, die aufgrund des Charakters ihrer Funktion oder Position jederzeit Zugang zu allen Insiderinformationen haben, Erwägungsgrund 4 der DVO (EU) 2016/347.

V.4.3 Aufzunehmende Daten

Die in die elektronisch zu führende Liste aufzunehmenden Daten ergeben sich im Detail aus Anhang I der DVO (EU) 2016/347, die Art. 18 MAR konkretisiert und sich in den Angaben geringfügig danach unterscheidet, ob die Angaben des permanenten oder des projektbezogenen Abschnitts der Liste betroffen sind.

V.4.3.1 Angaben über Erstellung und Aktualisierung der Insiderliste

Die Insiderliste ist mit dem Datum der Erstellung zu versehen. Das Datum ist entsprechend der ISO 8601 anzugeben. Dabei ist als Datumformat jjjj-mm-tt und als Zeitformat hh:mm zu verwenden.

Beispiel:

03.07.2016 14:20 Uhr

Datumformat nach ISO 8601: 2016-07-03

Zeitformat nach ISO 8601: 14:20

Der Unterschied zu Tageszeiten ist mit der verwendeten Zonenzeit zur koordinierten Weltzeit (UTC) in der Form +01:00 anzufügen. Bei einer Zeitangabe in koordinierter Weltzeit (UTC) ergibt sich die in Deutschland geltende Mitteleuropäische Zeit (MEZ), indem man eine Stunde, und die im Sommer geltende Mitteleuropäische Sommerzeit (MESZ), indem man zwei Stunden addiert.

Beispiel:

2016-01-03 14:20+01:00 (MEZ)

V.4.3.2 Angaben zum Verpflichteten und den beauftragten Person

Die Insiderliste ist zunächst mit einer deutlich hervorgehobenen Überschrift „Insiderliste nach Art. 14 MAR“ zu versehen. Der Name des zur Führung der Insiderliste Verpflichteten und die Namen der von ihm mit der Führung der Insiderliste beauftragten Personen sind in die Liste aufzunehmen.

V.4.3.3 Angaben zu den Personen mit Zugang zu Insiderinformationen

Sämtliche Personen, die aufgrund eines Arbeitsvertrages oder der Wahrnehmung anderweitiger Aufgaben Zugang zu Insiderinformationen haben, sind in der Insiderliste zu führen.

Zu den Angaben zur Person gehört deren Identität. Die Identität umfasst dabei: Vorname, Nachname, ggf. Geburtsname, Anschrift und Name des Unternehmens, geschäftliche Telefon- und Handynummer, Geburtsdatum, private Telefon- und Handynummer sowie die vollständige persönliche Adresse. Hinsichtlich der persönlichen Adresse ist auch der Zweitwohnsitz aufzunehmen.

Neu ist die Angabe einer nationalen Identifikationsnummer. Für deutsche Insider ist in Ermangelung einer solchen Nummer momentan kein Eintrag vorzunehmen, insbesondere ist keine Steuer-Identifikationsnummer einzutragen. Bei ausländischen Insidern ist die nationale Identifikationsnummer einzutragen, sofern eine solche existiert.

Hinsichtlich der Erleichterungen für KMU-Emittenten vgl. Abschnitt V.2.4.

Eine Bezugnahme auf interne Datenbanken ist nicht ausreichend.

V.4.3.4 Funktion und Grund für die Erfassung dieser Person in der Liste

Es ist die Funktion des Insiders und der Grund für die Erfassung gemäß Art. 18 Abs. 3 Buchst. b) MAR der Person in der Liste anzugeben. Als Funktion des Insiders

ist seine Funktion im Unternehmen, wie beispielsweise Vorstandsmitglied, anzugeben. Der Grund für die Aufnahme in die Liste ergibt sich regelmäßig daraus, dass die Person in das im jeweiligen Abschnitt benannte Projekt einbezogen worden ist.

V.4.3.5 Beginn und Ende des Zugangs zu Insiderinformationen

V.4.3.5.1 Grundsätzliches

Gemäß Art. 18 Abs. 3 Buchst. c) MAR ist nicht nur das Datum, seit dem die jeweilige Person Zugang zu Insiderinformationen hat, sondern auch die entsprechende Uhrzeit aufzunehmen (vgl. dazu auch oben unter V.4.4.1).

Dabei ist maßgeblich, seit wann die einzelne Person Zugang zu der jeweiligen Information besitzt bzw. in das Projekt eingebunden wurde. Hierbei kommt es auf den Zugang und nicht erst auf die tatsächliche Kenntnis der Insiderinformation an.

