

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, An der Welle 10, 60322 Frankfurt a.M.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)  
Marie-Curie-Str. 24-28  
60439 Frankfurt am Main

**Per E-Mail: Konsultation-14-2019@bafin.de**

Frankfurt a.M., 29. August 2019

Interessenverband kapitalmarktorientierter  
KMU e.V.  
c/o Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH  
An der Welle 10  
60322 Frankfurt a.M.

Ingo Wegerich  
Präsident  
Telefon +49 (69) 27229 24875  
ingo.wegerich@luther-lawfirm.com

Sekretariat:  
Kjell Kirsch  
Telefon +49 (69) 27229 24649  
Telefax +49 (69) 27229 110  
kjell.kirsch@luther-lawfirm.com

[www.kapitalmarkt-kmu.de](http://www.kapitalmarkt-kmu.de)

**Konsultation 14/2019 – Entwurf Emittentenleitfaden, Modul C, Regelungen aufgrund der  
Marktmissbrauchsverordnung (MAR) - Stellungnahme des Interessenverbandes  
kapitalmarktorientierter KMU e.V.**

Sehr geehrte Damen und Herren,

wir nehmen Bezug auf oben genannte Konsultation.

Hiermit möchten wir zum Entwurf des Emittentenleitfadens, Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), Stand 01.07.2019, Stellung nehmen.

Zunächst möchten wir uns sehr herzlich dafür bedanken, dass die Bundesanstalt den Emittentenleitfaden zum Gegenstand einer öffentlichen Konsultation macht und wir Gelegenheit erhalten, im Rahmen dieser Konsultation uns hierzu positionieren zu können.

Die jetzt aktuelle Fassung des entsprechenden Moduls des Emittentenleitfadens datiert aus dem Jahr 2013.

Hierzu heißt es auf der Website der Bundesanstalt: „Der Emittentenleitfaden richtet sich an in- und ausländische Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind. Er soll praktische Hilfestellungen für den Umgang mit den Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes bieten, ohne eine juristische Kommentierung darzustellen. Er bietet einen Einstieg in die Rechtsmaterie und erläutert die Verwaltungspraxis der BaFin.“

Seit dem 03. Juli 2016 – seit mehr als drei Jahren – ist die Marktmisbrauchsverordnung „MAR“ (Verordnung (EU) Nr. 596/2014) in Deutschland unmittelbar anwendbar und regelt statt des Wertpapierhandelsgesetzes entsprechende Sachverhalte.

Ein entsprechende Aktualisierung des Emittentenleitfadens **ist von daher überfällig und notwendig**.

### **Rechtlicher Sachverhalt durch MAR ungleich komplexer**

Hinzu kommt, dass der **rechtliche Sachverhalt nun ungleich komplexer geworden ist, dadurch dass er zu großen Teilen nicht mehr durch das Wertpapierhandelsgesetz, sondern durch europäisches Recht auf mehrfachen Ebenen geregelt ist**. Neben der MAR selbst werden diverse europäische Durchführungsverordnungen und delegierte Verordnungen relevant. Hinzukommen eine Vielzahl von MAR-Leitlinien durch die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) sowie Q&A-Papiere, die jeweils zu beachten sind.

Für Nichtjuristen ist dieses umfangreiche Regelwerk zu komplex und nicht mehr verständlich.

### **Anwendungsbereich der Vorschriften erheblich erweitert**

Weiter zu berücksichtigen ist, dass der Anwendungsbereich der Vorschriften erheblich erweitert wurde – **vor Inkrafttreten der MAR erstreckte sich der Anwendungsbereich auf Wertpapiere, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen waren – und damit auf Unternehmen, die sich bewusst für eine Zulassung der Wertpapiere im regulierten Markt entschieden hatten. Nunmehr erstreckt sich der Anwendungsbereich auch auf Freiverkehrsemittenten** (Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem in einem Mitgliedstaat erhalten haben oder die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem multilateralen Handelssystem in einem Mitgliedstaat beantragt haben).

