



# Stellungnahme

## des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Handelsrecht

### zur BaFin-Konsultation Nr. :14/2019 Entwurf Emittentenleitfaden Modul C Regelungen aufgrund der Markmissbrauchs- verordnung (MAR)

Stellungnahme Nr.: 31/2019

Berlin, im August 2019

#### Mitglieder des Ausschusses Handelsrecht

- RA Prof. Dr. Gerd Krieger, Düsseldorf (Vorsitzender und Berichterstatter)
- RAin Dr. Gabriele Apfelbacher, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatterin)
- RA Dr. Christian Decher, Frankfurt/Main
- RA Dr. Hans Friedrich Gelhausen, Frankfurt/Main
- RAin Dr. Julia Sophia Habbe, Frankfurt (Berichterstatterin)
- RA Dr. Peter Hemeling, München
- RAin Dr. Hilke Herchen, Hamburg
- RA Prof. Dr. Hans-Christoph Ihrig, Mannheim
- RA Dr. Thomas Kremer, Bonn
- RA Dr. Marc Löbbe, Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- RA Prof. Dr. Andreas Pentz, Mannheim
- RAin Dr. Gabriele Roßkopf, LL.M., Stuttgart
- RA Prof. Dr. Frank A. Schäfer, LL.M., Düsseldorf (Berichterstatter)
- RAin Dr. Alexandra Schluck-Amend, Stuttgart
- RA Dr. Bernd Singhof, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- RA Prof. Dr. Jochen Vetter, München
- RA Dr. Jost Wiechmann, Hamburg
- RA Prof. Dr. Hans-Ulrich Wilsing, Düsseldorf
- Arne Wittig, Group General Counsel, Essen (Berichterstatter)

**Deutscher Anwaltverein**  
Littenstraße 11, 10179 Berlin  
Tel.: +49 30 726152-0  
Fax: +49 30 726152-190  
E-Mail: [dav@anwaltverein.de](mailto:dav@anwaltverein.de)

**Büro Brüssel**  
Rue Joseph II 40, Boîte 7B  
1000 Brüssel, Belgien  
Tel.: +32 2 28028-12  
Fax: +32 2 28028-13  
E-Mail: [bruessel@eu.anwaltverein.de](mailto:bruessel@eu.anwaltverein.de)  
Transparenz-Registernummer:  
87980341522-66

[www.anwaltverein.de](http://www.anwaltverein.de)

#### Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

- RA Max Gröning

## **Verteiler**

---

### Deutschland

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz

Bundesministerium der Finanzen

Vorsitzender des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz des Bundestages

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex

Europäische Kommission - Vertretung in Deutschland

Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins

Landesgruppen und -verbände des DAV

Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV

Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV

Handelsrechtsausschuss des DAV

Bundesrechtsanwaltskammer

Bundesnotarkammer

Deutscher Notarverein

Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)

Deutscher Richterbund

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)

Deutscher Steuerberaterverband

Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft

Bundesverband Deutscher Banken

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung –

Die Aktiengesellschaft

GmbH-Rundschau

NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

WM Wertpapiermitteilungen

ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Börsenzeitung

Handelsblatt

Juris

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit über 63.000 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

---

Die BaFin hat Anfang Juli einen Entwurf für die Überarbeitung von Modul C des Emittentenleitfadens zur Konsultation gestellt. Dieses neue Modul soll die bisherigen Kapitel III bis VII der 4. Auflage des Emittentenleitfadens ersetzen und entsprechend den Vorgaben der MAR überarbeiten. Der DAV begrüßt diese für die Praxis wichtige und hilfreiche Überarbeitung. Die nachstehende Stellungnahme versucht, zu einigen Detailpunkten teils inhaltliche, teils redaktionelle Anregungen zu geben.

## **Zu I. Ad-hoc Publizität und Insiderhandelsverbote**

### **Zu dem einleitenden Text nach "I. Ad-hoc Publizität und Insiderhandelsverbote"**

- 1 Zur Vermeidung von Missverständnissen über den Regelungsgehalt des Insiderrechts regen wir an, in Satz 1 die Wendung „und den Handel mit Finanzinstrumenten“ durch „und deren Nutzung im Rahmen des Erwerbs und der Veräußerung von Finanzinstrumenten“ zu ersetzen.

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

- 2 Klarstellend würde es sich empfehlen, bereits in diesem Abschnitt zu erwähnen, dass die genannten Finanzinstrumente gem. Art. 2 Abs. 1 MAR nur dann in den Anwendungsbereich der MAR fallen, wenn sie (i) zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind bzw. für sie ein entsprechender Zulassungsantrag gestellt wurde, (ii) in einem multilateralen Handelssystem (MTF) gehandelt werden, zum Handel in einem MTF zugelassen sind bzw. für sie ein entsprechender Zulassungsantrag gestellt wurde, (iii) in einem organisierten Handelssystem (OTF) gehandelt werden oder (iv) zwar nicht selbst unter eine der vorgenannten Kategorien fallen, ihr Kurs oder Wert jedoch von einem solchen Finanzinstrument abhängt oder sich darauf auswirkt.

## Zu I.2 Insiderinformation

### 1. Zu I.2.1.2 Präzise Information

3 Grundsätzlich ist die Auslegung der BaFin zu begrüßen, dass künftige Ereignisse erst dann als präzise im Sinne des Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR anzusehen sind, wenn ihr Eintritt überwiegend wahrscheinlich ist. Allerdings ist das gewählte Beispiel der M&A-Transaktion etwas unglücklich, da unklar bleibt, ab welchem Zwischenschritt welcher Art von M&A-Transaktion das Vorliegen einer präzisen Information im Hinblick auf den künftigen erfolgreichen Abschluss zu prüfen sein soll. Zudem dürfte gerade bei M&A-Transaktionen das Rekurrenieren auf die Erfolgsquote früherer Transaktionen wenig Aussagekraft für die Wahrscheinlichkeit des erfolgreichen Abschlusses der aktuell zu betrachtenden Transaktion haben.

4 Hinsichtlich der Einordnung bereits eingetretener Zwischenschritte eines gestreckten Sachverhalts als präzise Information geht der Emittentenleitfaden mit der Aussage, dass es darauf ankommt, ob die Information spezifisch genug ist, damit aus ihr ein Schluss auf die mögliche Auswirkung auf den Kurs der betroffenen Finanzinstrumente gezogen werden kann, nicht über den Wortlaut von Art. 7 Abs. 2 Satz 1 MAR hinaus. Der DAV regt an klarzustellen, dass mit dem Tatbestandselement der präzisen Information nur völlig vage und unkonkrete Informationen ausgeschlossen werden sollen, wie auch das angeführte Beispiel zeigt.

5 Zur Vermeidung von Inkonsistenzen und Vereinfachung der Lesbarkeit des Emittentenleitfadens würde es sich anbieten, die im Abschnitt I.2.1.2 angeführten Beispiele aus dem M&A-Kontext in den Abschnitt I.2.1.5.6 zu verschieben und ggf. durch andere Beispiele außerhalb der in Abschnitt I.2.1.5 diskutierten Fallgruppen zu ersetzen.

### 2. Zu I.2.1.4.1 Verständiger Anleger

6 Der DAV teilt die Ansicht der BaFin, dass auf einen durchschnittlichen börsenkundigen Anleger abzustellen ist, der seine Entscheidungen auf objektiv

nachvollziehbarer Informationsgrundlage trifft. Damit sollten abweichend von den FAQ der BaFin zu Art. 17 MAR (Stand: 29. Mai 2019) (S. 8) Informationen, die allenfalls eine ganz kurzfristige erhebliche Kursbewegung auslösen können, wie etwa irrationales oder spekulatives Anlegerverhalten, grundsätzlich nicht zu berücksichtigen sein. Es wäre zu begrüßen, wenn auch dies explizit im Emittentenleitfaden klargestellt würde.

### 3. Zu I.2.1.4.2 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung

#### a) Zu Einzelfragen bei bestimmten Fallgruppen

- 7 Die letzten beiden Absätze auf S. 19 sowie der erste Absatz auf S. 20 greifen bereits ausgewählte Einzelfragen bei bestimmten Fallgruppen potentieller Insiderinformationen auf, die in Abschnitt I.2.1.5 erneut abgehandelt werden. Um Wiederholungen und Widersprüche (siehe z.B. die Unterschiede der aufgezählten Bereiche bei Personen in Schlüsselpositionen auf S. 20 und S. 29) zu vermeiden, regen wir an, die vorgenannten Absätze in Abschnitt I.2.1.4.2 zu streichen und es bei dem Verweis am Ende des Abschnitts zu belassen. In jedem Fall sollten die Ausführungen in Abschnitt I.2.1.4.2 mit denen in Abschnitt I.2.1.5 inhaltlich und terminologisch übereinstimmen.

#### b) Zur Bewertung des Kursbeeinflussungspotentials durch den Emittenten

- 8 Im vorletzten Absatz ist der aufgenommene Hinweis zu begrüßen, dass das Kursbeeinflussungspotential einer Information jeweils in Bezug auf das in Rede stehende Finanzinstrument zu bestimmen ist und daher auch unterschiedlich ausfallen kann. Neben der Unterscheidung zwischen der Aktie eines Emittenten und einer von ihm begebenen Anleihe sollte zusätzlich ergänzt werden, dass ein Emittent nur die von ihm begebenen Finanzinstrumente bewerten kann. Die Forderung, ein Emittent müsse sämtliche Finanzinstrumente prüfen, insbesondere sämtliche von Dritten angebotenen Derivate, erscheint eher praxisfern. Zudem hängt das Kursbeeinflussungspotenzial bei Derivaten maßgeblich von deren konkreter Ausgestaltung ab. Bei einem stark gehebelten

Derivat kann eine minimale Änderung des Kurswerts des Underlying zu einer starken Kursänderung des Derivats führen.

