

**BVI¹-Position zum Entwurf des Emittentenleitfadens
Modul C, Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR), Stand 1. Juli 2019
BaFin-Konsultation Nr. 14/2019, WA 11 – Wp 2000-2017/0009**

Wir begrüßen die Initiative der BaFin, den Emittentenleitfaden zu aktualisieren und die Anforderungen aufgrund der EU-Marktmissbrauchsverordnung in einem neuen Modul zusammenzufassen. Die im Leitfaden enthaltenen Ausführungen zu Investmentfonds halten wir für ausreichend und grundsätzlich angemessen. Im Hinblick auf die Betroffenheit unserer Mitglieder haben wir folgende Anmerkungen:

▪ **Abschnitt I.2.1.1 Nicht öffentlich bekannt (Insiderinformationen)**

Wir regen an, die Ausführungen zum Kriterium „nicht öffentlich bekannt“ nochmals kritisch zu überprüfen. Insbesondere sollte klargestellt werden, dass Informationen, die nur gegen Zahlung eines Entgelts oder einer Gebühr zur Verfügung stehen bzw. die über eine Auktionsplattform oder einen Markt veröffentlicht werden (z. B. über einen aufsichtsrechtlichen Informationsdienst oder anderweitigen Dienst im Einklang mit den Regelungen des Marktes), grundsätzlich als „öffentlich bekannt“ gelten können.

Begründung: Der Begriff der Insiderinformation basiert auf einer „nicht öffentlich bekannten“ Information. Im Vergleich zur vierten Auflage des Emittentenleitfadens hat die BaFin den Katalog der Beispiele für „nicht öffentlich bekannte“ Informationen ergänzt, was zu einem deutlich weiteren Verständnis der Insiderinformationen im Sinne der MAR und des Anwendungsbereichs möglicher Insiderdelikte führt.

In der MAR wird der Begriff „nicht öffentlich bekannt“ nicht definiert. Ebenso enthält der Fragen- und Antwortkatalog der ESMA keine weiteren Erläuterungen dazu. Allerdings führt Erwägungsgrund 28 MAR aus, dass Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlich verfügbarer Angaben erstellt wurden, nicht als Insiderinformationen angesehen werden sollten. Ebenso soll die bloße Tatsache, dass Geschäfte auf der Grundlage von Analysen und Bewertungen getätigt werden, nicht als Nutzung von Insiderinformationen gelten. Werden hingegen beispielsweise die Veröffentlichung oder Verbreitung der Informationen vom Markt routinemäßig erwartet und trägt diese Veröffentlichung und Verbreitung zur Preisbildung von Finanzinstrumenten bei oder enthält sie Ansichten eines anerkannten Marktkommentators oder einer Institution, die die Preise verbundener Finanzinstrumente beeinflussen können, so könnten diese Informationen Insiderinformationen darstellen. Der EU-Gesetzgeber betont daher, dass die Marktteilnehmer deshalb berücksichtigen müssen, in welchem Umfang die Informationen nicht öffentlich sind und welche Auswirkungen auf Finanzinstrumente möglich wären, wenn sie vor der Veröffentlichung oder Verbreitung handeln würden.

Wir sehen in dem vorgegebenen Beispielkatalog der BaFin eine zu große Einschränkung der eigenen Beurteilung durch die Marktteilnehmer. Vielmehr sollte es genügen, allein darauf abzustellen, ob die

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 109 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 22 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU und der am zweitschnellsten wachsende Markt.

Information einem breiten Anlegerpublikum und damit einer unbestimmten Zahl von Personen zugänglich gemacht wurde. Dies schließt nach unserer Auffassung auch die Verfügbarkeit über das Internet oder andere Publikationsformen ein und zwar auch dann, wenn die Information nur gegen Zahlung eines Entgeltes oder eine Gebühr zur Verfügung gestellt wird. Gleiches sollte für veröffentlichte Informationen auf Auktionsplattformen oder Märkten gelten, die aufsichtsrechtliche Informationen anbieten oder im Einklang mit den Regelungen des Marktes stehen. Dem Marktteilnehmer kann es nicht zum Nachteil gereichen, dass er Geschäfte auf der Grundlage von Analysen und Bewertungen tätigt, die er ggf. nur gegen Entgelt erhält. Dies sehen wir im Einklang mit Erwägungsgrund 28 MAR und entspricht im Übrigen auch der Aufsichtspraxis der FCA (vgl. FCA Handbook – Business Standards – MAR Market Conduct – Chapter MAR 1 Market Abuse, MAR 1.2.12 to 1.2.14, abrufbar unter www.handbook.fca.org.uk).

▪ **Abschnitt I.4.2.5 Nutzung von Insiderinformationen**

Wir regen an, in diesem Abschnitt auch auf Erwägungsgrund 26 MAR zu verweisen und deutlicher herauszuheben, dass dem Nutzer bewusst sein muss („wusste oder hätte wissen müssen“), dass es sich um eine Insiderinformation handelt, die er nutzt. Selbiges Verständnis sollte auch für den Weitergeber der empfangenen Insiderinformation gelten.

Begründung: Erwägungsgrund 26 MAR stellt auf Personen ab, die bei der Nutzung von Insiderinformationen wissen oder wissen müssten, dass die Informationen Insiderinformationen sind. Dabei hebt der EU-Gesetzgeber hervor, dass die zuständigen Behörden dabei von dem ausgehen sollten, was eine normale, vernünftige Person unter den gegebenen Umständen wusste oder hätte wissen müssen. Aktuell liest sich der Entwurf des Leitfadens unter Berufung auf die Spector-Regel und Erwägungsgrund 24 der MAR derart, dass generell eine Nutzung unterstellt wird, wenn eine Person im Besitz von Insiderinformationen Finanzinstrumente erwirbt oder veräußert (bzw. dies versucht). Allerdings begründet erst die Kenntnis die gesetzliche Vermutung. Dem Betroffenen obliegt es dann, diese gesetzliche Vermutung zu widerlegen. Eine entsprechende Klarstellung zum Merkmal der Kenntnis wäre daher sehr hilfreich.

▪ **Redaktionelle Anmerkung zu Abschnitt I.1. Finanzinstrumente im Sinne der MAR**

Der Verweis auf die relevanten EU-Rechtsnormen sollte im ersten Satz wie folgt korrigiert werden:

„Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 **MAR**, Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 **MAR** i.V.m. Anhang I Abschnitt C der Richtlinie (EU) 2014/65 (MiFID II) ...“
