

## Emittentenleitfaden: Modul C

Aufsichtspraxis bei der Ad-hoc-Publizität  
praxisnäher ausgestalten

## Zusammenfassung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt den Entwurf des Modul C des Emittentenleitfadens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und bedankt sich für die Gelegenheit zur Stellungnahme.

Das Modul C führt die geplante Aufsichtspraxis für die zentralen Kapitalmarktpflichten börsennotierter Unternehmen aus. Der Bereich der Ad-hoc-Publizität ist dabei von besonderer Bedeutung für die Emittenten, denn hier gibt seit dem In-Kraft-Treten der EU-Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation - MAR) eine ganze Reihe von Unsicherheiten. Eine Umfrage<sup>1</sup> des Deutschen Aktieninstituts mit der Kanzlei Hengeler Mueller im Jahr 2018 hatte zum Beispiel ergeben, dass sich 90 Prozent der Umfrageteilnehmer Präzisierungen in Bezug auf die Regelungen und Auslegungspraxis der Ad-hoc-Publizität wünschen.

Grundsätzlich sollte die Überarbeitung des Leitfadens möglichst rechtsichere und praktikable Lösungen für alle Marktteilnehmer entwickeln. Ziel sollten dabei immer praxisnahe Anforderungen an die Emittenten sein, die **Verhaltenssicherheit für normale Anwendungssituationen vermitteln, ohne für Sonderfälle zu unflexibel zu sein**. Diese Balance zu finden und auch zu formulieren, ist nicht immer einfach, wie auch die Diskussionen um die bereits existierenden FAQ der BaFin in diesem Bereich zeigen.

Wir begrüßen daher, dass der Entwurf des Moduls C sich bemüht, bestehende Unklarheiten und Diskussionen aufzunehmen und den Emittenten damit eine Hilfestellung zu geben. Zu begrüßen ist dabei insbesondere, dass im Vergleich zu den bereits existierenden FAQ der BaFin einige Formulierungen überarbeitet worden sind, die in der Vergangenheit bei Emittenten zu Interpretations- und Anwendungsunsicherheiten geführt haben.

Dennoch gehen die Ausführungen im Leitfadentwurf an einigen Stellen weiterhin zu weit (wie etwa zu der Definition der Insiderinformation und der Ad-hoc-Publizität). Das scheint uns auch daran zu liegen, dass die BaFin-Hinweise sich manchmal eher auf Sondersituationen beziehen, ohne dass dies in den Erörterungen vollumfänglich klar wird. Dies erzeugt neue Unsicherheiten für die Emittenten. Es sollte daher deutlicher vom Regel- oder Normalfall ausgegangen und auf diesen Bezug genommen werden.

---

<sup>1</sup> Zwei Jahre EU-Marktmissbrauchsverordnung, Stimmungsbild: Handlungsbedarf bei der Ad-hoc-Publizität, 2018, abrufbar unter: [www.dai.de/studien](http://www.dai.de/studien).

Mit diesem Positionspapier weist das Deutsche Aktieninstitut daher auf die maßgeblichen offenen Anwendungsfragen hin und unterbreitet Vorschläge zur Lösung.

Neben einigen redaktionellen und kleineren Anmerkungen sollten insbesondere folgende Punkte im endgültigen Modul C berücksichtigt werden:

- **Kurserheblichkeit:**
  - (1) „Ein kleiner, aber sicher Gewinn“ sollte nicht als Maßstab für die Kurserheblichkeit gelten, denn dies steht bereits dem Wortlaut nach im Widerspruch zu der Forderung nach erheblichen Auswirkungen auf den Kurs.
  - (2) Es sollte klargestellt werden, dass Emittenten zum Zwecke der Beurteilung der Insiderinformationseigenschaft und der Ad-hoc-Publizität nur die Auswirkungen auf die von ihnen selbst emittierten Finanzinstrumente beachten müssen, nicht jedoch die Auswirkungen auf derivative Instrumente Dritter. Andernfalls wird der Beurteilungsspielraum beliebig und unpraktikabel weit.
- **Gestreckte Sachverhalte:**

Die Ausführungen des Leitfadentwurfs führen aus unserer Sicht zu einer sachlich ungerechtfertigten Vorverlagerung der Annahme der Insiderinformationseigenschaft und damit der (potenziellen) Ad-hoc-Publizität. Dies halten wir aufgrund des Wortlauts der MAR und im Lichte der neueren Literatur zum Thema mindestens in dieser Pauschalität für nicht gerechtfertigt.
- **Prognosen und Geschäftszahlen:**

Besonders kritisch ist zu sehen, dass die BaFin scheinbar davon ausgeht, dass die Beibehaltung einer Prognose bei veränderter Markterwartung eine Insiderinformation sein kann. Das widerspricht aller Erfahrung und würde in der Praxis zu nicht mehr handhabbaren Schwierigkeiten führen.
- **Merger & Acquisitions (M&A):**

Besonders offenkundig wird die Vorverlagerung einer (potenziellen) Ad-hoc-Würdigkeit von Informationen bei den Ausführungen zu den M&A-Prozessen, bei denen aus Sicht der Praxis viel zu früh im Prozess von potenziellen Insiderinformationen ausgegangen wird. Der alte Leitfaden hat hier wesentlich besser die Balance zwischen den berechtigten Interessen des Kapitalmarkts an Information und dem mindestens ebenso berechtigten Interesse des Emittenten nach Transaktionssicherheit und Verhaltensfreiheit gefunden.

- **Aufschub der Ad-hoc-Veröffentlichung bei Aufsichtsratszuständigkeit:**  
Wir begrüßen, dass die BaFin bei originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit anerkennt, dass kein Vorstandsmitglied bei der Aufschubentscheidung mitwirken muss. Die BaFin sollte sich in solchen Fällen nicht auf eine abschließende Zuständigkeit des Aufsichtsrats festlegen. Wenn der Aufsichtsrat an der Entscheidung beteiligt sein sollte, sollte zudem ein einzelnes Aufsichtsratsmitglied damit betraut werden können. Alles andere ist bei kurzfristigen Entscheidungsabläufen kaum praktikabel.

## 1 Ad-hoc-Publizität und Insiderhandelsverbote

### Zu I.1: Finanzinstrumente im Sinne der MAR

Redaktioneller Hinweis: Der Verweis sollte Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR i. V. m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15, Anhang 1 Abschnitt C der Richtlinie (EU 2014/65 (MiFID II)) heißen.

#### Zu I.2.1.1: Insiderinformation – Nicht öffentlich bekannt

Für die Emittenten bleiben trotz der Ausführungen im Leitfaden gewisse Unklarheiten hinsichtlich des **geeigneten Veröffentlichungsmedium** bestehen.

Der Leitfaden sieht vor, dass die Information einem breiten Anlegerpublikum zugänglich zu machen ist. Dann gibt er Hinweise darauf, wann eine Information in der Regel noch nicht öffentlich bekannt ist; er macht mit Ausnahme der überregionalen Presse keine Angaben darüber, welches Medium schließlich geeignet ist. In jedem Fall sollte auch die Verfügbarkeit der Information in Bloomberg oder Reuters und damit den zentralen Informationsplattformen für Finanzmarktteilnehmer als öffentlich bekannt gelten. Aus welchem Grund werden Zugangsbeschränkungen bei digitalen Medien als Hindernis für eine öffentliche Bekanntmachung gesehen, während zahlungspflichtige Printmedien keine Hürde darzustellen scheinen? Die britische Financial Conduct Authority (FCA) beispielsweise nimmt an, eine Information sei öffentlich bekannt und stelle daher keine Insiderinformation dar, wenn sie allgemein verfügbar ist. Dies schließe sowohl die Verfügbarkeit über das Internet oder auch andere Publikationsformen ein und zwar auch dann, wenn die Information nur gegen Zahlung eines Entgelts zur Verfügung gestellt wird (FCA Handbook, Chapter MAR 1.2.12). **Der allgemeinen Zugänglichkeit eines Informationsverbreitungssystems sollte also dessen Kostenpflichtigkeit nicht entgegenstehen.** Für die von der BaFin erwähnte überregionale Presse gilt letztlich auch nichts anderes.

#### Zu I.2.1.2: Insiderinformationen – Präzise Informationen

Das Tatbestandmerkmal „präzise Information“ dient als eines der wichtigsten Abgrenzungskriterien. In Absatz 3 (Seite 17, oben) wird richtigerweise festgestellt, dass Informationen spezifisch genug sein müssen, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse der betroffenen Finanzinstrumente zuzulassen. In diesem Zusammenhang weist die BaFin darauf hin, dass das Ausmaß der Auswirkung auf den Kurs oder die Richtung einer möglichen Auswirkung nicht relevant sei. Sie bezieht sich dabei auf die EuGH-Rechtsprechung zu Lafonta<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> EuGH, Urteil vom 11.03.2015 – C-628/13.

Dieses Urteil befasst sich jedoch damit, inwieweit man für das Vorliegen einer Information die Richtung der voraussichtliche Kursveränderung vorhersehen können muss, nicht aber mit dem Ausmaß der Auswirkung:

*„[34] Insoweit ist aber festzustellen, dass Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124 ebenso wie ihr Art. 1 Abs. 1 nicht verlangt, dass es die Information erlaubt, die Richtung zu bestimmen, in die sich der Kurs der betreffenden Finanzinstrumente ändern wird. Eine erteilte Information kann nämlich von einem verständigen Anleger als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt werden und daher der in Art. 1 Abs. 2 dieser Richtlinie aufgestellten Bedingung genügen, auch wenn diese Information es nicht erlaubt, die Änderung des Kurses der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung vorherzusehen.“*

Wir regen daher an, bei der Frage nach der präzisen Information hier den Hinweis auf das Ausmaß der Kursauswirkung zu streichen. Hinsichtlich der Kursauswirkung verlangt Art. 7 MAR eine erhebliche Kursbeeinflussung. Die Information muss spezifisch genug sein, um eine solche Auswirkung abschätzen zu können.

Dass für die Grundlage von allen Anlageentscheidungen (zum Beispiel beim Kauf von Aktien) Informationen vom verständigen Anlegers herangezogen werden, bei denen die Richtung der Kursbewegung noch nicht absehbar ist, ist zudem selbst bei Kenntnis des Lafonta-Urteils fraglich.<sup>3</sup> So erscheint es beim Erwerb von Aktien jedenfalls kaum vorstellbar, dass eine Information Handlungsanreiz bieten kann, wenn sich aus ihr nicht ergibt, in welche Richtung sich bei ihrem Bekanntwerden der Kurs bewegt.<sup>4</sup>

Wir sind uns bewusst, dass das Urteil den Handlungsspielraum der BaFin einengt. Der EuGH meinte in der Sache vermutlich lediglich, dass es nicht vollständig eindeutig sein muss, in welche Richtung sich der Kurs bewegt. Das heißt aber nicht, dass die mutmaßliche Richtung völlig irrelevant ist. Das Aktieninstitut wird sich an der anstehenden MAR-Review beteiligen und auf dieses Thema hinweisen. Auf EU-Ebene wird eine Präzisierung angestrebt, wonach bei Beurteilung eines Sachverhalts als „präzise Information“ auch die möglicherweise auszulösende Kursrichtung eine Rolle spielen sollte. Eine Unsicherheit diesbezüglich steht dem Begriff „präzise“ eindeutig entgegen.

Kritisch sehen wir zudem, dass bei der Wahrscheinlichkeitsanalyse des Ereigniseintritts darauf abgestellt werden soll, mit welchem Ergebnis das **Unternehmen in der Vergangenheit vergleichbare Sachverhalte** abgeschlossen hat (Seite 16). Zwar sollen richtigerweise sämtliche verfügbaren Informationen und Umstände bei der Beurteilung berücksichtigt werden, und dazu können in einer Gesamtbetrachtung vergangene Sachverhalte herangezogen werden. Allerdings

<sup>3</sup> Vgl. etwa Klöhn in Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, 2018, Art. 7 Rn. 90, 213.