Ist die Insiderliste in Abschnitte eingeteilt, so ist das Datum der Erstellung des Abschnitts mit aufzunehmen.

Das Ende des Zugangs zu Insiderinformationen ist ebenfalls mit Datum und Uhrzeit einzutragen. Für einzelne Personen kann der Zugang insbesondere mit Ausscheiden aus dem Unternehmen wegfallen, für alle in die Liste aufgenommenen Personen durch die Veröffentlichung der Insiderinformation.

V.4.3.5.2 Sonderfall Gruppen von Insidern

Bei einer Gruppe von Beteiligten, z.B. einem bestimmten Projektteam, kann einheitlich auf den Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation, also z.B. auf die Entscheidung des zuständigen Gremiums, abgestellt werden. Unabhängig davon kann darüber hinaus erläutert werden, ob und wann einzelne Personen konkret Zugang bzw. Kenntnis von der Insiderinformation erhalten haben. Dies gilt auch für die Darstellung von krankheits- oder urlaubsbedingten Abwesenheiten. Sofern der Emittent weiß, dass für bestimmte Mitarbeiter der konkrete Zeitpunkt des Zugangs bzw. der Kenntnis der Insiderinformation erst nach dem für die Gruppe geltenden Zeitpunkt erfolgt ist, kann von vornherein dieser individualisierte Zeitpunkt vermerkt werden.

V.5 Aktualisierung der Liste

Die Insiderliste ist nach Art. 18 Abs. 1 Buchst. b. i. V. m. Abs. 4 MAR unverzüglich zu aktualisieren, wenn sich der Grund für die Erfassung einer Person ändert, wenn eine noch nicht benannte Person Zugang zu Insiderinformationen erlangt oder wenn eine benannte Person keinen Zugang mehr zu Insiderinformationen hat. Gemäß Art. 18 Abs. 4 Satz 2 MAR hat die Aktualisierung unter Nennung des Datums und der Uhrzeit die Änderung anzugeben, durch die die Aktualisierung erforderlich wurde.

Die Pflicht zur Aktualisierung der Insiderliste endet, wenn keine Insiderinformation mehr vorliegt. Das ist der Fall, wenn die Information veröffentlicht worden ist oder sich die Insiderinformation bzw. das Projekt vorzeitig erledigt hat. Bei einzelnen Mitarbeitern endet die Aktualisierungspflicht mit dem Ausscheiden des Mitarbeiters aus dem Unternehmen. In die Liste ist das Ausscheidungsdatum einzutragen. Urlaubs- oder kurzzeitige krankheitsbedingte Abwesenheiten der in der Liste aufgenommenen Personen sind kein Grund für die Aktualisierung.

Über die Vorgaben des Art. 18 MAR hinaus sollte – im Sinne einer Korrektur, aber nicht einer Aktualisierung - die Insiderliste auch dann geändert werden, wenn sich bestimmte personenbezogene Daten ändern, wie beispielsweise ein Familienname oder eine private Adresse oder Telefonnummer.

V.6 Vertraulichkeit

Gemäß Art. 2 Abs. 4 DVO (EU) 2016/347 ist die Insiderliste so aufzubewahren und zu führen, dass ihre vertrauliche Handhabung sichergestellt ist. Daher ist der Zugang auf eindeutig festgelegte Personen zu beschränken, für die dieser Zugang aufgrund des Charakters ihrer Funktion oder ihrer Position notwendig ist und die aus dem Kreis des Emittenten, des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate, der Versteigerungsplattform, des Versteigerers und der Auktionsaufsicht oder derjenigen, die in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handeln, stammen.

V.7 Vorlage der Liste bei der BaFin

Gemäß Art. 18 Abs. 1 Buchst. c) MAR sind die Listenführungspflichtigen verpflichtet, auf Anfrage der BaFin die Listen unverzüglich vorzulegen. Die Vorlage erfolgt unter Verwendung der von der BaFin festgelegten und auf ihrer Website veröffentlichten elektronischen Hilfsmittel, aktuell ist das die Übermittlung per SecureMail.

V.8 Aufbewahrung und Vernichtung

Die Insiderliste ist fünf Jahre aufzubewahren. Mit jeder Aktualisierung beginnt diese Frist für den entsprechenden Datensatz neu zu laufen.

Des Weiteren muss ein jederzeitiger Zugriff auch auf frühere Fassungen für fünf Jahre möglich sein (Art. 2 Abs. 4 DVO (EU) 2016/347).

