

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts (DAI) und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie (BDI) zur Überarbeitung und Ergänzung des Emittentenleitfa- dens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsauf- sicht (BaFin)

9. Januar 2009

Das Deutsche Aktieninstitut (DAI) und der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) befürworten das Bestreben der BaFin, mit den überarbeiteten und ergänzten Auszügen des Emittentenleitfadens den Bedürfnissen der Praxis, insbesondere der Emittenten, nach Auslegungshilfen bei der Anwendung der neuen Gesetzgebung u.a. des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (TUG), des Risikobegrenzungsgesetzes (RBG) und anderer Gesetzesänderungen nachzukommen. Die Veröffentlichung der ersten Auflage des Leitfadens im Juli 2005 hat die Emittenten bisher sehr in ihrer praktischen Arbeit unterstützt.

Wir begrüßen daher sehr, dass die BaFin auch den erweiterten und überarbeiteten Emittentenleitfaden mit der Praxis konsultiert.

I. Allgemeine Hinweise

Organisation und Bezeichnung der Download-Dateien

Der Leitfadentwurf hat bedingt durch die Aufnahme der neuen Regelungen wie z.B. über Meldungen von Stimmrechtsanteilen und das Enforcement in seinem Umfang erheblich zugenommen. Die Auseinandersetzung der BaFin mit der Vielzahl der neuen Regelungen und ihr Hilfestellungsangebot werden seitens der Emittenten sehr begrüßt, damit die Marktteilnehmer auf einen aktuellen Überblick zur Verwaltungspraxis zurückgreifen können.

Möglicherweise böte es sich aber an, die Handhabbarkeit des Leitfadens durch einige organisatorisch-technische Anpassungen zu erhöhen.

So wird das Dokument (bzw. die Datei) durch die Zusammenfassung vieler verschiedener Aspekte zum einen recht unübersichtlich. Zum anderen richten sich die verschiedenen Teile des ergänzten Leitfadens jetzt nicht mehr ausschließlich an Emittenten. Die anderen Zielgruppen könnten sich durch die

Bezeichnung „Emittentenleitfaden“ nicht von dem Dokument angesprochen fühlen. Als Beispiel seien hier internationale Investoren genannt, die sich über die Anforderungen von Stimmrechtsmeldungen nach deutschem Recht informieren wollen.

Es wird daher angeregt, das endgültige Dokument des überarbeiteten Leitfadens neben einer konsolidierten Fassung zusätzlich noch aufgeteilt nach einzelnen Themengebieten/Kapiteln zum Herunterladen auf der Homepage der BaFin einzustellen. Diese Form der Veröffentlichung ist bereits für den Jahresbericht der BaFin verfügbar. Hierbei könnte bei der Bezeichnung der einzelnen Kapitel auch die betroffenen Zielgruppen berücksichtigt werden.

Verbindlichkeit von Auskünften

Die Emittenten begrüßen sehr die Hilfsbereitschaft und telefonische Auskunftsbereitschaft der BaFin, die sie beispielsweise bei der Verpflichtung zur Veröffentlichung von Stimmrechtsmitteilungen erfahren, die ihnen seitens der Investoren zugesandt werden (§ 26 WpHG). In der Praxis hat sich hier ein gutes Zusammenspiel der Marktaufsicht und der Emittenten im Interesse der Kapitalmarkttransparenz etabliert.

So gibt die BaFin z.B. Hinweise an die Emittenten zum Aufschub der Veröffentlichung von Stimmrechtsmitteilungen, wenn die Mitteilungen vom Investor fehlerhaft sind und von ihm erneut angefordert worden sind. In diesem Zusammenhang wäre es für die Emittenten sehr hilfreich, wenn solche Vorschläge der BaFin an den Emittenten zum Aufschub der Veröffentlichung schriftlich in zumindest dokumentierbarer Weise mitgeteilt werden könnten. Dies würde eine Absicherung der mit der Veröffentlichungspflicht betrauten Mitarbeiter bei den Emittenten bedeuten.

Ähnliches gilt mit Blick auf die Einstellungen von Verfahren. Hier wünschen sich die Emittenten zur Erlangung größerer Rechtssicherheit diese Mitteilungen in der Form üblicher Verwaltungsakte, aus denen sich verbindliche Aussagen wie „Das Verfahren ist eingestellt“ oder „Weitere Auskünfte sind nicht erforderlich“ entnehmen lassen. Hinweise auf Einstellungen von Verfahren erfolgen nach Erfahrung der Emittenten mit einem eher formlosen Schreiben, aus dem sich eine eindeutige Festlegung der BaFin nicht immer entnehmen lässt. Wir regen daher an zu prüfen, inwieweit sich hier für die Emittenten und andere Marktteilnehmer noch mehr Rechtssicherheit schaffen ließe.

Überarbeitung der bestehenden Teile des Leitfadens

Auffällig ist zudem, dass sich die Überarbeitung des Leitfadens, soweit sie die bereits veröffentlichten Teile Ad-hoc-Publizität, Directors' Dealings und Insiderverzeichnisse betrifft, auf die Aufnahme der Änderungen durch das TUG und eher technischer Anpassungen beschränkt. Aufgenommen wurden neben einigen Klarstellungshinweisen im Text hauptsächlich die Bestimmungen zum Inlandsemittenten/Herkunftsstaatsprinzip und zur europaweiten Verbreitung.

Neuere Rechtsprechung und Praxiserfahrungen der letzten Jahre mit bestimmten Regelungsgegenständen im Leitfaden werden dagegen eher nicht berücksichtigt. So findet beispielsweise eine Auseinandersetzung mit dem Tatbestandsmerkmal der Insiderinformation (§ 13 WpHG) und der Eintrittswahrscheinlichkeit von Umständen („hinreichend wahrscheinlich“ im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG) nicht statt, obwohl es hierzu neue BGH-Rechtsprechung gibt. Dies möchten wir anregen und gehen auf diesen Punkt vertieft in der Einführung zum III. Teil ein.

II. Hinweise zu den neuen Kapiteln des Leitfadens (Stimmrechtsmitteilungen, Veröffentlichungsregime, Finanzberichte, Enforcement)

Zu I. Informationen über bedeutenden Stimmrechte

S. 7 f.: Schwellenwerte

Die Formulierungen könnten klarer gefasst werden. Der letzte Satz von Absatz 1, S. 8, könnte heißen:

„Überschreitet ein Meldepflichtiger zum Beispiel durch weitere Zukäufe nur mit seinem Stimmrechtsanteil ...“

Im folgenden Beispiel könnte entsprechend der dritte Satz heißen:

„Sein gesamter Stimmrechtsanteil beträgt 6 %. Die entsprechende Meldung ist erfolgt. Kauft ...“

S. 8 f.: Berechnung des Stimmrechtsanteils

Die Praxis, eigene Aktien im Nenner zu berücksichtigen, wird sehr begrüßt, da die Stimmrechte aus zurückgekauften Aktien jederzeit wieder aufleben können.

Allerdings ist im dritten Absatz das Wort „hingegen“ missverständlich, da nach den Ausführungen in den Absätzen darüber alle Arten von Stimmrechten mitzuzählen sind. Müsste es nicht z.B. heißen „grundsätzlich“?

Da bei nennwertlosen Aktien eine Einziehung nicht zwingend eine Kapitalherabsetzung voraussetzt (siehe § 237 Abs. 3 Nr. 3 AktG), kann im 3. Absatz „und das Kapital herabgesetzt wird“ zudem weggelassen werden.

Die Passage zur Berechnung des Stimmrechtsanteils läuft inhaltlich darauf hinaus, dass sich Investoren für Zwecke der Berechnung ihres Stimmrechtsan-

teils nicht nach § 17 Abs. 4 WpAIV richten sollen, sondern stattdessen die tatsächliche Anzahl der Stimmrechte zum Zeitpunkt der Meldung heranziehen müssen. Dazu müsste der Meldepflichtige gegebenenfalls beim Emittenten nachfragen (S. 9, oben).

Eine solche „einschränkende Auslegung“ von § 17 Abs. 4 WpAIV halten wir aus mehreren Gründen für unzulässig und zudem unzweckmäßig:

- 1) Bei der Auslegung der BaFin würde § 26a WpHG faktisch bedeutungslos und hätte keinen Anwendungsbereich mehr, weil Investoren stets – wie früher – beim Emittenten die tatsächliche Anzahl an Stimmrechten erfragen müssten. Damit ist die Grenze einer zulässigen Gesetzes- bzw. Verordnungsauslegung unserer Ansicht nach überschritten.
- 2) Dass diese Auslegung vom Gesetzgeber nicht gewollt sein kann, wird auch daraus deutlich, dass sich § 17 Abs. 4 WpAIV in Umsetzung der Transparenzrichtlinie auf die vom Emittenten am Monatsende gemeldeten Stimmrechtsanteile stützt. Die in § 17 Abs. 4 WpAIV verankerten Grundlagen der Berechnung von Stimmrechtsanteilen würden damit ebenfalls bedeutungslos.
- 3) Im Ergebnis müssten die Mitteilungspflichtigen vor jeder Beteiligungsmeldung beim Emittenten die aktuelle Zahl an Stimmrechten erfragen, was im Vergleich zum in der WpAIV verankerten Vorgehen zu höheren Kosten sowohl beim Meldepflichtigen als auch beim Emittenten führen wird. Dies gilt umso mehr, als ein Meldepflichtiger aufgrund einer Meldung nach § 26a WpHG eigentlich gar nicht mehr entscheiden darf/kann, ob er eine melderrelevante Schwelle berührt, überschreitet oder unterschreitet. Er wird – auch um möglichen Sanktionen in Form des Stimmrechtsverlustes zu entgehen – zur Sicherheit immer nachfragen, so dass mit vielen Nachfragen zu rechnen ist.
- 4) Um die Nachfragen zutreffend beantworten zu können, müssten die Emittenten die aktuelle Anzahl der Stimmrechte tagesaktuell vorhalten. Dies ist in den wenigsten Fällen technisch möglich. Denn Veränderungen von Stimmrechten können sich durch unterschiedliche Vorfälle ergeben, die unterschiedlichen organisatorischen Bereichen im Unternehmen zugeordnet sein können. Darüber hinaus gilt es zu bedenken, dass es für die Ermittlung der (tagesaktuellen) Gesamtzahl der Stimmrechte in aller Regel einer Rückkoppelung mit Banken bedarf, was zusätzliche organisatorische Probleme aufwirft. So erhalten z.B. die Emittenten die Daten zur Ausübung von bedingten Kapitalerhöhungen aus Mitarbeiter-Optionsprogrammen in der Regel nur nachlaufend, so dass sie gar nicht in der Lage sind, Anfragen der Investoren tagesaktuell zu beantworten (siehe hierzu auch Kommentar zu S. 51). Die in der angedeuteten Verwaltungspraxis der BaFin enthaltene

Aufforderung zur Nachfrage beim Emittenten wird daher zu erheblichen Praktikabilitätsproblemen und zu zusätzlichen Kosten führen.