<sup>4</sup> Krause in Meyer/Veil/Rönnau, Handbuch zum Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 6 Rn. 124.

sind viele Sachverhalte wie etwa M&A-Transaktionen zu einzelfallspezifisch. Die Wettbewerbssituation, die konkreten Konditionen, der Zeitplan, das Marktumfeld sind Beispiele für sich stetig verändernde Bedingungen, sodass man den Erfolg früherer Sachverhalte nicht automatisch auf aktuelle oder zukünftige Fälle übertragen sollte. **Auf die zusätzliche subjektive Bewertungsrelation**, wie sich der Emittent in der Vergangenheit verhalten hat, **sollte daher verzichtet werden**.

#### Zu I.2.1.4.1: Kursbeeinflussungspotenzial – Verständiger Anleger

Wir **begrüßen** ausdrücklich, dass **irrrationales Anlegerverhalten** bei der Bewertung des Kursbeeinflussungspotenzials anders in den FAQ **nicht mehr erwähnt** wird. Allerdings geht die BaFin nach wie vor davon aus, dass ein verständiger Anleger die Reaktionen anderer Marktteilnehmer antizipieren wird, sofern er diese abschätzen kann.

Ein durchschnittlich börsenkundiger Anleger wird, wenn überhaupt, aber nur in der Lage sein, **rationales Verhalten** einzuschätzen. Wir sprechen uns daher dafür aus, dass ein verständiger Anleger nur rationales Verhalten **verlässlich** abschätzen und würdigen können soll. Dies sollte in der Formulierung des Leitfadens klarer zum Ausdruck kommen. Es könnte z.B. formuliert werden:

„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 **verlässlich** abschätzen kann – wie **andere, rational agierende** Marktteilnehmer auf die ~~Situation~~ **Information** reagieren würden.“

Wir regen zudem an, im letzten Satz des Abschnitts den **Hinweis auf Erfahrungswerte** zu streichen. Bei Erfahrungswerten handelt es sich lediglich um ein individuelles Merkmal des einzelnen Anlegers. Diese lassen sich aus Sicht des Emittenten aber nicht bewerten.

#### Zu I.2.1.4.2: Kursbeeinflussungspotenzial – Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung

Art. 7 Abs. 1 a) MAR verlangt das Kriterium der **erheblichen Kursbeeinflussung**. Die **Ausführungen** der BaFin auf Seite 19 (zweiter und dritter Absatz) hierzu sind jedoch in sich widersprüchlich und **konterkarrieren** aus unserer Sicht klar den **Wortlaut der MAR**.

Wie die BaFin zurecht ausführt, soll die Voraussetzung der Kurserheblichkeit sicherstellen, dass nicht jeder Umstand, der zu einer geringfügigen Kursbewegung führen kann, als Insiderinformation zu bewerten ist. Nicht jedes Kursbeeinflussungspotenzial kann also ausreichen, um eine Insiderinformation zu

begründen. Dazu im Widerspruch führt die BaFin bei der Konkretisierung des Tatbestandsmerkmals der „Erheblichkeit“ weiter aus, dass bereits ein „kleine[r], aber sichere[r] Gewinn“ ausreichend sein soll und die Höhe der Rendite für die Bewertung der Kurserheblichkeit „irrelevant“ (!) ist. Dies ist aus unserer Sicht ein Widerspruch in sich selbst und auch nicht durch den Wortlaut der MAR gedeckt.

**In der Praxis** des Wertpapierhandels ist ein **sicherer Gewinn** im Zusammenhang mit Insiderinformationen zudem **keine realistische Situation**. Immer müssen mutmaßliche Kursentwicklungen abgeschätzt und das Risiko einer anderen Entwicklung berücksichtigt werden. Deshalb nutzt auch der „verständige Anleger“ eine Information über einen aktuellen Umstand nur dann für seine Anlageentscheidung, wenn er daraus eine **erhebliche** Kursveränderung erwartet.

Im zweiten Absatz **sollte** daher **die Passage ab „Lohnend ist ein Geschäft ...“ gestrichen werden**. Im dritten Absatz sollte das **Wort „nur“ gestrichen** und zudem **von einem „nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil“ gesprochen** werden, um dem Tatbestandsmerkmal der Erheblichkeit Rechnung zu tragen.

Die Passage könnte dann wie folgt lauten:

„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, erheblich übersteigt. Die Höhe der Rendite ist für die Beurteilung der Kurserheblichkeit daher nicht 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~~ **Damit** scheiden ~~nur~~ solche Fälle aus, in denen die Verwertung einer nicht öffentlich bekannten Information von vornherein keinen **nennenswerten** wirtschaftlichen Vorteil verspricht und damit kein Anreiz besteht, die Information zu verwenden.“

Überdies könnte darüber nachgedacht werden, eine Orientierungsschwelle für die Kurserheblichkeit im Leitfaden aufzunehmen. Sinnvoll erschiene hier die Erwartung einer Kursreaktion bei Aktien von mindestens 5 Prozent. Diesen Schwellenwert



hatte der Gesetzgeber jedenfalls ausweislich der Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses zum Entwurf eines Gesetzes für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts (BT-Drucks. 12 /7848 S. 9) im Kopf, der bei einer Kursreaktion von 3-5 Prozent von einer „sehr geringen Kaufanreizmarge“ ausging. Die Unerheblichkeit dieser Größenordnung hat sich bei der Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG in der Praxis etabliert<sup>5</sup>.

Problematisch und aus Perspektive der Emittenten von Aktien und Anleihen sehr weitgehend sind auch die Ausführungen zum Kursbeeinflussungspotenzial bei Derivaten (S. 20, letzter Absatz des Kapitels). Es sollte für den Normalfall **klargestellt** werden, dass die **Emittenten von Finanzinstrumenten nur dazu verpflichtet sind, die Kurserheblichkeit in Bezug auf die eigenen Instrumente abzuschätzen**. Sie sollten nicht dazu verpflichtet sein, in ihre Bewertung der Insiderinformationseigenschaft auch potenzielle Auswirkungen auf von Dritten begebene derivative Finanzinstrumente einzubeziehen. Das kann der Emittent schon deshalb nicht leisten, weil er normalerweise nicht von der Vielfalt der Derivate wissen kann, die von Dritten begeben werden. Abgesehen davon würde das systematische Einbeziehen von potenziellen Effekten auf Derivate den Raum für Abschätzungen beliebig öffnen, was ebenfalls in der Praxis nicht handhabbar ist. Allenfalls der Emittent eines Derivats kann selbst prüfen, ob in Zusammenhang mit dem Derivat eine Insiderinformation vorliegt, nicht jedoch der Emittent des Basiswerts. Dies sollte mindestens klargestellt sein.

Überdies scheint die Schlussfolgerung der BaFin auch vor dem Hintergrund des Wortlautes der MAR nicht eindeutig. Zwar spricht Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR tatsächlich von Kurseffekten auf „verbundene derivative Instrumente“. Es kann aber kaum für den Regelfall gewollt sein, dass beim Emittenten Insiderinformationen auch dann angenommen werden müssen, wenn kein erhebliches Kursbeeinflussungspotential auf die vom Emittenten begebenen Aktien oder Anleihen besteht. Der Absatz könnte entsprechend um einen Satz ergänzt werden, der lauten könnte:

„... unter Berücksichtigung der jeweiligen Schwankungsbreite.  
**Die Emittenten müssen aber nur die Insiderinformationseigenschaft in Bezug auf die von ihnen selbst emittierten Finanzinstrumente abschätzen, nicht jedoch auf Instrumente Dritter.“**

Eine solche Klarstellung würde auch die mitunter schwierigen Abgrenzungsfragen mit Blick auf die Ad-hoc-Publizität für den Emittenten lösen (siehe dazu Kapitel I.3.2.2.2.).

---

<sup>5</sup> Dazu etwa aus dem aktuellen Schrifttum Busch in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 4. Aufl. 2018, § 42 Rz. 42.91.

Bei den allgemeinen Personalnachrichten (Seite 20) gehen wir davon aus, dass dies keine Ausweitung der bisherigen Aufsichtspraxis darstellen soll, also bei Wechsel im Vorstands- oder Aufsichtsratsbereich nur ein Kursbeeinflussungspotenzial bei Personen mit besonderer Bedeutung für das Unternehmen anzunehmen sein kann. Dies ist hier durch die Doppelnennung von Vorstand und Aufsichtsrat nicht ganz eindeutig. Die Formulierung könnte daher wie folgt angepasst werden:

„Allgemeine Personalnachrichten weisen dagegen nur in Ausnahmefällen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial auf, insbesondere, wenn sie keine Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder betreffen.“

### **Zu I.2.1.4.3: Kursbeeinflussungspotenzial – Zwischenschritte als Insiderinformationen**

Gerade bei gestreckten Sachverhalten und der Pflicht zur Veröffentlichung auch von Zwischenschritten herrscht bis heute viel Rechtsunsicherheit. Ergebnis der eingangs genannten Studie war, dass sich 81 Prozent der Befragten eine Präzisierung hinsichtlich des Zeitpunkts des Entstehens von Insiderinformationen wünschen, insbesondere bei gestreckten Sachverhalten.<sup>6</sup>

Die BaFin bemüht sich auch in Bezug auf die Geltl-Entscheidung<sup>7</sup> des EuGH in ihren Ausführungen an diesem Punkt weiterhin um mehr Klarheit, was wir sehr begrüßen. Einige Stellen sind allerdings unserer Meinung nach praktisch schwer umsetzbar.

So ist das Beispiel im zweiten Absatz (Seite 20) nicht gelungen – hier heißt es: „Hat etwa die A-AG die feste Absicht, die B-AG zu übernehmen, so ist bereits diese Absicht ein eingetretener präziser Umstand.“ Eine Absicht als solche ist ein innerer Vorgang, der sich nach außen noch nicht manifestiert haben muss. Solange noch keine konkreten Maßnahmen zur Umsetzung des Plans begonnen haben, sollte daher auf keine Fall eine Insiderinformation anzunehmen sein. Zumindest sollte das Beispiel dementsprechend konkretisiert werden. Es könnte an seinen Beschluss vom Vorstand oder einem anderen zuständigen Gremium angeknüpft werden.

Auch die Ausführungen in Absatz 3 (Seite 20/21) sind unserer Meinung nach noch nicht geeignet, ausreichend Rechtssicherheit zu schaffen. Die Bedeutung des Endergebnisses für die Beurteilung der Kursrelevanz eines Zwischenschrittes sollte präzisiert werden. Die pauschale Aussage, dass es bei der Beurteilung des Zwischenschrittes nicht auf die Wahrscheinlichkeit des Endergebnisses ankomme, erschließt sich im Hinblick auf die neuere Literatur zum Thema Zwischenschritte nicht und ist auch unter praktischen Gesichtspunkten nicht handhabbar. Kritisch

<sup>6</sup> Vgl. Fn. 1, S. 8.

<sup>7</sup> EuGH, Urteil vom 28.06.2012 – C 19/11.

sehen wir konkret die Aussage, dass eine „Mindestwahrscheinlichkeit für das Endereignis, damit überhaupt ein Zwischenschritt als potenzielle Insiderinformation gewürdigt werden kann, ... nicht erforderlich“ sei. Dies steht schon in einem gewissen Widerspruch zum ersten Absatz zu diesem Abschnitt, in dem unter Bezugnahme auf das Getli-Urteil des EuGH darauf hingewiesen wird, dass es für die Beurteilung der Kurserheblichkeit ausreicht, dass der Eintritt des Endereignisses zumindest nicht unwahrscheinlich sei.

