

ZWEI JAHRE EU-MARKT- MISSBRAUCHSVERORDNUNG

**STIMMUNGSBILD:
HANDLUNGSBEDARF BEI
DER AD-HOC-PUBLIZITÄT**



ZWEI JAHRE EU-MARKTMISSBRAUCHS- VERORDNUNG

BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMEN LEIDEN UNTER RECHTSUNSIHERHEIT UND BÜROKRATISCHEM MEHRAUFWAND

Die EU-Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) stellt seit dem 3. Juli 2016 neue Anforderungen an die Kapitalmarkt-Compliance börsennotierter Unternehmen. Betroffen hiervon sind insbesondere die Ad-hoc-Veröffentlichungspflichten, die Meldung von Wertpapiergeschäften von Führungskräften (Managers' Transactions), das Führen von Insiderlisten, die Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbote, die Durchführung von Marktsondierungen bei der Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital sowie die Aktienrückkaufprogramme.

Zwei Jahre nach dem Inkrafttreten der MMVO haben das Deutsche Aktieninstitut und Hengeler Mueller ein breites Stimmungsbild unter den börsennotierten Aktiengesellschaften erhoben, wie sich die neuen Regeln in der täglichen Unternehmenspraxis bewähren, wo Nachbesserungsbedarf besteht und ob sich bei einigen Anwendungsfragen schon gewisse Marktstandards bei den Unternehmen entwickelt haben. Die Umfrage zeigt insgesamt, dass immer noch nicht alle Fragen zur Anwendung der MMVO geklärt sind.

Die wesentlichen Ergebnisse dieses Stimmungsbildes sind:

- Die MMVO hat bei der besonders **wichtigen Ad-hoc-Publizität zu einem Verlust an Rechtssicherheit** geführt. Mehr als die Hälfte der Unternehmen macht diese Erfahrung. Fast 60 Prozent fragen in Bezug auf die Ad-hoc-Publizität mehr externen Rechtsrat nach.
- Zudem wünschen sich 90 Prozent aller Unternehmen **Präzisierungen** bei der Ad-hoc-Publizität. Diese Präzisierungen sind aus Sicht der Unternehmen vor allem bezüglich des Zeitpunkts des Entstehens von Insiderinformationen sowie der Eignung von Informationen zur erheblichen Kursbeeinflussung erforderlich.
- Die Unternehmen konstatieren einen **deutlichen bürokratischen Mehraufwand** bei der Erfüllung der Anforderungen aus der MMVO. Betroffen sind dabei alle zentralen Regelungsbereiche. Beim Führen von Insiderlisten, der Ad-hoc-Publizität und den Meldungen von Managers' Transactions stellen sogar 90 Prozent der Unternehmen einen gestiegenen oder stark gestiegenen Bürokratieaufwand fest.

- Fast alle Unternehmen richten ein Ad-hoc-Komitee zur Beurteilung von Ad-hoc-Sachverhalten ein. Dabei trifft jedes zweite die in diesem Zusammenhang erforderlichen Entscheidungen allein.
- Beim Umgang mit Ad-hoc-Sachverhalten, die in die Kompetenz des Aufsichtsrats fallen, hat sich bislang noch keine Marktpraxis etabliert. Separate Richtlinien für solche Ad-hoc-Sachverhalte sind unüblich. Zwei Drittel der befragten Unternehmen binden das Ad-hoc-Komitee auch bei Ad-hoc-Sachverhalten, die in die Kompetenz des Aufsichtsrats fallen, mit ein.
- Aus Sicht des Gros der Emittenten hat die MMVO dagegen den Schutz der Investoren nicht verbessert.

SCHLUSSFOLGERUNG: SINNVOLLE AUFSICHTSPRAXIS IM DIALOG ENTWICKELN

Auch zwei Jahre nach ihrem Inkrafttreten verursacht die EU-Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) Zusatzbürokratie und Rechtsunsicherheit. Die komplexe Struktur der Regelung befördert das zusätzlich. Die Unternehmen müssen nämlich nicht nur die MMVO, sondern auch diverse konkretisierende Rechtsakte der EU-Kommission und Richtlinien der europäischen Wertpapieraufsicht ESMA und nationaler Aufsichtsbehörden beachten. Da gleichzeitig der Sanktionsrahmen für Verstöße erheblich ausgeweitet wurde, ist die Entwicklung umso bedenklicher. Besonders virulent ist dies im Bereich der Ad-hoc-Publizität, bei der neben der juristischen Prüfung einer Vielzahl unbestimmter Rechtsbegriffe auch prognostische Einschätzungen zum menschlichen Verhalten als „verständiger Anleger“ entscheidend sind. Außerdem wollen Unternehmen Reputationsschäden wegen Verstößen in diesem Bereich (nicht zuletzt durch das mit der MMVO eingeführte sog. „naming and shaming“) unter allen Umständen vermeiden. Das gestaltet sich allerdings wegen der hohen Rechtsunsicherheit als sehr schwierig.

Um die Anwendungsprobleme einzudämmen und praktikable Lösungen für die Unternehmen zu entwickeln, muss der intensive, offene und produktive Dialog der Marktteilnehmer mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) fortgeführt werden. Die bereits angekündigte Überarbeitung

des BaFin-Emittentenleitfadens mit Konsultationen zu Insiderinformationen und Ad-hoc-Publizität bietet hierfür eine Chance. Im Ergebnis muss es um praxisorientierte Lösungen gehen. Auch muss verhindert werden, dass deutsche Emittenten mit einer strengeren Aufsichts- und Auslegungspraxis konfrontiert werden als Emittenten in anderen EU-Ländern. Wenn beispielsweise als Ergebnis der gelebten Ad-hoc-Publizität M&A-Transaktionen nicht mehr in vertraulichen Prozessen vorbereitet und zur Vertragsreife gebracht werden können, benachteiligt das auf Dauer die deutschen börsennotierten Unternehmen im Wettbewerb und dient auch nicht den Interessen der Aktionäre an einer unternehmerischen Fortentwicklung. Auch diesen Aspekt sollte man berücksichtigen, wenn es um die Auslegung von unbestimmten Rechtsbegriffen geht.