#### 4. Zu I.2.1.4.3 Zwischenschritte als Insiderinformation

##### a) Zur Rechtsprechung des EuGH in Sachen "Geltl"

9 Zur Rechtsprechung des EuGH in Sachen „Geltl“ führt der Entwurf auf S. 20 wie folgt aus:

*„In Bezug auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des erstrebten Endereignisses im mehrstufigen Entscheidungsprozess führte der EuGH aus, dass es für die Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials des Zwischenschritts ausreiche, wenn der Eintritt des Endereignisses zumindest nicht unwahrscheinlich sei.“*

10 Diese Wiedergabe des Urteils des EuGH ist nicht zutreffend. Zum einen wird die Frage der Höhe der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses (Zweite Vorlagefrage an den EuGH) mit der Frage des Kursbeeinflussungspotentials eines Zwischenschritts vermischt. Zum anderen hat der EuGH zu letzterer Frage gerade nicht ausdrücklich Stellung bezogen. Insbesondere hat der EuGH nicht die Worte „zumindest nicht unwahrscheinlich“ verwendet. Vor diesem Hintergrund sollte der vorstehend zitierte Satz des Entwurfs gestrichen werden. Die Höhe der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses wurde bereits ausführlich in Abschnitt I.2.1.2 behandelt. Wünschenswert wäre zudem eine Klarstellung, dass der EuGH die Frage der Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials eines Zwischenschritts offengelassen hat.

##### b) Zur Bedeutung der Mindestwahrscheinlichkeit des Endereignisses

11 Zur Bedeutung der Mindestwahrscheinlichkeit des Endereignisses bei der Prüfung eines Zwischenschritts als Insiderinformation wird im Entwurf in Übereinstimmung mit den FAQ zu Art. 17 MAR (Stand: 29. Mai 2019) (S. 10) die folgende Auffassung vertreten:

*„Eine Mindestwahrscheinlichkeit für das Endereignis, damit überhaupt ein Zwischenschritt als potenzielle Insiderinformation gewürdigt werden kann, ist nicht erforderlich.“*

- 12 Der Entwurf geht damit unverändert vom sog. Verbot der Sperrwirkung aus und erteilt denjenigen Auffassungen eine Absage, die bei der Prüfung eines Zwischenschritts als potentielle Insiderinformation eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Endereignisses (1) auf der Ebene des Tatbestandsmerkmals der „präzisen Information“ (sog. Sperrwirkung auf Konkurrenzzebene) oder (2) auf der Ebene der „Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung“ verlangen (sog. Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene). Gleichzeitig betont der Entwurf allerdings auf S. 20 ebenso wie auf S. 28, „dass ein Kursbeeinflussungspotenzial umso eher anzunehmen ist, je ... wahrscheinlicher das Endergebnis“ ist. Er zeigt damit, dass die Kurserheblichkeit von Zwischenschritten eben doch nicht völlig losgelöst vom Endergebnis und zusätzlich auch der Wahrscheinlichkeit seines Eintritts gesehen werden kann (vgl. dazu auch unten Rdn. 15 und 29).
- 13 Pauschale Aussagen zur Irrelevanz der Mindestwahrscheinlichkeit des Endereignisses bei der Beurteilung von Zwischenschritten als potentielle Insiderinformation verbieten sich schon deshalb, weil mögliche Sachverhalte vielgestaltig sind und sich nicht interessengerecht vereinheitlichen lassen. Wie im Entwurf im letzten Absatz von Abschnitt I.2.1.5.6 auf S. 28 ausgeführt, kann ein bestimmter Zwischenschritt aus der Perspektive von potentiellern Bieter und Zielgesellschaft eine ganz unterschiedliche Bedeutung haben.
- 14 Das pauschale Absehen vom Erfordernis einer Mindestwahrscheinlichkeit für das Endereignis birgt die Gefahr, dass Emittenten, insbesondere vor dem Hintergrund der hohen Geldbußen, die bei einem Verstoß gegen die Ad-hoc Publizitätspflicht drohen, bei Zwischenschritten in gestreckten Vorgängen verfrüht von dem Bestehen einer Insiderinformation ausgehen und bei Vorliegen der Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR aus Vorsichtsgründen verfrüht einen Aufschub der Offenlegung einer Insiderinformation beschließen. Dies führt



wiederum dazu, dass die Emittenten bereits in einem frühen (Transaktions-) Stadium des gestreckten Vorgangs unverzüglich auf Gerüchte reagieren müssen (vgl. Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 der MAR). Sofern die Voraussetzung eines Aufschubs nicht vorliegen, besteht hingegen das Risiko, dass die Emittenten verfrüht eine Ad-hoc Mitteilung über eine unpräzise bzw. nicht kursrelevante Information veröffentlichen, was nicht im Interesse eines zutreffend informierten Kapitalmarktes sein kann.

15 Aus Sicht des DAV praxisgerecht sind die Ausführungen in Abschnitt I.2.1.4.3 Absatz 3 (S. 20) und I.2.1.5.6 (S. 28) des Entwurfs, wonach die Eignung eines Zwischenschritts zur erheblichen Kursbeeinflussung umso größer ist, je weiter der Übernahmeprozess vorangeschritten ist, die implizit die Auffassung des DAV bestätigen, wonach die Kurserheblichkeit von Zwischenschritten nicht völlig losgelöst vom Endereignis gesehen werden kann. Daran anknüpfend sollte, wie zu M&A-Transaktionen unten Rdn. 29 ff. kommentiert, unterschieden werden zwischen (i) Zwischenschritten, die gänzlich unabhängig von der Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses eine Insiderinformation darstellen können (z.B. Zwischenschritte bei M&A-Transaktionen mit grundlegendem Strategiewechsel und beim Austritt einer Schlüsselfigur), und (ii) Zwischenschritten, die ihre Qualität als Insiderinformation stets aus der Wahrscheinlichkeit des Endereignisses ableiten (z.B. Zwischenschritte bei typischen M&A-Transaktionen und beim Eintritt in eine Schlüsselposition oder bei Gerichtsverfahren).

16 Jedenfalls sollte auch im Emittentenleitfaden - wie bereits zuvor in den FAQ zu Art. 17 MAR (Stand: 29. Mai 2019) (S. 10) - klargestellt werden, dass dann, wenn das Endereignis „völlig ausgeschlossen“ erscheint, ein darauf bezogener Zwischenschritt keine Insiderinformation darstellt.

#### 5. Zu I.2.1.4.4 Kursbeeinflussungspotential von Gerüchten

17 Der erste Satz des zweiten Absatzes ist nahezu wortgleich mit dem letzten Satz des ersten Absatzes und könnte daher gestrichen werden.

## 6. Zu I.2.1.5.1 Prognosen

- 18 Der DAV regt an, in Fn. 16 klarzustellen, dass der Begriff „Prognose“ in Abschnitt I.2.1.5.1 und an anderen Stellen des Emittentenleitfadens perspektivische Aussagen in Bezug auf das Ergebnis und sonstige Kennzahlen des Emittenten bezeichnet, wie etwa Gewinn- oder Verlustprognosen und Prognosen zu Auftragseingang und -bestand sowie Cashflow-Kennzahlen.
- 19 Zudem sollte ausdrücklich oder durch Verweis auf Abschnitt I.2.1.5.2 erläutert werden, dass es bei der „Markterwartung“ um den Mittelwert der betreffenden Analystenschätzungen (die so genannte Consensus-schätzung) geht. Für die praktische Handhabung hilfreich wäre auch eine Indikation, ab welcher prozentualen Schwelle die BaFin in der Regel von einer „deutlichen Abweichung“ von Prognose und Markterwartung bzw. von alter und neuer Prognose ausgeht.
- 20 Im vierten Absatz muss der Verweis auf Abschnitt I.3.2.2.3 (statt I.3.2.3.3) lauten.

## 7. Zu I.2.1.5.2 Geschäftszahlen

- 21 Im zweiten Absatz auf S. 23 muss wohl das Wort „nicht“ vor „deutlich positiv“ eingefügt werden:
- „ ... dass vernünftigerweise erwartet werden kann, dass die endgültigen Kennzahlen aus dem aufgestellten Jahresbericht (dem Halbjahresbericht, der Zwischenmitteilung) nicht deutlich positiv bzw. negativ von der relevanten Benchmark abweichen werden....“.*
- 22 Da die Einschätzung dazu, ob es sich bei den vorläufigen Zahlen um Insiderinformationen handelt ex ante im Zeitpunkt ihres Vorliegens und nicht erst bei Aufstellung des relevanten Abschlusses getroffen werden muss, sollte der letzte Halbsatz dieses Absatzes wie folgt geändert werden:
- „..... abweichen werden, also die relevanten Geschäftszahlen vernünftigerweise mindestens am unteren*

*und höchstens am oberen Ende der Spanne erwartet werden.“*

23 Zur Frage, wann eine deutliche Abweichung vorliegt, siehe die Anmerkung zu Abschnitt I.2.1.5.1. (oben Rdn. 19).

#### 8. Zu I.2.1.5.3 Dividenden

24 Die Ausführungen zu Dividendenankündigungen bzw. zur Dividendenpolitik von Kreditinstituten sind auch vor dem Hintergrund der jährlichen Empfehlung der EZB zur Dividendenausschüttung von Kreditinstituten zu sehen.<sup>1</sup> Diese Empfehlungen gelten für die von der EZB direkt überwachten bedeutenden Kreditinstitute unmittelbar, in Bezug auf die weniger bedeutenden Kreditinstitute richten sich die Empfehlungen an die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden, die die Empfehlungen, soweit sachgerecht, anwenden sollen. Steht eine Dividendenerhöhung, Sonderdividende oder Fortsetzung der veröffentlichten Dividendenpolitik im Einklang mit den Empfehlungen, kann der Kapitalmarkt die Eigenkapitaldecke eines Instituts nicht für sich allein genommen, sondern nur im Vergleich mit höher kapitalisierten konkurrierenden Kreditinstituten für „zu dünn“ halten.

25 Zur Frage, wann eine deutliche Änderung bzw. ein wesentlicher Aufschlag vorliegt, siehe die Anmerkung zu Abschnitt I.2.1.5.1 (oben Rdn. 19).

#### 9. Zu I.2.1.5.4 Kapitalmaßnahmen

26 Ebenso wie im Einzelfall Zwischenschritte einer Kapitalerhöhung Insiderinformationen darstellen können, aber im Fall von Marktsondierungen oder der Aufnahme von Verhandlungen mit einem Ankeraktionär keineswegs müssen, kann es auch zwischen dem (ersten) Vorstandsbeschluss zur Durchführung einer Kapitalerhöhung und der Durchführung bei einem mehrstufigen Verfahren weitere Insiderinformationen geben. So kann etwa in dem Vorstandsbeschluss, mit dem die abschließenden Bedingungen der

---

<sup>1</sup> Zuletzt [https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.recommendation\\_ECB20191\\_on\\_dividend\\_distribution\\_policies.en.pdf?f5ae0dacef9d7b11b5fe68d6e5fc68f](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.recommendation_ECB20191_on_dividend_distribution_policies.en.pdf?f5ae0dacef9d7b11b5fe68d6e5fc68f)

Kapitalerhöhung festgelegt werden, eine Insiderinformation liegen. Ein entsprechender Hinweis im Emittentenleitfaden wäre hilfreich.