Auch der **Wortlaut** von Art. 7 Abs. 2 Satz 2 MAR und von Art. 7 Abs. 3 MAR **lässt eine differenziertere Betrachtung zu. Im Ergebnis sollte der Leitfaden für den Regelfall nicht zu beliebig frühen Zeitpunkten in gestreckten Sachverhalten eine Prüfpflicht suggerieren, um eine praktische Handhabe geben zu können.**

Wir schlagen vor, dass die BaFin von der **Sperrwirkung des Endereignisses** ausgehen sollte. Unter der früheren Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG wurden nach Art. 1 Abs. 1 der Durchführungs-Richtlinie 2003/124/EG zukünftige Umstände dann als Insiderinformation angesehen, wenn man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen konnte, dass sie in Zukunft eintreten und diese Information spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf den Kurs des betreffenden Finanzinstruments oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt. Dieses Konzept wurde nahezu wortgleich in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR übernommen. Allerdings führt Art. 7 Abs. 2 Satz 2 MAR weiter aus, dass im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll oder hervorbringt, neben dem zukünftigen Ereignis auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang als Insiderinformation betrachtet werden können. Mit Blick darauf, dass nahezu jeder zukünftige Umstand aus einer zeitlich gestreckten Entwicklung mit entsprechenden Zwischenschritten resultiert, wird bei einem undifferenzierten Abstellen auf diese Zwischenschritte das Erfordernis der überwiegenden Wahrscheinlichkeit des Endereignisses völlig entwertet.<sup>8</sup> Es käme letztlich nur noch auf den Zwischenschritt und niemals mehr auf das Endereignis an. Das widerspräche der auch vom Verordnungsgeber in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR angelegten Grundregel und führte bzw. könnte insbesondere zu einer in der Praxis kaum handhabbaren Vorverlagerung der Ad-hoc-Publizität führen. Insbesondere angesichts der strengen Anforderungen an den Aufschub von Ad-hoc-Mitteilungen besteht so die Gefahr, dass das vom Verordnungsgeber in Erwägungsgrund 50 MAR anerkannte Interesse von Emittenten, dass der normale Ablauf von Verhandlungen, etwa von M&A- oder Finanzierungstransaktionen von einer vorzeitigen Veröffentlichung nicht beeinträchtigt werden, nicht gewahrt werden kann.

Es bedarf also der Differenzierung, die dem Grundfall der Regelung zur Insiderrelevanz zukünftiger Ereignisse in Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR überhaupt erst wieder zur Anwendung verhilft, ohne sich von der durch den Verordnungsgeber

---

<sup>8</sup> Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 165 m.w.N.

übernommenen Konkretisierung durch das Gettl-Urteil des EuGH zu verschließen. Wenn also ein Zwischenschritt seine Bedeutung (d.h. Kursrelevanz) ausschließlich von dem zukünftigen Endereignis ableitet, sollte eine Insiderinformation nur dann vorliegen, wenn letzteres hinreichend (d.h. überwiegend) wahrscheinlich ist. In diesem Fall sollte das Endereignis also eine Sperrwirkung haben. Fehlt es an einer Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Endereignisses von über 50 Prozent, wäre der Zwischenschritt keine Insiderinformation.<sup>9</sup> Die Insiderrelevanz von Zwischenschritten, die als solche dann (ausnahmsweise) eigenständige Insiderinformationen darstellen, bleibt daneben gegeben, wenn diese aus sich heraus, also ohne Berücksichtigung des Endereignisses, präzise, kursspezifisch und kursrelevant im Sinne des Art. 7 Abs. 3 sind.<sup>10</sup>

Will man dem Konzept der Sperrwirkung des Endereignisses nicht folgen, ließe sich auch ein **modifizierter Probability-Magnitude-Ansatz** vertreten. Im dritten Absatz des Abschnitts legt die BaFin dar, dass „ein Kursbeeinflussungspotenzial umso eher anzunehmen ist, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist ...“ (Seite 20). Damit dürfte ein Zwischenschritt umso eher kursrelevant sein, je höher die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses ist, das heißt je weiter fortgeschritten ein mehrstufiger Entscheidungsprozess ist. Daneben ist auch die Bedeutung des Endereignisses zu berücksichtigen, da die Kursrelevanz des Zwischenschrittes auch von den potenziellen Auswirkungen des Endereignisses abhängt. Daher sollte ein Zwischenschritt in einem frühen Stadium des Gesamtprozesses (in dem das Endereignis noch nicht überwiegend wahrscheinlich ist) nur dann ausnahmsweise als kursrelevant angesehen werden können, wenn das Endereignis von **herausragender Bedeutung** ist. Auch in diesem Fall ist die Kursrelevanz des Zwischenschritts aber abzulehnen, wenn das Endereignis noch **sehr unwahrscheinlich** ist.

#### Zu I.2.1.4.4: Kursbeeinflussungspotenzial von Gerüchten

Generell erscheint es **unbefriedigend**, dass es sich bei bloßen **Gerüchten überhaupt um „präzise Informationen“ handeln kann**, auch wenn diese einen Tatsachenkern enthalten. Hier halten wir die in der Literatur vertretene Ansicht für überzeugender, welche dies ablehnt<sup>11</sup>. Sollte sich die BaFin dieser Auffassung nicht anschließen, wäre aber jedenfalls eine nähere Definition/Umschreibung, wann genau Gerüchte „präzise Informationen“ sind, für die Praxis hilfreich. Hier helfen unseres Erachtens weder die Ausführungen auf Seite 21 noch diejenigen unter

<sup>9</sup> Dazu auch schon früher Bachmann DB 2012, 2206, 2209 f.; Kocher/Widder BB 2012, 1820, 1821 u. dieselben in BB 2012, 2837, 2840; von Bonin/Böhmer EuZW 2012, 694, 696; Heider/Hirte GWR 2012, 429, 431; Krause/Brellochs AG 2013, 309, 313 ff.; Ihrig VGR 2012, 113, 123 ff.

<sup>10</sup> Ausführlich dazu Vetter/Engel/Lauterbach, AG 2019, 160, 165ff; Groß/Royé, BKR 2019, 272, 276.

<sup>11</sup> Siehe etwa Assmann, in: Assmann/Scheider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 7 MAR Rn. 35 ff.

I.3.3.1.4 auf Seite 58. Abgesehen davon passen aus unserer Sicht die (bereits im alten Leitfaden enthaltenen) Ausführungen zu Gerüchten als Insiderinformation (I.2.4.4) nicht mehr zu dem Konzept der heutigen MAR, wonach bei präzisen Gerüchten lediglich die Selbstbefreiung endet (Zirkelschluss; das präzise Gerücht wäre regelmäßig selbst bereits wiederum eine Insiderinformation).

Die BaFin führt im ersten Satz des Absatzes aus, dass Gerüchte (allenfalls) dann eine präzise Information sein können, wenn sie einen „Tatsachekern“ haben. Dann kann – wenn überhaupt - nur der Tatsachekern selbst eine präzise Information im Sinne einer Insiderinformation sein. Diese wäre dann auch klarzustellen.

Wir halten es zudem in **jedem Fall für falsch, dass bereits (unwahre) Gerüchte präzise Informationen sein können**. Bei unwahren Gerüchten fehlt gerade der vorgenannte Tatsachekern. Der Hinweis auf unwahre Gerüchte ist deshalb an dieser Stelle unpassend sowie verwirrend und sollte gestrichen werden.

Nicht klar wird auch, ob auch **bei unwahren Gerüchten eine Ad-hoc-Pflicht** entstehen kann. Dies wäre aus rechtlicher Sicht **entschieden abzulehnen** und würde geradezu Anreize für unlauteres Verhalten – also das Streuen falscher Gerüchte – setzen. Kein verständiger Anleger würde handeln, wenn er um die Unwahrheit eines Gerüchtes wüßte.

Die Überarbeitung des Emittentenleitfadens sollte zum Anlass genommen werden, die **Bewertung von Gerüchten als Insiderinformation noch einmal kritisch zu hinterfragen** oder zumindest eine für die Emittenten handhabbare Einschränkung der Ad-hoc-Pflicht einzuführen.

#### **Zu I.2.1.5.1: Prognosen**

Aus unserer Sicht wird im Abschnitt zu den Prognosen zunächst nicht hinreichend klar, welchen Prüfumfang die BaFin den Emittenten bei der Veröffentlichung von Prognosen nahelegt und woraus sie das rechtlich ableitet. Die BaFin nimmt hier eine Prüfpflicht auf Grundlage einer von der eigenen Prognose abweichenden Markterwartung an. Es mag zwar abhängig vom Einzelfall sinnvoll sein, veränderten Markterwartungen auf den Grund zu gehen, es sollte aber dem Emittenten überlassen bleiben, in welchen Fällen er eine solche Überprüfung für zweckmäßig hält. Eine rechtliche Pflicht können wir hier nicht erkennen, denn die MAR regelt Transparenzpflichten, aber nicht die Pflicht zur Aufstellung oder Überprüfung von Prognosen. Sonst wäre der Emittent gegebenenfalls permanent gezwungen, seine eigene Prognose zu überprüfen, nur weil die Erwartungen Dritter – ohne sein Zutun und möglicherweise unbegründet – davon abweichen.

Aus dem gleichen Grund kann die **Aufrechterhaltung der Prognose keine neue Insiderinformation** sein, nur weil sie von den Markterwartungen abweicht. Diese im Vergleich zu den FAQ **neue Auslegung der BaFin sollte daher gestrichen**

**werden.** Eine Prognose ist wirksam, solange sie nicht widerrufen wird. Eine einmal veröffentlichte Prognose ist öffentlich bekannt und daher per definitionem keine Insiderinformation sein, denn der Markt kann solange der Emittent keine Anpassung der Prognose veröffentlicht, davon ausgehen, dass die Prognose beibehalten wird.

**Die BaFin sollte daher auch klarstellen, dass keine Insiderinformation vorliegt, solange die neue Prognose im Korridor der alten Prognose bleibt.** Die Passage, in der die BaFin erläutert, dass sie bei ihrer Prüfung vom Mittelwert des Prognosekorridors ausgeht, erzeugt dagegen Interpretationsschwierigkeiten und scheint uns – in Abhängigkeit von der jeweiligen Konstellation – auch nicht immer zu sinnvollen Ergebnissen zu führen.

Redaktioneller Hinweis zu Absatz 4 am Ende: Es muss I.3.2.2.3 heißen, nicht I.3.2.3.3.

#### **Zu I.2.1.5.2: Geschäftszahlen**

Ausführlich wird im Leitfaden die Insiderinformationsqualität von Geschäftszahlen dargelegt. Wir **begrüßen zunächst einmal, dass die BaFin ausdrücklich davon spricht, dass bei der insiderrechtlichen Bewertung von Geschäftszahlen eine Gesamtschau vorzunehmen ist.** Die BaFin könnte noch ergänzen, dass dies insbesondere dann gilt, wenn bestimmte Kennzahlen typischerweise im Zusammenhang interpretiert werden (z.B. Umsatz und Gewinnmarge).

Die Ausführungen zu Geschäftszahlen, für die ein Prognosekorridor festgelegt wurde (Seite 23), sind aus unserer Sicht nicht ausreichend verständlich. **Es sollte deutlicher klargestellt werden, wie im Regelfall eines nachvollziehbaren/angemessenen Prognosekorridors zu verfahren ist.** So heißt es zunächst, dass eine Kurserheblichkeit zu bejahen ist, wenn „die in Rede stehende Information wesentlich von der relevanten Bezugsgröße abweicht“. Weiter heißt es, dass „ein **erhebliches** Kursbeeinflussungspotenzial zu bejahen ist, wenn die Geschäftszahlen außerhalb des Korridors liegen“. Dies scheint uns der Regelfall zu sein, den die BaFin hier meint. Wie unter I.2.1.5.1 bereits dargelegt, sollte unseres Erachtens auf keinen Fall eine Insiderinformation vorliegen, solange die Geschäftszahlen innerhalb des vom Emittenten prognostizierten nachvollziehbaren (d.h. nicht zu breiten) Ergebniskorridors liegen. Ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial sollte erst dann angenommen werden, wenn die Geschäftszahlen **erheblich** außerhalb dieses Korridors liegen. Bei den weiteren Ausführungen in diesem Bereich haben wir dagegen den Eindruck, dass die BaFin eine ganze Reihe von Spezialfällen thematisiert, wodurch die Orientierung für den Regelfall verloren gehen kann.