Insgesamt sollten daher allein die Mitteilungen nach § 26a WpHG Grundlage für die Berechnung bilden, wie es der Gesetzeswortlaut und § 17 Abs. 4 WpAIV vorsehen. Dies ist sowohl für Emittenten als auch für Meldepflichtige ein einfaches, kostengünstiges, nachvollziehbares und rechtssicheres Verfahren. Die drei letzten Absätze des Kap.I.2.3.2. auf S. 8 f. von „§ 17 Abs. 4 WpAIV sind einschränkend auszulegen“ bis „... beim Emittenten erfragen.“ sollten entfallen.

Es könnte den Meldepflichtigen jedoch gestattet werden, auf Grundlage positiv besseren Wissens auch andere Stimmrechtszahlen zu Grunde zu legen. Eine Aufforderung zur Nachfrage beim Emittenten sollte jedoch nicht bestehen, ebenso wenig wie ein Antwortzwang des Emittenten.

Abweichungen zu etwaigen Schwellenwerten nach WpÜG, die der Erläuterung auf S. 8 (unten) angedeutet werden, sind hinzunehmen. Sie werden, weil die Kontrollschwelle bei 30 % relativ selten erreicht wird, ohnehin vergleichsweise selten relevant.

S. 11: Formwechsel nach §§ 190 f. UmwG

Die Handhabung von Formwechseln ist praxisgerecht und wird begrüßt.

Zur Deutlichkeit könnte die abschließende Klammer des Absatzes wie folgt ergänzt werden: „(zu Unrecht andere Ansicht, LG Köln ...)

S. 13: Inhalt der Mitteilung

Die nur knappe Überschreitung von meldepflichtigen Stimmrechtsanteilen hat in der Vergangenheit oft zu Interpretationsschwierigkeiten geführt. Wir unterstützen daher, dass die BaFin von einer Rundung auf zwei Nachkommastellen in solchen Fällen absieht.

Die Verwaltungspraxis könnte jedoch in der entsprechenden Passage noch deutlicher formuliert werden, indem es insgesamt z.B. hieße:

„Eine Rundung auf zwei Nachkommastellen soll in diesen Fällen nicht erfolgen; es soll stattdessen auf die erste Stelle gerundet werden, aus der sich die Überschreitung ergibt.“

S. 14: Standardformular der BaFin

Die Bereitstellung eines Standardformulars und von Mustertexten durch die BaFin hat sich insgesamt bewährt.

Es sollte bei der Formulierung im Leitfaden jedoch darauf Rücksicht genommen werden, dass die von der BaFin zur Verfügung gestellten Formulierungsgrundlagen für komplexe Zurechnungstatbestände nicht ausreichen. Um nicht den Eindruck zu erwecken, dass die Mustertexte alle denkbaren Sachverhalte erfassen (und um zu verhindern, dass nicht auf Basis des Formulars erstellte Mitteilungen allein aufgrund dieser Tatsache rechtlich angegriffen werden können), sollte auch die Passage zu den Mustertexten empfehlenden Charakter haben. Es sollte daher im letzten Satz heißen:

„Es wird angeregt, die Mitteilung auf Basis der von der BaFin erstellten Mustertexte zu verfassen, sollte die Verwendung des Standardformulars nicht möglich sein.“

S. 15: Standardformular der BaFin

Siehe die Ausführungen oben.

S. 15: Zur Zurechnung von Stimmrechten gem. § 22 WpHG

Im Beispielsfall am Ende der Seite sollte klarstellend die Verpflichtung des Tochterunternehmens C zur Abgabe einer Stimmrechtsmitteilung behandelt werden.

S. 18: Für Rechnung des Meldepflichtigen

Der Klammerausdruck in der Überschrift muss wohl lauten „§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2“.

S. 19 f., 40 f.: Wertpapierleihen

Die Zurechnungstatbestände von Wertpapierleihen sind kompliziert, u.a. weil Wertpapierleihen sehr unterschiedlichen Zwecken dienen können. Neben der Erleichterung des Handels (z.B. Ausgleich von kurzfristigen Lieferschwierigkeiten) kann die Wertpapierleihe auch die Grundlage für Leerverkäufe oder die kurzfristige Hebelung von Stimmrechtspositionen bilden.

Die Emittenten haben daher einerseits ein großes Interesse daran zu erkennen, ob ihre Aktien in nennenswertem Umfang verliehen werden (Transparenz der Darlehensvergabe). Andererseits gehört zur Beteiligungstransparenz auch die Frage, wer ggf. über die verliehenen Aktien verfügen kann (Transparenz der Darlehensnehmer).

Deshalb ist es sehr zu begrüßen, dass die BaFin beide Aspekte der Transparenz aufgreift. Nach unserem Verständnis ist bei Schwellenberührung, -überschreitung oder -unterschreitung im Rahmen der Kettenwertpapierleihe folgendes Grundmuster vorgesehen:

-
- Zum Zeitpunkt des Wertpapierdarlehens und der Übertragung der Aktien an den Darlehensnehmer werden dem Darlehensgeber die Stimmrechte nicht mehr zugerechnet, weil kein „mittelbares Halten“ mehr vorliegt (S. 19, unten).
 - Gleichzeitig wird aber der Rückübertragungsanspruch aus dem Darlehen nach § 25 WpHG meldepflichtig bleiben/werden (S. 40, I.2.8.3.2.). Damit erfolgt auf Seiten des Darlehensgebers eine Ummeldung von §§ 21 f. WpHG auf § 25 WpHG.
 - Der Darlehensnehmer ist nach § 21 f. WpHG meldepflichtig, wenn er Aktien leiht, die einen Stimmrechtsanteil von mind. 3 % vermitteln.
 - Werden die Aktien aus der Wertpapierleihe zurückgegeben oder zurückgerufen, werden die umgekehrten Schritte ausgelöst.

Bei der einfachen Wertpapierleihe hat die BaFin hingegen ein anderes Regime verankert. Hiernach soll keine Abmeldung der Stimmrechte beim Entleiher erfolgen, und auch ein Wechsel vom unmittelbaren zum mittelbaren Halten soll nicht meldepflichtig sein (S. 19, oben). Darüber hinaus hätte in unserem Verständnis weiterhin zusätzlich eine Aggregation mit den Stimmrechten aus dem Rückübertragungsanspruch zu erfolgen (§ 25 WpHG, S. 40).

Im Interesse der Einfachheit und Gleichbehandlung ähnlicher Tatbestände **schlagen wir vor, die einfache Wertpapierleihe entgegen dem Entwurf des Leitfadens wie die Kettenwertpapierleihe zu behandeln.** Dies ist in erster Linie deshalb angezeigt, weil sich die Fälle in der Praxis kaum auseinander halten lassen. Grund hierfür ist v.a., dass der Darlehensgeber kaum überprüfen kann, ob die verliehenen Wertpapiere in einer „einfachen Wertpapierleihe“ verbleiben oder weiterverkauft werden und zwar selbst dann, wenn dies im Vertrag ausgeschlossen ist. Für ihn wäre es daher einfacher, wenn er vereinfachend von der Weiterveräußerung der verliehenen Papiere ausgehen könnte. Eine solche Annahme würde auch nicht zu dem Problem führen, dass bei der einfachen Wertpapierleihe eine Addition der Bestände nach § 21 f. WpHG und nach § 25 WpHG zu erfolgen hätte und damit ein und derselbe Aktienbestand doppelt gezählt würde.

Schließlich ist der **letzte Satz zu Kap. I.2.5.2.2. (S. 20) nach unserer Ansicht erklärungsbedürftig.** Es wird nicht deutlich, ob er sich lediglich auf Wertpapierleihen im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen bezieht.

Jedenfalls dann, wenn sich der letzte Satz hingegen auf alle Rückübertragungsansprüche beziehen soll, wäre aus unserer Sicht ein redaktioneller Fehler unterlaufen, der zu Missverständnissen führen kann. Auf Seite 20 des Entwurfs des Emittentenleitfadens heißt es „Der Rückübertragungsanspruch fällt dabei nicht unter der Mitteilungspflicht nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 oder nach § 25 WpHG“. Dies wäre ein Widerspruch zu den Ausführungen auf Seite 40 des Entwurfs. Richtig müsste es dann heißen: „Der Rückübertra-

gungsanspruch fällt dabei zwar nicht unter der Mitteilungspflicht nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5, löst aber eine Meldepflicht nach § 25 WpHG aus.“

Angesichts der recht komplexen Zurechnungs- und Meldetatbestände erscheint es uns insgesamt **sinnvoll, das Zusammenspiel zwischen Meldungen nach § 25 WpHG (S. 40) und §§ 21 f. WpHG (S. 19 f.) mit einem Beispiel zu illustrieren.**

S. 23: Hauptversammlungsvollmacht (§ 22 Abs. 4 WpHG)

Die Verwaltungspraxis im Zusammenhang mit Hauptversammlungsvollmachten, die die Abstimmung in das Ermessen des Bevollmächtigten stellen, ist sachgerecht und wird begrüßt. Umgekehrt bedeutet dies, dass bei Vorliegen einer Weisung keine Zurechnung erfolgt. Auch dies ist sachgerecht.

Es sollte jedoch klargestellt werden, dass Abstimmungen zur Geschäftsordnung, zu denen vor der Hauptversammlung keine Weisung abgegeben werden kann, keine Zurechnung auslösen, auch wenn ein sonst der Weisung unterliegender Bevollmächtigter abstimmt. Sonst könnten Bevollmächtigte mit Einzelweisungen zu Fragen der Geschäftsordnung überhaupt nicht abstimmen oder müsste zuvor extra eine Stimmrechtsmitteilung abgeben.

S. 38-41: Mitteilungspflicht bei Halten sonstiger Finanzinstrumente (§ 25 WpHG)

Sowohl die Meldepflicht von schuldrechtlichen Call-Optionen (S. 38) als auch die Meldepflicht von Rückübertragungsansprüchen (Wertpapierleihe, S. 40) sowie der Rückkaufvereinbarung (Repo-Geschäft, S. 40) werden begrüßt.

Es sollte jedoch auf Seite 38 vor dem vorletzten Absatz ein erläuterndes Beispiel zur Aggregation der Bestände eingefügt werden, aus dem hervorgeht, in welchen typischen Fallkonstellationen eine Meldung nach § 25 WpHG zu erfolgen hat, wann also die Eingangsschwelle erreicht oder überschritten wird. In unserem Verständnis ist das dann der Fall, wenn Positionen in Aktien und Finanzinstrumenten zusammen 5 % ergeben – und zwar unabhängig davon, ob die eigenständige Meldeschwelle von Aktien in Höhe von 3 % ebenfalls berührt oder überschritten wurde. Es wäre also ein gemeinsamer Bestand aus 1 % Aktien und 4,5 % Finanzinstrumente meldepflichtig.

Außerdem wäre es sinnvoll, das Zusammenspiel zwischen Meldungen nach § 25 WpHG und §§ 21 f. WpHG (S. 19 f.) mit speziellen Bezug zur Wertpapierleihe mit einem Beispiel zu illustrieren (Siehe hierzu auch unsere grundsätzlichen Ausführungen zu § 21 WpHG).

S. 41: Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (§ 27a WpHG)

Aus der Formulierung des § 27a WpHG geht nicht eindeutig hervor, wie mit den Beständen von Altaktionären mit wesentlicher Beteiligung umgegangen werden soll. Das führt insbesondere zur Verunsicherung, wie bei Absichtsänderungen von Altaktionären zu verfahren ist.