- 27 Bei den Erläuterungen zur Fremdkapitalaufnahme sollte es im vorletzten Satz wohl nicht heißen, dass die Zinsen die Fremdkapitalkosten übersteigen, sondern dass „... diese die Eigenkapitalkosten deutlich übersteigen...“.

#### 10. Zu I.2.1.5.6 Mergers & Acquisitions

- 28 Im ersten Absatz sollte klargestellt werden, dass sich die Frage nach dem Entstehen einer Insiderinformation im Rahmen von M&A-Prozessen nicht nur stellen kann, wenn es sich beim Bieter (Erwerber) oder der Zielgesellschaft um einen Emittenten im Sinne der MAR handelt, sondern auch wenn der Veräußerer einschlägiger Emittent ist. Potenziell relevante M&A-Prozesse sind insbesondere nicht nur öffentliche Übernahmen, sondern auch private M&A-Transaktionen unter Beteiligung einschlägiger Emittenten.
- 29 Was die Qualifizierung von Zwischenschritten als Insiderinformationen anbelangt, sind die Ausführungen, wonach die Eignung eines Zwischenschritts zur erheblichen Kursbeeinflussung umso größer sein wird, je weiter der Übernahmeprozess vorangeschritten ist, zu begrüßen. Sie bestätigen implizit die Auffassung des DAV (oben Rdn. 11 ff.), wonach die Kurserheblichkeit von Zwischenschritten nicht völlig losgelöst vom Endereignis und grundsätzlich auch der Wahrscheinlichkeit seines Eintritts gesehen werden kann.
- 30 Dementsprechend sollten Zwischenschritte, die regelmäßig in sehr frühe Phasen eines M&A-Prozesses fallen, wie etwa Vertraulichkeitsvereinbarungen, bilaterale Treffen von Mitgliedern des Senior Management in der Vorbereitungsphase, der Abschluss eines Letter of Intent, das Einsetzen gegenseitiger Arbeitsgruppen zur Prüfung der Umsetzbarkeit einer Fusion und das Übersenden von Term Sheets allenfalls dann Insiderinformationen darstellen, wenn besondere Umstände hinzutreten, etwa wenn es sich um eine Transaktion handelt, die wertmäßig oder aufgrund ihres unternehmenstransformierenden Charakters oder des Vorstoßens in eine völlig neue Größenordnung, etwa im Hinblick auf das Produktportfolio, das Auftragsvolumen, den Umsatz oder die Profitabilität, von besonderer

Bedeutung ist. Und auch bei Hinzutreten solcher besonderen Umstände wird man an die Qualifikation früher Zwischenschritte als Insiderinformation hohe Anforderungen stellen müssen. Denn wenn die am Ende aller Zwischenschritte angestrebte Maßnahme nicht ohnehin besondere Bedeutung hat, die kursrelevant ist, dann sind Zwischenschritte auf dem Weg dahin es ohnehin nicht.

- 31 Der DAV regt an, den vorletzten Absatz dieses Abschnitts zu streichen oder zu ergänzen. Die Schlussfolgerung von der überwiegenden Wahrscheinlichkeit des Endereignisses, die ja für sich genommen nur indiziert, dass es sich bei einem künftigen Ereignis um eine präzise Information handelt, auf die Kurserheblichkeit des künftigen Ereignisses greift zu kurz und ist mit Art. 7 Abs. 4 MAR nicht vereinbar.

#### 11. Zu I.2.1.5.7 Personalentscheidungen

- 32 Hinsichtlich der Absicht des verantwortlichen Gremiums zur Bestellung eines neuen Vorstandsvorsitzenden als Zwischenschritt führt der Entwurf auf S. 29 aus:

*„Das Kursbeeinflussungspotential dieser Information kann sich [...] aus der Tatsache [ergeben], dass mit der Konkretisierung auf [...] einen ausgewählten Personenkreis die Unsicherheit über die zukünftige Ausrichtung des Emittenten beendet ist.“*

- 33 Diese Auffassung berücksichtigt nicht hinreichend, dass die Entscheidung über die Bestellung eines neuen Vorstandsvorsitzenden oder einer anderen Schlüsselfigur von einer nicht quantifizierbaren Anzahl an Faktoren abhängt.

- 34 Zur Schaffung von Rechtssicherheit für die Praxis regen wir an, die Konkretisierung auf einen „ausgewählten Personenkreis“ näher auszuführen. Eine hinreichende Wahrscheinlichkeit im Sinne einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit (50 % + x) wird daher in aller Regel erst bei einer Konkretisierung auf zwei Kandidaten vorliegen, da einem der beiden Kandidaten

immer die "Favoritenrolle" zukommen dürfte. Ab drei Kandidaten dürfte eine belastbare Prognose mit dem Ergebnis einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit hingegen praktisch nicht möglich sein bzw. einen hohen spekulativen Charakter aufweisen.

## 12. Zu I.2.1.5.8 Verwaltungs- und Gerichtsverfahren

35 Hinsichtlich des Vorliegens einer Insiderinformation im Rahmen eines (Gerichts-) Verfahrens führt der Entwurf auf S. 29 des Entwurfs aus:

*„Bei der Frage, zu welchem Zeitpunkt die Insiderinformation entsteht, kommt es nicht ausschließlich darauf an, ab wann mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von einem erheblich kursbeeinflussenden Ausgang des Verfahrens ausgegangen werden muss (Insiderinformation als Endereignis).“*

36 Diese Ausführungen sind potenziell missverständlich. Für die Frage, ab wann das künftige Endereignis (der Verfahrensausgang) eine Insiderinformation darstellt, kommt es im Hinblick auf die Besonderheit von (Gerichts-)Verfahren grundsätzlich darauf an, ab wann mit hinreichender Wahrscheinlichkeit von einem erheblich kursbeeinflussenden Ausgang des Verfahrens ausgegangen werden muss. Nur im Ausnahmefall wird es möglich sein, den Ausgang eines Verfahrens in einem frühen Stadium verlässlich abzuschätzen. Dies gilt selbst dann, wenn das Gericht bzw. die Behörde bereits zu diesem Zeitpunkt eine erste Einschätzung der Sache mitteilt, da eine solche Einschätzung zwangsläufig noch nicht sämtliche Tatsachen berücksichtigen kann. An eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Verfahrensausgangs sind daher hohe Anforderungen zu stellen.

37 Ein Zwischenschritt in einem Verwaltungs- und Gerichtsverfahren kann wiederum regelmäßig nur dann eine Insiderinformation sein, wenn der Verfahrensausgang hinreichend wahrscheinlich ist (siehe Abschnitt I.2.1.4.3). Unabhängig vom tatsächlichen Verfahrensausgang dürfte eine Insiderinformation nur äußerst selten vorliegen, etwa wenn der Emittent selbst von einem

bestimmten Verfahrensausgang ausgeht und – wie die BaFin zutreffend ausführt – Rückstellungen aufgrund des Verfahrens bildet.

### 13. Zu I.2.1.5.11 Interne Gremienvorbehalte

38 Hinsichtlich der überwiegenden Wahrscheinlichkeit einer Zustimmung des Aufsichtsrats führt der Entwurf aus, dass im Regelfall von einer Zustimmung des Aufsichtsrats auszugehen sei. Am Ende des Abschnitts I.2.1.5.11 heißt es hierzu:

*„Liegen keine besonderen Umstände des Einzelfalls vor, so ist in der Regel davon auszugehen, dass der Vorstand im Wege der Zusammenarbeit mit dem Aufsichtsrat bereits im Vorfeld des eigenen Beschlusses eine Indikation betreffend die Entscheidung des Aufsichtsrats besitzt und daher eine überwiegende Wahrscheinlichkeit anzunehmen ist.“*

39 Die vorstehende Verwaltungsauffassung der BaFin geht vom Regelfall einer engen Abstimmung zwischen beiden Organen und – daraus abgeleitet – davon aus, dass der Vorstand nur dann unter Vorbehalt der Zustimmung des Aufsichtsrats Beschluss fassen wird, wenn er sicher von der entsprechenden Zustimmung des Aufsichtsrats ausgehen kann. Dies erscheint bereits mit Blick auf die in der Praxis erheblichen Unterschiede des Zusammenwirkens von Vorstand und Aufsichtsrat bei unterschiedlichen Emittenten in ihrer Pauschalität unzutreffend. Geht man als Regelfall von einer überwiegend wahrscheinlichen Zustimmung des Aufsichtsrats aus, birgt dies zudem die Gefahr, dass Ad-hoc Mitteilungen über eine Geschäftsführungsmaßnahme bereits nach der Entscheidung des Vorstands veröffentlicht werden müssen, sofern der Emittent nicht von einer Befreiungsmöglichkeit Gebrauch machen kann. Gegebenenfalls müsste der jeweilige Aufsichtsrat seine Entscheidung über die Zustimmung zur Maßnahme nach Veröffentlichung der Ad-hoc Mitteilung treffen. Mit Blick auf die Reputationsrisiken für das Unternehmen bei einer Verweigerung der Zustimmung könnten sich die Aufsichtsräte dann einem erheblichen Druck ausgesetzt sehen, entgegen ihrer eigentlichen Überzeugung der fraglichen Maßnahme zuzustimmen, weil sie bereits veröffentlicht wurde. Aus der

Verwaltungsauffassung der BaFin kann sich daher potenziell ein Eingriff in die unternehmerische Entscheidungshoheit des Aufsichtsrats (§§ 116 Satz 1, 93 Abs. 1 Satz 2 AktG) über die Zustimmung zu einer bestimmten Maßnahme oder deren Ablehnung ergeben, was einer Beeinträchtigung der Rolle des Aufsichtsrats und der ihm aktienrechtlich zugewiesenen Kompetenzen gleichkäme. Wir regen daher an, den vorgenannten Satz 4 zu streichen.

#### 14. Zu I.2.1.5.14 Nicht-Dividendenwertpapiere

40           Zwar ist grundsätzlich zutreffend, dass die vorzeitige Kündigung von Schuldverschreibungen eine Insiderinformation darstellen kann. Dies gilt jedoch dann nicht, wenn der Markt die Kündigung erwartet, etwa weil die Anleihebedingungen nach Verstreichen eines bestimmten Kündigungstermins eine Erhöhung des Zinssatzes (sogenannter Step-up) vorsehen. In diesem Fall kann möglicherweise die Nichtausübung des Kündigungsrechts eine Insiderinformation darstellen.