Im Hinblick auf die **Ermittlung der Markterwartungen** (Seite 24) ist es nachvollziehbar, dass die BaFin die Consensus-schätzung als einen wichtigen

Indikator erachtet, denn diese ist einer der wenigen, einigermaßen objektivierbaren Orientierungen, die dem Emittenten zur Einschätzung der Markterwartung zur Verfügung stehen. Dennoch empfehlen wir Zurückhaltung bei der weiteren Konkretisierung durch die BaFin, insbesondere in Bezug auf das Heranziehen des Mittelwertes, denn es kann z.B. Ausreißer, veraltete Analystenschätzungen, eine sehr geringe Verfügbarkeit an Schätzungen oder eine sehr große Bandbreite geben. **Im Ergebnis sollte daher klargestellt werden, dass bei der Beurteilung, ob eine „wesentliche“ Abweichung von der Markterwartung gegeben ist, zwar auf den schematischer Abgleich mit den Consensuszahlen abgestellt werden kann. Der Emittenten sollte aber frei darin sein, in Abhängigkeit von den jeweiligen Umständen im Einzelfall (z.B. genereller bzw. aktueller Fokus der Investoren, Peer-Vergleich, aktuelle Entwicklungen, die noch nicht im Consensusbericht verarbeitet sind, den jeweiligen Kennzahlen zugrundeliegende Umstände etc.) auch auf anderem Wege die Markterwartung zu plausibilisieren.**

Der **Vergleich mit den Vorjahreszahlen** erscheint **als genereller Maßstab problematisch**. Marktakteure handeln in Abschätzung zukünftiger Entwicklungen, nicht aber anhand vergangener Geschäftsvorfälle. Die ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen ändern sich regelmäßig, sodass Zahlen vorausgegangener Geschäftsjahre – wenn überhaupt – nur in Einzelfällen als ungefähre Bezugsgröße tauglich sein werden. Ad-hoc-Meldungen, die auf dieser Basis herausgegeben werden müssten, wären für den verständigen Anleger bestenfalls ohne Aussagekraft, schlimmstensfalls aber irreführend.

In diesem Zusammenhang ist die Behandlung der Konstellationen sehr praxisrelevant, in denen sich bereits (einige Tage) vor Ermittlung der Markterwartung durch den Emittenten mit Hilfe der Consensus-schätzung die Zahlen im Sinne des Emittentenleitfadens hinreichend konkretisiert haben. Die Ausführungen sind hier gerade für den Umgang mit Quartalszahlen mit erheblichen Problemen in der Praxis verbunden, die gegebenfalls zu unangemessenen Ergebnissen führen. Da es für Quartalszahlen in der Praxis keine Prognose gibt, ist hier nach der BaFin-Auffassung dann in der nächsten Stufe auf die „quantitativ nachvollziehbare“ Markterwartung abzustellen. Eine (alleinige) Fokussierung auf Consensus-schätzungen im Zusammenspiel mit dem frühen Bezugspunkt bei der vorläufigen Konkretisierung der Zahlen wäre in der Praxis aber problematisch. Consensus-schätzungen werden nämlich häufig erst etwas später vorliegen, u.a. weil sich Analystenschätzungen in der Quartalsaison typischerweise selbst verändern, so dass alte Schätzungen durch neuere ersetzt werden. Dies sollte aber nicht dazu führen, dass dann die Quartalszahlen nach der BaFin-Systematik mit den Vorjahreszahlen verglichen werden müssen. Dies würde auch aus Sicht des Kapitalmarkts zu unangemessenen Ergebnissen führen. Hier **sollte kein mechanisches Vorgehen verlangt werden, sondern eine in der Gesamtschau nachvollziehbare Bewertung auf Grundlage der Markterwartung.**

Wir verstehen den Entwurf des Emittentenleitfadens weiterhin so, dass **unterjährige Geschäftszahlen auch dann eine Insiderinformation darstellen** können, wenn die Jahresprognose unverändert bleibt. Für uns ist nicht nachvollziehbar, warum ein verständiger Anleger diese Information für seine Anlageentscheidung nutzen sollte. Erfahrungsgemäß beachtet ein verständiger Anleger solche kurzfristigen „Einmaleffekte“ überhaupt nicht; er bewertet vielmehr den langfristigen Erfolg einer Gesellschaft, welcher sich aus den **jährlichen** (prognostizierten) Geschäftszahlen ergibt. In diesen Fällen generell die Veröffentlichung zu verlangen, ist irreführend. **Die BaFin sollte die Verwaltungspraxis daher an dieser Stelle noch ändern.** Mindestens sollte klargestellt werden, dass ein solches Vorgehen nur in extremen Ausnahmefällen sinnvoll erscheinen kann.

#### Zu I.2.1.5.4: Kapitalmaßnahmen

Die Ausführungen zu Zwischenschritten zur Vorbereitung einer **Kapitalmaßnahme** empfinden wir als zu pauschal. Da der Zwischenschritt hier seine etwaige Kursrelevanz ausschließlich aus dem Endereignis ableitet, **sollte von einer Insiderinformation erst dann ausgegangen werden, wenn das Endereignis überwiegend wahrscheinlich ist.**

Es erscheint nicht schlüssig, dass bereits die **Beauftragung einer Bank** mit der Marktsondierung (Seite 25) eine Insiderinformation sein kann. **Diese Handlung ist unseres Erachtens eine bloße Vorbereitungshandlung**, die insiderrechtlich unbeachtlich sein sollte. Die pauschale Behandlung einer Marktsondierung als Insiderinformation widerspricht auch der differenzierten insiderrechtlichen Behandlung von Marktsondierungen durch den Gesetzgeber. Denn in den Regelungen über die Durchführung von Marktsondierungen auf Stufe 2 (Verordnungen 2016/959 und 2016/960) sind unterschiedliche Dokumentationsanforderungen für die Marktsondierung vorgesehen, abhängig davon, ob Insiderinformationen offengelegt werden oder nicht. Diese Differenzierung liefe leer, wenn schon die Beauftragung(!) mit einer Marktsondierung eine Insiderinformation darstellen würde.

Gleiches gilt für die **bloße Aufnahme von Verhandlungen mit einem Ankerinvestor**. Das Entstehen einer Insiderinformation wird dadurch auf einen zu frühen Zeitpunkt vorverlagert. Der Prozess sollte zumindest ein konkretes Stadium erreicht haben, sodass mit überwiegender Wahrscheinlichkeit mit einem Verhandlungserfolg gerechnet werden kann.

Auch die **Ausführungen im Bereich des Aktienrückkaufs** sind aus Emittentensicht kritisch: Der als vorgelagerter Prozessschritt erwähnte „gefasste Plan des Vorstands, von der Ermächtigung Gebrauch zu machen“, entspricht doch regelmäßig dem „Beschluss des Vorstands, von der Ermächtigung der Hauptversammlung ... Gebrauch zu machen“. Es gibt also eigentlich keine



vorgelagerten Prozessschritte. Um Unsicherheiten zu vermeiden, sollte die Aussage zu davor liegenden Prozessschritten gestrichen werden.

### Zu I.2.1.5.6: Mergers & Acquisitions

Ähnlich wie bei den Kapitalmaßnahmen verstehen wir die Ausführungen im Leitfadentwurf als eine Vorverlagerung der Prüfpflichten.

Der bisherige Leitfaden hat das Entstehen einer Insiderinformation erst dann angenommen, wenn „aus Sicht eines verständigen Anlegers eine **hinreichende Wahrscheinlichkeit** für das Zustandekommen [...] besteht“. Der vorgelegte Entwurf betont hingegen, dass „eine Insiderinformation [...] **nicht** erst dann entsteht, wenn aus Sicht eines verständigen Anlegers eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen [...] besteht“. In dieser Pauschalität hat die Aussage aus unserer Sicht keine Grundlage in der MAR, zumal sich im M&A-Fall gut argumentieren lässt, dass sich hier die Eigenschaft von Zwischenschritten als Insiderinformation regelmäßig aus dem Endereignis ableiten lässt (siehe Kapitel I.2.1.4.3). **Wir plädieren daher für die Rückkehr zum alten Wortlaut.**

Bei den von der BaFin hervorgehobenen einzelnen Beispielen (siehe Liste auf Seite 28) ist eine pauschalisierende Betrachtungsweise praxisfern und führt für die meisten M&A-Sachverhalte in die Irre. Die Formulierung kann zudem so gelesen werden, dass eine generelle Prüfpflicht für die genannten Prozessschritte mit entsprechenden rechtlichen Bewertungen und Dokumentationen auferlegt wird, was abzulehnen wäre.

Die aufgelisteten Beispiele für insiderrelevante Zwischenschritte setzen deshalb in jedem Fall zu früh im M&A-Prozess an. Dass bereits eine **Vertraulichkeitsvereinbarung** eine Insiderinformation begründen kann, ist kaum je denkbar und erscheint daher fragwürdig. Der Abschluss einer solchen Vertraulichkeitsvereinbarung ist in der Regel einer der ersten Schritte im M&A-Prozess und ist häufig für den Eintrittserfolg ohne Bedeutung. Ebenso setzt das **Besprechen von Eckpunkten** im Rahmen eines bilateralen Treffens zu früh an.

Die Ausführungen zu Eckpunkten erscheinen hier außerdem in sich nicht schlüssig. Während z.B. auf Seite 21 oder Seite 27 an der Einigung auf wesentliche Eckpunkte angeknüpft wird, bezieht sich die BaFin auf Seite 28 auf „bilaterale Treffen mit konkretem Hintergrund jedenfalls dann, wenn bereits Vorbereitungshandlungen vorgenommen wurden und wesentliche Eckpunkte **besprochen** werden“. Das bloße Besprechen von Eckpunkten unabhängig von einer Einigung oder einem einheitlichen Verständnis kann hier nicht ausreichen, um einen relevanten Zwischenschritt zu erzielen. Allenfalls hypothetische Gegenbeispiele sind hier denkbar. Im Rahmen von M&A-Prozessen finden diverse Verhandlungstermine statt, in denen über einzelne Punkte einer Transaktion oder auch über die Transaktion im Ganzen gesprochen und intensiv verhandelt wird. An diesem bloßen

„Besprechen“ anzuknüpfen, wäre daher eine erhebliche und nicht sachgerechte Vorverlagerung der Betrachtung. Denn in der Verhandlungspraxis sind – solange ein Punkt offen ist – im Grundsatz alle Punkte offen oder können zumindest wieder aufgemacht werden, auch Zwischenergebnisse aus früheren Gesprächen.

Auch geht die Aufnahme des Übersendens von Term Sheets als „mindestens zu prüfender Anlass“ in die Liste auf Seite 28 zu weit. Eine einseitige **Übersendung eines Term Sheets** (= Eckpunktepapier) ist nichts anderes als die Aufforderung, Eckpunkte zu besprechen. In der Praxis wird oft ein Entwurf eines Term Sheets übersandt, in dem einseitig Eckpunkte ausgearbeitet wurden, um die andere Seite zu einer detaillierten Stellungnahme zu diesen Punkten aufzufordern.

Insgesamt weisen daher die Liste auf Seite 28 angegebenen Regelbeispiele für mögliche Prüfanlässe ein immenses inhaltliches Gefälle auf. Sie reichen von dem Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung (siehe oben) im Frühstadium einer M&A-Transaktion bis hin zu einer „grundsätzliche[n] Einigung durch wesentliche Entscheidungsträger über zentrale Punkte“, die vorbehaltlich der Gremienzustimmungen und der Unterzeichnung der Vertragsdokumentation nahezu den Schlusspunkt einer Transaktion darstellt.

**Die BaFin sollte daher in der Liste auf Seite 28 die folgenden Punkte streichen:**

- **„Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen“,**
- **„ bilaterale Treffen mit konkretem Hintergrund jedenfalls dann, wenn bereits Vorbereitungshandlungen vorgenommen wurden und wesentliche Eckpunkte besprochen werden“ sowie**
- **„Übersendung von Term Sheets“.**

Auch der **Einleitungssatz sollte abgeschwächt werden**, denn er suggeriert durch das Wort „mindestens“, dass noch weiter vorn im Prozess liegende Zwischenschritte insiderrelevant sein könnten.