Hierbei handelt es sich um eine Vielzahl von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), die an den Freiverkehren deutscher Börsen gelistet sind, **die von ihrer Größe und ihrem Verwaltungsapparat (unter Umständen keine eigene Rechtsabteilung) teilweise gar nicht die Voraussetzungen mitbringen, ein derart komplexes und umfangreiches Regelwerk zu erfüllen**.

### **Sanktionsrahmen unter der MAR stark angehoben**

Hinzu kommt ferner, dass der Sanktionsrahmen unter der MAR stark angehoben wurde – **was insbesondere für KMU – berücksichtigt man ihre Größe und ihren Verwaltungsapparat – gänzlich unverhältnismäßig ist**. Bei der Ad-hoc Publizität können beispielsweise vorsätzliche oder leichtfertige Pflichtverletzungen mit einem Bußgeld von bis zu einer Million Euro geahndet werden. Gegenüber juristischen Personen darf auch ein höheres Bußgeld verhängt werden – bis zu 2,5 Millionen Euro und zwei Prozent des Gesamtumsatzes des vorangegangenen Geschäftsjahres.

Umso notwendiger ist daher eine entsprechende praktische Hilfestellung der Bundesanstalt für den Umgang mit den maßgeblichen Vorschriften in Form des Emittentenleitfadens, die die Verwaltungspraxis der BaFin erläutert.

Darüber hinaus sollte beim Sanktionsrahmen aus Sicht des Interessenverbandes zwingend die Größe des Unternehmens und der dem Unternehmen zur Verfügung stehende Verwaltungsapparat mit Berücksichtigung finden. Auch sollte bei KMU hier generell ein weiterer Beurteilungsspielraum angesetzt werden – eher der Verständnis-Maßstab eines ordentlichen Kaufmanns als der Maßstab eines teuren Spezialanwaltes.

### **Klare Handlungsanweisung durch Emittentenleitfaden notwendig**

Da das rechtliche Regelwerk erheblich komplexer geworden ist, der Sanktionsrahmen stark angehoben und der Anwendungsbereich der Vorschriften deutlich weiter gefasst wurde (Anwendung auch auf Freiverkehrsteilnehmer) **ist es zwingend erforderlich, dass die praktische Hilfestellung in Form des Emittentenleitfadens – auch für Nichtjuristen - klar und verständlich formuliert ist und den Marktteilnehmern eine klare positiv-unterstützende Handlungsanweisung liefert**, wie entsprechende Sachverhalte rechtlich zu beurteilen sind und wie sich die Marktteilnehmer im Rahmen der neuen Vorschriften zu verhalten haben. Wichtig ist, dass insbesondere kleine und mittlere Unternehmen nicht mit dem komplexen Regelwerk und den hohen Strafandrohungen allein gelassen werden, sondern hier eine klare Handlungsanweisung erhalten.

### **Deutlich gestiegene Ad-hoc Mitteilungen und Befreiungen seit Inkrafttreten der MAR**

Der Jahresbericht der Bundesanstalt für 2018 belegt sehr deutlich die große Unsicherheit der Marktteilnehmer beispielsweise durch die Anzahl der deutlich gestiegenen Ad-hoc Mitteilungen

und Befreiungen seit Inkrafttreten der MAR. Im Jahr 2015 – wurden lediglich 1.434 Ad-hoc Meldungen und 324 Befreiungen verzeichnet. Im Jahr 2018 waren es demgegenüber 2.069 Ad-hoc Meldungen und 532 Befreiungen. **Dies stellt einen prozentualen Anstieg von 44% bei den Ad-hoc Mitteilungen und gar 64% bei den Befreiungen dar.**

### **Folgen der MAR im Widerspruch zur europäischen Initiative der Kapitalmarktunion – KMU kehren dem Kapitalmarkt den Rücken**

Insbesondere für KMU können die Folgen der MAR gravierend sein:

Hohe Compliance-Kosten und vom Management verwandte Zeit, die regulatorischen Hürden zu erfüllen, können dazu führen, dass Unternehmen ihr Listing im Freiverkehr beenden und dem Kapitalmarkt den Rücken kehren. **Die eigene kleine Größe der KMU macht die Compliance-Kosten für die KMU oft unverhältnismäßig – wie die Europäische Kommission** in ihrem Arbeitspapier vom 24. Mai 2018 zur Folgenabschätzung der Begleitung eines Vorschlags für eine Verordnung zur Änderung der MAR und der Prospektverordnung, um die Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten zu fördern, **selbst freimütig einräumt**.