#### 15. Zu I.2.1.5.15 Insiderinformationen in Bezug auf Kredit- und Finanzinstitute

41           Zur Klarstellung sollte es am Ende des letzten Satzes des zweiten Absatzes in Abschnitt I.2.1.5.15 statt „bzw. MREL“ „bzw. der Festsetzung der institutsspezifischen MREL-Mindestanforderungen nach der Richtlinie 2014/59/EU“ heißen.

### **Zu I.3. Ad-hoc Publizität gem. Art. 17 MAR**

#### 1. Zu I.3.2.2. Unmittelbare Betroffenheit des Emittenten

42   a)   Bei der Abgrenzung der unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten bei „von außen“ kommenden Umständen erscheinen die Ausführungen dazu, wann Absichten oder Entscheidungen von (Groß-) Aktionären zur unmittelbaren Betroffenheit des Emittenten führen, problematisch. Ob ein Übernahmeangebot oder ein Squeeze Out-Verlangen ad-hoc pflichtig sind, kann nicht davon abhängig sein, ob damit nach den Vorstellungen des Großaktionärs „eine Restrukturierung, strategische Neuausrichtung oder Verschmelzung verbunden“ sein soll (dritter Absatz), und eine Umplatzierung kann nicht ad-hoc pflichtig



werden, weil damit „ersichtlich strategische Zielsetzungen verfolgt werden“ (vierter Absatz). Die insoweit genannten Sachverhalte (Restrukturierung, strategische Neuausrichtung pp.) liegen allein in der Leitungsverantwortung und dem Geschäftsführungsermessen des Vorstands. Sofern der Vorstand solche Entscheidungen trifft oder vorbereitet, kann dies – bei Kursrelevanz – als Insiderinformation den Emittenten selbst betreffen; solange nur ein Großaktionär seine dahingehenden Vorstellungen dem Unternehmen mitteilt oder ein (künftiger) Aktionär Aktien erwirbt, betreffen diese Umstände noch nicht die Aktiengesellschaft selbst. Dem Emittenten schon dann eine Pflicht zur ad-hoc-Information aufzuerlegen, nur weil das Unternehmen – evtl. auch nur zufällig – von solchen strategischen Zielsetzungen des Aktionärs Kenntnis hat, erscheint zu weitgehend und führt zu zufälligen Ergebnissen.

- 43     b)     Die pauschale Freistellung zukünftig zu veröffentlichender Ratingergebnisse in I.3.2.2.2 als den Emittenten nur mittelbar betreffende Insiderinformation berücksichtigt nicht, dass ein Rating nicht notwendigerweise eine rein extern, unabhängig vom Unternehmen, vorgenommene Beurteilung der Kreditwürdigkeit des Unternehmens oder der Bonität seiner Anleihen ist, sondern im Falle des „solicited“ Kreditrating auch auf vom Unternehmen zur Verfügung gestellte, nicht öffentlich zugängliche Unternehmensinformationen zurückgeht und dass das Unternehmen vorab auch die Möglichkeit zur Stellungnahme hat. Solche „solicited ratings“ als Einordnung der Kreditwürdigkeit des Unternehmens können deshalb vor ihrer Veröffentlichung durchaus den Charakter einer das Unternehmen betreffenden Insiderinformation haben, insbesondere wenn es für die Marktteilnehmer unerwartet zu einer Herabstufung kommt.
- 44     c)     Die pauschale Freistellung der Entscheidungen von Wettbewerbsbehörden hinsichtlich börsennotierter Unternehmen in I.3.2.2.2 als den Emittenten nur mittelbar betreffende Insiderinformation erscheint unzutreffend. Im Gegenteil dürfte es sich bei materiell bedeutsamen Entscheidungen von Wettbewerbsbehörden, sei es bei der Genehmigung von Zusammenschlüssen oder sei es bei Verhängung von Bußgeldern, typischerweise um das Unternehmen betreffende Insiderinformationen handeln.

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

45 Auch wenn es sich bei § 131 AktG nicht direkt um eine Transparenzvorschrift handelt, ist anzuregen, dass die BaFin die Erläuterungen in I.3.2.2.5 dazu nutzt, auch Klarheit zum Verhältnis zwischen der Vertraulichkeitspflicht aus Art. 14 MAR und der Auskunftsverpflichtung in der Hauptversammlung aus § 131 AktG zu schaffen. Hier ist davon auszugehen, dass Art. 14 MAR als höherrangiges Recht die Auskunft solange verbietet, bis die Insiderinformation durch Ad-hoc-Veröffentlichung öffentlich bekannt gemacht worden ist.

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

- 46 a) Zu begrüßen ist die Klarstellung, dass der Emittent im Rahmen einer Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR die Voraussetzungen des Befreiungssachverhaltes auch unter Hinzuziehung externen Sachverständs prüfen lassen kann. In einem solchen Fall ergibt sich aus der Prüfung durch den externen Sachverständigen kein schuldhaftes Zögern des Emittenten, solange die Prüfung unverzüglich in Auftrag gegeben bzw. begonnen wurde und die Dauer der Prüfung nicht als rechtsmissbräuchlich anzusehen ist.
- 47 b) In dem Beispiel auf S. 53 findet sich die Formulierung, dass der „Emittent ... nach Art. 17 Abs 4 MAR ... zunächst von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht befreit“ sei. Diese Formulierung könnte die irrige Vorstellung erwecken, dass Art. 17 Abs. 4 MAR kraft Gesetzes ohne weiteres von der Veröffentlichungspflicht suspendiere, wo doch vielmehr der Emittent selbst – so der Leitfaden richtig in I.3.3.1.1 – die Befreiung durch Beschluss aktiv in Anspruch nehmen muss. Das Beispiel sollte daher so formuliert werden, dass „der Emittent sich nach Art. 17 Abs. 4 MAR von der Ad-hoc-Mitteilungspflicht befreit hat.“

4. Zu I.3.3.1.1 Entscheidung über den Aufschub

- 48 a) Zu begrüßen ist die Klarstellung, dass in Fällen originärer sachlicher Aufsichtsratszuständigkeit wie etwa bei der Bestellung neuer Vorstandsmitglieder oder der Abberufung von Vorstandsmitgliedern gemäß § 84 AktG die Selbstbefreiung auch durch den Aufsichtsrat erfolgen kann. Problematisch

erscheint hingegen, dass der Emittentenleitfaden insoweit von einer „abschließenden Annexkompetenz des Aufsichtsrats hinsichtlich der Entscheidung über den Aufschub“ ausgeht. Es ist nicht ersichtlich, warum der Aufsichtsrat nicht auch in solchen Fällen eine Selbstbefreiung durch die dafür zuständigen Gremien der Gesellschaft, insbesondere ein ad hoc-Komitee, beschließen lassen können soll, wenn die berechtigten Geheimhaltungsinteressen des Aufsichtsrats in Personalfragen im konkreten Fall nicht gegen eine Einschaltung dieser Gremien sprechen. Dies gilt insbesondere dann, wenn rechtliche Zweifelsfragen zu klären sind oder der Aufsichtsrat die Kurserheblichkeit einer möglichen Insidertatsache selbst nicht hinreichend sicher beurteilen kann. Die Selbstbefreiungsmöglichkeit durch den Aufsichtsrat im Sinne einer Annexkompetenz sollte daher eine für den Aufsichtsrat bestehende Option darstellen, wenn eine Einbindung der zuständigen Gremien der Gesellschaft (z.B. aufgrund der Vertraulichkeit der Personalangelegenheit) auch innerhalb der Gesellschaft nicht opportun erscheint. Demgegenüber sollte dem Aufsichtsrat auch in Fällen einer originären sachlichen Aufsichtsratszuständigkeit keine Pflicht auferlegt werden, über die Selbstbefreiung zu entscheiden, wenn er diese Entscheidung den dafür fachkompetenten Gremien der Gesellschaft überlassen will und er dabei seine Vertraulichkeitsinteressen hinreichend gewahrt sieht.

- 49 b) Praxisfern erscheint auch die Vorstellung des Entwurfs in I.3.3.1.1, wonach die Entscheidung über eine mögliche Selbstbefreiung durch einen Aufsichtsratsbeschluss erfolgen muss. Bereits die rechtlich zu beachtenden Einberufungsfristen für Aufsichtsratssitzungen dürften selbst unter Berücksichtigung der in Satzung oder Geschäftsordnung in der Regel verkürzten Fristen bei Eilentscheidungen der Unverzüglichkeit der Selbstbefreiung in vielen Fällen entgegenstehen. Zudem liefe es auch den Zwecken des Insiderrechts zuwider, die Entscheidung über die Selbstbefreiung dem Gesamtaufsichtsrat vorzubehalten, wenn im Zeitpunkt der Entstehung der Insidertatsache noch nicht alle Aufsichtsratsmitglieder darüber informiert sind. Dies gilt insbesondere bei mitbestimmten Gesellschaften, in denen die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder bis zu 20 Mitglieder betragen kann. Auch die Notwendigkeit der Ankündigung von Tagesordnungspunkten mit der Einladung zur Aufsichtsratssitzung steht im Widerspruch zum telos des Insiderrechts.