Auch bei den anderen Beispielen kommt es auf die Umstände des konkreten Einzelfalls an. Wir stimmen zwar zu, dass bei überwiegender Wahrscheinlichkeit des für sich genommen ebenfalls eine Insiderinformation darstellenden Endereignisses eine Insiderinformation vorliegen kann; eine noch nicht überwiegende Wahrscheinlichkeit des Endereignisses sollte aber grundsätzlich eine **Sperrwirkung** erzeugen, wie es sich nach unseren Ausführungen in Kapitel I.2.1.4.3 auf Grundlage des neueren Schrifttums gut begründen lässt.

Insgesamt halten wir es daher sowohl für rechtlich möglich, als auch im Hinblick auf die Praxis für angemessen, **weitgehend zu den Formulierungen des bisherigen Leitfadens zurückzukehren**, der für typischerweise frühe Prozessschritte eine

hohes Maß an Sicherheit vermittelt, ohne für typischerweise späte Prozessschritte in pauschaler Weise eine Insiderinformation anzunehmen.

#### **Zu I.2.1.5.7: Personalentscheidungen**

Die genannten Beispiele verlagern – wie bei Kapitalmaßnahmen und M&A-Prozessen – das potenzielle Entstehen einer Insiderinformation auf einen zu frühen Zeitpunkt.

Die BaFin nennt hier als Beispiel für einen Zwischenschritt als Insiderinformation etwa die **Rücktrittsabsicht eines Vorstands** (Seite 29). Hier ist auf die differenzierte Betrachtung des BGH in seiner Entscheidung vom 23. April 2013<sup>12</sup> hinzuweisen. Danach ist auch die Kundgabe der Überlegung eines Vorstandsvorsitzenden in seinem engen persönlichen Bereich (hier: Ehefrau) auch als bereits existierender Umstand noch keine konkrete bzw. präzise Information. Denn sie ist in diesem Stadium typischerweise noch nicht spezifisch genug, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieses bereits existierenden Umstands auf die Kurse von Finanzinstrumenten zuzulassen. Auch ob ein Gespräch mit anderen Organmitgliedern (hier: dem Aufsichtsratsvorsitzenden) eine präzise und kursrelevante Information ist, ist anhand der tatsächlichen Umstände des Einzelfalls zu ermitteln und entzieht sich einer schematischen oder typisierenden Betrachtungsweise.

Bezüglich des **Neubestellungsprozesses** nennt der Entwurf als mögliche Insiderinformation auch die Absicht des verantwortlichen Gremiums, eine bestimmte Person zu bestellen. Hier wäre klarzustellen, dass bei einem Gremium eine Absicht – anders als bei einer Einzelperson – erst dann vorliegt, wenn ein entsprechender Beschluss gefasst wurde, da vorher noch keine abgeschlossene Willensbildung vorliegt. Im Regelfall sollte deshalb erst dann gegebenenfalls von einer Insiderinformation ausgegangen werden, wenn eine nach außen manifestierte Entscheidung der betroffenen Person (im Falle eines Rücktritts, siehe oben) bzw. des zuständigen Gremiums vorliegt. Denn eine Ad hoc-Meldung vor diesem Zeitpunkt würde die Corporate Governance erheblich beeinträchtigen und die pflichtgemäße Erörterung und Entscheidung in der Sitzung des zuständigen Gremiums unterlaufen. Auch die betroffenen Personen sind vor einer öffentlichen Diskussion im Vorfeld der Entscheidung nach Möglichkeit zu schützen.

#### **Die BaFin sollte die missverständlichen Beispiele entsprechend anpassen.**

Im Übrigen erscheint nicht schlüssig, dass bei einer Konkretisierung auf einen „ausgewählten engen Personenkreis die Unsicherheit über die zukünftige Ausrichtung des Emittenten beendet“ sein sollte. Selbst bei einer Konkretisierung auf drei oder zwei mögliche Kandidaten kann die mögliche zukünftige Ausrichtung

---

<sup>12</sup> BGH, Beschluss vom 23. April 2013 - II ZB 7/09, WM 2013, 1171 unter Tz. 19ff.

des Unternehmens noch diametral unterschiedlich sein. Außerdem kommt in praktischer Hinsicht bei einer derart weiten Auslegung hinzu, dass der sensible Prozess der Personalauswahl z.B. durch das bewusste Streuen von Gerüchten gestört werden könnte. **Es sollte festgehalten werden, dass typischerweise keine Insiderinformation vorliegt, wenn noch mehrere Personen für dieselbe Position in der Diskussion sind.**

#### **Zu I.2.1.5.8: Verwaltungs- und Gerichtsverfahren**

Soweit die BaFin hier darauf Bezug nimmt, dass bei der Beurteilung der Kurserheblichkeit auch mögliche Reputationsschäden zu berücksichtigen sind, halten wir dies für kritisch. Welche Reputationsschäden sich ergeben, ist in der ex ante Sicht schwierig zu beurteilen.

#### **Zu I.2.1.5.12: Verknüpfte Insiderinformationen**

Wir begrüßen die neuen Erläuterungen zu verknüpften Insiderinformationen.

#### **Zu I.2.1.5.13: Beispiele potenzieller Insiderinformationen**

Das Aktieninstitut begrüßt die Angabe von Fallkonstellationen für potenzielle Insiderinformationen.

**Kritisch** sehen wir allerdings **drei konkrete Beispiele**, jedenfalls dann, wenn nicht zugleich in Kapitel 3.2.2.2 (Seite 49f.) deutlich gemacht wird, bei welcher der genannten Informationen es typischerweise an der „unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten“ als Voraussetzung für eine Ad-hoc-Publizität fehlt. Es sollte daher auch an dieser Stelle klarer werden, dass die BaFin nicht bei jedem dieser Beispiele auch prinzipiell von einer Ad-hoc-Würdigkeit ausgeht.

- **Eine wesentliche Änderung in der Aktionärsstruktur:** Obwohl die BaFin in Fußnote 19 klarstellt, dass nicht jede Änderung, die zu einer Stimmrechtsmitteilungspflicht führt, auch eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation darstellt, geht dieser Fall aus unserer Sicht dennoch über die Veröffentlichungspflichten des WpHG hinaus. Um die Anforderung handhabbar zu machen, wäre eine Konkretisierung der Wesentlichkeit wünschenswert.
- **Eine wesentliche Änderung eines Ratings in Bezug auf den Emittenten oder die von ihm begebenen Finanzinstrumente:** Aufgrund des in der Regel fehlenden Unmittelbarkeitszusammenhangs ist die Aufnahme als Regelbeispiel nicht sinnvoll. Allenfalls ein der Ratingänderung zugrundeliegender Sachverhalt kann im Einzelfall eine Insiderinformation darstellen, wenn er den Emittenten unmittelbar betrifft. Außerdem stellt sich die Frage, ob ein solches Regelbeispiel mit dem unbestimmten „Qualifier“ der Wesentlichkeit dem Rechtsanwender wirklich hilft bzw. die

Rechtssicherheit erhöht oder nicht in Praxis dazu führt, dass aus Vorsichtsgründen auch kleinere Ratingänderungen veröffentlicht werden. Dies wiederum dürfte gerade unerfahrene Anleger, die die Feinheiten solcher Ratings nicht kennen, eher verunsichern.

- **Maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle, plötzliche Rohstoffentwicklungen:** Aufgrund des in der Regel fehlenden Unmittelbarkeitszusammenhangs ist die Aufnahme als Regelbeispiel nicht sinnvoll. Eine Ausnahme mag im Einzelfall anzunehmen sein, wenn sich aus diesen Sachverhalten unmittelbare Auswirkungen auf den Emittenten ergeben. Das dürfte aber nur der Fall sein, wenn die Entwicklungen sich in Geschäftszahlen und/oder Prognosen niederschlagen, die dann ihrerseits gegebenenfalls zu einer veröffentlichungspflichtigen Insiderinformation werden. Das Regelbeispiel ist damit aus Sicht der Emittenten letztlich ein Unterfall von einem allgemeineren Fall. Unklar ist zudem, was der Begriff „Rohstoffentwicklungen“ meint (z.B. deutliche Veränderungen bei den Preisen von für den Geschäftsbetrieb des Emittenten wesentlichen Rohstoffen). Auch hier kann nicht per se das Vorliegen einer veröffentlichungspflichtigen Insiderinformation unterstellt werden, da von weiteren Umständen abhängt (etwa der Absicherung gegen Preisschwankungen), ob diese Entwicklung den Emittenten betrifft. Selbst wenn dies der Fall wäre, dürfte die Betroffenheit wohl allenfalls mittelbar sein.

### Zu I.2.2.2: Emmissionszertifikate

In Bezug auf Investitionsentscheidungen im Hinblick auf die Errichtung neuer Anlagen bleibt unklar, ab wann eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation besteht. Es sollte hierbei berücksichtigt werden, dass es bei Anlage mit freier Zuteilung keinen Effekt auf den Preis geben kann.

Entscheidungen über Maßnahmen zur Veränderung der Energieeffizienz werden in der Regel gerade aufgrund des CO<sub>2</sub>-Preises getroffen, jedenfalls dürfte dieser bei den Entscheidungen eine erhebliche Rolle spielen. Die Modernisierung einer Anlage dient primär der ökonomischen Optimierung und sollte deshalb regelmäßig keine Insiderinformation darstellen. Deshalb sollte das Regelbeispiel im zweiten Absatz entfallen. Zudem würde eine Veröffentlichungspflicht Wettbewerbern sensible Daten zugänglich machen.

Hier oder an anderer Stelle sollte zudem in Bezug auf CO<sub>2</sub>-Zertifikate noch eine Klarstellung analog der BaFin-FAQ zu Art. 17 Abs. 2 MAR erfolgen. Dort heißt es richtigerweise: „Ergänzend führt Erwägungsgrund 51 der MAR aus, dass die offenzulegende Information die physischen Aktivitäten der weitergebenden Partei und nicht deren eigene Pläne oder Strategien für den Handel von

Emissionszertifikaten, darauf beruhenden Auktionsobjekten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten betreffen.“

### Zu I.3.1: Ad-hoc-Publizität – Vorbemerkungen

Die Sichtweise der BaFin, dass in Zweifelsfällen die Auslegungsvariante zu wählen ist, welche der Prävention von Insiderhandel und Herstellung größtmöglicher Chancengleichheit und Transparenz am besten gerecht wird, sehen wir kritisch. Hierdurch wird das berechnigte Interesse des Emittenten nach Art. 17 Abs. 4 MAR und die Ausführungen in I.3.3.1.2 konterkariert.

#### Zu I.3.2.1.1: Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht – Emittenten i.S.d. Art. 17 MAR

Die bloße Wiedergabe der deutschen Sprachfassung der Definition des „Emittenten“ in Art. 17 Abs. 1 MAR erscheint nicht ausreichend. Die Definition sollte vielmehr dahingehend klargestellt werden, dass nach dem Sinn und Zweck der Regelung eine juristische Person gemeint ist, die beabsichtigt, selbst Finanzinstrumente auszugeben.

#### Zu I.3.2.1.2.1.2: Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht – Wahl des Herkunftsstaats

Die Regelungen des § 4 Abs. 1 Satz 2 WpHG werden stark verkürzt ausgeführt, wodurch die Erläuterung schwer verständlich wirkt. Wir empfehlen eine stärkere Anlehnung an den Gesetzeswortlaut.

#### Zu I.3.2.2.2: Ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen – Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten

Im letzten Absatz des Abschnitts (Seite 50, unten) wird dargestellt, dass der Emittent eines derivativen Finanzinstruments nur solche Informationen zu veröffentlichen hat, die ihn selbst betreffen und die ein erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial bezüglich des derivativen Finanzinstrument haben.