Nach Ablauf der fünfjährigen Aufbewahrungsfrist sind die Daten zu vernichten. Dies ergibt sich nunmehr aus § 35 Abs. 2 Nr. 1 Bundesdatenschutzgesetz (BDSG).

V.9 Aufklärungspflichten

Art. 18 Abs. 2 MAR schreibt vor, dass alle auf der Insiderliste erfassten Personen die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten schriftlich anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die bei Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen Anwendung finden. Üblich, aber nicht zwingend ist eine schriftliche Aufklärung.

Eine einmalige Belehrung ist auch bei mehrfacher Erfassung ausreichend. Die Aufklärung sollte zeitnah zu der Aufnahme der Person in die Liste vorgenommen werden. Ein Mustertext für die Belehrung findet sich auf der Internetseite der BaFin.

Der Emittent bleibt auch dann verantwortlich für die Belehrung, wenn eine andere Person im Auftrag oder für die Rechnung des Emittenten die Erstellung und Aktualisierung der Insiderliste übernimmt.

Die auf der Insiderliste erfassten Personen haben zu bestätigen, dass sie von den Pflichten und Sanktionen Kenntnis genommen haben, Art. 18 Abs. 2 Unterabs. 1 MAR. Diese Bestätigung kann schriftlich, aber auch in elektronischer Form abgegeben werden, sofern bei Nutzung der elektronischen Form auch zu einem späteren Zeitpunkt diese Kenntnisnahme nachgewiesen werden kann. Für KMU-Emittenten entfällt das Erfordernis der Bestätigung des Erhalts der Belehrung durch die belehrten Personen. Eine solche Bestätigung bietet sich jedoch zu Beweis Zwecken an.

V.10 Sanktionen

§ 120 Abs. 15 Nr. 12 – 16 WpHG sieht in Umsetzung von Art. 30 Abs. 1 Buchst. a) MAR für vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen Art. 18 Abs. 1 bis 6 MAR die Möglichkeit der Verhängung einer Geldbuße bis zu 500.000 Euro gegenüber natürlichen Personen vor. Gegenüber juristischen Personen ist eine Geldbuße bis zu einer Million Euro bzw. bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Vorteils möglich.

Die mit Geldbuße bedrohten Tatvarianten sind im Einzelnen erfüllt, wenn der Listenführungspflichtige:

→ entgegen Art. 18 Abs. 1 Buchst. a) MAR eine Insiderliste nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig aufstellt, § 120 Abs. 15 Nr. 12 WpHG.

→ entgegen Art. 18 Abs. 1 Buchst. b) i. V. m. Art. 18 Abs. 4 MAR eine Insiderliste nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig aktualisiert, § 120 Abs. 15 Nr. 13 WpHG.

→ entgegen Art. 18 Abs. 1 Buchst. c) MAR eine Insiderliste nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig zur Verfügung stellt, § 120 Abs. 15 Nr. 14 WpHG.

→ entgegen Art. 18 Abs. 2 Unterabs. 1 MAR nicht die dort genannten Vorkehrungen (Aufklärung, vgl. 5.9) trifft, § 120 Abs. 15 Nr. 15 WpHG.

→ entgegen Art. 18 Abs. 5 MAR eine Insiderliste nach einer Erstellung oder Aktualisierung nicht oder nicht mindestens fünf Jahre aufbewahrt, § 120 Abs. 15 Nr. 16 WpHG.

Neben der Verhängung von Bußgeldern hat die BaFin gemäß § 125 WpHG Entscheidungen über Maßnahmen und Sanktionen unter Offenbarung der Identität der betroffenen natürlichen oder juristischen Person auf ihrer Internetseite bekannt zu geben.

VI. Marktsondierungen

Ohne Vorgängerregelung ist die spezielle Regelung für Marktsondierungen in Art. 11 MAR zu finden. Hierbei geht es um die Übermittlung von Informationen im Vorfeld einer Kapitalmarkttransaktion an potenzielle Anleger, um das Interesse des Markts und damit die Erfolgsaussichten abschätzen oder die Attraktivität des eigenen Angebots bewerten zu können. Hierbei kann es erforderlich sein, potentiellen Anlegern gegenüber auch Insiderinformationen offenzulegen.

Der europäische Gesetzgeber hat mit der Einführung von Art. 11 MAR auf die schon bestehende Marktpraxis reagiert und regelt dies nun ausdrücklich. Eine solche Offenlegung wird bei Erfüllen der Verpflichtungen aus Art. 11 MAR als legitime Handlung fingiert und stellt daher eine Privilegierung dar.