- 50 c) Zwar sieht der Emittentenleitfaden auch die Möglichkeit vor, einen Aufsichtsratsausschuss mit der Vorbereitung der Entscheidung über die Selbstbefreiung oder der Entscheidung selbst zu beauftragen. Aber auch dies stellt in vielen praktischen Fällen keine adäquate Lösung dar. Abgesehen davon, dass die Geschäftsordnungen von Aufsichtsräten und Satzungen börsennotierter Gesellschaften bisher häufig eine solche Delegation auf einen Ausschuss nicht vorsehen, kann auch die Einberufung eines Aufsichtsratsausschusses in Konflikt mit dem Unverzüglichkeitsgebot der Selbstbefreiung geraten. Aufsichtsratsausschüsse sind anders als ad-hoc-Komitees der Gesellschaft keine ständig präsenten Gremien, die jederzeit im Einklang mit den Erfordernissen des Insiderrechts tagen können. Richtigerweise müssen bei einer Annexkompetenz des Aufsichtsrats diejenigen Mitglieder des Aufsichtsrats eine Selbstbefreiung beschließen können, die zum Zeitpunkt der Entstehung der Insidertatsache über die Informationen verfügen, selbst wenn sie nicht gemeinsame Mitglieder eines Ausschusses sind. Auch der Aufsichtsratsvorsitzende alleine muss über die Selbstbefreiung entscheiden können, wenn er diese Entscheidung entsprechend dokumentiert. Dies gilt insbesondere, aber nicht nur in denjenigen Fällen, wo allein der Aufsichtsratsvorsitzende im Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation über diese Information verfügt. Entsteht die Insidertatsache im Rahmen eines Gesprächs zwischen dem Vorstandsvorsitzenden und dem Aufsichtsratsvorsitzenden müssen auch diese gemeinsam befugt sein – organübergreifend – über eine Selbstbefreiung zu entscheiden. In jedem Fall sollte der Emittentenleitfaden bei der Frage über die Kompetenz zur Entscheidung über die Selbstbefreiung Vorfestlegungen vermeiden, die der Praxis den Umgang mit Insiderinformationen aus der Sphäre des Aufsichtsrats weiter erschweren.
- 51 d) Die Aussage in I.3.3.1.1 am Ende, dass dann, wenn der Aufsichtsrat aufgrund Annexkompetenz die Befreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR beschlossen hat, für die spätere Ad-hoc-Veröffentlichung die Insiderinformation unternehmensintern unverzüglich an den Vorstand weitergeleitet werden muss, erscheint zu pauschal und zumindest missverständlich. Wenn es um Personalentscheidungen des Aufsichtsrats zur Vorstandsbesetzung geht, wird eine Weiterleitung an den Vorstand gerade nicht unverzüglich (nach Entstehen der Insidertatsache)

geboten sein, sondern die Weiterleitung muss allenfalls so rechtzeitig erfolgen, dass bei Wegfall der Befreiung die Ad-hoc-Veröffentlichung fristgerecht vorgenommen werden kann, weil bis dahin u.U. ein berechtigtes Geheimhaltungsinteresse gerade gegenüber dem Vorstand bestehen kann.

5. Zu I.3.3.1.2 Berechtigtes Interesse

- 52 a) Dass der Entwurf im Falle der Beteiligung des Aufsichtsrats eine Befreiung von der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht aus berechtigtem Interesse nur dann für zulässig hält, „soweit und solange der Aufsichtsrat dem jeweiligen Sachverhalt zwecks Wirksamkeit zustimmen muss“, erscheint zu eng und berücksichtigt die Aufgabenverteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat in der deutschen Aktiengesellschaft nicht angemessen. Insidertatsachen können entstehen, bevor dazu ein abschließender Vorstandsbeschluss gefallen ist, z. B. bei weit fortgeschrittenen Verhandlungen über den Erwerb einer Unternehmensbeteiligung oder über die vergleichsweise Erledigung einer Rechtsstreitigkeit. Der Vorstand kann in solchen Konstellationen berechtigterweise daran interessiert sein oder aus § 90 Abs. 1 AktG sogar verpflichtet sein, dem Aufsichtsrat davon zu berichten und den Rat des Aufsichtsrats einzuholen, bevor der Vorstand dazu beschließt, selbst wenn formal nach Satzung oder Gesetz kein Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats besteht. Auch in diesen Fällen besteht ein berechtigtes Interesse am Aufschub der Veröffentlichung, weil sonst der Aufsichtsrat seine gesetzliche Aufgabe zur (proaktiven) Überwachung durch Beratung aus § 111 Abs. 1 AktG nicht wirksam wahrnehmen könnte.
- 53 b) Im Zusammenhang mit den Ausführungen des Entwurfs zum Zusammenwirken zwischen Vorstand und Aufsichtsrat empfiehlt sich auch eine Klarstellung, dass die „Weitergabe“ einer Insiderinformation vom Vorstand an den Aufsichtsrat oder zumindest an den Aufsichtsratsvorsitzenden keine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen nach Art. 14 MAR darstellt, sondern aufgrund der Berichtspflicht des Vorstands aus § 90 Abs. 1 AktG gerechtfertigt ist.
- 54 c) In der Praxis stellt sich nicht selten die Frage, ob ein berechtigtes Interesse zum Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation dann anzunehmen ist,

wenn Gesetzesverstöße erfolgt sind und mit staatlichen Ermittlungsbehörden über eine angemessene Sanktion verhandelt wird, wobei ein vorzeitiges öffentliches Bekanntwerden zu höheren Sanktionen führen könnte. Dies gilt im besonderen Maße bei „Kronzeugenanträgen“ („leniency applications“) für Kartellverstöße, wo die EU-Kommission ausdrücklich (2006/C 298/11) als Voraussetzung für den Erlass oder die Ermäßigung von Geldbußen verlangt, dass der Antragsteller „solange nichts über die Stellung und den Inhalt des Antrags auf Geldbußenerlass offenlegt, bis die Kommission ihre Beschwerdepunkte in der Sache mitgeteilt hat“. Der Emittentenleitfaden sollte klarstellen, dass auch solche Sachverhalte ein berechtigtes Interesse begründen können, das einen Aufschub der Ad-hoc-Veröffentlichung nach § 17 Abs. 4 MAR zulässt.

#### **Zu I.4 Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen**

##### **1. Zu I.4.2.1 Erwerb oder Veräußerung**

55 Die undifferenzierte Äußerung im dritten Absatz, auch Wertpapierleihe falle unter den Verbotstatbestand, weil auch dabei das Eigentum an den Wertpapieren gegen ein vereinbartes Entgelt auf die Entleiher übergehe und dieser lediglich verpflichtet sei, dem Verleiher Wertpapiere gleicher Art und Güte zurückzugeben, hat augenscheinlich den Fall vor Augen, dass der Entleiher als Insider ein Leihgeschäft tätigt. Sie passt für den Fall des Verleihers als Insider nicht, weil das Kursrisiko des Wertpapiers in vollem Umfang beim Verleiher verbleibt. Er enthält zwar ein Entgelt für die vorübergehende Wertpapierüberlassung, ob das aber reicht, um den Verbotstatbestand zu erfüllen, scheint dem DAV zumindest nicht selbstverständlich.

56 Im fünften Absatz soll statt von einer bedingten „Übertragung“ wohl besser von einem nur bedingten "Erwerbs- oder Veräußerungsgeschäft" gesprochen werden, da nicht die dingliche Übertragung, sondern die schuldrechtliche Verpflichtung für den Tatbestand des Erwerbs und der Veräußerung maßgeblich sind.

57 Überprüfungsbedürftig ist auch die Begründung dafür, dass nur bei einer Potestativbedingung, deren Eintritt also an eine Willenserklärung des Vertragspartners geknüpft ist, der Erwerbs-/Veräußerungstatbestand noch nicht erfüllt sei. Die gegebene Begründung, das Geschäft sei für den Insider „noch nicht derart abgeschlossen, dass er den Gewinn vertraglich abgesichert hätte“, trifft auf jede aufschiebende Bedingung zu, die noch nicht eingetreten ist und auf jede auflösende Bedingung, die noch nicht ausgefallen ist.

2. Zu I.4.2.2 Stornierung und Änderung eines Auftrags

58 Hier sollte klargestellt werden, dass die Änderung einer Order erst dann den Verbotstatbestand erfüllt, wenn es zur Ausführung der geänderten Order gekommen ist. Da auch Erwerb und Veräußerung erst bei Ausführung der Order vorliegen, kann die bloße Änderung einer Order, wenn diese nicht zur Ausführung gelangt, nicht ohne Wertungswiderspruch zu Satz 1 zu einem vollendeten Insiderdelikt führen.

3. Zu I.4.2.5.1 Grundsatz – Unterstellte Nutzung

59 Die Formulierung, mit der „Bestimmung“ in Erwägungsgrund 24 MAR habe der Gesetzgeber die Spector-Entscheidung des EuGHG „gesetzlich kodifiziert“, ist etwas schief. Erwägungsgründe sind keine Rechtsnormen und begründen keine unmittelbaren Rechtsfolgen. Eine Kodifikation der Spector-Regeln lässt sich eher dem Umkehrschluss aus Art. 9 Abs. 1 MAR entnehmen.

4. Zu I.4.2.5.2.1.1 Angemessene und wirksame interne Regelungen und Verfahren

60 Im zweiten Absatz auf S. 82 sollte bei den Körperschaften auch die SE genannt werden. Der erste Satz des dritten Absatzes ist auch ein wenig schief, weil die MAR keine „Forderung“ für Compliance-Strukturen aufstellt und solche der juristischen Person auch nicht aufgibt, sondern solche Compliance-Strukturen in Form von Art. 9 Abs. 1 lit. MAR lediglich honoriert. Vielleicht sollte man den ersten Satz etwa wie folgt umformulieren:

*„Dem Erfordernis angemessener und wirksamer interner Regelungen und Verfahren der juristischen ist durch den*

*Aufbau von Compliance-Strukturen .... die auch aktiv durchgesetzt werden müssen.“*

61 Im letzten Absatz dieses Abschnitts (S. 83 oben) wird der Sache nach nur Art. 9 Abs. 1 lit.b MAR wiederholt. Danach darf eine juristische Person die für sie den Erwerb durchführende natürliche Person im Hinblick auf die Erwerbsentscheidung nicht beeinflusst haben. Es bleibt dabei die Frage, wann der juristischen Person etwaige Einflussnahmen zugerechnet werden. Die BaFin sollte hierzu Stellung beziehen. Sachgerecht erscheint dem DAV die in der Literatur vertretene Auffassung, dass der juristischen Person nicht das Handeln sämtlicher Personen zuzurechnen ist, die unter ihre Organisationsherrschaft fallen, sondern es den Anforderungen von Art. 9 Abs. 1 lit. b MAR genügt, wenn keine in Art. 8 Abs. 2 CRIM-MAD genannte Person Einfluss genommen hat (eingehend *Klöhn*, MAR, Art. 9 Rdn. 69 ff.).

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

62 Der letzte Satz vor dem Beispiel auf S. 84 oben erklärt es für notwendig, „dass eine Verpflichtung zur Ausführung des Auftrags bestand“. Diese Formulierung ist missverständlich, da die in Art. 9 Abs. 2 lit. b MAR genannten Personen nicht verpflichtet sind, den Auftrag anzunehmen. Es geht darum, dass sie den Auftrag ohne eigene Ermessensentscheidungen ausführen. Um das klarzustellen, kann der letzte Satz vor dem Beispiel auf S. 84 oben ersatzlos entfallen. Worum es geht, wird im übrigen Text hinreichend klar.