Unabhängig davon hat auch die MMVO selbst einige Geburtsfehler, die nicht durch die Aufsichtspraxis geheilt werden können. Einer dieser Geburtsfehler besteht darin, dass Unternehmen aufgrund von Marktgerüchten zu einer vorzeitigen Ad-hoc-Publizität gezwungen sein können, ohne selbst zu diesen Gerüchten beigetragen zu haben. Auch die oft überbürokratischen Anforderungen bei Insiderlisten und Managers' Transactions könnten ohne Beeinträchtigung des Investorenschutzes reduziert werden. Hierzu ist aber der europäische Gesetzgeber gefordert.

MEHR ALS DIE HÄLFTE DER UNTERNEHMEN SIEHT BEI DER AD-HOC-PUBLIZITÄT WENIGER RECHTSSICHERHEIT

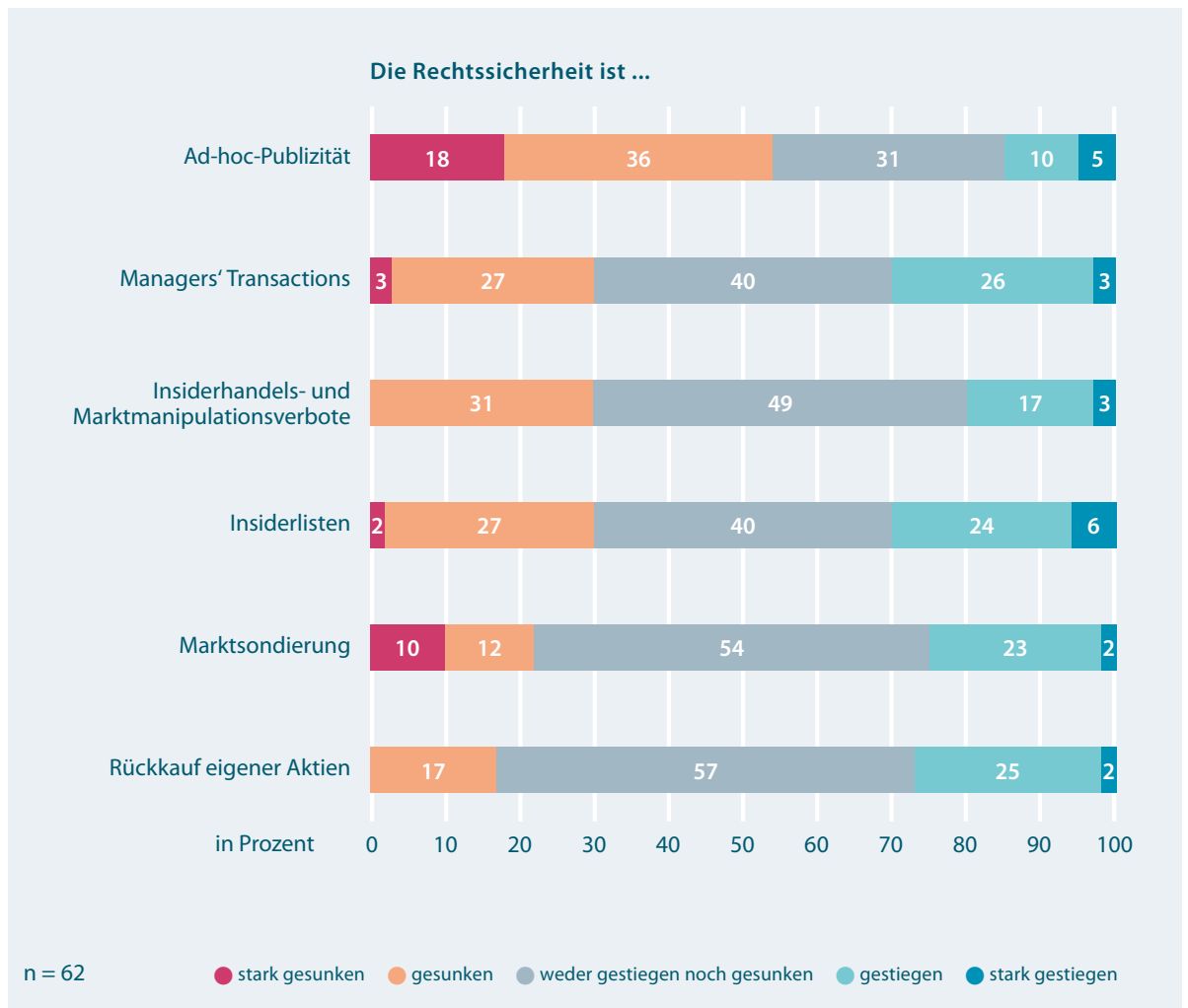


Abbildung 1: Auswirkungen der MVVO auf die Rechtssicherheit

ZWEI JAHRE EU-MARKTMISSBRAUCHSVERORDNUNG – EINSCHÄTZUNGEN IM DETAIL

Im ersten Teil der Umfrage offenbaren die Teilnehmer ihre allgemeinen Einschätzungen zur MMVO, jeweils getrennt nach den Anforderungen an die Ad-hoc-Publizität, die Managers' Transactions, die Führung von Insiderlisten, das Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbot sowie die Durchführung von Marktsondierungen bei Kapitalmaßnahmen und an Aktienrückkäufe.