Aus unserer Sicht sollte die Verwaltungspraxis der BaFin **bei Absichtsänderungen in Bezug auf Altbestände eine Meldung nach § 27a WpHG vorsehen**, da dies eine neue Information für den Kapitalmarkt ist. Nicht meldepflichtig sollten jedoch Altaktionäre sein, bei denen keine Absichtsänderung vorliegt.

Ggf. könnte zudem ergänzt werden, dass sich, wenn der Schwellenwert lediglich aufgrund einer Zurechnung von Stimmrechtsanteilen (z.B. Vollmachten, Abschluss/Beitritt zu Stimmbindungsverträgen) überschritten wird, die Angabe zur Herkunft der verwendeten Mittel erübrigt.

S. 42: Rechtsverlust nach § 28 WpHG

Es wäre wünschenswert, wenn bei der Beschreibung des neuen Sanktionsregimes nach § 28 WpHG noch einmal explizit klargestellt werden könnte, dass sich der sechsmonatige Rechtsverlust lediglich auf die Mitverwaltungsrechte (insbesondere Stimmrechte) bezieht, Dividendenrechte und Liquidationserlös jedoch nicht von der Sanktionierung erfasst sind, so wie es in der Begründung des Regierungsentwurfs des Risikobegrenzungsgesetzes zu § 28 WpHG ausgeführt wird.

Hinter dem zweiten Satz des zweiten Absatzes könnte beispielsweise folgender klarstellender Satz eingefügt werden: „..., sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist. Der Rechtsverlust gilt nicht für den Dividendenanspruch und den Liquidationserlös.“

S. 50: Pflicht zur Veröffentlichung der Gesamtzahl der Stimmrechte und Übermittlung an des Unternehmensregister

Die im zweiten Absatz „Bei einer Veröffentlichung“ angedeutete Berücksichtigung des § 30b WpHG bei einer Veröffentlichungspflicht nach § 26a WpHG erschließt sich leider nicht unmittelbar. Es wäre daher hilfreich, wenn hierzu eine Erläuterung erfolgen oder der Absatz ganz gestrichen werden könnte.

S. 51: Zeitpunkt der Veröffentlichung, bedingte Kapitalerhöhung (Mitarbeiter-Optionsprogramme)

Wie die BaFin zu Recht feststellt, kann die Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte bei der Ausgabe von Bezugsaktien im Rahmen eines Mitarbeiter-Optionsprogramms an mehreren Tagen stattfinden. Es ist daher zu begrüßen,

dass die BaFin zum Zwecke der Meldung nach § 26a WpHG nicht darauf besteht, dass das Wirksamwerden der Veränderungen angegeben werden muss, sondern dies eine freiwillige Angabe bleibt.

Allerdings soll nach Auffassung der BaFin der Emittent trotzdem tagesaktuell die jeweiligen Stimmrechtsgesamtpositionen an einen Investor kommunizieren können und muss dafür ggf. die entsprechenden Vorkehrungen mit den ausgebenden Banken treffen.

Eine solche Auflage, die den § 26a WpHG wirkungslos werden lässt, ist aus den bereits genannten Gründen (siehe Kommentar zu S. 8 f.) unpraktikabel, kostspielig und erzeugt vermeidbare Rechtsunsicherheit. **Deshalb sollte der letzte Absatz „Unabhängig davon ... ausgebenden Institut zu treffen.“ gestrichen werden.** Für Zwecke der Stimmrechtsmitteilung sollten stattdessen die über die Meldung nach § 26a WpHG bekannt gegebene Gesamtzahl der Stimmrechte am Monatsende ausschlaggebend sein, wie es in § 17 Abs. 4 WpAIV vorgesehen ist.

Zu II. Notwendige Informationen

S. 57: § 30a Abs. 1 Nr. 3 WpHG

Die Regelung statuiert eine Pflicht des Emittenten zur Sicherstellung, dass die Daten der Inhaber von Wertpapieren vor der Kenntnisnahme durch Unbefugte zu schützen sind. Durch die systematisch etwas verunglückte Vorschrift ergeben sich Überschneidungen mit den datenschutzrechtlichen Pflichten nach § 9 Bundesdatenschutzgesetz (bzw. dessen Anlage), deren Überwachung wiederum den Datenschutzaufsichtsbehörden nach § 38 Bundesdatenschutzgesetz obliegt. Möglicherweise könnte es daher zu abweichenden Vorgaben durch die BaFin bzw. die Datenschutzaufsichtsbehörde kommen. Wünschenswert wäre es entsprechend, wenn klargestellt werden könnte, dass dem § 30a Abs. 1 Nr. 3 WpHG Genüge getan ist, wenn bezüglich der Inhaber der Wertpapiere die Vorgaben der datenschutzrechtlichen Vorschriften erfüllt werden.

S. 58: Einberufung der Hauptversammlung

Das jüngst beschlossene Jahressteuergesetz 2009 verlängert in Art. 35 überraschend die Veröffentlichungspflichten in Printmedien nach § 46 Abs. 4 WpHG um weitere 2 Jahre. Daher wäre auch im Leitfaden im Zusammenhang mit § 30b WpHG eine kurze Erwähnung wünschenswert, dass in den Printmedien nach wie vor der Abdruck einer Kurzfassung der HV-Einberufung/-Tagesordnung ausreicht. Einen entsprechenden Hinweis enthält bislang auch schon die BaFin-Internetseite bei den „Häufig gestellten Fragen zu §§ 30a-g WpHG“.

S. 58 f.: Gesamtzahl der Aktien und Stimmrechte

Die BaFin verbietet eine sog. „Nachveröffentlichung“ der Gesamtzahl der Stimmrechte nach der Veröffentlichung der Einberufung, da dies nicht den Anforderungen des § 30b Abs. 1 Nr. 1 WpHG entspreche. Die Norm erfordert eine Gleichzeitigkeit von Einberufung und Bekanntgabe der Gesamtzahl der Stimmrechte jedoch weder nach ihrem Wortlaut noch unter Berücksichtigung der Transparenzrichtlinie.

Nach dem eindeutigen Wortlaut des § 30b Abs. 1 Nr. 1 WpHG ist Gleichzeitigkeit bzw. eine Meldung erforderlich nur bezüglich der Einberufung und der Tagesordnung, denn dort heißt es: „Einberufung ... einschließlich der Tagesordnung“. Da diese Bezugnahme („einschließlich“) für die restliche Aufzählung der Nr. 1 nicht gilt, ergibt sich im Umkehrschluss, dass die Einberufung nicht „einschließlich“ der Gesamtzahl der Stimmrechte veröffentlicht werden muss.

Auch die Transparenzrichtlinie erfordert keine Gleichzeitigkeit, sie ist allgemein gehalten. Sie legt nicht fest, dass der Aktionär über die Gesamtzahl der Aktien und Stimmrechte im Zeitpunkt der Einberufung der HV informiert werden muss. Artikel 17 Abs. 2 a) lautet: „Insbesondere muss der Emittent über Ort, Zeitpunkt und Tagesordnung der Hauptversammlung wie auch über die Gesamtzahl der Aktien und Stimmrechte und die Rechte der Aktionäre bezüglich der Teilnahme an den Hauptversammlungen informieren“. Demgegenüber hat die Aktionärsrechterichtlinie einen ähnlichen Wortlaut wie den des § 30b WpHG. Es scheint so, als hätte der Gesetzgeber mit § 30b WpHG die Aktionärsrechterichtlinie schon vorwegnehmen wollen. Die gegenüber der Transparenzrichtlinie speziellere Richtlinie verlangt jedoch in Art. 5 Abs. 4 lit. b die Angabe der Gesamtzahl der Stimmrechte zum Zeitpunkt der HV spätestens am 21. Tag vor der Hauptversammlung auf ihrer Internetseite, die Aktionärsrechterichtlinie verlangt also ebenfalls keine Gleichzeitigkeit. Der Wortlaut des § 124a AktG-E, der Art. 5 Abs. 4 lit. b umsetzen soll, ist dem des § 30b Abs. 1 Nr. 1 WpHG ähnlich und inhaltlich vergleichbar. Wenn das AktG mit ähnlichem Wortlaut und vergleichbarem Inhalt keine gleichzeitige Veröffentlichung von Einberufung und Gesamtzahl der Stimmrechte verlangt, fragt es sich, weshalb sich eine solche Auslegung zwingend aus dem WpHG ergeben sollte, bzw. eine Nachveröffentlichungen den Anforderungen des § 30b WpHG nicht entsprechen sollte.

Aber auch nach dem Sinn und Zweck der Vorschrift ist eine Gleichzeitigkeit nicht erforderlich, denn die Bedeutung der Mitteilung des Termins und Orts sowie des Gegenstands der HV ist ungleich höher als die Gesamtzahl der Stimmrechte anhand derer der einzelne Aktionär sich seinen möglichen Einfluss auf der HV ausrechnen kann.

Die unbedingte Gleichzeitigkeitsanforderung der BaFin ist dem Informationszweck sogar abträglich, da sie auch aus technischen Gründen, die die BaFin

selbst ausführlicher im Leitfaden zu § 26a WpHG anführt, zu Fehlinformationen führen kann. Bei bedingten Kapitalerhöhungen, z.B. bei Mitarbeiter-Optionsprogrammen, bei denen das Bezugsrecht zu unterschiedlichen Zeitpunkten ausgeübt werden kann, lässt sich die Zahl der im Zeitpunkt der Einberufung vorhandenen Aktien manchmal erst mit einer zeitlichen Verzögerung von einigen Tagen mit Sicherheit feststellen. Der elektronische Bundesanzeiger veröffentlicht zudem die Einberufung der Hauptversammlung aus technischen Gründen nicht am Einreichungstag. Die im Entwurf des Leitfadens vorgeschlagene Lösung, der Emittent solle sich von seinem beauftragten Institut – hier müsste berücksichtigt werden, dass dies durchaus mehrere Institute sein können – den aktuellen Stand der Ausgabe mitteilen lassen, führt zu einer Angabe zum Stand des Einreichungsdatums, nicht aber des Einberufungsdatums selbst. Das bedeutet, dass die Gesellschaft bei Einreichung der Unterlagen beim eBAnz eine zum Zeitpunkt der Einrückung beim eBAnz u.U. veraltete Zahl veröffentlicht oder die Gesamtzahl der Aktien am Tag der Veröffentlichung durch den Bundesanzeiger u.U. erraten muss. Auch wenn § 30g WpHG Anfechtungen u.a. wegen Verletzung des § 30b WpHG ausschließt, so kann die BaFin gem. § 39 Abs. 2 Nr. 5 d) WpHG ein Bußgeld verhängen. Daher sollte sie nichts Unmögliches verlangen und nicht auf der Gleichzeitigkeit der Veröffentlichung bestehen.

Da sich die Auslegung der BaFin ohnehin stark an der Aktionärsrechterichtlinie und dem AktG orientiert – z.B. unter II.3.2.2 bei den Rechten der Aktionäre bezüglich der Teilnahme an der HV mit dem Verweis auf § 125 AktG –, wäre es konsequent, die Veröffentlichungspflicht bezüglich der Gesamtzahl der Stimmrechte entsprechend zu handhaben.