6. Zu I.4.2.5.2.1.4 Erfüllung einer Verpflichtung

63 Art. 9 Abs. 3 lit. b MAR setzt eine fällig gewordene Verpflichtung voraus. Der Entwurf schreibt hierzu, die Fälligkeit richte sich nach der Rechtsordnung, die dem Insidergeschäft zugrunde liege. Das kann schwerlich zutreffen, sondern die Fälligkeit kann sich nur nach der Rechtsordnung richten, die der zu erfüllenden Verpflichtung zugrunde liegt.

7. Zu I.4.2.5.2.1.5 Unternehmensübernahme oder –zusammenschluss

64 Im ersten Satz des dritten Absatzes sollte man vielleicht ergänzen:



*„... ist irrelevant, vorausgesetzt, die Insiderinformation wurde 'im Zuge' der Transaktion erworben; dazu genügt es, dass der Erwerb der Insiderinformation zeitlich nach dem Beginn der Vorbereitung der Transaktion gelegen hat“.*

65 Der vierte Absatz lässt nicht klar erkennen, was mit der „Genehmigung des Unternehmenszusammenschlusses“ gemeint ist. Der flüchtige Leser mag gar an die Genehmigung durch das Kartellamt denken. Klarer käme das Gemeinte zum Ausdruck, wenn man formulieren würde:

*„... verlangt die MAR zusätzlich, dass sämtliche Insiderinformationen zu dem Zeitpunkt, in dem die Anteilseigner des betreffenden Unternehmens den Unternehmens-zusammenschluss genehmigen oder das Angebot annehmen, öffentlich gemacht worden sind ...“*

8. Zu I.4.2.5.2.2.2 Keine Auswirkungen des Insiderwissens auf den Preis

66 Der zweite Satz ist für den nicht mit der Materie vertrauten Leser schwer verständlich. Der DAV regt an, die Ausführungen um ein Beispiel zu ergänzen und etwa wie folgt zu formulieren:

*„Das ist zumindest immer dann der Fall, wenn eine staatliche Preiskontrolle besteht. Ein Hauptaktionär zum Beispiel, der seine Insiderinformation zum Anlass für einen Squeeze Out nimmt, verstößt nicht gegen das Insiderhandelsverbot, da er eine angemessene Abfindung schuldet, die in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüft werden kann und üblicherweise überprüft wird. Da das Erfordernis einer angemessenen Abfindung die Einbeziehung der Insiderinformation in diese verlangt, kann auch hier der Insider keinen Sondervorteil erlangen. Gleiches gilt in den anderen gesetzlich vorgeschriebenen Abfindungsfällen (z.B. §§ 305, 320b AktG, §§ 29, 207 UmwG usw.).“*

## Zu II – Eigengeschäfte von Führungskräften, Art. 19 MAR

### 1. Zu II.1.1 Emittentenbezug

67 Der Absatz mit den drei Bulletpoints will ausweislich der Überschrift den Kreis der betroffenen Emittenten darstellen. Das ist sprachlich nicht überzeugend gelungen, sondern es empfiehlt sich, hier den einfacher verständlichen Text von Art. 19 Abs. 4 MAR wiederzugeben. Die im Entwurfstext damit verwobenen Angaben zum Kreis der erfassten Finanzinstrumente sollten an dieser Stelle der Klarheit halber entfallen; sie sind unter II.2.1 darzustellen.

68 Entfallen sollte auch der dritte Absatz des Entwurfstextes, da er systematisch zu Abschnitt II.3 gehört. Gleiches gilt für den vierten Absatz des Entwurfstextes.

### 2. Zu II.1.2 Meldepflichtige Personen

69 Der erste Absatz ist auch nicht leicht verständlich. Vielleicht sollte man besser schreiben:

*„Die Meldepflicht erstreckt sich auf Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen und mit ihnen eng verbundene Personen (Art. 19 Abs. 1 MAR). Verbundene Personen können neben natürlichen Personen auch juristische Personen und sonstige Einrichtungen sein (Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR).“*

### 3. Zu II.1.2.1 Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen

70 Im ersten Absatz auf S. 96 stehen die Sätze drei und vier in einem gewissen Widerspruch zueinander. Wenn die Meldepflicht "nur dann" besteht, wenn die Führungskraft strategische Entscheidungen für das Gesamtunternehmen treffen kann (so Satz 4), kann und sollte Satz 3 der Klarheit halber entfallen.

71 Im zweiten Absatz auf S. 96 sollte es in Satz 1 der Klarheit halber nicht heißen, dass nach Einschätzung der BaFin nur sehr wenige Personen „von dieser

Regelung betroffen“ sein werden, denn die „Regelung“ um die es geht, ist die Pflicht von Führungskräften. Der Zusammenhang würde deutlicher, wenn man formulieren würde, dass nur sehr wenige Personen „als sonstige Führungskräfte anzusehen“ sein werden.

72 Im vierten Absatz auf S. 96 wäre ein Hinweis hilfreich, dass auch Berater aus dem genannten Grund definitionsgemäß nicht zu den sonstigen Führungskräften zählen. Außerdem regen wir an, in Satz 2 den Begriff „Mutterkonzern“ zu vermeiden, da dieser Begriff nicht existiert. Gemeint sind von der „Muttersgesellschaft“ oder der „Konzernmutter“ entsandte Führungskräfte.

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

73 Hier empfiehlt sich ein Verweis auf Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 lit. a, b und c MAR. Außerdem sollte erwogen werden, zusätzlich klarzustellen, dass Partner in nicht ehelichen Lebensgemeinschaften nicht zum Kreis der eng verbundenen Personen zählen.

5. Zu II.1.2.3 Meldepflicht bei juristischen Personen und sonstigen Einrichtungen

74 Entsprechend dem in Rdn. 73 Gesagten wäre hier für den Leser ein Hinweis auf Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 lit. d MAR hilfreich.

6. Zu II.2 Meldung

75 Es könnte sich empfehlen, in diesem Abschnitt an geeigneter Stelle darauf hinzuweisen, dass die Meldung nicht nur der BaFin zu übermitteln ist (II.2.5), sondern auch dem Emittenten.

7. Zu II.2.1 Erfasste Finanzinstrumente

76 Hier finden sich im ersten Bulletpoint des ersten Absatzes nicht nur Angaben zu den erfassten Finanzinstrumenten (Art. 19 Abs. 1 MAR), sondern auch zu den erfassten Emittenten (Art. 19 Abs. 4 MAR). Das ist eine unnötige Doppelung, weil

die Anforderungen von Art. 19 Abs. 4 MAR bereits unter Ziff. II1.1.1 dargestellt sind, und macht den Text schwer lesbar.

8. Zu II.2.2. Erfasste Geschäftsarten

77 Im zweiten Absatz sollte erwogen werden, zunächst auf Art. 19 Abs. 7 MAR hinzuweisen, also:

*„ ... ist in Art. 19 Abs. 7 MAR und in Art. 10 Abs. 2 der Delegierten Verordnung ...“*

9. Zu II.2.3 Schwellenwert

78 Hier sollte noch ergänzt werden, dass der Schwellenwert in Deutschland bislang nicht angehoben ist, so dass insoweit der Betrag von 5.000 Euro gilt. In Satz 4 sollten die Worte „von 5.000 Euro“ gestrichen werden, weil die Aussage auch gilt, wenn der Schwellenwert von der zuständigen Behörde angehoben worden ist.

10. Zu II.2.4 Form der Meldung und II.2.6 Inhalt der Meldung

79 Es könnte erwogen werden, diese beiden Abschnitte zur Vermeidung von Wiederholungen zusammenzulegen.

11. Zu II.2.6 Inhalt der Meldung

80 Bei den Erläuterungen zu Feld 4e) könnte sich der Hinweis empfehlen, dass etwas anderes gilt, wenn das Geschäft unter einer aufschiebenden Bedingung geschlossen wurde (vgl. II.3.9.7.2).

12. Zu II.2.7 Meldefrist

81 Hier dürfte sich der Hinweis empfehlen, dass bei Geschäften unter einer aufschiebenden Bedingung was anderes gilt (Ziff. II.3.9.7.2).

13. Zu II.3.9.3 Gemeinschaftsdepots

82 Hier muss im zweiten Absatz wohl nicht auf die Ausführungen unter II.1.2.6, sondern auf die Ausführungen unter II.1.2.7 verwiesen werden.

14. Zu II.3.9.7.1 Auflösende Bedingungen

83 Der DAV hat Zweifel, ob es dem Regelungszweck von Art. 10 MAR gerecht wird, Geschäfte unter einer auflösenden Bedingung nur und erst dann zu melden, wenn feststeht, dass die auflösende Bedingung nicht eintritt. In Fällen, in denen der Eintritt der auflösenden Bedingung wahrscheinlich ist, ist der Geschäftsabschluss trotz der auflösenden Bedingung eine für andere Kapitalmarktteilnehmer relevante Information.

### **Zu III. Das Verbot der Marktmanipulation**

1. Umfang der Erörterung des Verbots der Marktmanipulation

84 Der Entwurf behandelt speziell die informationsgestützten Manipulationstatbestände „wegen ihrer besonderen Bedeutung für Emittenten“. Dies erfolgt – naheliegenderweise – aus Sicht des Emittenten, d. h. seiner Kommunikation mit dem Kapitalmarkt.

85 In den letzten Jahren ist es auf dem deutschen Kapitalmarkt vermehrt zu sogenannten Short-Seller-Attacken gekommen, zuletzt prominent auf Aktien der Wirecard AG als DAX Unternehmen. Für Unternehmen, die Opfer derartiger – marktmanipulativer – Attacken sind, wäre es sicherlich hilfreich, wenn ein entsprechendes Unterkapitel in III eingefügt würde.

2. Zu III.7.2 Marktmanipulation durch Unterlassen

86 In dem Entwurf wird ausgeführt, dass eine Marktmanipulation auch durch das Verschweigen von Informationen begangen werden kann, soweit eine Rechtspflicht zur Veröffentlichung der betreffenden Information besteht. Dazu gehören etwa die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, zur Abgabe von Stimmrechtsmeldungen, zur handels- und bilanzrechtlichen Publizität oder zur Veröffentlichung von Eigenschaften von Führungskräften. Diese Auffassung wird

nach dem Wegfall von § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG a.F. gestützt auf einen Verweis auf Artikel 2 Abs. 4 MAR und § 13 StGB. Diese Auffassung entspricht nicht der aktuellen Rechtslage.