Die Antworten auf die Frage nach der Entwicklung der **Rechtssicherheit** zeigen dabei insgesamt ein heterogenes Bild (siehe Abbildung 1). Bei den meisten Anforderungen der MMVO gibt es sowohl Teilnehmer, die von einer gestiegenen Rechtssicherheit sprechen als auch solche, die eine gesunkene Rechtssicherheit sehen. Bei der Ad-hoc-Publizität spüren die Unternehmen dagegen mehrheitlich weniger Rechtssicherheit. 54 Prozent attestieren hier eine gesunkene oder gar

DIE MMVO ERZEUGT MEHR BÜROKRATIE

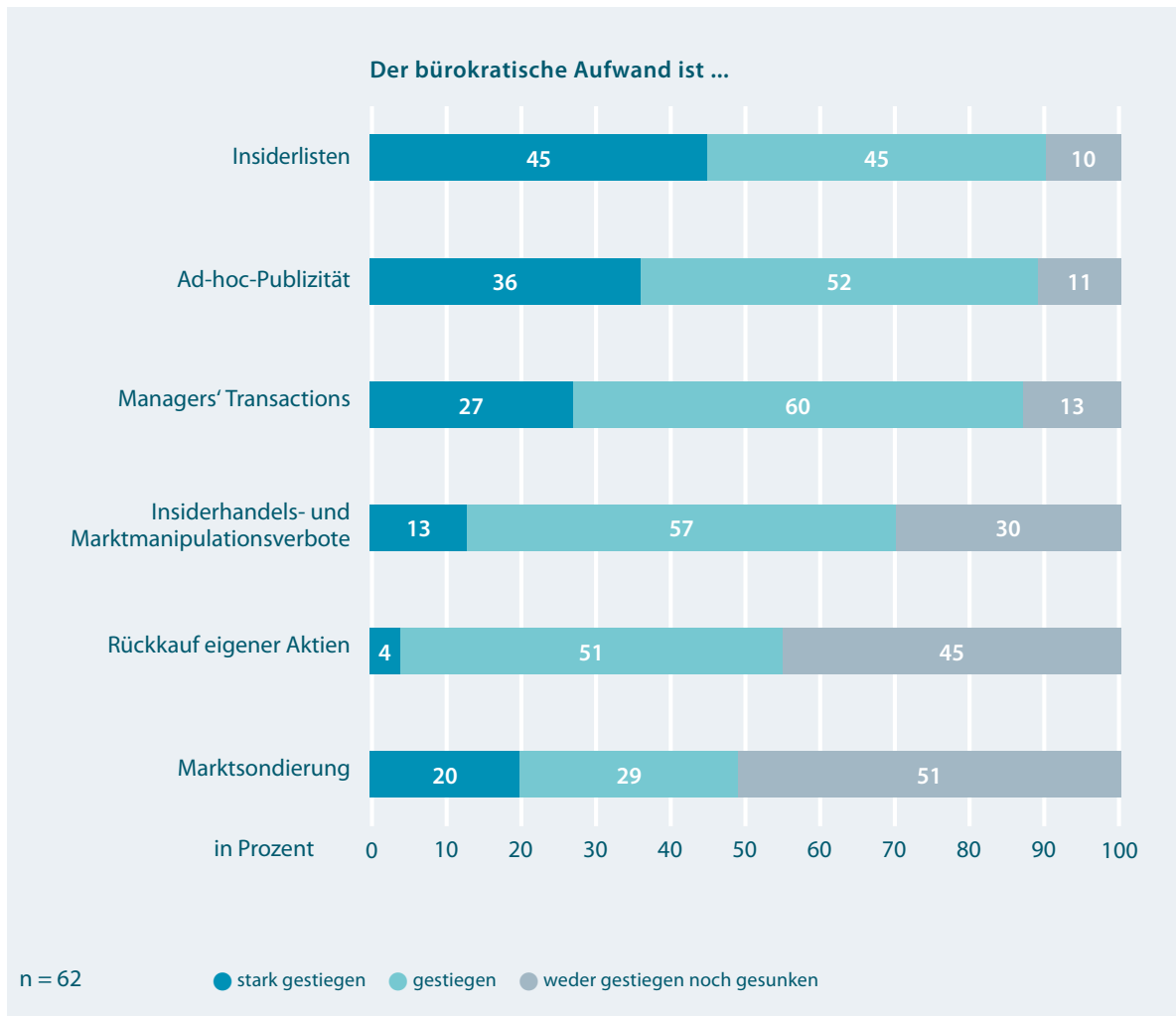


Abbildung 2: Entwicklung der Bürokratie durch die MMVO

stark gesunkene Rechtssicherheit, und das bei einem Thema, bei dem die Unternehmen im Fokus der öffentlichen Wahrnehmung stehen.

DAX- und MDAX-Unternehmen (als gemeinsame Gruppe) sehen tendenziell eine geringere Rechtssicherheit als die restlichen Unternehmen. 75 Prozent der DAX- und MDAX-Unternehmen bewerten die Rechtssicherheit bei der Ad-hoc-Publizität negativ. Von den anderen Unternehmen sehen dies nur 31 Prozent genauso. Gründe für diese differenzierte Sichtweise mögen neben einem größeren Problembewusst-

sein auch die bei größeren Unternehmen häufigeren Anwendungsfälle sein (z.B. M&A-Transaktionen auch im Konzern).