VI.1 Ausnahme vom Offenlegungsverbot

Art. 11 MAR statuiert eine Ausnahme vom Verbot unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 Buchst. c) MAR. Eine im Verlauf einer Marktsondierung vorgenommene Offenlegung von Insiderinformationen wird gemäß Art. 11 Abs. 4 MAR als im Zuge der normalen Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben vorgenommen betrachtet, wenn der offenlegende Marktteilnehmer die Verpflichtungen gemäß den Absätzen 3 und 5 erfüllt. Folglich ist diese Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 10 Abs. 1 MAR rechtmäßig.

VI.2 Sinn und Zweck

Sinn und Zweck der Privilegierung nach Art. 11 MAR ist den Kapitalmarktteilnehmern die Möglichkeit zu erhalten Marktsondierungen durchzuführen, auch wenn der zugrundeliegende Sachverhalt Insiderinformationen enthält und die Sondierung folglich auch zur Offenlegung von Insiderinformationen und somit zu einem Verstoß gegen Art. 14 Buchst. c) MAR führen würde.

Marktsondierungen wiederum sind entsprechend der Erwägungsgründe der MAR wichtig für das ordnungsgemäße Funktionieren der Finanzmärkte. „Marktsondierungen können insbesondere dann nützlich sein, wenn das Vertrauen in die Märkte geschwächt ist, wenn relevante Marktreferenzwerte fehlen oder wenn die Märkte Schwankungen unterworfen sind.“

¹⁰³

VI.3 Anwendungsbereich

Der Anwendungsbereich von Art. 11 MAR untergliedert sich in einen persönlichen und einen sachlichen Anwendungsbereich.

VI.3.1 Persönlicher Anwendungsbereich

Offenlegende Marktteilnehmer (disclosing market participant – DMP) sind gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 32 MAR die in Art. 11 Abs. 1 MAR genannten Personen auf der Angebotsseite sowie Erwerbsinteressenten gemäß Art. 11 Abs. 2 MAR.

Der Kreis der privilegierten Anbieter ist nach Abs. 1 auf die folgenden Marktteilnehmer beschränkt:

¹⁰³ Erwägungsgrund 32 der MAR.

- a) den Emittenten,
- b) einen Zweitanbieter eines Finanzinstruments,
- c) einen Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate oder
- d) einen Dritten, der im Auftrag oder für Rechnung einer der vorgenannten Personen agiert.

Bei einem Zweitanbieter kommt als zusätzliche Voraussetzung hinzu, dass dieser das Finanzinstrument in einer Menge oder mit einem Wert anbietet, aufgrund derer bzw. dessen sich das Geschäft vom üblichen Handel unterscheidet. Erfasst sind Inhaber einer wesentlichen Beteiligung. Das Angebot muss ferner auf einer Verkaufsmethode beruhen, die auf der Vorabbewertung des potentiellen Interesses möglicher Anleger beruht.

Art. 11 Abs. 2 MAR regelt den besonderen Fall einer Marktsondierung im Vorfeld eines beabsichtigten Übernahmeverfahrens.

Danach werden Bieter als Erwerbsinteressenten vom Anwendungsbereich der Privilegierung erfasst, wenn sie beabsichtigen, ein Übernahmeangebot für die Anteile eines Unternehmens oder für einen Unternehmenszusammenschluss an Dritte zu richten, die Anspruch auf die Anteile des Unternehmens haben. Zwingende Voraussetzungen für die Privilegierung des Bieters sind zum einen die Erforderlichkeit der Informationsübermittlung an den Dritten, damit sich dieser eine Meinung über seine Andienungsbereitschaft bilden kann (Abs. 2 Buchst. a)) und zum anderen die Abhängigkeit der Abgabe des Übernahmeangebots von der Andienungsbereitschaft des Dritten (Abs. 2 Buchst. b)).

VI.3.2 Sachlicher Anwendungsbereich

Die Marktsondierung muss sich auf Finanzinstrumente i. S. d. Art. 2 Abs. 1 MAR beziehen.

Erwägungsgrund 32 der MAR beschreibt Marktsondierungen als Interaktionen zwischen einem Verkäufer von Finanzinstrumenten und einem oder mehreren potenziellen Anlegern, die vor der Ankündigung eines Geschäfts erfolgen, um das Interesse potenzieller Anleger an einem möglichen Geschäft, seiner preislichen Gestaltung, seinem Umfang und seiner Struktur abzuschätzen.