Es werden damit nur die Fälle skizziert, in denen ein Emittent entweder (1) lediglich ein Finanzderivat emittiert oder (2) das Derivat sowie den zugrundeliegenden Basiswert.

Gerade auch im Lichte der Ausführungen zur Kurserheblichkeit in Kapitel I.2.1.4.2. sollte zudem klargestellt werden, dass der Emittent eines Basiswertes die Insiderinformationseigenschaft nur in Bezug auf diesen Basiswert abschätzen muss, nicht jedoch in Bezug auf Derivate, die von Dritten emittiert worden sind. **In keinem Fall sollte ein Emittent deshalb ad-hoc-pflichtig werden können, weil eine ihn betreffende Information Auswirkungen auf ein von einem Dritten emittiertes Derivat hat.** Dies ist in der jetzigen Formulierung leider etwas unklar, kann aber kaum beabsichtigt sein. Analog zu Kapitel I.2.1.4.2. sollte deshalb auch an dieser Stelle ein Satz ergänzt werden, der klarstellt, dass Emittenten einer Aktie oder einer

Anleihe nicht wegen potenzieller erheblicher Kursbewegungen von Derivaten Dritter ad-hoc-pflichtig werden.

### **Zu I.3.2.2.3: Ad-hoc-pflichtige Insiderinformationen im Zusammenhang mit Werturteilen**

Treten im Zuge von Ratingänderungen oder professionellen Analysen wesentliche Änderungen der Geschäftsentwicklung oder bei Refinanzierungskosten ein, sollten diese lediglich anhand der allgemeinen Tatbestandsmerkmale der Insiderinformation geprüft werden.

Das **Aufrechterhalten** der eigenen veröffentlichten **Prognose** des Emittenten bei abweichender Markterwartung kann **keine Insiderinformation** darstellen (siehe dazu I.2.1.5.1). Ob andere Marktteilnehmer oder Analysten eine andere Auffassung vertreten, betrifft den Emittenten nicht unmittelbar und kann schon daher keine Ad-hoc-Pflicht auslösen.

Das **scheint die BaFin hier auch letztlich ähnlich zu sehen**.<sup>13</sup> Eine Veröffentlichungspflicht kann nur bei falsch gesendeten Signalen durch den Emittenten selbst begründet werden. Insgesamt empfinden wir den skizzierten Anwendungsfall **aber als zu unscharf und in der Formulierung teilweise inkonsistent zu den Ausführungen in Kapitel 1.2.1.5.1.**, wo pauschal von einer neuen Insiderinformation ausgegangen wird, wenn die Markterwartung von der beibehaltenen Prognose abweicht. Eine **Klarstellung in beiden Kapiteln** wäre erfreulich.

Sollten sich die **Refinanzierungskosten** des Emittenten außerdem verändern oder wesentliche Änderungen der Geschäftsentwicklung eintreten, sind diese Entwicklungen anhand der allgemeinen Tatbestandsmerkmale der Insiderinformation zu prüfen, unabhängig davon, ob Dritte dies kommentieren oder nicht. Dann löst aber dieser Umstand in der Sphäre des Emittenten, nicht aber das bloße Abweichen von Analystenschätzungen, die Ad-hoc-Pflicht aus.

### **Zu I.3.2.2.4: Vorliegen einer Insiderinformation im Falle des Antrags auf Zulassung**

Wir begrüßen die ausdrückliche Möglichkeit der Einzelprüfung.

---

<sup>13</sup> „... 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“ (Seite 51).



Wir möchten aber darauf hinweisen, dass nachtragspflichtige Umstände in Bezug auf Wertpapieremissionen bereits im Wege eines Nachtrages zum Prospekt veröffentlicht werden müssen. Eine zusätzliche Ad-hoc-Mitteilung ist aus unserer Sicht solange nicht notwendig, wie die wirtschaftliche Verfassung des Emittenten nicht betroffen ist und der Nachtrag unverzüglich erfolgt – das heißt zeitgleich mit einer möglichen Ad-hoc-Mitteilung – und öffentlich bekannt ist.

### **Zu I.3.3.1.1: Befreiungsregeln – Entscheidung über den Aufschub**

Die BaFin führt auf Seite 54 aus, dass in Fällen originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit von einer abschließenden Annexkompetenz des Aufsichtsrats auszugehen sei. Begrüßenswert ist, dass damit nicht immer ein Vorstandsmitglied an der Aufschubentscheidung mitwirken muss. Ebenfalls zu begrüßen ist die Möglichkeit, einen Aufsichtsratsausschuss mit der Vorbereitung oder der Entscheidung befassen zu können.

Noch praktikabler wäre es, einen Gleichlauf der Regelungen über die Zuständigkeiten bei einem Aufschubbeschluss des Vorstands und einem solchen des Aufsichtsrates herzustellen. Es sollte daher dem Aufsichtsrat in den Fällen originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit möglich sein, ebenso wie dem Vorstand, nur durch ein Aufsichtsratsmitglied (bspw. dem Aufsichtsratsvorsitzenden) an der Aufschubentscheidung mitzuwirken und die Entscheidung an ein Ad-hoc-Gremium zu delegieren.<sup>14</sup>

Alternativ könnte die BaFin ihre Ausführungen darauf beschränken, dass es Sachverhalte gibt, bei denen eine Vorstandsbeteiligung bei der Aufschubentscheidung über eine Ad-hoc-Information nicht erforderlich ist. Die BaFin könnte es dann den Unternehmen überlassen, wie sie solche Fallkonstellationen gesellschaftsrechtlich und intern lösen wollen. Die Entscheidung des Ad-hoc-Gremiums könnte im Zweifelsfall mit Zustimmung eines Mitglieds des Vorstands oder des Aufsichtsrats getroffen werden. Das würde die größte Flexibilität schaffen. Wir befürworten eine nicht-ausschließliche Zuständigkeit des Aufsichtsrats.

Der Hinweis auf § 107 Abs. 3 AktG soll insgesamt gestrichen werden. Die Entscheidung über Aufschub der Veröffentlichung zu Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern stellt selbst keine Handlung im Sinne des § 84 AktG dar. Alternativ wäre das Gesamtplenium zuständig, was schon bei kleineren Aufsichtsräten mit etwa sechs Personen kaum praktikabel wäre. So könnte die Verweisung auf § 107 Abs. 3 AktG dazu führen, dass größere börsennotierte Gesellschaften, die dem MitbestG unterliegen, gezwungen wären, bereits in einem sehr frühen Stadium einem teilweise bis zu 20köpfigen Aufsichtsratsgremium die

<sup>14</sup> So beispielsweise Meyer in Kümpel/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Veröffentlichung von Insiderinformationen, Rn. 12.361 a.E.

Insiderinformation anzuvertrauen und vorzulegen. Solch große Gremien sind zeitlich nicht flexibel genug und für die rechtliche Prüfung der Voraussetzungen des Aufschubs nicht geeignet.

Zudem regen wir an, dass der Passus zur späteren Veröffentlichungszuständigkeit durch den Vorstand gestrichen wird. Hierbei handelt es sich um die Frage von aktienrechtliche Zuständigkeiten, für die es keine Ausführungen bedarf.

Zu überdenken wäre ansonsten die Auffassung, dass die Insiderinformation unverzüglich an den Vorstand weiterzuleiten ist und die spätere Veröffentlichung bei der Zuständigkeit des Vorstands verbleibt. Gerade bei sensiblen Überlegungen zu Neubesetzungen im Vorstand müsste man ggfs. die betreffenden Personen zur Unzeit informieren.

Im Ergebnis ist für viele Gesellschaften ein eigens eingerichtetes Ad hoc-Gremium für die Prüfung und Entscheidung eines Aufschubs am besten geeignet. Das Deutsche Aktieninstitut teilt hier nicht die Auffassung der BaFin, dass an der Aufschubentscheidung unbedingt ein Vorstandsmitglied oder dann eben ein Aufsichtsratsmitglied mitwirken muss. Falls man dies aber weiterhin vertritt, kann ein Aufschub von der Zustimmung entweder eines Mitglieds des Vorstands oder des Aufsichtsrats abhängig gemacht werden.

#### **Zu I.3.3.1.2: Befreiungsregeln – Berechtigtes Interesse**

Laut Erwägungsgrund 50 der MAR kann ein berechtigtes Interesse bereits bestehen, wenn der normale Ablauf einer Verhandlung von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt würde. Die beschriebenen Umstände im Leitfaden (insbesondere a.) nehmen demgegenüber stark Bezug auf das Endergebnis. Eine Klarstellung hierzu wäre sehr hilfreich.

Zu Fallgruppe a. (Seite 55): Emittenten veröffentlichen aktuell immer wieder Zwischenschritte von M&A-Transaktionen, obwohl diese Informationen vom verständigen Anleger kaum bewertet werden können, da die Verhandlungen noch nicht weit genug fortgeschritten sind. Wünschenswert wäre die Klarstellung, dass ein **berechtigtes Interesse am Aufschub typischerweise bis zum „Signing“ besteht**. Die „nicht erschöpfende“ Darstellung von Umständen, die geeignet sind, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen erscheint zwar konsistent mit den ESMA-Leitlinien. Allerdings bleiben diese in Rz. 8 Punkt a hinter der Verordnung auf Stufe 1 zurück, konkret Erwägungsgrund 50 der MAR. Da die Vorgaben der Verwaltung auf Stufe 3 nicht im Widerspruch zu der gesetzlichen Regelung auf Stufe 1 stehen können, sollten diese korrigiert werden. So hat es im Einklang mit Erwägungsgrund 50 der MAR zu genügen, wenn durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe nicht nur das Ergebnis, sondern bereits der normale Ablauf von Verhandlungen gefährdet würde.

Auch Fallgruppe c. sollte überarbeitet werden. Die Voraussetzung, dass „die unverzügliche Offenlegung [...] die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden“ würde, erscheint – wiewohl so in Erwägungsgrund 50 der MAR und in den ESMA Leitlinien vorgesehen – nicht sachgerecht. Mit Blick auf die erforderliche Zustimmung des Aufsichtsrates liegt das Interesse des Emittenten wohl eher darin, dass der Aufsichtsrat seine ihm durch das Gesellschaftsrecht zugeordnete Funktion ordnungsgemäß wahrnehmen kann. Wäre der Emittent gezwungen, eine die Zustimmung des Aufsichtsrats erfordernde Vorstandsentscheidung zu veröffentlichen, bevor der Aufsichtsrat seinerseits entschieden hat, so wäre mit Blick auf den drohenden Reputationsschaden für den Emittenten der Aufsichtsrat gezwungen, eine etwaige Ablehnung auf Extremfälle zu beschränken. Die Entscheidungsfreiheit des Aufsichtsrats wäre damit wegen der präjudizierenden Wirkung faktisch eingeschränkt. Dies stellt einen der klassischen Fälle dar, in denen ein Aufschub in besonderem Maße gerechtfertigt erscheint.

Im Vergleich zum früheren Emittentenleitfaden ist damit eine insgesamt praxisgerechte Aussage entfallen. In Kapitel IV.3.1 (Seite 61) hieß es bislang: „Angesichts der dem Aufsichtsrat [...] zugewiesenen gesetzlichen Aufgaben zur Überwachung des Vorstands ist bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen eine Befreiung regelmäßig zulässig.“ Eine Beibehaltung wäre aus unserer Sicht begrüßenswert. Die Befreiungsmöglichkeit wird auf Fälle begrenzt, in denen der Aufsichtsrat gemäß Gesetz oder Satzung zustimmen muss. Dies ist nicht sachgerecht. Ein berechtigtes Interesse an einer geschützten Abstimmung mit dem Aufsichtsrat kann auch dann gegeben sein, wenn kein formales Zustimmungserfordernis besteht. Dies gilt insbesondere in Fällen, in denen der Aufsichtsrat die jederzeitige Möglichkeit hat, ein Geschäft ad-hoc von seiner Zustimmung abhängig zu machen (diese generelle Möglichkeit wird in einer Vielzahl von Satzungen eingeräumt). Darüber hinaus kann die Beratung mit dem Aufsichtsrat aber beispielsweise auch dann schützenswert sein, wenn der Vorstand seine Entscheidung von dieser Beratung abhängig macht und gegebenenfalls seine Entscheidung auf dieser Basis noch abändern wird. Dies kann der Vorstand unabhängig von einer Zustimmungspflicht des Aufsichtsrats beschließen.