Die MMVO hat zu **deutlich mehr Bürokratie** geführt (siehe Abbildung 2). Besonders evident ist dies bei den Änderungen an den Insiderlisten, zur Ad-hoc-Publizität sowie zu den Managers' Transactions. Hier leiden jeweils fast 90 Prozent der Unternehmen unter einem gestiegenen oder stark gestiegenen bürokratischen Aufwand. Auch bei den Insiderhandels- und Marktmanipulationsverboten und Aktienrückkäufen

attestiert ein Großteil der befragten Unternehmen ein Mehr an Bürokratie. Nur bei Marktsondierungen sehen weniger als die Hälfte der Befragten einen bürokratischen Mehraufwand. Die Ursachen für den verspürten Mehraufwand sind sicher unterschiedlich. Sie liegen einerseits in erhöhten Detailangaben (wie z.B. bei den Insiderlisten) und komplexeren Meldetatbeständen (z.B. bei Managers' Transactions). Außerdem führen rechtlich unsichere Sachverhalte zu einem generell erhöhten Dokumentations- und Erklärungsaufwand (wie z.B. bei der Ad-hoc-Publizität).

Mehr Bürokratie und weniger Rechtssicherheit führen auch dazu, dass die Unternehmen vermehrt externen Rechtsrat nachfragen, um den neuen Anforderungen der MMVO nachkommen zu können (siehe Abbildung 3). **Externer Rechtsrat** ist dabei vor allem bei Ad-hoc-Sachverhalten gefragt. 62 Prozent geben an, dass sie hierbei (deutlich) häufiger als früher externe Rechtsberatung nutzen.

Die Art des benötigten Rechtsrates unterscheidet sich je nach Bereich der MMVO. Bei Insiderlisten, Managers' Transactions, Marktsondierungen und dem Rückkauf eigener Aktien geht es vor allem um die Anpassung an

VIELE UNTERNEHMEN SUCHEN HÄUFIGER EXTERNEN RECHTSRAT

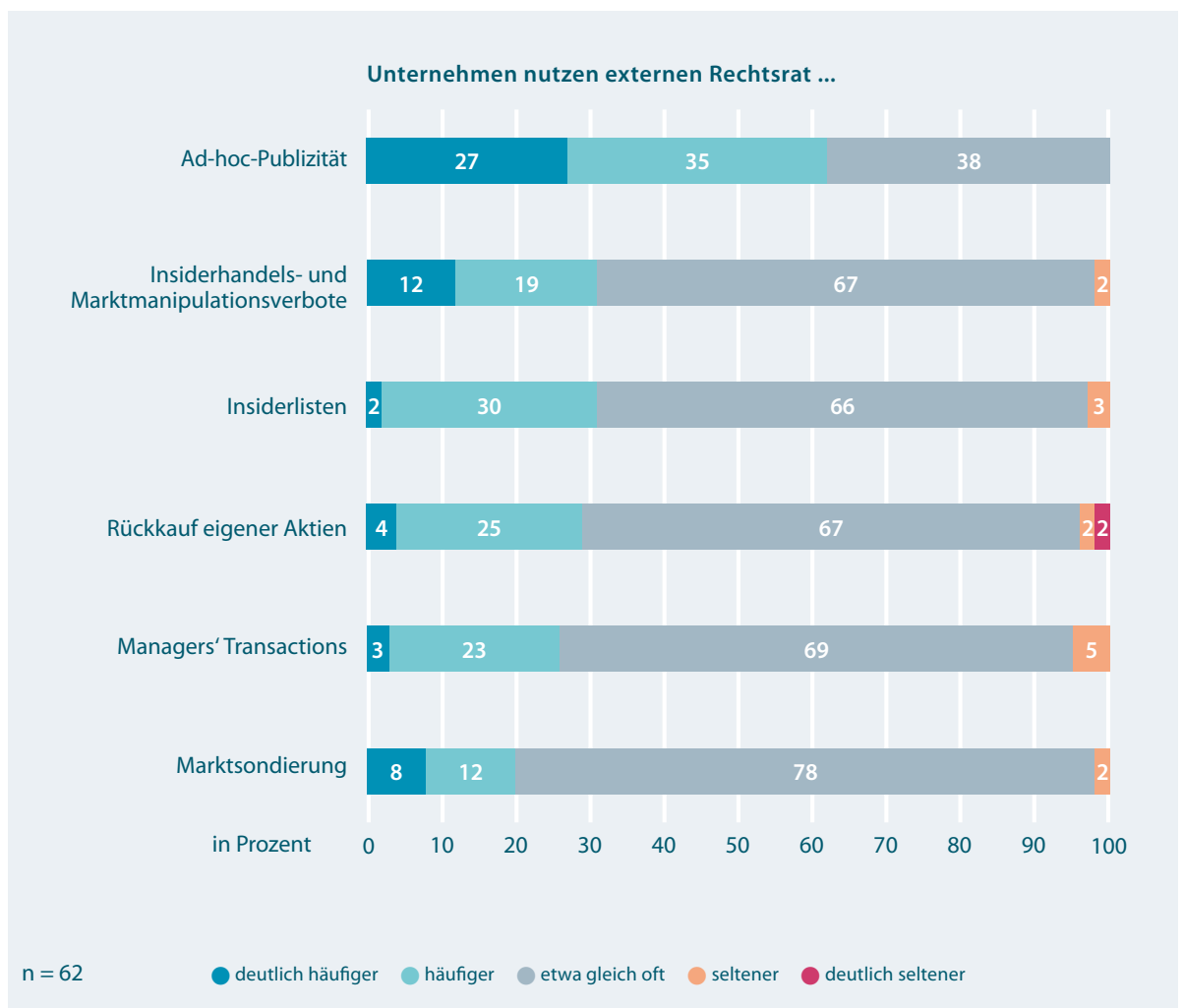


Abbildung 3: Entwicklung der Nutzung externen Rechtsrats

objektiv notwendige neue Anforderungen bei Dokumentation und Prozessen. Nach anfänglichen Schwierigkeiten in der Implementierungsphase haben die Unternehmen diese Fragen wohl weitestgehend lösen können. Die Nachfrage nach Rechtsberatung hat sich daher in diesem Bereich im Laufe der letzten beiden Jahre etwas reduziert. Bei Insider- und Marktmanipulationsverboten und vor allem der Ad-hoc-Publizität stehen dagegen die Beratung zum Sachverhalt an sich und damit die fortdauernde Compliance mit dem neuen Recht im Mittelpunkt der Beratungspraxis. Dieser Beratungsbedarf wird voraussichtlich dauerhaft bleiben.