- 87 § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 2. Alt. WpHG a.F. enthielt ein ausdrückliches Verbot, „Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften zu verschweigen“, und ging damit ausdrücklich – und damals zulässigerweise – über die nur ein positives Handeln erfassenden Vorgaben der MAD I hinaus. Die MAR enthält weiterhin kein Verbot des Unterlassens, sondern formuliert Verbote ausdrücklich nur für die „Verbreitung von Informationen“, „Tätigkeiten“ oder „Handlungen“.
- 88 Der Verweis auf Art. 2 Abs. 4 MAR ist in diesem Zusammenhang unbehelflich, da dort lediglich die extraterritoriale Anwendung auf außerhalb der EU begangene Handlungen angeordnet wird, nicht jedoch eine allgemeine Gleichstellung von Unterlassungen mit Handlungen (vgl. zur extraterritorialen Anwendung *Assmann*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 2 MAR Rn. 25; *Klöhn*, in: *Klöhn*, MAR, 2018, Art. 2 Rn. 104 f.; *Gerner-Beuerle*, in: *Lehmann/Kumpan*, European Financial Services Law, 2019, Art. 2 MAR Rn. 7; *Veil*, in: *Meyer/Veil/Rönnau*, Hdb. Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 3 Rn. 18; *Oulds*, in: *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn. 12.10 – unstr.).
- 89 Ebenso wenig verfängt der Verweis auf § 13 StGB, da keine Modalitätenäquivalenz gegeben ist und die nationale Anordnung einer Unterlassungsstrafbarkeit gegen den Grundsatz der Maximalharmonisierung hinsichtlich der Definitionsbestimmungen der MAR und CRIM-MAD verstieße, die gerade keine Unterlassungstatbestände vorsehen. Es entspricht daher ganz überwiegender Auffassung, dass seit 2. Juli 2016 eine Strafbarkeit wegen Kursmanipulation durch Unterlassen nicht besteht (*Sajnovits/Wagner*, WM 2017, 1188; *Mülbert*, in: *Assmann/Schneider/Mülbert*, Wertpapierhandelsrecht, 7. Aufl. 2019, Art. 12 MAR Rn. 180 f.; *Teigelack*, in: *Meyer/Veil/Rönnau*, Hdb. Marktmissbrauchsrecht, 2018, § 13 Rn. 26 ff.; *Schmolkes*, in: *Klöhn*, MAR 2018, Art. 12 Rn. 252; *Saliger*, WM 2017, 2329 ff. und 2365 ff.; *Diversy/Köpferl*, in: *Graf/Jäger/Wittig*, Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, 2. Aufl. 2017, § 38 WpHG Rn. 117; *Stoll*, in: *Hirte/Möllers*, KölnKomm. WpHG, 2. Aufl. 2014, § 20a Rn. 170;

*Bator*, BKR 2016, 1, 3; *Oulds*, in: Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bank- und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, Rn. 12.40; **a.A.** *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157, 166; unklar *de Schmidt*, RdF 2016, 3, 4; ohne Begründung: RegE, BT-Drs. 18/7482, S. 64).

3. Zu III. 7.3 Geben falscher oder irreführender Signale

90 Da keine Unterlassungsstrafbarkeit besteht (oben Rdn. 86 ff.), sind auch die Ausführungen unter III.7.3 entsprechend anzupassen.

#### **Zu IV. Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen**

91 Unter Abschnitt IV befasst sich der Entwurf mit den Safe Harbour-Regelungen für Aktienrückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen. Für die Praxis haben sie eine große Bedeutung. Bedauerlich ist daher, dass der Abschnitt insgesamt nicht der Aufgabe eines „Leitfadens“ gerecht wird, den Marktbeteiligten die Verwaltungspraxis der BaFin näher zu erläutern. Dafür beschränkt er sich zu sehr darauf, nur den Normtext wiederzugeben, und positioniert sich oft nicht zu Auslegungsfragen.

1. Zu IV.1 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen

92 Eingangs fehlt unter IV.1 eine klare Aussage, die die „Bereichsausnahmen“ der Safe Harbour-Regelungen als Tatbestandsausschlussgründe qualifiziert und sie dadurch von einem bloßen Rechtfertigungsgrund abgrenzt. Den Marktteilnehmern würde dies insoweit Rechtssicherheit geben, als ein „safe harbour“-konformes Verhalten schon gar nicht den Tatbestand der Verbote erfüllt. Eine solche Einordnung entspricht der mittlerweile h. M. und folgt aus der Formulierung des Art. 5 MAR, wonach die Verbote in diesen Fällen – mangels Rechtsgutsverletzung – von vornherein *nicht gelten*.

93 Die an Art. 5 Abs. 4 MAR angelehnte Beschreibung der Kursstabilisierung unter IV.1 sollte auch den Zusammenhang mit einer Erstemission neuer oder der (Zweit-) Platzierung bestehender Wertpapiere herstellen, die sich aus Art. 3 Abs. 2 lit. c MAR ergibt („signifikantes Zeichnungsangebot“). Dies würde verdeutlichen, dass

Stabilisierungsmaßnahmen nicht nur zeitlich befristet sein müssen, sondern auch nur anlassbezogen – im Zusammenhang mit „Erst- oder Zweitplatzierungen“ – durchgeführt werden dürfen. Klargestellt werden könnte dann auch, dass Stabilisierungsmaßnahmen im Zusammenhang mit Privatplatzierungen, also insbesondere Block Trades oder Platzierungen neuer Aktien im Wege eines Accelerated Bookbuildings (§ 186 Abs. 3 Satz 4 AktG), weiterhin vom Safe Harbour erfasst sind. Nach altem Recht war unstrittig, dass ein signifikantes Zeichnungsangebot kein „öffentliches Angebot“ voraussetzt, nachdem zur besseren Abgrenzung der Begriff des „öffentlich angekündigten Angebots“ in den Normtext der VO (EU) Nr. 2273/2003 eingefügt worden war. Der Wegfall dieses Zusatzes in der Definition des signifikanten Zeichnungsangebots durch die MAR sollte inhaltlich keine Änderung bewirken.

94 Wünschenswert wäre auch eine Stellungnahme zum Beginn der Stabilisierungsfrist. Für Kapitalerhöhungen bereits börsennotierter Unternehmen ist aufgrund des unveränderten Wortlauts in Art. 5 DeIVO 2016/1052 leider nach wie vor unklar, ob sie als „öffentlich angekündigte Erstplatzierung“ neuer Aktien (dann erst Stabilisierung ab Handelsaufnahme) oder als „Zweitplatzierung“ (dann Stabilisierung bereits ab angemessener Bekanntgabe des Schlusskurses (scil. Platzierungspreises)) einzuordnen sind. Entsprechend etablierter Marktpraxis sollte Letzteres der Fall sein, zumal kein Grund ersichtlich ist, weshalb bis zur Notierungsaufnahme der neuen Aktien keine Stabilisierung zulässig sein soll.

## 2. Zu IV.3 Laufende Veröffentlichungspflicht

95 Unter IV.3 beschränkt sich der Entwurf im Zusammenhang mit Aktienrückkaufprogrammen darauf, auf die Pflicht der Veröffentlichung der Transaktionen nicht nur in aggregierter, sondern auch in detaillierter Form hinzuweisen. Nach dem Wortlaut des Art. 2 Abs. 3 DeIVO 2016/1052 i. V. m. Art. 5 Abs. 3 MAR, Art. 25 Abs. 1 und 2, Art. 26 Abs. 1, 2 und 3 VO (EU) Nr. 600/2014 (MiFIR) ist dies zwar zutreffend, jedoch ist die erhebliche Ausweitung des Detaillierungsgrades für die Unternehmen belastend und vom Kapitalmarkt kaum noch als sinnvolle Information aufzunehmen. Der BaFin liegen die ausführlichen Daten aufgrund der parallelen Meldeverpflichtung ohnehin vor. Es wäre daher wünschenswert, wenn die BaFin insoweit Abweichungen von dem



Safe Harbour-Rahmen im Sinne einer stärkeren Fokussierung auf aggregierte Daten wohlwollend beurteilen würde, wie dies inoffiziell zu Beginn des Inkrafttretens der MAR einmal zu hören war. Auch unabhängig von den im Entwurf genannten „datenschutzrechtlichen Gründen“ gehen jedenfalls Informationen über die verantwortlichen Personen (auch im Zusammenhang mit Stabilisierungsmaßnahmen) weit über das hinaus, was der Kapitalmarkt für einen ordnungsgemäßen Handel benötigt.

### 3. Zu IV.4 Aktienrückkäufe aus sonstigen Gründen

96

Gleiches gilt auch für die unter IV.4 hervorgehobene Beschränkung der „Zwecke“, denen ein Aktienrückkaufprogrammen dienen muss, um in den Safe Harbour zu fallen (Art. 5 Abs. 2 MAR). Diesen Widerspruch zu den weitergehenden legitimen Erwerbs- und Verwendungszwecken nach dem Aktiengesetz und dem typischen Inhalt der Erwerbsermächtigungen nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG hat die MAR leider nicht aufgelöst. Dennoch wäre wünschenswert, wenn die BaFin hier andeutete, dass von einer anderen – aktienrechtlich legitimen – Zweckausrichtung (wie z.B. der Aktienerwerb zur Verwendung als „Akquisitionswährung“) keine (zusätzliche) Gefährdung für die Preisbildung und die Integrität des Kapitalmarkts ausgeht, wenn die übrigen Vorgaben des Safe Harbour eingehalten werden. Mit dem vorletzten Satz am Ende des Abschnitts, dass insoweit nicht „per se“ ein Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation vorliege, wird dies nur unzureichend zum Ausdruck gebracht, da dies nicht mehr ist als die allgemeine Beschreibung der Funktionsweise eines Safe Harbour. Jedenfalls sollte in diesem Satz das Wort „automatisch“ gestrichen werden, da dies schon in dem vorangestellten „per se“ enthalten ist.