Auf Anfrage teilte uns die Deutsche Börse AG mit, dass **seit Inkrafttreten der MAR 24 Unternehmen sich aus den Freiverkehrssegmenten der Deutsche Börse AG zurückgezogen haben** und delisted wurden. Die Bayerische Börse AG teilte uns mit, dass seit Inkrafttreten der MAR **14 Unternehmen sich aus den Freiverkehrssegmenten der Bayerische Börse AG zurückgezogen haben** und delisted wurden. Hinzu kommen eine Vielzahl von KMU-Anleiheemittenten, die nach Auslaufen ihrer Unternehmensanleihe bei der Re-Finanzierung wieder auf Schulschein- oder Bankenfinanzierung umgestellt haben.

**Damit stehen die Folgen der MAR im klaren Widerspruch zu der Initiative der Europäischen Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion**, da gerade eines der Kernziele der Kapitalmarktunion darin besteht, KMU die Finanzierung über die Kapitalmärkte in der Union zu erleichtern.

Aus Sicht des Interessenverbandes bietet der Emittentenleitfaden insbesondere im Abschnitt I.2. Insiderinformation nicht die für KMU gewünschte Hilfestellung und Klarheit.

Insbesondere KMU, die vielfach auch keine eigene Rechtsabteilung haben, werden bei der Beurteilung, ob eine Insiderinformation vorliegt oder nicht, allein gelassen.

Aus Sicht des Interessenverbandes sind die Erläuterungen der Bundesanstalt bei der Schilderung möglicher Insiderrelevanter Sachverhalte zu sehr allgemeiner Natur. Die Bundesanstalt betont zu sehr den Einzelfall – ohne bei bestimmten Fallgruppen eine klare Position zu beziehen oder zumindest eine Indikation zu liefern, ab wann und unter welchen Voraussetzungen eine Insiderinformation angenommen werden sollte. Die Bundesanstalt hält sich vielfach das Ergebnis offen – und verweist auf den Einzelfall. Darüber hinaus verwendet die BaFin bei ihren Beschreibungen in großem Umfang unbestimmte Rechtsbegriffe wie beispielsweise „wesentlich“, „maßgeblich“ und „erheblich“ ohne diese in irgendeiner Weise prozentual oder in einer Größenordnung zu quantifizieren. **Die Folge ist eine Rechtsunsicherheit bei den Unternehmen, die diese Sachverhalte zu bewerten haben. Im Zweifelsfall wird das Unternehmen eine Ad-hoc Meldung veröffentlicht oder teuren juristischen Rat einholen müssen, um rechtlich sicher zu gehen.** Dies veranschaulicht auch die deutlich gestiegene Ad-hoc Statistik.

Bei **Mergers & Acquisitions** soll das Unternehmen während des gesamten Prozesses prüfen, „ob bereits eingetretene (oder bevorstehende) Zwischenschritte oder das Endergebnis selbst (die Fusion/Übernahme) als zukünftiges Ergebnis die Qualität einer Insiderinformation erfüllen.“ Es sei „zu beachten, dass eine überwiegende Wahrscheinlichkeit des Endereignisses auch schon dann vorliegen kann, wenn sich die (eigentlich unbedenklichen) Vorbereitungshandlungen „summieren“ und in ihrer Gesamtheit geeignet erscheinen, den Kurs des in Rede stehenden Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.“

Bei **Verwaltungs- und Gerichtsverfahren** soll auch ein bestimmter erreichter Verfahrensstand für sich betrachtet, bereits eine Insiderinformation in Form eines Zwischenschrittes darstellen können. Dies eröffnet Raum, nahezu jeden Abschnitt oder jede relevante Äußerung im Prozess als insiderrelevant zu betrachten.