Eines der angestrebten Ziele der MMVO bestand darin, den Anlegerschutz und das Vertrauen in die Finanzmärkte zu stärken. Aus Sicht der großen Mehrheit der teilnehmenden Unternehmen wurde das Ziel eines besseren **Investorenschutzes** jedoch nicht erreicht (siehe Abbildung 4). Je nach Teilbereich stellen zwischen 74 Prozent (bei Managers' Transactions) und 91 Prozent (beim Rückkauf eigener Aktien) der Befragten fest, dass sich keine Verbesserung ergeben hat. Das Gros der Antworten fällt dabei durchgängig neutral aus; es wird also weder eine Verbesserung noch eine Verschlechterung festgestellt.

GROSSE MEHRHEIT DER UNTERNEHMEN SIEHT KEINE VERBESSERUNG DES INVESTORENSCHUTZES

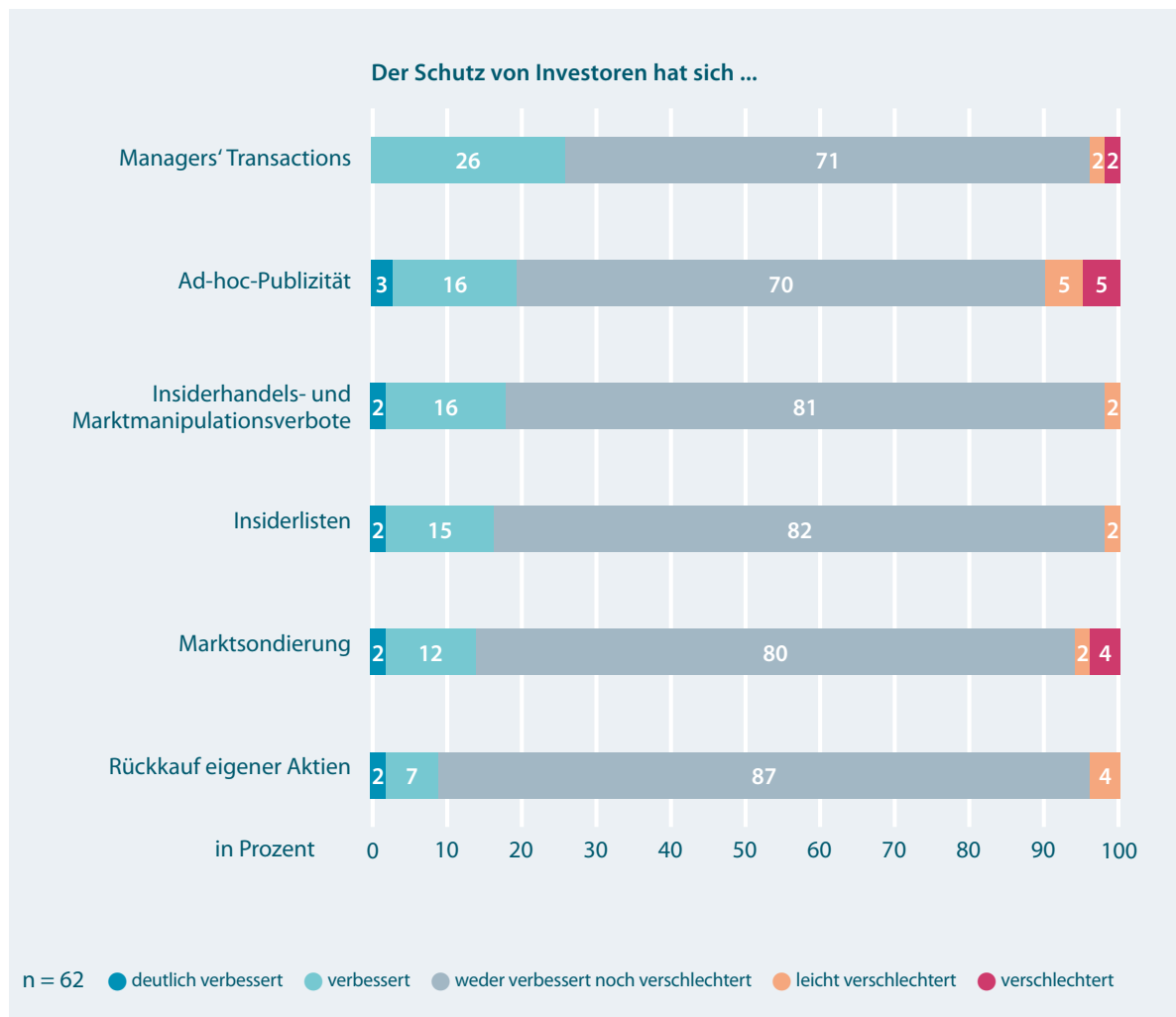


Abbildung 4: Entwicklung des Investorenschutzes aus Unternehmenssicht

DISKUSSIONSBEDARF BEI AD-HOC-PUBLIZITÄT

Die Pflicht zu Ad-hoc-Veröffentlichungen ist das Herzstück der Kapitalmarkt-Compliance börsennotierter Unternehmen, das entsprechend sensibel gehandhabt wird und unternehmensintern eine besonders große Bedeutung hat.