### 4. Zu Ziff. IV.5 Beschlüsse über Rückkaufprogramme als Insiderinformation

97

Relativ breiten Raum räumt der Entwurf unter IV.5 der Darstellung ein, wann Beschlüsse über Rückkaufprogramme als Insiderinformationen einzustufen sein können. Nicht in allem ist der BaFin zu folgen. Zunächst wird die Möglichkeit erwogen, dass „unter besonderen Umständen“ sogar die Beschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat, der Hauptversammlung eine Ermächtigung zum

Rückkauf eigener Aktien vorzuschlagen, eine Insiderinformation darstellen können. Wann solche „besonderen Umstände“ vorliegen sollen, bleibt offen. Da derartige Ermächtigungen heute zum „Routineprogramm“ der Tagesordnungen der Hauptversammlungen gehören, sind sie auch nur schwer vorstellbar. Die Ausführungen sollten daher jedenfalls mit der umgekehrten Feststellung beginnen, dass diesbezügliche Organbeschlüsse „in der Regel noch keine Insiderinformationen“ darstellen (so auch der Entwurf selbst unter I.2.1.5.4.). Abgesehen davon wäre wohl nur auf den Vorstandsbeschluss abzustellen, da grundsätzlich alleine der Vorstand die Tagesordnung der Hauptversammlung festlegt und der Aufsichtsrat anschließend hinsichtlich der festgelegten Tagesordnung nur über seinen jeweiligen Vorschlag zur Beschlussfassung beschließt.

98

Überdacht werden sollte auch die Feststellung, dass eine vorzeitige Beendigung und damit einhergehend eine Stornierung oder Änderung dieses Auftrags ein verbotenes Insidergeschäft darstellen kann. Zwar ist das Insiderverbot insoweit erweitert worden, als nunmehr auch die Stornierung oder Änderung eines auf ein Finanzinstrument bezogenen Auftrags unter Nutzung von Insiderinformationen verboten ist (Art. 8 Abs. 2 lit. b MAR). Jedoch dürfte hierbei eine konkrete Kauforder an einem Handelstag und nicht der dafür vereinbarte Rahmenvertrag mit dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemeint sein. Die vorzeitige Beendigung des Aktienrückkaufprogramms, deren Möglichkeit oft auch in den Bekanntmachungen vor Beginn eines Rückkaufprogramms enthalten ist, sollte daher weiterhin – auch wegen vorliegender oder entstehender Insiderinformationen möglich sein. Solange die Beendigung außerhalb der Zeiten der laufenden Handelsaktivitäten erklärt wird, ist mit ihr auch keine schädliche Stornierung von konkreten Handelsaufträgen verbunden, zu denen das ausführende Wertpapierdienstleistungsunternehmen anderenfalls u. U. gezwungen wäre. Bei einem vom Emittenten in eigener Regie durchgeführten Aktienrückkaufprogramm ist der Handel in eigenen Aktien ohnehin zu unterbrechen, wenn er die Bekanntgabe von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 4 oder 5 MAR aufschiebt. Dann sollte er das Programm in diesem und in dem Fall, dass er einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen die selbständige Ausführung des Aktienrückkaufs überlässt, auch weitergehend beenden können.

## Zu V. Insiderlisten

### 1. Zu V.4.2 Format und Aufbau

- 99 In der Praxis führt der Wegfall funktionsbezogener Insiderlisten bei den Emittenten/Unternehmen zu erheblichem Mehraufwand mit wiederholten Eintragungen der immer gleichen Organmitglieder und Mitarbeiter und wiederholter Belehrung dieses Personenkreises; insbesondere wenn der Empfehlung der BaFin (jetzt in V.4.1 des Entwurfs des Emittentenleitfadens) gefolgt wird, insiderinformations-/anlassbezogene Insiderlisten/Abschnitte der Insiderliste schon im Vorfeld des Entstehens einer Insiderinformation zu erstellen. Um diesen unnötigen, formalistischen Aufwand zu begrenzen, sollte der Emittentenleitfaden in V.4.2 deutlicher herausstellen, dass neben den anlassbezogenen Abschnitten der Insiderliste diese auch um einen Abschnitt „Permanente Insider“ ergänzt werden kann.
- 100 Dabei wäre insbesondere auch klarzustellen, dass es für die Aufnahme in diesen Abschnitt ausreicht, dass die in den Abschnitt aufgenommenen Personen nach den im Unternehmen üblichen Abläufen und Aufgabenverteilungen regelmäßig Zugang zu den evtl. Insiderinformationen haben, wie z. B. neben den Mitgliedern des Vorstands auch die Entscheidungsträger aus der Accounting-, M&A- oder Strategie- und der Rechtsabteilung sowie alle Mitglieder eines Ad-hoc-Komitees. Würde in dieser Weise klargestellt, dass es für die Zulässigkeit einer Aufnahme in den Abschnitt „Permanente Insider“ weder darauf ankommt, ob die Insiderinformation in jedem einzelnen Fall tatsächlich an die genannten Personen gelangt (Art. 2 Abs. 2 DVO (EU) 2016/347 lässt „Zugang haben“ genügen), noch ob die genannten Personen rechtlich Zugang zu den Informationen verlangen können (wie bei Aktiengesellschaften nur der Vorstand), sondern allein auf die tatsächlichen Verhältnisse im Unternehmen, hätten die Unternehmen die Möglichkeit, eine – kleine – Gruppe von Mitarbeitern permanent als (potentielle) Insider zu führen, ohne die betreffenden Personen immer wieder neu und wiederholt in insiderinformationsbezogene Abschnitte der Insiderliste aufnehmen und über den rechtmäßigen Umgang mit Insiderinformationen belehren zu müssen. Art. 2 Abs. 2 DVO (EU) 2016/347 sieht insoweit ausdrücklich vor, dass die Angaben zu den permanenten Insidern,

die in diesen Abschnitt der Insiderliste aufgenommen worden sind, nicht in den anderen, anlassbezogenen Abschnitten der Insiderliste aufgeführt werden müssen.

## 2. Zu V.9 Aufklärungspflichten

101 Korrespondierend zum Petitem, dem Abschnitt „Permanente Insider“ für die Praxis größere Bedeutung zukommen zu lassen, sollte in V.9 des Entwurfs des Emittentenleitfadens nicht nur erwähnt werden, dass eine einmalige Belehrung über die Rechtspflichten bei Umgang mit Insiderinformationen auch bei mehrmalige Erfassung einer Person in verschiedenen Abschnitten der Insiderliste ausreichend ist. Sinnvoll erscheint darüber hinaus die Klarstellung, dass für diejenigen Personen, die im Abschnitt „Permanente Insider“ aufgeführt sind, eine einmalige Belehrung bei Aufnahme in diesen Abschnitt genügt.

## **Zu VI. Marktsondierungen**

### 1. Zu VI.1 Ausnahme vom Offenlegungsverbot

102 Gute Gründe sprechen dafür, dass es sich bei Art. 11 MAR um einen echten Safe Harbor handelt. Diese Auffassung kann sich unter anderem auf Erwägungsgrund 35 MAR und das Fehlen einer Rückausnahme in Art. 11 Abs. 4 MAR stützen, die es der zuständigen Behörde trotz formalen Vorliegens der Rechtmäßigkeitsvoraussetzungen erlauben würde, positiv einen rechtswidrigen Grund für die Marktsondierung festzustellen. Im Interesse der Rechtssicherheit und der praktischen Erfordernisse, insbesondere im Vorfeld von M&A-Transaktionen, würde sich eine entsprechende Klarstellung im Emittentenleitfaden empfehlen. Die Einordnung als Safe Harbor hätte zur Folge, dass bei Nichteinhaltung der Verfahrensvoraussetzungen des Art. 11 MAR eine legitime Weitergabe von Insiderinformationen im Anwendungsbereich des Art. 11 MAR nach den allgemeinen Voraussetzungen des Art. 10 Unterabs. 1 MAR in Betracht käme, wie es auch am Ende von Abschnitt VI.4 auf S. 137 des Entwurfs anklingt. Weiterhin wäre mit der Einordnung als Safe Harbor auch klargestellt, dass Verhaltensweisen im Vorfeld von Kapitalmarkttransaktionen, die nicht in den sachlichen Anwendungsbereich des Art. 11 Abs. 1 oder 2 MAR fallen, nicht

automatisch verboten, sondern nach den allgemeinen Grundsätzen des Art. 10 Unterabs. 1 MAR zu beurteilen sind. Dies würde etwa für die Suche nach Mitbietern gelten.

2. Zu VI.3.1 Persönlicher Anwendungsbereich

103 Zu Art. 11 Abs. 2 MAR wäre eine Klarstellung hilfreich, dass nicht nur Bieter, sondern auch im Auftrag des Bieters handelnde Dritte in den Genuss der Privilegierung kommen können.

3. Zu VI.3.2 Sachlicher Anwendungsbereich

104 Derzeit beschränken sich die Ausführungen zum sachlichen Anwendungsbereich der Marktsondierungsregeln weitgehend auf eine Wiedergabe des Verordnungstexts, obwohl durchaus Bedarf für weitergehende Erläuterungen auszumachen ist. So wäre im Zusammenhang mit Art. 11 Abs. 1 MAR Transparenz dahingehend wünschenswert, worin die „Ankündigung eines Geschäfts“ gesehen wird und wo die Grenze zwischen allgemeiner Unternehmensvorstellung im Vorfeld einer Transaktion und Marktsondierung gesehen wird.

105 Im Zusammenhang mit Art. 11 Abs. 2 MAR wären Erläuterungen zu den Begriffen „Übernahmeangebot“, „Unternehmenszusammenschluss“ und „Dritte, .... die Anspruch auf die Anteile des Unternehmens haben“ wünschenswert. Dabei sollten jedenfalls Pflichtangebote den Übernahmeangeboten gleichgestellt werden. Auch eine Erstreckung des Safe Harbor auf einfache Erwerbsangebote wäre gut begründbar. Sieht man einfache Erwerbsangebote nicht als vom Anwendungsbereich des Art. 11 MAR erfasst an, sollte klargestellt werden, dass die Offenlegung von Insiderinformationen im Zusammenhang mit dem Beteiligungserwerb unterhalb der Kontrollschwelle jedenfalls unter den Voraussetzungen des Art. 10 Unterabs. 1 zulässig ist.

106 Weiterhin wäre aus Sicht der Marktteilnehmer im Rahmen von Art. 11 Abs. 1 MAR ein Eingehen auf Festbezugserklärungen und Backstop-Verpflichtungen und im Rahmen von Art. 11 Abs. 2 MAR auf Irrevocable Undertakings begrüßenswert. Hier sollte klargestellt werden, dass Verhandlung und Abschluss

einer entsprechenden Verpflichtung nicht unter das Marktsondierungsregime fallen, bei dem es um die Feststellung der Bezugs- bzw. Annahmefähigkeit geht.

4. Zu VI.4.3 Rechtsfolgen

107 Hier würde sich ein ergänzender Hinweis auf die Rechtsfolgen der Nichteinhaltung des Marktsondierungsregimes empfehlen.