Wir schlagen daher vor, dass die BaFin eine Veröffentlichung, die spätestens am 21. Tag vor der HV beginnt, so wie es Artikel 5 Abs. 4 der Aktionärsrechterichtlinie bestimmt, genügen lässt. Dies hätte den Vorteil, dass keine weiteren Anforderungen durch die Auslegung der Transparenzrichtlinie in Deutschland auf die Emittenten durch eine Börsennotierung in Deutschland hinzukommen, da alle Emittenten der Mitgliedstaaten diese Mindestanforderung ohnehin erfüllen müssen.

S. 63: § 30b Abs. 1 Satz 2 WpHG

Hier wäre eine **Aufzählung der Vorschriften** (oder der Verweis auf einen zu aktualisierenden Link), die nach Auffassung der BaFin eine entsprechende Veröffentlichung im eBAnz i.S.d. Satz 2 vorsehen, wünschenswert, damit im Einzelfall die Frage der „Vollumfänglichkeit“ nicht von jedem Emittenten erneut geprüft werden muss.

S. 63 f.: § 30b Abs. 3 WpHG

Die Auslegung der BaFin verbietet quasi jede Weitergabe von Informationen an Aktionäre trotz deren individueller Zustimmung in elektronischer Form,

wenn die Hauptversammlung nicht zugestimmt hat. Der ELF-E lautet: „Information im Sinne dieser Norm kann jede Mitteilung (sowohl pflichtig als auch freiwillig) eines Emittenten gegenüber dem Aktionär sein.“

Dies benachteiligt insbesondere ausländische Aktionäre, da ein Postversand von Informationen, der ohne Beschluss der HV möglich wäre, in der Regel länger dauert, als im Inland. Genau dies möchte aber die Aktionärsrichtlinie bekämpfen. **Daher ist die Norm restriktiv auszulegen** und umfasst nur rechtlich relevante Informationen des § 30b Abs. 1 und 2 WpHG, die mit der Wahrnehmung der Rechte der Emittenten zu tun haben. **Hier wird um Klarstellung gebeten.**

S. 64 f.: Allgemeines

Bei den Ausführungen zu § 30c WpHG der BaFin wird nicht ganz deutlich, welche Emittenten nach Ansicht der BaFin welche Berichtspflichten treffen. Dies gilt insbesondere für Anleiheemittenten in der Rechtsform der Aktiengesellschaft und GmbH. Hier könnten Beispiele hilfreich sein.

Zu III. Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 37n ff. WpHG

S. 72 ff.: Überwachung von Unternehmensabschlüssen nach §§ 37n ff. WpHG (Enforcement)

Insgesamt sind die Erläuterungen zum „Enforcement“ sehr anschaulich, praxisnah und gut verständlich, so dass sie insbesondere Emittenten, die mit der Materie noch nicht vertraut sind, einen guten Überblick über die relevanten Verfahrensweisen und mögliche Problemkreise geben.

S. 75 f.: Prüfungsabschluss, Fehlerfeststellung

Angeregt wird, die auf Seite 76 vertretene Auffassung der BaFin noch einmal zu prüfen, wonach sich das Unternehmen nicht mit einem Teil der Feststellungen der Prüfstelle einverstanden erklären kann. Es würde eine Vereinfachung des weiteren Verfahrens bei der BaFin sowohl für diese als auch für den geprüften Emittenten bedeuten, sich nur noch mit den Teilen befassen zu müssen, über die Uneinigkeit besteht.

Zu VII. Pflicht zur Finanzberichterstattung (§§ 37v-37z WpHG)

S. 97: Hinweisbekanntmachung (§ 37v Abs. 1 Satz 2 WpHG)

Bei der Hinweisbekanntmachung, wo und wann der Jahresfinanzbericht veröffentlicht wird, lässt die Transparenzrichtlinie den frühest möglichen, aber auch den spätesten Termin offen. Aus Sinn und Zweck der Regelung leitet die BaFin zu Recht ab, dass die Hinweisbekanntmachung vor der Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts zu veröffentlichen ist. Sie legt dabei jedoch sowohl den frühest möglichen als auch den spätest möglichen Termin ohne bzw. ohne überzeugende Argumente fest.

Für den spätesten Veröffentlichungstermin für die Hinweisbekanntmachung legt sie eine Vorlauffrist von einer Woche fest, mit dem Argument, dies sei für einen „informierten Kapitalmarkt“ angemessen, damit möglichst viele Marktteilnehmer von der bevorstehenden Zur-Verfügung-Stellung des Jahresfinanzberichts erfahren können. Diese Auslegung wird der Bedeutung der Hinweisbekanntmachung nicht gerecht. Die Hinweisbekanntmachung ist ein Entgegenkommen des Richtliniengebers in der Durchführungsrichtlinie zur Transparenzrichtlinie, um nicht den Volltext des Finanzberichts europaweit verbreiten zu müssen. Man hat erkannt, dass dies keinen Sinn ergibt, da es zu einer ungeheuren Datenflut führen würde, die ohnehin keine Tageszeitung freiwillig veröffentlicht. Stattdessen wird es als sinnvoller angesehen, eine Mitteilung, dass die Veröffentlichung bevorsteht, ausreichen zu lassen. Darin erschöpft sich bereits die Bedeutung der Hinweisbekanntmachung, denn aus der Mitteilung selbst kann der Kapitalmarkt kaum Informationen schöpfen. Die Transparenzrichtlinie selbst sieht zudem nur die Veröffentlichung des Volltexts selber vor und keine Ankündigung.

Hinzu kommen technische Probleme (z.B. Vorlaufzeiten beim eBAnz), diese Wochenfrist einzuhalten. Denn es ist oberstes Interesse der Gesellschaften, die Berichte selbst so schnell wie möglich den Aktionären zur Verfügung zu stellen. Wenn nun noch eine Mindestfrist zwischen Hinweisbekanntmachung und Veröffentlichung im Internet einzuhalten ist, zögert dies im Zweifel die Veröffentlichung hinaus und damit ist keinem Kapitalmarktteilnehmer geholfen.

Zwar dürfte dies in der Regel keine Probleme aufwerfen, da die Emittenten die Hinweisbekanntmachung schon lange vorab im Finanzkalender veröffentlichen. Jedoch sollte auch der (seltene) Fall berücksichtigt werden, dass ein einmal gefundener Termin wieder verschoben werden muss.

Da der „vorab informierten Kapitalmarkt“ die Wochenfrist nicht braucht und sie u.U. eine Veröffentlichung der Hinweisbekanntmachung hinauszögert, sollte die BaFin daher eine kürzere Zeitspanne genügen lassen.

Für eine zwölfmonatige Maximalfrist zwischen Hinweisbekanntmachung und der Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts werden weder Argumente an-

gegeben, noch sind solche ersichtlich. Bei langfristigen Planungen müsste dann zugewartet werden. Was sollte gegen eine Veröffentlichung von 15 oder 18 Monaten im Voraus sprechen?

Dies sollte jeweils dem Einzelfall überlassen bleiben.

III. Hinweise zu den überarbeiteten Kapiteln des Leitfadens (insbesondere Ad hoc-Mitteilungen)

Allgemeines

Bevor auf die einzelnen Änderungen des überarbeiteten Leitfadentwurfs eingegangen wird, soll - wie in der Einleitung bereits angekündigt - auf unseres Erachtens noch einmal zu überprüfende Ansichten und Erläuterungen in bereits bestehenden und nicht bearbeiteten Kapiteln hingewiesen werden. Bei diesen sehen wir auf Grund von Praxiserfahrungen und neuerer Rechtsprechung noch Klarstellungsbedarf.

Eintrittswahrscheinlichkeit im Sinne von „hinreichender Wahrscheinlichkeit“, § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG

Wie bereits einführend erwähnt, wird eine Auseinandersetzung mit der Auslegung der Insiderinformation im Zusammenhang mit einer hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit im Lichte der neuen BGH-Rechtsprechung vermisst. Zwar befinden sich die Erörterungen zur Definition des Begriffes Insiderinformation in dem Kapitel Insiderüberwachung, der nicht überarbeitet wurde, da er durch die neue Gesetzgebung nicht betroffen wurde. Nichtsdestotrotz würde eine Klarstellung der Verwaltungspraxis zu diesem Thema mehr Rechtssicherheit für die Emittenten bedeuten.

Dies gilt umso mehr, als sich Vertreter der BaFin in Rahmen von Vorträgen und Auskünften dahingehend geäußert haben, dass die BaFin zumindest bei bestimmten Fallkonstellationen bei einer Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50 % von einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG ausgeht. Wir bitten hier die BaFin dringend, diese Auslegung noch einmal zu überdenken, da es in der Praxis stets auf den Einzelfall ankommt und mit guten Gründen ein deutlich höherer Wahrscheinlichkeitsgrad gefordert werden muss.

So setzt sich der BGH-Beschluss vom 25.02.2008 (Az. II ZB 9/07, abgedruckt z.B. in AG 2008, 380 ff.) zur Musterfeststellungsklage rund um die Amtsniederlegung des damaligen Vorstandsvorsitzenden der seinerzeitigen DaimlerChrysler AG im Juli 2005 mit den Grenzen des Wahrscheinlichkeitseintritts auseinander. Zwar findet sich die Annahme einer hinreichenden Wahrschein-

lichkeit bei einer Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% im Leitsatz des BGH-Beschlusses; allerdings wird diese Auffassung im Beschlusstext mit seinen Entscheidungsgründen nicht bestätigt; hier heißt es dagegen ausdrücklich, dass das OLG Stuttgart die Frage nach der anzusetzenden Eintrittswahrscheinlichkeit („hoher Wahrscheinlichkeitsgrad“ nach Assmann in Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 13 Rn. 25 ff. versus „überwiegende Wahrscheinlichkeit“) mit Recht offen gelassen habe (AG 2008, 380, 382). Eine tatsächliche Bejahung der 50 %-Schwelle findet sich hier nicht, so dass für die Verwaltungspraxis nur dringend angeregt werden kann, von dieser Schwelle Abstand zu nehmen. Dem Leitsatz kommt keine rechtlich bindende Wirkung zu, insbesondere da er keine Bestätigung im Beschlusstext findet.

Überzeugend und praxisingerecht ist die Auffassung von Assmann (siehe oben), dass ein zukünftiges Ereignis erst dann hinreichend wahrscheinlich ist, wenn es hoch wahrscheinlich eintritt. Unterhalb dieser Schwelle gehe es um Spekulationen, zu denen sich ein verständiger Anleger – dessen Einschätzung bei der Beurteilung nach dem Willen des Gesetzgebers zu Grunde gelegt werden soll – nicht verleiten lässt. Informationen über nicht hoch Wahrscheinliches benötigt der verständige Anleger nicht (so auch Gunßer, Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei zukunftsbezogenen Sachverhalten, NZG 2008, 855, 858). Es darf daran erinnert werden, dass die Schwelle von knapp über 50% knapp die Schwelle einer Münzwurfwahrscheinlichkeit überschritten hat.