Es muss daher aufhorchen lassen, dass die große Mehrzahl der befragten Unternehmen über die derzeitigen Regelungen zur **Ad-hoc-Publizität** besorgt ist. 34 Prozent der Teilnehmer halten Präzisierungen für wünschenswert, 56 Prozent sogar für absolut wünschenswert. Das bedeutet: Neun von zehn Unternehmen halten die Vorgaben zur Ad-hoc-Publizität für nicht ausreichend präzise und betonen, dass dies zur Verunsicherung führt.

Nach Art. 17 der MMVO muss ein Emittent der Öffentlichkeit Insiderinformationen unverzüglich – also ad hoc – bekannt geben, wenn diese ihn unmittelbar betreffen und kursrelevant sind. Ad-hoc-Mitteilungen können sich dabei auf unterschiedlichste Unternehmensereignisse beziehen, u.a. die deutliche Übererfüllung oder

Verfehlung von prognostizierten Ergebnissen, bedeutende Unternehmenstransaktionen oder überraschende Wechsel auf der Vorstandsebene. Auch wenn dies einfach klingt, muss der Emittent hier oft schwierige Bewertungsfragen beantworten, ob und ab wann eine Information erhebliche Kursrelevanz besitzt, damit zu einer Insiderinformation wird und hierdurch für die Marktteilnehmer prinzipiell wichtig sein kann.

81 Prozent der Befragten geben an, dass sie sich eine Präzisierung hinsichtlich des **Zeitpunkts des Entstehens von Insiderinformationen** wünschen. Das verwundert wenig, denn der EuGH hat entschieden, dass auch Zwischenschritte in einem längeren Prozess ad-hoc-würdig sein können, wenn sie für sich genommen eine Insiderinformation darstellen. In der Praxis können die relevanten Zeiträume durchaus lang sein. Bestes Beispiel ist hier die Vorbereitung von Unternehmenskäufen (M&A), die sich oft über Monate erstrecken kann. Der Emittent ist hier bei jedem

UNTERNEHMEN WÜNSCHEN SICH PRÄZISIERUNGEN DER AD-HOC-PUBLIZITÄT

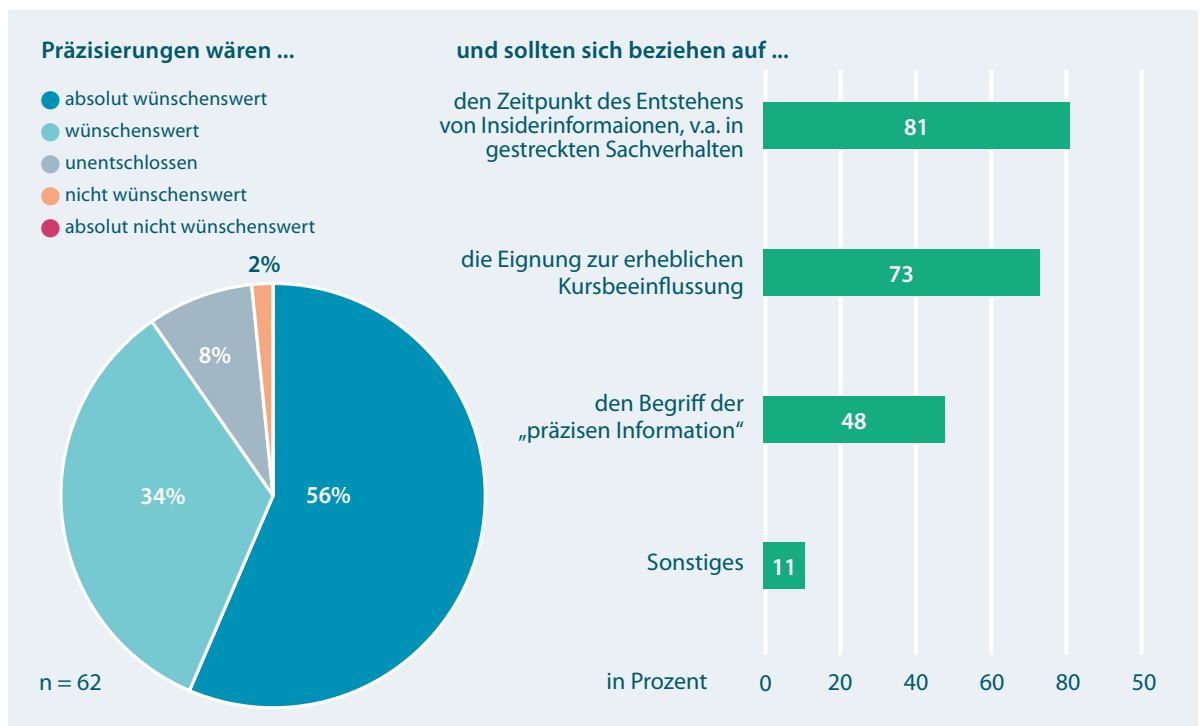


Abbildung 5: Aussagen zur Ad-hoc-Publizität

Zwischenschritt gezwungen, die Ad-hoc-Würdigkeit neu zu bewerten, jeweils mit den damit verbundenen erheblichen Unsicherheiten.

73 Prozent der befragten Unternehmen wünschen sich zudem eine Präzisierung in Bezug auf die Eignung einer Insiderinformation zur **erheblichen Kursbeeinflussung**. Dieser Punkt ist besonders den Umfrageteilnehmern aus dem DAX und MDAX wichtig. Gemäß Art. 7 MMVO ist eine Information zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet, wenn sie ein „verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde“. Nach den aktuellen Auslegungshilfen der BaFin würde ein solcher verständiger Anleger wohl auch erwartete kurzfristige Kursreaktionen und erwartetes irrationales Anlegerverhalten bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen.¹ Dadurch verschwimmt jedoch der Beurteilungsmaßstab für die Emittenten, was den Wunsch nach Präzisierung erklärt. Außerdem steigt mit einem unklaren Beurteilungsmaßstab die Gefahr irrelevanter Ad-hoc-Mitteilungen, was wiederum die Effizienz des Kapitalmarkts beeinträchtigen würde.