Die abschließende Aussage der BaFin, dass „eine Selbstbefreiungsmöglichkeit des Emittenten allein im Hinblick auf die noch ausstehende Zustimmung des Aufsichtsrates zu den Geschäftszahlen“ (gemeint auch: Billigung des Jahresabschlusses?) regelmäßig nicht besteht, sollte daher – wenn sie aufrecht erhalten wird - deutlich als Ausnahmefall von der Regel qualifiziert werden.

### **Zu I.3.3.1.3: Befreiungsregeln – Keine Irreführung der Öffentlichkeit**

Im bisherigen Emittentenleitfaden (IV.3.2, Seite 61) hat die BaFin ausgeführt, dass sie „das Verfolgen einer „no comment policy“ [...] in diesem Zusammenhang nicht als Irreführung“ ansieht. Unseres Erachtens wäre die Beibehaltung der „no comment policy“ für alle Marktteilnehmer von Vorteil. Diese erscheint ungeachtet

Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR nach wie vor etwa in den Fällen angebracht, in denen zwar eine Transaktion geplant wird, ein diesbezügliches Gerücht aber nicht hinreichend präzise ist.

#### **Zu I.3.3.1.4: Befreiungsregeln – Gewährleistung der Vertraulichkeit**

Vor dem Hintergrund, dass es nicht mehr darauf ankommen soll, aus wessen Sphäre eine Vertraulichkeitslücke herrührt, sollten die Anforderungen an die Gewährleistung der Vertraulichkeit bei Gerüchten nicht zu hoch gegriffen und schon gar nicht weiter verschärft werden. Aus unserer Sicht, sind die Anforderungen zu hoch, wenn die Insiderinformation nun bereits veröffentlicht werden muss, wenn nur „**Teile** der Insiderinformation [...] als Gerücht **kolportiert**“ werden. Demnach wären nur noch „diffuse“ Gerüchte vollkommen unproblematisch. Wir regen an, diese Erweiterung auf „Teile“ zu streichen. Zumindest sollte klargestellt werden, dass die Teile der Information als solche bereits Kursrelevanz haben müssen. Das kann aus unserer Sicht allenfalls der Fall sein, wenn sie den Kern der Insiderinformation wiedergeben.

#### **Zu I.3.5.2: Angaben der Insiderinformation**

Die Anforderungen an die Angaben sind nicht praxisnah und sind nicht vereinbar mit dem Grundsatz nach § 4 Abs. 4 Satz 1 WpAV, wonach Ad-hoc-Mitteilungen kurz zu fassen sind. Insbesondere die geforderten Angaben zu Verträgen, Prognosen und Kapitalerhöhungen gehen aus unserer Sicht zu weit.

Auch wäre abzuwägen, ab wann zu erläutern sein soll, warum eine Information kurserheblich sein kann, erscheint schwierig für die Praxis. Zudem führt eine solche Erläuterung auch zu einer erheblichen Verlängerung der Pflichtangaben. Wenn die BaFin hieran festhalten will, dann sollte diese Anforderung aber auf Ausnahmefälle beschränkt bleiben.

#### **Zu I.3.8.1: Vorabmitteilungen – Notwendige Angaben**

Kritisch sehen wir, dass es bei der Vorabmitteilung an die Geschäftsführungen der inländischen Börsen nicht darauf ankommen soll, ob der Emittent dem Handel seiner Finanzinstrumente zugestimmt oder genehmigt hat. Hier ist ein Systembruch zu befürchten, denn in der MAR gilt durchgängig der Grundsatz, dass die mit der Notierung an einem Handelsplatz verbundenen Emittentenpflichten nur dann gelten, wenn der Emittent der Notierung auch zugestimmt hat.

Abgesehen von den erheblichen praktischen Schwierigkeiten erscheint es auch unter dem Gesichtspunkt der Insiderhandelsprävention kontraproduktiv, wenn Emittenten eine noch hoch vertrauliche Insiderinformation vor Veröffentlichung flächendeckend an eine Vielzahl an Börsen schicken.

### Zu I.4.2.1 Verbot des Tätigens von Insidergeschäften – Erwerb oder Veräußerung

Aus der Einschätzung, wonach ein gesetzlicher Erwerb, dem keine Entscheidung des Erwerbers vorangeht, beispielsweise der Erwerb von Todes wegen gemäß § 1922 BGB, sollte folgen, dass derartige Geschäfte auch bei der Meldung von sog. Managers' Transactions unberücksichtigt bleiben (ggf. durch Anpassung der europäischen Vorgaben im Rahmen der anstehenden Überprüfung der MAR). Denn die (vermeintliche) Signalwirkung der Geschäfte von Personen mit Führungsverantwortung geht von ihnen nicht aus. Entsprechendes gilt für den Erhalt von Schenkungen. Auch vor einer Anpassung der MAR verfehlen solche Meldungen evident den Regelungszweck, so dass sich ihre Abschaffung mit einer teleologischen Reduktion rechtfertigen lassen sollten.

### Zu I.4.2.5.2.1.3: Nutzung von Insiderinformationen – Personen, die zur Ausführung von Orders zugelassen sind

Die Aussage, dass die Freistellung von Ausführungsgeschäften nur eingreift, wenn dem Finanzmarktakteur kein Ermessen zukommt, weil der Kunde die Konditionen bereits mit der Auftragserteilung bestimmt hat, bedarf der Konkretisierung. Wird ein Ausführungsgeschäft im **normalen Geschäftsgang** interessewährend bzw. bestmöglich nach den Vorgaben der Pflicht zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach § 82 WpHG (sog. *best execution*, Art. 27 RL 2014/65/EU – MiFiD II sowie Art. 64 ff. der Delegierten Verordnung 2017/565) und den danach zu erstellenden Ausführungsgrundsätzen durchgeführt, sollte es insiderrechtlich sog. *best execution*, Art. 27 RL 2014/65/EU – MiFiD II sowie Art. 64 ff. der Delegierten Verordnung 2017/565) nicht verboten sein.<sup>15</sup> Denn es wäre im ordnungsgemäßen Geschäftsgang auch ohne Vorliegen der Insiderinformationen genauso ausgeführt worden. Mit anderen Worten: im Ergebnis wurde die Insiderinformation nicht „genutzt“.

### Zu I.4.2.5.2.1.4 Erfüllung einer Verpflichtung

Die Aussage in Absatz 4 Satz 1 ("Bereit aus dem Wortlaut ... bestehen muss", Seite 84, unten) sollte um den folgenden Satz ergänzt werden: „Um einer fällig gewordenen Verbindlichkeit 'nachzukommen', handelt die Person auch dann, wenn der Erwerb eines Finanzinstruments als Deckungsgeschäft einer anschließenden Übertragung des Finanzinstruments als einem Erfüllungsgeschäft vorausgeht.“

<sup>15</sup> Dazu Assmann in Assmann/Uwe H. Schneider/Mülbert, Art. 9 VO Nr. 596/2014 Rn. 15; Zetzsche in Gebauer/Teichmann, EnzEuR Bd. 6 § 7C Rz. 152 („im Zuge der normalen Orderausführung“).

#### **Zu I.4.2.5.2.1.6 Umsetzung eines eigenen Entschlusses**

Die Klarstellung, dass auf eine Person, derer sich der Geschäftsherr zur Ausführung seines eigenen Entschlusses bedient und die ausschließlich auf Rechnung des Geschäftsherrn tätig wird, Art. 9 Abs. 5 MAR analoge Anwendung findet, ist zu begrüßen (Seite 86).

#### **Zu I.4.2.5.2.2.1 Keine Kausalität zwischen der Kenntnis der Information und der Entscheidung**

Die Aussage, dass der Masterplan dem Investor keinen Ermessensspielraum lässt (Seite 87), sollte dahingehend präzisiert werden, dass hinsichtlich der *essentialia negotii* kein Ermessensspielraum besteht, also ungefähre Zahl der Finanzinstrumente, die Gegenstand des Geschäfts sind, und ungefähre Preis, zu dem die Transaktion durchgeführt werden soll. Auf eine geringfügige, ökonomisch irrelevante Änderung von Zahl und Preis der Finanzinstrumente und Ermessen bei der exakten Bestimmung der Zeit der Durchführung des Masterplans, sollte es nicht ankommen.

#### **Zu I.4.2.5.2.2.3 Keine Auswirkung des Informationsvorsprungs auf die Konditionen des Insidergeschäfts**

Die Klarstellung, dass Face-to-Face-Transaktionen mangels einseitigen Sondervorteils aufgrund der Insiderinformation kein verbotenes Insidergeschäft darstellen, ist zu begrüßen (Seite 87 f.).

## 2 Eigengeschäfte von Führungskräften

### Zu II.2.2: Meldung – Erfasste Geschäftsarten

Der Entwurf des Emittentenleitfadens gibt auf Seite 100 als meldepflichtige Geschäftsart „angenommene Erbschaften“ an. Wir empfehlen den Wortlaut aus Art. 10 Abs. 2 der DelVO (EU) 2016/522 zu übernehmen, wo auf „**entgegengenommene** Erbschaften“ angestellt wird. Eine Annahme kann auch durch (kenntnisloses) Verstreichen der Annahmefrist erfolgen. Der tatsächliche Akt der Entgegennahme erscheint als der geeigneterer Anknüpfungspunkt.

### Zu II.3.1.1 Veröffentlichungsfrist

Wir begrüßen die Klarstellung auf Seite 103: „Im Regelfall sollte die Veröffentlichung spätestens an dem auf den Eingang der Meldung folgenden Arbeitstag erfolgt sein“. Solange die unglückliche Fristenkongruenz für Meldung und Veröffentlichung nicht im Verordnungstext der MAR korrigiert worden ist, wie es aktuell geplant ist, erscheint die Regelung als ein begrüßenswerter pragmatischer Ansatz.

Wir regen an klarzustellen, dass eine Veröffentlichung auch am zweiten Arbeitstag als unverzüglich anzusehen ist, wenn an einem einzelnen Tag nach Eingang der Meldung in einem Unternehmen Betriebsruhe gegeben ist (so etwa in Zusammenhang mit einem so genannten „Brückentag“). Dies wäre ein Ausnahmefall zum oben genannten Regelfall.

### Zu II.3.1.3: Veröffentlichung – Sicherheitsstandards und Dokumentationspflichten

Wir bitten die BaFin um Klarstellung, ob bei Veröffentlichung einer unvollständigen Meldung (Seite 105) eine „Nachmeldung“ erforderlich ist, sobald die fehlenden Daten vorliegen.

In diesem Zusammenhang sehen wir auch Klärungsbedarf in Bezug auf III.7.3, wonach eine unvollständige Information ein irreführendes Signal bedeuten kann.

### Zu II.3.9.1.1 Einzelfälle - Behandlung von Optionen und anderen Derivaten

Dass weder (i) die Erklärung einer Führungskraft, an einem Vergütungsprogramm teilzunehmen, wenn sie erst bei Eintritt weiterer Bedingungen berechtigt ist, Aktien des Emittenten zu erhalten; noch (ii) die Zuwendung von in Geld abgerechneten Instrumenten, die weder handelbar noch abtretbar sind und dazu dienen, einen

performanceabhängigen Vergütungsanspruch zu berechnen, nicht meldepflichtig sind (Seite 108), ist eine sinnvolle Klarstellung.

Hilfreich wäre außerdem, wenn die BaFin klarstellt, dass in den genannten Handlungen per definitionem kein Insidergeschäft liegen kann, da (i) kein Vorteil aus einem etwaigen Informationsvorsprung gesichert wird und (ii) kein Geschäft in einem Finanzinstrument vorliegt.