Erst ab einem hohen Wahrscheinlichkeitsgrad ist auch die Gefahr für den Insiderhandel überproportional hoch. Dagegen führen verfrühte, auf unsicherer Grundlage basierende Informationen nur zur Verwirrung des Kapitalmarktes und zu falschen Entscheidungen der Marktteilnehmer; sie beeinträchtigen so die Verteilungsfunktion des Marktes (Gunßer, NZG 2008, 855, 856).

Für die Annahme eines hohen Wahrscheinlichkeitsgrades sprechen auch die weiteren Erläuterungen des BGH-Beschlusses vom 25. Februar 2008, in denen sich der BGH dezidiert mit den einzelnen Geschehnissen rund um den Entscheidungsprozess um die Amtsniederlegung des Vorstandsvorsitzenden auseinandersetzt und eine hinreichende Wahrscheinlichkeit erst zu einem sehr späten Zeitpunkt, nämlich erst nach der Sitzung des Gesamtaufichtsrats am 28. Juli 2005 angenommen hat.

Im Übrigen müssen bei der Auslegung des Begriffs der hinreichenden Wahrscheinlichkeit immer auch die Umstände des jeweiligen Einzelfalles Berücksichtigung finden können, so dass dies auch gegen das „holzschnittartige“ Anlegen einer 50%-Schwelle spricht.

Wir möchten in diesem Zusammenhang darauf hinweisen, dass es für die Praxis ein hohes Maß an Rechtssicherheit bedeutet, wenn die BaFin im Rahmen der Auseinandersetzung mit dieser Thematik ihre künftige Auslegung und damit ihre geplante Verwaltungspraxis im Emittentenleitfaden offen legt und hier auch die erforderliche Einzelfallbetrachtung berücksichtigt. Dies gilt

auch für eine Auseinandersetzung mit weiteren Vorgaben des BGH-Beschlusses zur Ad-hoc-Meldepflicht beim Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds bzw. sog. gestreckten Sachverhalten, weitere Ausführungen hierzu erfolgen unten bei den Erläuterungen zu S. 18, 21 f.

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und Belegschaftsaktien in Zusammenhang mit Insiderüberwachung

- Reale Optionsprogramme

Begrüßt wurde bei Verfassung der ersten Auflage des Leitfadens von der Praxis sehr, dass die BaFin im Wege der teleologischen Reduktion zu der Auffassung kam, dass es sich bei Wertsteigerungsrechten, stock appreciation rights und phantom stocks nicht um Finanzinstrumente im Sinne des § 12 WpHG handelt. Nach wie vor stellen sich allerdings für die Praxis Fragen des Insiderrechts, wenn die Begünstigten bei Beteiligungsprogrammen tatsächlich Aktien des Emittenten erwerben.

Im Hinblick auf eine etwaige Mitteilungspflicht nach § 15a WpHG hat die BaFin den Kreis der erfassten Geschäfte weitgehend dadurch eingeschränkt, dass ein Aktienerwerb auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil im Wege einer teleologischen Reduktion aus dem Anwendungsbereich der Bestimmung herausgenommen wurde. Insofern beschränkt sich der Anwendungsbereich des § 15a WpHG in diesen Konstellationen, so die BaFin in V.2.2 des Leitfadens (S. 49 f. des Leitfadentwurfs), auf die Fälle, in denen ein Beteiligungsprogramm so ausgestaltet ist, dass die Teilnahme den Erwerb von Aktien (über den Markt) voraussetzt oder aber die Veräußerung von Aktien, die im Rahmen eines Beteiligungsprogramms erworben wurden.

Diese einschränkenden Auslegungen der BaFin sind uneingeschränkt zu begrüßen. Die Rechtfertigung für ein solches Vorgehen liegt im Schutzzweck der Transparenzpflichten des WpHG begründet, die darauf abzielen, das Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte zu stärken, so dass konsequenterweise auch nur solche Transaktionen in die Offenlegungspflichten einzubeziehen sind, die einen Kapitalmarktbezug aufweisen (so auch von Dryander/Schröder, WM 2007, 534, 535).

Diese Überlegungen beanspruchen gleichermaßen Geltung für die sich bei realen Options- und Belegschaftsaktienprogrammen ergebenden insiderrechtlichen Fragestellungen. Abgesehen von der – ohne Zweifel an dem Verbot des Insiderhandels zu messenden – Veräußerung von Aktien, die im Rahmen eines Optionsprogramms oder auch eines bloßen Belegschaftsaktienprogramms von Arbeitnehmern erworben wurden, bestehen bei einem realen Optionsprogramm im Hinblick auf das Insiderhandelsverbot zwei relevante Anknüpfungzeitpunkte:

-
- die Erklärung der Teilnahme an dem Programm bzw. die Zuteilung der Optionsrechte,
 - die Ausübung der Optionsrechte nach Zuteilung.

Bei dem ersten Anknüpfungspunkt könnte ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot allenfalls darin liegen, dass der betreffende Mitarbeiter zum Zeitpunkt der Erklärung der Teilnahme an dem Programm über eine Insiderinformation verfügt und die so begründete "Verwendung" der Insiderinformation im Zeitpunkt der Zuteilung der Optionen noch fortwirkt (vgl. Dryander/Schröder, WM 2007, 534, 537). Je nachdem, wie lange der Zeitraum zwischen Teilnahmeerklärung und Zuteilung der Optionen ist, ist eine solche Argumentation bereits vom Sachverhalt her fragwürdig. Abgesehen davon kann der Mitarbeiter im Falle eines Optionsprogramms selbst bei Kenntnis einer Insiderinformation regelmäßig überhaupt nicht absehen, wie sich die Umstände zum (erstmaligen) Ausübungszeitpunkt der Option darstellen werden. Insofern geht der Vorwurf des Verwendens von Insiderinformationen an dem zu beurteilenden Lebenssachverhalt vorbei. Aber auch unabhängig von den tatsächlichen Umständen fehlt es hier am Kapitalmarktbezug, der das Verbot des Insiderhandels rechtfertigt, denn das Rechtsgeschäft findet im Verhältnis zur Gesellschaft selbst statt, so dass sich auch ein Mitarbeiter, der über Insiderinformationen verfügt, keinen Wissensvorsprung gegenüber anderen Kapitalmarktteilnehmern in zu beanstandender Weise zunutze machen kann. **Ange-regt wird daher, dass die BaFin im Zuge der Überarbeitung des Emittentenleitfadens auch die Ausführungen zur Verwendung von Insiderinformationen unter Ziffer III.2.2.1.3 des aktuellen Leitfadens in diesem Sinne überarbeitet.**

Im Hinblick auf den zweiten Anknüpfungspunkt erkennt die BaFin immerhin an, dass es an einem Verwenden der Insiderinformation fehlt, wenn dem Mitarbeiter die Aktien nach Ablauf des Programms "automatisch" in sein Depot eingebucht werden.¹ Dann ist allerdings auch keine andere Beurteilung gerechtfertigt, wenn der Mitarbeiter die Option aktiv ausüben muss. Denn maßgebend für diese Entscheidung wird allein sein, ob die Option im Geld ist oder nicht. Insiderrechtliche Fragen stellen sich vielmehr erst zu dem Zeitpunkt, zu dem der Mitarbeiter die so erworbenen Aktien veräußert, denn dann ist auch das Vorliegen des erforderlichen Kapitalmarktbezugs nicht mehr fraglich. Der Vorwurf des Insiderhandels wäre beispielsweise dann begründet, wenn der Mitarbeiter nach Ausübung einer ihm gewährten Option die Aktien sofort über die Börse veräußert, weil er Kenntnis von einer negativen Insiderinforma-

¹ Anmerkung: Soweit die BaFin an dieser Stelle auch die Überweisung von Gewinnen aus virtuellen Optionsprogrammen erwähnt, nehmen wir hier ein Redaktionsversehen an, da die BaFin in dem 2005 verabschiedeten Emittentenleitfaden davon ausgeht, dass solche Programme bereits nicht unter die Definition der Finanzinstrumente in § 12 WpHG fallen.

tion hat. **Angeregt wird hier die Klarstellung, dass allein die aktive Ausübung der Option kein insiderrechtlich relevantes Verhalten darstellen kann.**

- Belegschaftsaktien

Diese Erwägungen sind auch bei reinen Belegschaftsaktienprogrammen heranzuziehen. Bei lebensnaher Würdigung des Sachverhalts ist hier entscheidend, dass der Aktienerwerb regelmäßig zu vergünstigten Konditionen erfolgt, sei es über einen gegebenenfalls steuerlich motivierten Abschlag oder durch die zusätzliche kostenfreie Zuteilung von Bonus-Aktien. Selbst wenn ein Mitarbeiter zum Zeitpunkt der Teilnahme an dem Belegschaftsaktienprogramm über Insiderinformationen verfügen sollte (was auch nach Auffassung der BaFin in vielen Fällen von vornherein nicht der Fall sein wird, vgl. Ziffer III.2.2.1.3 der aktuellen Fassung des Leitfadens), dürften die vorgenannten Umstände solche Informationen regelmäßig vollständig überlagern. Die Motivation für den Aktienerwerb liegt also in der Sicherung steuerlicher oder sonstiger Vergünstigungen und nicht in der Verwendung von Insiderinformationen. Insbesondere bei Belegschaftsaktienprogrammen mit Haltefrist für die erworbenen Aktien verhält es sich im Ergebnis nicht anders als bei einem Optionsprogramm, bei dem die Zuteilung der Aktien bei Ablauf der bestimmten Fristen automatisch erfolgt.

Zudem sind typische Belegschaftsaktienprogramme regelmäßig nicht auf Aktienerwerbe "in großem Stil" gerichtet sind, so dass auch dieser Aspekt – in der Gesamtschau mit der von dem Gesetzgeber beabsichtigten generellen Privilegierung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (vgl. insofern den jüngsten Entwurf eines Gesetzes zur steuerlichen Förderung der Mitarbeiterkapitalbeteiligung) – dafür spricht, das Insiderhandelsverbot einer teleologischen Reduktion zu unterziehen, ähnlich wie es die BaFin für die Mitteilungspflichten nach § 15a WpHG unter Ziffer V.2.2 des Leitfadens (S. 49 des Leitfadentwurfs) vertritt. **Daher wird angeregt klarzustellen, dass die Teilnahme an Belegschaftsaktienprogrammen generell kein insiderrechtlich relevantes Verhalten darstellen kann.** Dies würde auch den Verwaltungsaufwand der Emittenten bei der Administration dieser Programme erheblich reduzieren.

I. Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG

S. 5 ff.: Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht (Adressaten der Verpflichtung)

Soweit Erläuterungen zum **Inlandsemittenten** und seinen Ausnahmen auf S. 6 ff. erfolgen, regen wir eine **erneute Prüfung der BaFin** an, ob die Auslegung den Regelungen der Marktmissbrauchsrichtlinie entspricht. Die Marktmissbrauchsrichtlinie, insbesondere Art. 10 lit. a) wurde durch die Transparenzrichtlinie nicht aufgehoben. Art. 10 lit. a) weist den Mitgliedstaaten die Verantwortung für die Überwachung der von ihr geregelten Anforderungen zu und knüpft die Zuständigkeit insbesondere an die Zulassung im Inland.

Auch § 5 WpAIV enthält entsprechende inhaltliche Anforderungen noch. Die Transparenzrichtlinie beschäftigt sich auch hinsichtlich Ad-hoc-Mitteilungen eher mit dem Regime der europaweiten Verbreitung.