48 Prozent geben schließlich an, dass der Begriff der **präzisen Information** nicht eindeutig genug ist. Auch dies liegt an den zahlreichen unbestimmten Rechtsbegriffen, welche die MMVO hierzu verwendet. Nach Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MMVO ist eine Information dann als präzise anzusehen, „wenn damit ein Umstand gemeint ist, der bereits eingetreten ist oder bei dem man vernünftigerweise erwarten kann, dass er künftig eintreten wird und dass die Information darüber hinaus spezifisch genug ist, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse der Finanzinstrumente des Emittenten zuzulassen.“ Was genau daraus in der Praxis folgt, bleibt aber unklar.

Die Skepsis in Bezug auf die oft unscharfen Regelungen zur Ad-hoc-Publizität spiegelt sich auch in der Bewertung

von Art. 17 Abs. 4 MMVO wider. Danach kann der Emittent auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen aufschieben. Dies ist möglich, wenn die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen, die Öffentlichkeit durch die Aufschiebung nicht irreführt wird und die Geheimhaltung der Information sichergestellt werden kann. Zwei von drei Unternehmen geben an, dass sie diese **Regeln zur Selbstbefreiung** nicht eindeutig finden. Die Antworten der Umfrageteilnehmer dürften im Zusammenhang mit zwei grundsätzlichen Problemen der Selbstbefreiung zu sehen sein: Je länger die Selbstbefreiung dauert, desto größer ist das Risiko, durch nicht selbst verursachte Gerüchte zu einer vorzeitigen Veröffentlichung gezwungen zu sein. Außerdem bleibt dem Emittenten umso weniger Zeit, von seiner Möglichkeit zu Kapitalmaßnahmen Gebrauch zu machen, die während einer Selbstbefreiung ausgeschlossen sind. Eine längerfristige Selbstbefreiung verschafft damit zwar tendenziell den Spielraum, im Unternehmensinteresse liegende M&A-Prozesse voranzutreiben, schafft aber umgekehrt die oben beschriebenen neuen Probleme.

Und schließlich muss die Bewertung der Unternehmen vor dem Hintergrund gesehen werden, dass 84 Prozent der befragten Unternehmen das etablierte Strafmaß als zu hoch oder sogar deutlich zu hoch empfinden. Besonders DAX- und MDAX-Unternehmen bewerten es tendenziell als deutlich zu hoch. Tatsächlich hat die MMVO den Straf- und Bußgeldrahmen im Vergleich zu den vorherigen Regelungen deutlich ausgedehnt. Auch in Deutschland erscheint es daher wahrscheinlich, dass bei Verstößen höhere Bußgeldforderungen im Raum stehen werden. Dies lässt in Verbindung mit dem Gefühl erhöhter Rechtsunsicherheit den Wunsch nach präzisen Vorgaben nur natürlich erscheinen.

¹ Siehe FAQ der BaFin zu Art. 17 MAR (Stand 22.5.2018), S. 8f.

AD-HOC-GREMIEN BEI UNTERNEHMEN SIND ÜBLICH

Im **zweiten** Teil der Umfrage geht es um den Umgang mit praktischen Problemen der Ad-hoc-Publizität.

Eine Frage ist zunächst, wie die Bewertung von Ad-hoc-Sachverhalten organisatorisch geregelt ist. 90 Prozent der befragten Unternehmen haben dazu ein spezielles Gremium, also ein **Ad-hoc-Komitee**, einge-

richtet. Bei den DAX- und MDAX-Unternehmen sind es sogar 100 Prozent. Die Reichweite der Entscheidungskompetenz ist dabei unterschiedlich geregelt. 45 Prozent der Ad-hoc-Komitees verfügen über vollumfängliche Entscheidungskompetenzen, während 55 Prozent Entscheidungen lediglich vorbereiten.

EIN AD-HOC-KOMITEE IST STANDARD, ABER NUR KNAPP DIE HÄLFTE KANN ALLEIN ENTSCHEIDEN

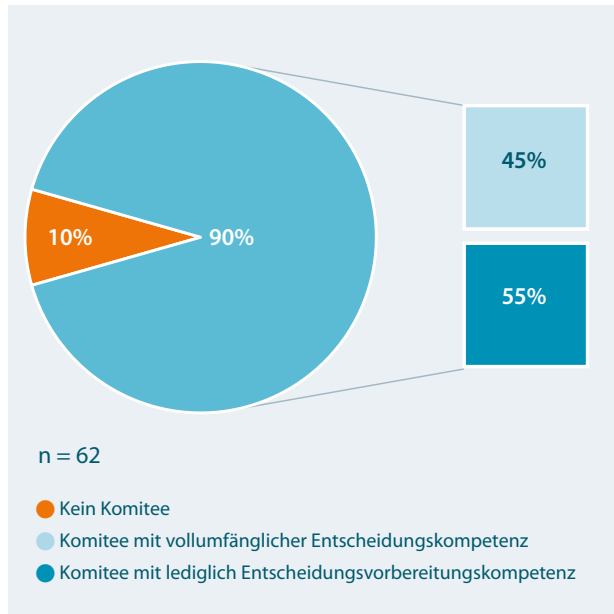


Abbildung 6: Einrichtung von Ad-hoc-Komitees

Ad-hoc-Komitees greifen dabei auf den Sachverstand verschiedener Abteilungen im Unternehmen zurück, da neben rechtlichen Fragen auch zu bewerten ist, ob eine Information am Markt als kursrelevant aufgenommen werden wird. Am häufigsten findet man im Komitee Angehörige der Rechtsabteilungen und der Investor Relations, aber auch Finanzvorstände und Mitarbeiter aus der Unternehmenskommunikation sind oft vertreten. Aufsichtsratsmitglieder sind hingegen nicht eingebunden.