Beispiele für ein solches Geschäft sind die Emission von Wertpapieren, wie Aktien und Schuldtitel, oder etwa der Verkauf einer großen Menge von Wertpapieren (Block Trade).

Auch stellt ein Übernahmeverfahren eine Situation dar, bei der es im Vorfeld zu einer Marktsondierung kommen kann.

VI.4 Pflichten der an der Marktsondierung beteiligten Personen

Art. 11 MAR und die die Marktsondierung begleitenden Regelwerke Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 (Marktsondierungsverordnung - MS-VO)¹⁰⁴, Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 (Marktsondierungs-Durchführungsverordnung - MS-DVO)¹⁰⁵ und MAR-Leitlinien

¹⁰⁴ Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 der Kommission vom 17.05.2016 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für angemessene Regelungen, Systeme und Verfahren für offenlegende Marktteilnehmer bei der Durchführung von Marktsondierungen.

¹⁰⁵ Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 der Kommission vom 17.05.2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards für Marktsondierungen in Bezug auf die von offenlegenden Marktteilnehmern zu nutzenden Systeme und Mitteilungsmuster und das Format der Aufzeichnungen gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates.

„Personen, die Marktsondierungen erhalten“ von ESMA (MAR-Leitlinien)¹⁰⁶ enthalten umfangreiche Verfahrensvorschriften, die den beteiligten Personen sowohl materielle als auch formelle Pflichten auferlegen.

Eine Offenlegung von Insiderinformationen ist nach Art. 11 Abs. 4 i. V. m. Art. 10 Abs. 1 MAR dann rechtmäßig, wenn der offenlegende Marktteilnehmer die Verpflichtungen gemäß Art. 11 Abs. 3, 5 MAR erfüllt. Dies bedeutet zwar nicht, dass die Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen von Marktsondierungen durch Marktteilnehmer, die diese Verfahrensvorschriften nicht eingehalten haben, zwangsläufig als unrechtmäßig zu beurteilen ist. Diese Marktteilnehmer können jedoch nicht von der Ausnahme des Art. 11 Abs. 4 MAR profitieren.

VI.4.1 Pflichten des offenlegenden Marktteilnehmers – DMP

Pflichten vor Durchführung einer Marktsondierung

Vor Durchführung einer Marktsondierung muss der DMP zunächst beurteilen, ob es im Rahmen der Marktsondierung zur Offenlegung von Insiderinformationen kommt (Art. 11 Abs. 3 MAR, Erwägungsgrund 34 der MAR). Dieses Ergebnis und die entsprechenden Gründe sind schriftlich zu dokumentieren, ggfs. zu aktualisieren und auf Ersuchen der BaFin vorzulegen. Diese Verpflichtung gilt für jede Offenlegung von Informationen im Rahmen von Marktsondierungen (Art. 11 Abs. 3 Satz 3 MAR), also auch für die Fälle, bei denen Insiderinformationen nicht gegenständlich sind.

Gemäß Art. 11 Abs. 5 MAR hat der DMP u.a. die Zustimmung der Person einzuholen, die die Marktsondierung erhält (market sounding recipient – im Folgenden: MSR) und diese entsprechend Abs. 5 Buchst. b) - d) über die Folgen aufzuklären.

Sodann hat der DMP ein Verfahren für die Zwecke der Durchführung von Marktsondierungen einzurichten (Art. 2 MS-VO), welches auch die umfangreichen Belehrungspflichten nach Art. 11 Abs. 5 MAR umfasst. Die MS-VO konkretisiert die weiteren Anforderungen aus Art. 11 Abs. 3 – 6, 8 MAR und führt insbesondere dezidiert den Informationsgehalt der Mitteilung an den MSR auf (Art. 3 MS-VO). Ferner wird mit Art. 3 Abs. 5 MS-VO ein Gleichbehandlungsgebot statuiert. Demnach sind allen MSR dieselben Informationen offenzulegen.

Pflichten während einer Marktsondierung

Der DMP hat während des Sondierungsverfahrens eine umfangreiche Dokumentationspflicht sowohl in Bezug auf die Identität der MSR als auch den Inhalt der übermittelten Informationen (Art. 11 Abs. 5 Unterabs. 2 MAR)

Die Daten der MSR sind in einer Liste aufzunehmen (Art. 11 Abs. 5 Unterabs. 2 MAR i. V. m. Art. 4 MS-VO). Art. 4 MS-VO enthält hierfür konkrete Vorgaben, insbesondere ist die Aufzeichnung von Datum und Uhrzeit der Informationsübermittlung notwendig.