**Ein Bedürfnis nach Rechtssicherheit wird mit derartigen Erläuterungen nicht befriedigt, vielmehr führen derartige Ausführungen eher zu einem größeren Maß an Rechtsunsicherheit bei den betroffenen Unternehmen.**

**Es fehlt zudem die Darstellung vermehrt positiver Sachverhalte (Safe Harbour), auf die sich dann insbesondere KMU-Emittenten bei Zweifelsfragen berufen können.** Stattdessen nennt

die BaFin eine Vielzahl von Fallkonstellationen potenzieller Insiderinformationen und erweitert hierdurch das Spektrum insiderrelevanter Sachverhalte.

**KMU-bezogene Beispiele fehlen im Emittentenleitfaden völlig.** Die genannten Beispiele sind durchweg genereller Natur und haben keinen Bezug zur Größe der Unternehmen. Dies wäre aber sehr hilfreich. **Die Bundesanstalt trägt hier nicht der Tatsache Rechnung, dass das Informationsbedürfnis gerade bei KMU ohne eigene Rechtsabteilung am größten ist – und dass der Emittentenleitfaden insbesondere diesen eine Hilfestellung bieten sollte.** Erst auf Seite 128 des Entwurfes findet sich ein kurzer Abschnitt zu KMU, der jedoch ausschließlich auf die Erleichterung nach Art. 18 Abs. 6 MAR eingeht – in den vorangehenden 127 Seiten werden KMU in keiner Weise gesondert berücksichtigt.

## FAZIT

**Aus Sicht unseres Interessenverbandes kapitalmarktorientierter KMU e.V. wäre wünschenswert, wenn**

- **der Entwurf des Emittentenleitfadens mehr eine positiv-unterstützende Handlungsanweisung für die betroffenen Unternehmen darstellen würde,**
- **die Bundesanstalt in geringerem Umfang unbestimmte Rechtsbegriffe verwenden würde oder diese zumindest in irgendeiner Weise prozentual oder in einer Größenordnung qualifizieren könnte,**
- **im Entwurf des Emittentenleitfadens auch vermehrt positive Sachverhalte aufgenommen werden würden, um den Unternehmen einen Safe Harbour anzubieten und**
- **der Entwurf des Emittentenleitfadens auch vermehrt KMU-bezogene Beispiele aufnehmen könnte.**

Wir stehen Ihnen gerne für ein persönliches Gespräch oder auch für einen weiteren Dialog zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Ingo Wegerich

Präsident

Interessenverband kapitalmarktorientierter KMU e.V.

#### **Über den Interessenverband kapitalmarktorientierter kleiner und mittlerer Unternehmen e.V.**

Der am 30. August 2017 gegründete Verband mit Sitz in Frankfurt am Main setzt sich insbesondere für die Verbesserung der maßgeblichen Rahmenbedingungen für kleinere und mittlere Unternehmen bei der Kapitalmarktfinanzierung ein und tritt aktiv für die Belange des kapitalmarktorientierten Mittelstandes im Dialog mit der Politik, den Gesetzgebungsorganen, den Aufsichtsbehörden, den Institutionen des Kapitalmarkts, den Interessenverbänden und der Öffentlichkeit ein. Mitglieder sind KMUs, Dienstleister, Finanzinstitute und Medien. Zum Vorstand gehören Ingo Wegerich (Luther Rechtsanwaltsgesellschaft), Thomas Stewens (BankM), Nils Manegold (max 21 AG), Alexander Deuss (mwb fairtrade), Dr. Marc Feiler (Bayerische Börse AG) sowie Hans-Jürgen Friedrich (KFM Deutsche Mittelstand AG).