Dass Art. 10 lit. a) der Marktmissbrauchsrichtlinie durch die Transparenzrichtlinie nicht aufgehoben wurde, ist offensichtlich auch die Auslegung der Financial Services Authority (FSA) in Großbritannien. Das Handbuch der FSA knüpft die Anwendbarkeit der britischen Disclosure und Transparency Rules, die sich auf „Disclosure and control of inside information by issuers“ beziehen, immer noch an die Zulassung im United Kingdom², während für Finanzberichte etc. das Herkunftsmitgliedstaatsprinzip der Transparenzrichtlinie übernommen wurde³.

Das Verbot der BaFin (S. 11) für Emittenten, die keine Inlandsemittenten sind, eine Insiderinformation im Rahmen einer Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen, steht zur Auslegung der FSA in krassem Widerspruch.

Hier stellt sich insbesondere für Emittenten aus dem europäischen Ausland mit Zweitnotierung in Deutschland die Frage, welcher Auslegung sie zu folgen haben. Es besteht die Gefahr, dass sie die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung wegen des Verbots der BaFin unterlassen. Sie könnten sich dann in einem gerichtlichen Schadensersatzprozess dem Vorwurf aussetzen, eine Ad-hoc-Mitteilung zu Unrecht unterlassen zu haben. Es sei darauf hingewiesen, dass § 37b WpHG nicht auf die Eigenschaft als Inlandsemittent, sondern auf die Zulassung zum Handel an einer inländischen Börse abstellt.

Zur Darstellung des **Herkunftsstaatsprinzips** kann das Schaubild mit dem Prüfungsschema auf S. 10 nicht nachvollzogen werden. Verweise von Zulassung zu Zulassung z.B. sind wenig verständlich. Hier wird angeregt, dies noch einmal zu überprüfen und gegebenenfalls übersichtlicher zu gestalten.

Soweit auf S. 11 der **Begriff der Finanzinstrumente** erläutert wird, wird im letzten Satz des Absatzes nicht ganz verständlich, wer dann meldepflichtig für die Insiderinformation sein soll bzw. dass der Emittent des Derivats nur für Insiderinformationen meldepflichtig ist, die das Derivat betreffen. Dies wird auf S. 14 im mittleren Absatz deutlich, sollte aber schon bei der ersten Erwähnung des Punktes klargestellt werden.

² Einleitung: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/1/1>, Inside Information im Speziellen: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/2/2>.

³ Vgl. <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/4>.

S. 18 f., 21 f.: Mehrstufige Entscheidungsprozesse/ Wechsel von Organmitgliedern

Wie bereits angesprochen, wird bei diesen Punkten eine Auseinandersetzung mit dem BGH-Beschluss vom 25.02.2008 (Az. II ZB 9/07, AG 2008, 380 ff.) vermisst. Der BGH setzt sich hier neben seinen Ansichten zur Auslegung des Begriffes der hinreichenden Wahrscheinlichkeit im Sinne von § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG auch damit auseinander, ab wann im Falle der noch ausstehenden Befassung des Gesamtaufsichtsrates erst von dem erforderlichen Konkretisierung der Eintrittswahrscheinlichkeit ausgegangen werden konnte. Er kommt zu dem Ergebnis, dass bis zum Aufsichtsratsbeschluss vom 28. Juli 2005 seiner Ansicht nach aus einer ex-ante Sicht noch offen war, ob der Aufsichtsrat die vom Aufsichtsratsvorsitzenden vorgeschlagene Lösung auch billigen würde. Hierbei zeigt er die noch bestehenden Unwägbarkeiten auf, wie z.B. dass aus der Tatsache, dass der Gesamtaufsichtsrat zuvor immer den Beschlussempfehlungen seines Vorsitzenden gefolgt sei, kein Automatismus in Hinblick auf zukünftiges Abstimmungsverhalten abgeleitet werden könne (AG 2008, 380, 383). Auch die Tatsache, dass es in einem mitbestimmten Aufsichtsrat bei einer Mitgliederzahl von 20 Personen bei der Nachfolgeregelung des Vorstandsvorsitzenden automatisch zu einer 2/3-Mehrheit kommen wird, sieht der BGH für verständige Anleger als nicht vorhersehbar an.

Es wird zur Gewinnung von mehr Rechtssicherheit und Rechtsklarheit darum gebeten, in der Überarbeitung des Leitfadens diese Argumentationen zu berücksichtigen und die Grundgedanken dieser Rechtsprechung zu übernehmen.

Soweit die BaFin auf S. 17 f. weiterhin bei ihrer Auslegung bleibt, dass spätestens mit der Entscheidung des Geschäftsführungsorgans eine Insiderinformation und damit eine Veröffentlichungspflicht vorliegt, **wird um eine Klarstellung gebeten, dass die Befreiungsregelung grundsätzlich auch dann eingreift, wenn der Aufsichtsrat die Gesellschaft gegenüber Vorstandsmitgliedern vertritt**, etwa bei ihrer Bestellung bzw. Abberufung (vgl. § 112 AktG). Da der Aufsichtsrat in diesen Fällen originär zur Entscheidung berufen ist, sollten die gleichen Grundsätze gelten wie für Entscheidungen des Vorstands, für die keine Zustimmung des Aufsichtsrats erforderlich ist. In den meisten Fällen liegt daher eine kurserhebliche Information erst mit der Entscheidung des Aufsichtsrats selbst vor. Für den Fall, dass ausnahmsweise im Vorfeld einer Aufsichtsratsentscheidung vorhersehbar sein sollte, wie die Entscheidung ausfällt, kann bis zu der Entscheidung die Selbstbefreiung in Anspruch genommen werden.

S. 18: Konkurrenz zu anderen Transparenzvorschriften

Angesprochen werden soll im Zusammenhang mit den anderen Transparenzvorschriften der Erwerb von Aktienpaketen unterhalb der Kontrollschwelle. Hier ist fraglich, ob den Emittenten neben der Verpflichtung zur Veröffentlichung einer eingegangenen Stimmrechtsmitteilung nach § 26 WpHG oder zu

einem früheren Zeitpunkt auch die Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung treffen kann. Als Auslegungsleitlinie, ab wann ein solcher zukünftiger Umstand eine Insiderinformation im Sinne von § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG ist, die den Emittenten unmittelbar betrifft, so dass von einer Ad-hoc-Pflicht ausgegangen werden kann, sollte herangezogen werden, inwieweit der Emittent in die Vorbereitungen des neuen Investors eingebunden ist. Beim außerbörslichen Paketerwerb sollte dabei klargestellt werden, dass aus Sicht des Emittenten eine Ad-hoc-Pflicht erst entstehen kann, wenn er positiv und sicher weiß, dass der Anteilseignerwechsel verbindlich vereinbart ist. Dem Emittenten ist es nämlich nicht möglich, eine Prognose über Rechtsgeschäfte zwischen Dritten anzustellen.

Noch restriktiver sollte die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei Aktienerwerben über die Börse beurteilt werden, bei denen die Gesellschaft in keiner Weise involviert ist. In dieser Fallkonstellation dürfte eine Ad-hoc-Pflicht grundsätzlich ausscheiden. **Es wird um Klarstellung dieser beiden Punkte gebeten.**

S. 18 f.: Verhältnis Ad-hoc-Publizität zur Regelpublizität

S. 19: Geschäftsergebnisse

Auf S. 18 unten findet sich der Satz „Daher können Geschäftsvorfälle, sofern es sich um Insiderinformationen handelt, schon vor der Veröffentlichung im Rahmen der Regelpublizität die Ad-hoc-Publizität auslösen. Gleiches gilt für Geschäftsergebnisse.“ Zunächst stellt sich die Frage, warum – wenn schon vom Vorliegen einer Insiderinformationen ausgegangen wird, hier nur von „können“ ausgegangen wird, und nicht eine Veröffentlichungspflicht angenommen wird, für die dann möglicherweise ein Selbstbefreiungsgrund vorliegen wird.

Zum Thema Ad-hoc-Pflicht und Regelpublizität wird zudem auf den Beitrag von Cahn/Götz, Ad-Hoc-Publizität und Regelberichterstattung, ILF Working Papers Series No. 59, 03/2007 verwiesen. Diese gehen mit guten Gründen davon aus, dass zumindest bei unmittelbarem Bestehen des Termins für die im Finanzkalender vorgesehene Berichterstattung das Interesse des Emittenten an einem Aufschub der Veröffentlichung im Wege der Selbstbefreiung regelmäßig das Interesse des Kapitalmarkts an sofortiger Veröffentlichung überwiegen kann. Abgestellt wird hier u.a. auf das Interesse der Emittenten an effektiver und verlässlicher Öffentlichkeitsarbeit, die allen Marktteilnehmern gleichermaßen zu gute kommt. Durch einen Aufschub der Veröffentlichung um wenige Tage wird das Interesse des Kapitalmarkts an sofortiger Offenlegung in der Regel wenig berührt. Vielmehr wird bei frühzeitiger Offenlegung vor dem offiziellen Termin befürchtet, dass es zu Informationsasymmetrien zugunsten von professionellen Investoren und zulasten von Kleinanlegern kommen könnte.

Es wird deshalb angeregt, dass die BaFin diese überzeugende und sehr praxisnahe Argumentation in ihren Ausführungen übernimmt, zumindest aber kommentiert.

Weiterhin heißt es, dass eine Veröffentlichungspflicht bei Geschäftsergebnissen entsteht, sobald die betreffende Information dem Vorstand oder dem sonst für die Veröffentlichung nach § 15 WpHG Verantwortlichen des Unternehmens zur Verfügung steht. Hier sollte klargestellt werden, dass die Information dem Vorstand erst dann zur Verfügung steht, wenn sie gesichert und auf vollständiger Tatsachengrundlage eine Einschätzung zur Kurserheblichkeit möglich ist. So kann es z.B. erforderlich sein, dass gegenläufige Effekte zu berücksichtigen sind, die die Kurserheblichkeit der einen Information bei einer Gesamtbetrachtung wieder aufheben bzw. ohne deren gleichzeitige Veröffentlichung der Markt in die Irre geleitet würde. So ist bei der Annahme zur Veröffentlichungspflicht von einzelnen Ereignissen im Rahmen von Geschäftsergebnissen darauf hinzuweisen, dass es in der Geschäftspraxis durchaus auftreten kann, dass beim Auftreten einzelner negativer Nachrichten auch „aufwiegende“ positive Ergebnisse/Ereignisse zu Tage treten. Gibt es solch ein Ereignis, das den negativen Effekt der ersten Nachricht aufwiegt, so würden sich die Nachrichten quasi aufheben, ohne dass eine Ad-hoc-Pflicht bestünde.

Es wird angeregt, dass die BaFin diese Konstellation in ihren Leitfaden übernimmt, indem sie klarstellt, dass „die Summe aus verschiedenen Informationen“ (2. Absatz, 1. Zeile) auch Ereignisse mit Wirkung in unterschiedlichen Richtungen umfassen kann, so dass eine Ad-hoc-Pflicht entfällt.