Eine weitere regelmäßige Frage ist, ob Informationen aus Finanzberichten das Potenzial haben, die Aktienkurse zu beeinflussen – etwa, weil ein tatsächliches Ergebnis wesentlich von den dem Markt kommunizierten Prognosen abweicht. 44 Prozent der Unternehmen nutzen im Vorlauf der regelmäßigen Finanzberichte quantifizierte Richtwerte als Indikatoren für eine etwaige Ad-hoc-Würdigkeit, 18 Prozent der Unternehmen tun dies gelegentlich, 38 Prozent verzichten darauf. Bei DAX- und MDAX-Unternehmen ist die Verwendung vorab definierter Indikatoren dabei etwas gebräuchlicher.

KEINE EINHEITLICHE MARKTPRAXIS FÜR AD-HOC-SACHVERHALTE IN DER KOMPETENZ DES AUFSICHTSRATS

Auch mit Ad-hoc-Mitteilungen, die Fragen in der Kompetenz des Aufsichtsrats berühren (z.B. Personalwechsel im Vorstand), gehen die Unternehmen unterschiedlich um. Hier hat sich noch keine feste Marktpraxis etabliert.

Separate Richtlinien für solche Fälle haben nur 16 Prozent der befragten Unternehmen. Das kann u.a. daran liegen, dass relevante Fälle aus diesem Bereich eher selten vorkommen und höchst individuell ausfallen.

Die Zuständigkeiten für die Entscheidung über eine Ad-hoc-Veröffentlichung bei Sachverhalten, die in die Kompetenz des Aufsichtsrats fallen, sind dagegen wiederum sehr unterschiedlich geregelt. Zwei Drittel der Unternehmen binden ihr Ad-hoc-Komitee auch in Sachverhalte mit ein, die in die Kompetenz des Aufsichtsrats fallen. In 41 Prozent der Unternehmen wird der Aufsichtsratsvorsitzende miteinbezogen, und zu jeweils sieben Prozent wird der Gesamtaufichtsrat oder ein Ausschuss des Aufsichtsrats damit betraut.

METHODIK DER UMFRAGE

Basis dieser Studie ist eine Online-Umfrage unter insgesamt 252 börsennotierten Unternehmen, die das Deutsche Aktieninstitut und Hengeler Mueller im Juli und August 2018 durchgeführt haben. Unter den befragten Unternehmen befanden sich fast alle deutschen Unternehmen aus dem DAX, MDAX, SDAX und TecDAX.

Insgesamt sind 62 verwertbare Antworten eingegangen, was einer Rücklaufquote von 25 Prozent entspricht. Dieser Rücklauf erlaubt ein breites, gut abgestütztes Meinungsbild. Wie für solche Umfragen üblich, ist der Rücklauf unter größeren Unternehmen (DAX, MDAX) höher. Von den befragten DAX-Unternehmen haben 60 Prozent an der Umfrage teilgenommen. Bei den MDAX-Unternehmen sind es 28 Prozent, bei SDAX-Unternehmen sind es 16 Prozent und bei TecDAX-Unternehmen

immerhin 33 Prozent. Außerdem haben 12 Unternehmen teilgenommen, die nicht im Prime Standard Segment notiert sind, also etwa dem Freiverkehr (zum Beispiel Scale und m:access) angehören. An manchen Stellen der Analyse werden DAX- und MDAX-Unternehmen zusammengenommen als Gruppe der „größeren Unternehmen“ und die restlichen Unternehmen als „kleinere Unternehmen“ betrachtet und analysiert. Beide Gruppen sind – bezogen auf die Zahl der Unternehmen – etwa gleich groß. Zu einzelnen Teilfragen machen nicht alle Unternehmen Angaben, so dass in diesem Fällen weniger als 62 Antworten verwertet werden konnten. Diese „keine Angabe“-Antworten wurden zur Ermittlung der Prozentzahlen herausgerechnet. Die Angaben wurden darüber hinaus auf volle Prozent gerundet, so dass die Summen in der Darstellung nicht immer 100 Prozent ergeben.

ANSPRECHPARTNER

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Dr. Gerrit Fey
Leiter Kapitalmarktpolitik
Telefon: +49 69 92915 41
fey@dai.de

Dr. Claudia Royé
Leiterin Kapitalmarktrecht
Telefon: +49 69 92915 40
roye@dai.de

Nico Zimmermann
Junior-Referent Kapitalmarktrecht
und Corporate Governance
Telefon: +49 69 92915 28
zimmermann@dai.de

Hengeler Mueller

Dr. Daniela Favoccia
Partner
Telefon: +49 69 17095 382
daniela.favoccia@hengeler.com

Dr. Wolfgang Groß
Partner
Telefon: +49 69 17095 220
wolfgang.gross@hengeler.com

Dr. Christian Seidenabel
Director Communications
Telefon: +49 69 17095 200
christian.seidenabel@hengeler.com

Deutsches Aktieninstitut e.V.

Senckenberganlage 28 | 60325 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 92915-0 | Fax +49 69 92915-12
www.dai.de

Hengeler Mueller

Bockenheimer Landstraße 24 | 60323 Frankfurt am Main
Tel. +49 69 17095-0 | Fax +49 17095-099
www.hengeler.com