Ferner hat der DMP Aufzeichnungen über sämtliche offengelegten Informationen unter Angabe von Datum und Uhrzeit einer jeden Offenlegung zu erstellen.

Cleansing

Sobald nach Einschätzung des DMP die Insiderinformationen ihre Eigenschaft als solche verlieren, ist dies dem MSR unverzüglich mitzuteilen. Dies gilt in jedem Fall, also auch wenn die Insiderinformation ihre Qualität als solche aufgrund einer mittlerweile hergestellten Bereichsöffentlichkeit (bspw. mit einer Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR) verloren hat.

¹⁰⁶ MAR-Leitlinien, Personen, die Marktsondierungen erhalten (ESMA/2016/1477DE).

Die vorgenannte Verpflichtung aus Art. 11 Abs. 6 Unterabs. 1 MAR ist jedoch keine Voraussetzung für die Befreiung des DMP vom Offenlegungsverbot.

Die Mitteilung an den MSR hat nach den Vorgaben gemäß Art. 5 MS-VO zu erfolgen. Gemäß Art. 11 Abs. 6 Unterabs. 2 MAR i. V. m. Art. 4 MS-DVO sind die hierbei mitgeteilten Informationen entsprechend dem Muster in Anhang III der MS-DVO aufzuzeichnen.

Format und Dauer der Aufzeichnungen

Sämtliche zum Zwecke einer Marktsondierung notwendigen Aufzeichnungen (Art. 11 Abs. 3-8 MAR) müssen gemäß Art. 6 MS-VO auf einem dauerhaften Datenträger geführt und für mindestens fünf Jahre (Art. 11 Abs. 8 MAR) aufbewahrt werden.

Ferner sind für alle mündlich oder fernmündlich übermittelten Informationen schriftliche Protokolle oder Vermerke zu erstellen. Die Muster entsprechend den Anhängen I und II der MS-DVO sind hierfür verpflichtend (Art. 2 MS-DVO i. V. m. Art. 6 Abs. 2 Buchst. d) MS-VO).

Auf Ersuchen der BaFin muss der DMP seine Aufzeichnungen vorlegen (Art. 11 Abs. 5 MAR, Art. 6 Abs. 4 MS-DVO). Eine unaufgeforderte Mitteilungspflicht besteht nicht.

VI.4.2 Pflichten der Sondierungsempfänger – MSR

Während Art. 11 Abs. 7 MAR lediglich die Selbsteinschätzung der Informationsqualität durch den MSR vorschreibt, enthalten die MAR-Leitlinien¹⁰⁷ eine Reihe von Regelungen dazu, wie sich dieser zu verhalten hat, um die Insiderhandelsverbote, insbesondere das insiderrechtliche Offenlegungsverbot, zu beachten.

Die BaFin kommt diesen Leitlinien in vollem Umfang nach, sodass die entsprechenden Regelungen im Rahmen der Verwaltungspraxis herangezogen werden.

Die Leitlinien machen Vorgaben sowohl zu den Faktoren, die die MSR für eine Selbsteinschätzung nach Art. 11 Abs. 7 MAR berücksichtigen müssen als auch zum Verfahren (Dokumentation) sowie Form und Frist von Aufzeichnungen. Auch der MSR hat umfangreiche Aufzeichnungen auf einem dauerhaften Datenträger zu führen und diese für mindestens fünf Jahre aufzubewahren.

Unabhängig davon, ob der DMP die Marktsondierung betreffende Verpflichtungen einhält, bleibt der MSR den Vorgaben aus Art. 11 Abs. 7 MAR und den MAR-Leitlinien verpflichtet.

VI.4.3 Rechtsfolge

Rechtsfolge der Beachtung von Art. 11 MAR ist die Ausnahme vom Offenlegungsverbot gemäß Art. 14 Buchst. c) MAR. Die Privilegierung nach Art. 11 MAR befreit die beteiligten Marktteilnehmer (DMP, MSR) jedoch nicht vom Insiderhandelsverbot gemäß Art. 14 Buchst. a) MAR. Ferner unterliegt der MSR insbesondere auch weiterhin dem Offenlegungsverbot gemäß Art. 14 Buchst. c) MAR.

¹⁰⁷ MAR-Leitlinien, Personen, die Marktsondierungen erhalten (ESMA/2016/1477DE).