Ferner heißt es im sechsten Absatz auf S. 19, dass das Unternehmen insbesondere in den Fällen, in denen noch ein weiteres Organ oder Gremium (Aufsichtsrat, Aufsichtsratsausschuss) in die endgültige Bewertung der Geschäftszahlen eingebunden ist, prüfen kann, ob die Voraussetzungen für einen Aufschub von der Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 Abs. 3 WpHG vorliegen. Inzwischen enthält der Deutsche Corporate Governance Kodex in Ziffer 7.1.2 die Empfehlung, dass Halbjahres- und etwaige Quartalsfinanzberichte vom Aufsichtsrat oder seinem Prüfungsausschuss vor der Veröffentlichung mit dem Vorstand erörtert werden sollen. Vor diesem Hintergrund dürfte eine Selbstbefreiung nunmehr grundsätzlich bis zur Erörterung des betreffenden Finanzberichts mit dem Aufsichtsrat zulässig sein, sofern der Emittent nicht nach § 161 AktG eine Abweichung von dieser Empfehlung in seiner Entsprechenserklärung erklärt. **Ein Hinweis auf Ziffer 7.1.2 DCGK sollte im Rahmen der Überarbeitung in den Emittentenleitfaden aufgenommen werden.**

Ferner wird angeregt **klarzustellen**, dass sich die Selbstbefreiung regelmäßig auch auf andere Informationen erstrecken lässt, die mit den kurserheblichen Informationen des betreffenden Finanzberichts in engem sachlichen Zusammenhang stehen und daher im Sinne einer guten Corporate Governance ebenfalls mit dem Aufsichtsrat oder seinem Prüfungsausschuss erörtert werden sollten. Hierzu zählt z.B. eine Korrektur der Gewinnprognose (sog. Gewinn-

warnung), weil eine hinreichende Tatsachengrundlage für die Änderung einer Prognose regelmäßig erst mit Aufstellung des relevanten Zahlenwerks gegeben ist und ohne gleichzeitige Veröffentlichung mit diesem nicht nachvollziehbar wäre (siehe hierzu auch nachfolgende Erläuterungen zu Prognosen).

S. 19 f.: Prognosen

Zunächst wird um Klarstellung gebeten, dass über den Zeitpunkt, ab wann eine möglicherweise ad-hoc-pflichtige Prognose besteht, eine Entscheidung des Vorstands vorliegen muss. Alleine die **Annahmen und Szenarienberechnungen von Fachabteilungen sind noch keine potentiell ad-hoc-pflichtigen Prognosen**. Dies würde eine unkontrollierbare Meldepflicht auslösen und wäre völlig praxisfern.

Zur möglichen Ad-hoc-Meldepflicht von Prognosen sei darauf hingewiesen, dass auch nach bisheriger Rechtsauffassung der BaFin der Eintritt des prognostizierten Ereignisses hinreichend wahrscheinlich sein muss, d.h. der Emittent muss seine Prognosen aufgrund konkreter Anhaltspunkte für den weiteren Geschäftsverlauf erstellen. Die Änderung des Ausblicks für das Geschäftsjahr ist eine Änderung einer einmal abgegebenen Prognose. Eine solche Änderung darf ebenfalls nur auf der Grundlage konkreter Anhaltspunkte erfolgen. Erforderlich ist, dass die Anhaltspunkte so konkret sind, dass sie eine "belastbare" Einschätzung, ob die Prognose aufrecht erhalten werden kann, überhaupt ermöglichen. Andernfalls würde der Emittent auf unsicherer Tatsachengrundlage eine aufgrund der Natur der Sache ohnehin schon mit Unsicherheiten behaftete Prognose in ihrem Aussagewert noch weiter verwässern. Dies spricht dafür, dass eine Änderung des Ausblicks zunächst voraussetzt, dass der Emittent nicht nur Anzeichen dafür hat, dass der Ausblick nicht mehr gehalten werden kann, sondern dass er alle für die Beurteilung der Sachlage benötigten Informationen fundiert und nachvollziehbar zur Verfügung hat. Hierzu zählen in erster Linie belastbare Geschäftsergebnisse für den abgelaufenen Berichtszeitraum. Deshalb sprechen ganz überwiegende Gründe dafür, dass für eine Änderung des Ausblicks, insbesondere im Falle einer Gewinnwarnung, eine Insiderinformation erst dann vorliegt, wenn aufgrund eines konkreten (wenn auch möglicherweise in Einzelheiten noch vorläufigen) Zahlenwerks erkennbar und folglich mit hinreichender Sicherheit prognostizierbar ist, dass der gegebene Ausblick nicht gehalten werden kann. **Daher wird eine Klarstellung der BaFin im Rahmen des Emittentenleitfaden angeregt, dass hinreichende Tatsachengrundlage für die Änderung einer Prognose zu zukünftigen Geschäftsergebnissen regelmäßig erst mit Aufstellung des relevanten Zahlenwerks gegeben ist und auch erst dann eine Veröffentlichungspflicht entsteht.**

Zu dem dritten Absatz auf Seite 20 „Es dürfte sich empfehlen...“ wird um den klarstellenden Zusatz gebeten, dass es sich bei dieser Empfehlung nicht **um eine Stellungnahmepflicht** handelt.

Soweit im vierten Absatz auf Seite 20 neuerdings von einer Ad-hoc-Meldepflicht bei Abweichungen von Markterwartungen ausgegangen wird, so ist dies als praxisfern abzulehnen. Es kann nicht sein, dass Emittenten bei unterjährigen Geschäftszahlen in Erfüllung ihrer Prognosen eine geänderte Markterwartung, die von äußeren Einflüssen und gegebenenfalls auch auf falschen Voraussetzungen beruht, kommentieren müssen. Abgesehen davon muss darauf hingewiesen werden, dass es keine einheitliche Markterwartung gibt. Vielmehr besteht das Wesen des Marktes gerade darin, dass sehr unterschiedliche Erwartungen gehandelt werden. Bei **Markterwartungen handelt es sich nicht um Emittenten unmittelbar zuzurechnende Informationen, so dass ein Abweichen von diesen keine Ad-hoc-Pflicht auslösen kann.**

S. 22: Verwaltungs- und Gerichtsverfahren

Es ist als kritisch anzusehen, dass im Einzelfall eine Ad-hoc-Pflicht vor Ausgang von Verwaltungs- und Gerichtsprozessen für den Emittenten bestehen soll. So ist es für den Ablauf des Verfahrens und das Verhältnis des Emittenten zum entscheidenden Gericht wenig förderlich, wenn während des Prozesses eine Ad-hoc-Meldung des Emittenten z.B. mit dem Inhalt erfolgt, dass dieser von einem für ihn positiven Prozessausgang ausgehe, obwohl die Entscheidung noch nicht erfolgt ist. Dies käme einer Präjudizierung der unabhängigen Gerichte gleich. Dabei ist auch das Abstellen auf Maßnahmen wie die Bildung von Rückstellungen wenig glücklich. Aus der Bildung von Rückstellungen kann nicht notwendigerweise ein Rückschluss auf die tatsächlichen Prozessrisiken gezogen werden kann, da sich die Verpflichtung zur Bildung von Rückstellungen aus dem bilanziellen Vorsichtsprinzip ergibt. So erfolgt die Bildung von Rückstellungen in der Regel bereits bei offenem Prozessausgang und ist damit keine aussagekräftige Maßnahme. Eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung könnte zudem dazu führen, dass der Kapitalmarkt falsche Rückschlüsse aus einer solchen Veröffentlichung zieht und sich zugleich auch die Verhandlungsposition gegenüber dem Prozessgegner verschlechtert.

Hier wird darum gebeten, diese Fallkonstellationen noch einmal zu prüfen und die Ad-hoc-Meldepflicht – wenn überhaupt – für engere Konstellationen vorzusehen. Dies gilt zumal, da Gerichtsöffentlichkeit besteht. Gerade bei aussagekräftigen Verhandlungstagen in „spektakulären“ Prozessen, bei denen von kursorheblichen Ergebnissen ausgegangen werden, gibt es eine umfangreiche und weit verbreitete Presseberichterstattung.

Zudem wird um **Klarstellung** gebeten, dass die Einleitung bzw. Androhung eines Gerichtsverfahrens mit ungewissem Ausgang für sich genommen noch nicht als kursbeeinflussende Information anzusehen ist, und zwar unabhängig von der Höhe vorgerichtlich behaupteter Ansprüche.

S. 22: Erhebliche außerordentliche Erträge / Aufwendungen

In der Auflistung der möglichen ad-hoc-pflichtigen außerordentlichen Erträge und Aufwendungen werden im vierten Spiegelstrich „Erträge/Aufwendungen aufgrund des Ausgangs eines für das Unternehmen existentiellen Prozesses“ genannt. Die Einschränkung auf „existentielle“ Prozesse kann hier nicht nachvollzogen werden und wird als missverständlich erachtet, gerade auch vor der - kritisierten - Verpflichtung, möglicherweise Ad-hoc-Meldungen zu Gerichtsverfahren veröffentlichen zu müssen.

S. 22 ff.: Mergers & Acquisitions

Die Ausführungen auf S. 22 ff., die inhaltlich den bisherigen Ausführungen des Leitfadens entsprechen, erwecken den Eindruck, als ob die Prüfung des Vorliegens einer Insiderinformation primär auf der Grundlage jeder einzelnen Entscheidungsstufe zu erfolgen habe. Ein solches Vorgehen bei der Prüfung des Vorliegens einer Insiderinformation für jede Zwischenstufe einer M&A-Transaktion ist nicht zielführend und geht an der Realität solcher Prozesse vorbei. Zwar ist auch hier die hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit für das Vorliegen einer Insiderinformation zu prüfen, letztlich kommt es aber allein auf die Wahrscheinlichkeit an, ob die Transaktion als zukünftiger Umstand zustande kommt und nicht, ob bereits Zwischenstufen auf dem Weg bis zum Zustandekommen der Transaktion eine Insiderinformation darstellen könnten.

Kursrelevanz hat aus der Sicht des verständigen Anlegers regelmäßig nur das Zustandekommen der Transaktion als solcher, nicht aber beispielsweise die zur Zufriedenheit der Beteiligten durchgeführte Due Diligence oder ein irgendwie fortgeschrittener Verhandlungsstand. Insofern kann die Frage immer nur sein, ob – unter Würdigung und in einer Gesamtschau aller Zwischenstufen des Transaktionsprozesses – eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen der Transaktion besteht oder (noch) nicht. Dass dies die richtige Perspektive ist, zeigt sich auch an den beiden Regelbeispielen, die § 6 WpAIV für das Vorliegen berechtigter Interessen des Emittenten für eine Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG enthält: die Frage, ob die Beeinträchtigung laufender Vertragsverhandlungen oder das Ausstehen einer Gremienentscheidung, von der die Wirksamkeit eines geschlossenen Vertrags abhängt, einen Aufschub der unverzüglichen Veröffentlichung rechtfertigen, kann sinnvoll nur beantwortet werden, wenn der angestrebte Abschluss der Transaktion in den Blick genommen wird.

Demnach sollte klargestellt werden, dass das Vorliegen einer Insiderinformation bei Fortschreiten des Transaktionsprozesses im Wege einer Gesamtschau kontinuierlich zu hinterfragen ist, ohne den Transaktionsprozess in künstliche Zwischenstufen zu zerlegen.