## 3 Verbot der Marktmanipulation

### Zu 7.1. Verbreiten von Informationen

Wir sehen es als kritisch an, dass es für das Verbreiten einer Information ausreichen soll, wenn die Information zumindest gegenüber einer (!) Person kundgegeben wird (Seite 116). Dies überspannt den Wortlaut der Norm. Aus der Definition des „Informationsverbreitungskanals“ in Art. 1 Nr. 7 Durchführungs-RL 2003/125/EG lässt sich ableiten, dass unter „Verbreiten“ das „der Öffentlichkeit tatsächlich oder wahrscheinlich zugänglich machen“ verstanden wird. Dies lässt sich im Ansatz auch dem Erwägungsgrund 48 der MAR dahingehend entnehmen, dass jedenfalls die „verbreitete“ Information einem unbegrenzten Personenkreis zugänglich gemacht werden muss.<sup>16</sup> Dies sollte klargestellt werden.

Die vorstehende Auslegung lässt sich auch auf Wortlaut und Systematik des Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR stützen, insbesondere die Formulierung „Verbreiten ... über die Medien... oder auf anderem Wege“ wird im Übrigen klar, dass die Verbreitung auf anderem Wege jener über das Internet gleichwertig sein muss, also eine gleichwertige Reichweite haben muss.

Zudem verwendet die MAR für die bilaterale Kundgabe den Begriff „offenlegen“ (siehe Art. 10 Abs. 1 MAR), so dass sich daraus wie auch aus dem Wortsinn selbst ergibt, dass Verbreiten eine deutlich größere Streuwirkung haben muss als nur die einfache bilaterale Offenlegung.

### Zu III.7.2 Verschweigen von Informationen

Im dritten Absatz (Seite 116) wird auf Vorschriften für Emittenten wie etwa die Ad-hoc-Publizität, Stimmrechtsmeldungen, Meldungen von Eigengeschäften von Führungskräften wie auch auf weitere kapitalmarktrechtliche Bestimmungen hingewiesen. Deren Unterlassen oder eine zu späte Offenlegung könne eine Marktmanipulation bedeuten.

Dieser pauschalen Auslegung ist entgegen zu treten. In der Literatur zu Art. 12 MAR wird verbreitet in Zweifel gezogen, dass die Marktmanipulation nach Art. 12 überhaupt im Wege des Unterlassens erfüllt werden kann.<sup>17</sup> Bewusst hat auch der deutsche Gesetzgeber im 1. Finanzmarktförderungsgesetz das „Verschweigen

<sup>16</sup> Ähnlich Schmolke in Klöhn, Art. 12 Rn. 246ff.

<sup>17</sup> So etwa Schmolke in Klöhn, Art 12 Rn. 252ff; Teigelack in Meyer/Veil/Rönnau, § 13 Rn. 25f, Spoerr in Assmann/Schneider/Mülbart, § 119 WpHG Rn. 169.

bewertungserheblicher Umstände“ seinerzeit aus dem Referentenentwurf gestrichen.<sup>18</sup>

Bei der Strafbarkeit der Marktmanipulation wird eindeutig zusätzlich auf den Erfolgseintritt abgestellt. Strafbar ist sie, wenn etwa noch die Einwirkung auf den Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstrumentes etc. vorliegt (§ 119 Abs. 1 Nr. 1 bis 4 WpHG). Die Ordnungswidrigkeit der Marktmanipulation ist in § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG geregelt. Dagegen ist das Unterlassen einer gebotenen Ad-hoc-Mitteilung eine eigene Ordnungswidrigkeit im Sinne des § 120 Abs. 15 Nr. 6 WpHG; danach handelt ordnungswidrig, wer „entgegen Artikel 17 Absatz 1 Unterabsatz 1 oder Artikel 17 Absatz 2 Unterabsatz 1 Satz 1 eine Insiderinformation nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig bekannt gibt“. Es erscheint völlig unklar, worin dann noch eine Abgrenzung zwischen den beiden Ordnungswidrigkeitentatbeständen liegen sollen, wenn beide Tatbestände mit der gleichen Handlung erfüllt sein sollen, insbesondere da beide schon bei vorsätzlichen und leichtfertigen Handeln erfüllt sind. Der Tatbestand der vorsätzlich begangenen unterlassenen Veröffentlichung wäre dann normsystematisch obsolet.<sup>19</sup>

Zudem stellt sich die Frage, ob ohne Hinzutreten weiterer Umstände aus der rechtlichen Pflicht zur Veröffentlichung bereits eine Garantienstellung bezüglich Art. 12 MAR vorliegen kann. Der Verstoß gegen die gesetzliche Pflicht des Emittenten zur Veröffentlichung von Insiderinformationen wird bereits eigenständig sanktioniert (siehe zuvor); daher kann sich unseres Erachtens aus dieser Pflicht nicht per se eine Garantienstellung ableiten lassen. Es müsste vielmehr noch ein Aspekt hinzukommen, der einen besondere Überwachungsgaranten erfordert. Ein Beispiel wäre die Kenntnis des Vorstands davon, dass etwa die Pressemitteilung unwahre Informationen über das Unternehmen verbreitet, die Kursbeeinflussungspotenzial haben.

In keinem Fall sollte der Tatbestand der Marktmanipulation dann erfüllt sein, wenn die Befreiungsvoraussetzungen nach Art 17 Abs. 4 MAR vorliegen, der Emittent aber hiervon nicht aktiv durch Beschluss Gebrauch gemacht hat (Seite 117). Aus Sicht des Marktes und der Preisbildung macht es keinen Unterschied, ob der Emittent die Befreiung beschlossen hat und deswegen nicht veröffentlicht oder die Veröffentlichung ausbleibt, der Emittent aber trotz Vorliegens der Voraussetzungen keinen Befreiungsbeschluss gefasst hat.<sup>20</sup> Dieser Sachverhalt rechtfertigt nicht die Verhängung der die gravierenden Sanktionen des Art. 12 MAR, zumal ohnehin gegebenenfalls ein Verstoß gegen Art. 17 vorliegen könnte.

<sup>18</sup> Teigelack in Meyer/Veil/Rönnau, § 13 Rn. 30 mit Hinweisen.

<sup>19</sup> Spoerr in Assmann/Schneider/Mülbert, § 120 Rn. 346.

<sup>20</sup> So auch Vaupel/Oppenhauer, AG 2019, S. 502, 512f.

### **Zu III.7.3 Geben falscher und irreführender Signale**

Im dritten Absatz heißt es im letzten Satz (Seite 117), dass das Vorliegen eines irreführenden Signals gegeben sein kann, wenn die Art und Weise der Präsentation an sich richtiger Informationen zu Fehlvorstellungen führen kann. Dazu passt das nachfolgende Beispiel nicht; hier wird eindeutig bei der Vorstellung von Prognosen ein wichtige Information verschwiegen. Das stellt aber nicht die Art und der Weise der Präsentation dar. Wir bitten hier um Klarstellung, was gemeint ist.

Auf Seite 118 wird ab dem dritten Absatz darauf eingegangen, in welchen Fallkonstellationen bei einer unterlassenen oder verspäteten Ad-hoc-Mitteilung (auch bei Veröffentlichungsaufschub) falsche oder irreführende Signale im Sinne einer Marktmanipulation angenommen werden können.

Hier möchten wir auf unseren vorherigen Ausführungen hinweisen. Wir halten es weder für eindeutig, dass ein Verbreiten durch die Abgabe falscher und irreführender Signale durch Unterlassen im Sinne des § 13 StGB möglich ist. Noch sehen wir automatisch eine Garantenstellung bei den Organen.

## 4 Insiderlisten

### Zu V.2.3: Dienstleister und V.3.2: Sonderfall Dienstleister

Begrüßenswert ist, dass die Anforderungen an die Datenerfassung für Dienstleister entgegen der in BaFin FAQ zu Art. 1 Abs.2 Nr. 3 MAR verringert werden. Anders als in Annex 1 der Durchführungsverordnung (DVO) EU 2016/347 für Insider grundsätzlich verlangt, müssen nur Firmenname des Dienstleisters, Name und Telefonnummer eines Ansprechpartners erfasst werden (Seite 126).

Missverständlich ist insoweit, wenn in V.3.2 Sonderfall Dienstleister auf Seite 129 unten wieder auf die persönlichen Daten des Ansprechpartners nach der DVO verwiesen wird. Dieser Satz wäre dann anzupassen.

Redaktioneller Hinweis zu V.3.2 / V.3.3: Hier ist die Nummerierung vertauscht.

### Zu V.2.3.1 Typische Dienstleister des Emittenten

Wir regen an, Anbieter elektronischer Informationsverbreitungsdienste hier als typischen Dienstleister zu streichen (Seite 127). Inhaltlich ist die Stellung der Servicedienste vergleichbar mit IT-Mitarbeitern, die nicht auf der Liste geführt werden müssen (Seite 129). Eine inhaltliche Kenntnisnahme der Insiderinformation findet durch diese Dienstleister im Regelfall nicht statt. Die Aufnahme dieser Personen führt im Übrigen zu Mehraufwand, ohne dass sich ein Mehrwert ergibt. Es ist aus Behördensicht ohne Weiteres nachvollziehbar, ob und welcher Informationsdienst vom Emittenten eingeschaltet wurde.

### Zu V.2.3.2: Keine Dienstleister des Emittenten

Die Erläuterungen zu Tochter- und Muttergesellschaften sind aus unserer Sicht nicht ganz klar. Es wird zwischen der Frage, ob Tochter- oder Mutterunternehmen eines Emittenten selber zur Führung einer Insiderliste verpflichtet sind, und der Frage, ob der Emittent einzelne Mitarbeiter der Mutter- oder Tochtergesellschaft in **seine Insiderliste** aufnehmen muss, hin- und hergesprungen.

Daher regen wir die folgenden (unterstrichenen) Änderungen an:

- **Tochter- oder Muttergesellschaften eines Emittenten** sind nach wie vor in der Regel 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. ~~18~~ 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 daher keine grundsätzliche Verpflichtung, eine Insiderliste zu führen. Dies gilt auch bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Mutter- und Tochtergesellschaft. Eine Pflicht zur Führung einer Insiderliste kommt im Ausnahmefall allenfalls dann in Betracht, wenn das verbundene Unternehmen zum Kreise der oben beschriebenen Dienstleister gehört und allein deshalb über Zugang zu Insiderinformationen verfügt.

- 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, sind sie~~ 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.~~

### **Zu V.3.1: Aufzunehmende Personen – Wahrnehmung von Aufgaben und Zugang zu Insiderinformationen**

Wir regen eine Klarstellung an, wonach kein Erfordernis einer permanenten Listenführungspflicht besteht. Dafür existiert keine gesetzliche Grundlage.

### **Zu V.3.3: Aufzunehmende Personen – Beispiele für aufzunehmende Personen beim Emittenten**

Den Wirtschaftsausschuss als regelmäßig in Insiderprojekte einbezogenes Gremium zu betrachten, halten wir für nicht zutreffend. Typischerweise wird, sofern erforderlich, der Wirtschaftsausschuss erst nach einer Ad-hoc-Mitteilung einbezogen. Eine Streichung wäre folgerichtig.

### **Zu V.4.3.2: Aufbau und Inhalt der Liste – Angaben zum Verpflichteten und den beauftragten Personen**

Redaktioneller Hinweis: Es muss „Insiderliste nach Art. 18 MAR“ heißen.

## Kontakt

---

Dr. Gerrit Fey  
Leiter Kapitalmarktpolitik  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915-41  
Fax + 49 69 92915-12  
fey@dai.de  
www.dai.de

Dr. Claudia Royé  
Leiterin Kapitalmarktrecht  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915-40  
Fax + 49 69 92915-12  
roye@dai.de  
www.dai.de

Nico Zimmermann  
Junior-Referent Kapitalmarktrecht  
und Corporate Governance  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915-28  
Fax + 49 69 92915-12  
zimmermann@dai.de  
www.dai.de