Im Übrigen wird zu der Frage der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit im Sinne des § 13 Abs. 1 Satz 3 WpHG auf die Vorbemerkungen zum III. Teil verwiesen, die auch für den M&A-Prozess gelten sollen.

Weiterhin wird bei den Ausführungen zur Ad-hoc-Pflicht im Rahmen von M&A-Prozessen daher auch angeregt **klarzustellen** (im Gegensatz zu den bisherigen Ausführungen in Absatz sechs auf S. 23 des Leitfadentwurfs), dass eine Insiderinformation nicht unbedingt vorliegen muss, wenn die Essentialia des Vertrages wie der Kaufpreis feststehen. Weitere Nebenbedingungen wie beispielsweise die Verpflichtung einer kompletten Haftungsübernahme können das Geschäft noch immer zum Scheitern bringen. Auch das exklusive Verhandeln mit nur einem Vertragspartner ist noch mit vielen Unwägbarkeiten verbunden. **Auch hier sollte noch einmal der Hinweis erfolgen, dass es auf die Entscheidung im Einzelfall ankommt.**

Sollte es zu Überarbeitungen in diesem Bereich kommen, wird angeregt, diesen Abschnitt mit dem Abschnitt "Mehrstufige Entscheidungsprozesse" im Kapitel Insiderüberwachung (Ziffer III.2.1.1.1 des Emittentenleitfadens Stand Juli 2005) abzustimmen.

S. 24 f.: Befreiungsregelungen

Neu aufgenommen wurde in der Überarbeitung des Leitfadens auf S. 24 im fünften Absatz der Hinweis, dass die BaFin davon ausgehe, dass für die Selbstbefreiung ein Beschluss des geschäftsführenden Vorstands herbeizuführen sei.

Es wird angeregt, diesen Hinweis zu streichen, da er praxisfern ist. Gerade bei größeren Emittenten wird die Entscheidung des Vorstands über die Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen und damit auch die Entscheidung über einen möglichen Aufschub durch Selbstbefreiung oftmals an ein vom Vorstand eingesetztes „Ad-hoc-Gremium“ delegiert, so dass ein solcher formaler Beschluss eine ausufernde Befassung des geschäftsführenden Vorstands bedeuten würde. Eine solche Delegation dient letztlich auch einem effektiven Monitoring, da ein solches Gremium regelmäßig flexibler Beschlüsse fassen kann als der Gesamtvorstand eines Unternehmens.

Zudem ist das Erfordernis eines Vorstandsbeschlusses nicht aus dem Gesetz ableitbar. Der Suspensiveffekt des § 15 Abs. 3 WpHG setzt nicht den Formalakt einer eigenverantwortlichen Entscheidung des Leitungsorgans des Emittenten voraus. Das vor Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes geltende Verbot mit Erlaubnisvorbehalt ist gerade zur Entlastung der Aufsichtsbehörde in ein System der Legalausnahme umgestaltet worden. Für eine Befreiung kraft Gesetzes spricht klar und eindeutig der Wortlaut des § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG. Zwar mag es ratsam sein, eine aktive Entscheidung auf Grundlage einer sorgfältigen Prüfung herbeizuführen. Daraus ist jedoch nicht der Schluss zu ziehen, dass eine Selbstbefreiung nicht auch kraft Gesetzes

eingreifen kann, wenn eine aktive Entscheidung ausnahmsweise unterblieben ist (in diesem Sinne z.B. auch Versteegen in Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 15 Rn. 166 ff.). Diese Frage ist derzeit auch Gegenstand eines Gerichtsverfahrens (OLG Stuttgart, 20 Kap 1/08), in dessen Verlauf sich der erkennende Zivilsenat (vorläufig) für eine Selbstbefreiungswirkung kraft Gesetzes ausgesprochen hat. Um insoweit einen möglichen Widerspruch zwischen dem Emittentenleitfaden als norminterpretierender Verwaltungsvorschrift und der Rechtsprechung zu vermeiden, sollte der Emittentenleitfaden in diesem Punkt nicht geändert werden.

S. 25 f.: Berechtigtes Interesse

Im letzten Absatz auf S. 26 findet sich neuerdings der Klarstellungshinweis: „Dem entsprechend sollte bei Vorliegen einer Insiderinformation nicht die nächste turnusmäßige Sitzung des Aufsichtsrates abgewartet werden, sondern der Beschluss sobald als möglich, ggf. auch im Umlaufverfahren, herbeigeführt werden.“ **Es wird darum gebeten, den zweiten Halbsatz ab „sondern...“ zu streichen.** Gerade der Verweis auf ein mögliches Umlaufverfahren wird als kritisch angesehen, da dies als wenig geeignet für die Beschlussfassung über solch sensible Themen angesehen wird. Zudem bestehen bei schriftlichen Umlaufverfahren eher Bedenken hinsichtlich der Wahrung der Vertraulichkeit, da hier durch die Schriftform mehr Personen zu den Informationen haben könnten.

Im letzten Absatz auf S. 26 des Emittentenleitfadens sollte zudem klar gestellt werden, dass dieser Zusatz nicht die Regelberichterstattung betrifft. In der Praxis kann die Selbstbefreiung in Bezug auf Geschäftsergebnisse regelmäßig bis zur geplanten turnusmäßigen Aufsichtsrats- bzw. Ausschusssitzung aufrecht erhalten werden, da der Zeitplan für diese Sitzungen üblicherweise eng mit dem Zeitplan für die Abschlusserstellung abgestimmt wird..

S. 26: Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Begrüßt wird die Klarstellung der BaFin am Ende des ersten Absatzes auf S. 27; hier wurde der praxismgerechte Hinweis aufgenommen, dass die BaFin das Verfolgen einer „no comment policy“ im dort genannten Zusammenhang nicht als Irreführung ansieht.

S. 27: Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation

Zu begrüßen ist ebenfalls, dass die BaFin an der Aussage festhält, dass der Emittent die Selbstbefreiung auch bei Auftreten von Gerüchten fortsetzen kann, wenn die Gerüchte nicht auf eine dem Emittenten zuzurechnende Vertraulichkeitslücke zurückzuführen sind.

In praktischer Hinsicht dürfte sich an dieser Stelle insbesondere die Frage stellen, auf welcher Seite die Beweislast für das (Nicht-)Vorliegen der Vertraulichkeitslücke liegt. Genügen müsste, dass der Emittent nachweist, dass er im

Rahmen des üblichen Geschäftsgangs alle erforderlichen Maßnahmen (ordnungsgemäße Führung des Insiderverzeichnisses, Belehrung der involvierten Mitarbeiter, etc.) getroffen hat, um die Vertraulichkeit sicherzustellen. Insbesondere kann nicht gefordert werden, dass der Emittent den Nachweis erbringt, die Verbreitung des Gerüchts sei durch einen ihm nicht zurechenbaren Dritten erfolgt, denn ein solcher Beweis einer negativen Tatsache wird dem Emittenten regelmäßig gar nicht möglich sein. **Ein entsprechender Klarstellungshinweis an dieser Stelle wäre für die Emittenten wünschenswert.**

S. 31 f.: Ad-hoc-Meldungen im Falle des Erfordernisses der Berichtigung

Auf S. 32 wird im fünften Spiegelstrich im Rahmen der Berichtigungsmeldung zur Ad-hoc-Meldung die europaweite Bekanntmachung im Zusammenhang mit §§ 3a, 5 WpAIV angesprochen, ohne sie zu erläutern oder sie zu einem vorherigen Zeitpunkt erläutert zu haben. Dies erscheint verwirrend, hier sollte zumindest ein Verweis auf die allgemeinen Erläuterungen zur europaweiten Bekanntmachung erfolgen.

**S. 36 ff.: Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung
Veröffentlichungsweg**

Nach Angabe der BaFin ist abhängig vom Einzelfall von dem stets geltenden Minimumstandard hinsichtlich der Zahl der eingesetzten Medien pro Medienart bzw. zusätzlich im Ausland verbreiteten Medien „nach oben“ abzuweichen. **Hierfür sind rechtlich überzeugende Anhaltspunkte nicht ersichtlich. Da Fehler bei der europaweiten Verbreitung bußgeldbewehrt sind, sollte die BaFin hierzu genauere Angaben machen oder von dieser Forderung Abstand nehmen.**

II. Directors' Dealings

**S. 49: Geschäfte von Führungspersonen gemäß § 15 a WpHG
Mitteilung/ Erfasste Geschäftsarten**

Begrüßt wird die praxisgerechte Klarstellung auf S. 50 im zweiten Absatz, dass keine Mitteilungspflicht besteht, wenn die Veräußerung von auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil erworbener oder gewährter Finanzinstrumente direkt durch den Emittenten erfolgt und nicht über ein Depot des Mitteilungspflichtigen. Dies bedeutet eine enorme Erleichterung für die Abwicklung der aktienbasierten Vergütungsprogramme bei den Emittenten.

Soweit im dritten Absatz auf S. 50 die Wertpapierleihe als mitteilungspflichtig beurteilt wird, wird um Klarstellung bei der Differenzierung der Meldepflichten gebeten, also wen hier die Meldepflicht trifft.

S. 51 ff.: Inhalt der Mitteilung

Zur Angabe des Datums des Geschäftsabschlusses (siehe Seite 53, erster Spiegelstrich) ist anzumerken, dass für das Auslösen der Mitteilungspflicht das börsliche Geschäft maßgeblich sein sollte, weil dies auch nach außen transparent ist. Soweit dabei bei börslichen Geschäften nicht die Auftragserteilung das Verpflichtungsgeschäft ist, sondern erst der tatsächliche börsliche Geschäftsabschluss, wird um Klarstellung gebeten, was darunter zu verstehen ist.

**S. 54: Veröffentlichung
 Art und Ort der Veröffentlichung / Veröffentlichungsfrist**

Zunächst wird die Klarstellung angeregt, dass die Mitteilung unverzüglich **vom Inlandsemittenten** zu veröffentlichen ist.

Des Weiteren wird eine Umformulierung hinsichtlich des zweiten Satzes zur Veröffentlichung vorgeschlagen: **„Die Veröffentlichung an dem auf den Eingang der Mitteilung folgenden Bankarbeitstag ist in jedem Fall noch unverzüglich“**. Dies würde den Emittenten mehr Rechtssicherheit geben.

**S. 61, 64: Einzelfälle
 Geschäfte im Rahmen von Treuhandvereinbarungen**

Zunächst sind die klarstellenden Ausführungen der BaFin zu Mitteilungspflichten nach § 15a WpHG bei Treuhandverhältnissen zu begrüßen. Angeregt wird hier jedoch eine **weitere Klarstellung im Zusammenhang mit der Darstellung mitteilungspflichtiger Personen im Hinblick auf die Behandlung von mittelbaren Aktienerwerben**. Klargestellt werden sollte, dass eine Mitteilungspflicht nicht ausgelöst wird, wenn eine potentiell meldepflichtige Person beispielsweise eine Vorschaltgesellschaft erwirbt, deren einziges Vermögen aus Aktien der betreffenden Aktiengesellschaft besteht. Diese Konstellation stellt bei wortlautgetreuer Anwendung keine Alternativen des § 15a Abs. 3 WpHG dar.