

**Bei Informationspflichten zu
Beteiligungen und Rechten aus
Wertpapieren auf Praktikabilität für
Emittenten achten**

Emittentenleitfaden braucht noch Feinschliff

Einleitung

Dieses Positionspapier enthält die Kommentare des Deutschen Aktieninstituts zu den Kapiteln I. (Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile) und II. (Notwendige Informationen für die Wahrnehmung aus Rechten von Wertpapieren) des überarbeiteten Emittentenleitfadens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die geplante Überarbeitung des Emittentenleitfadens.

Durch die zahlreichen Änderungen an den gesetzlichen Grundlagen auf europäischer und deutscher Ebene einschließlich der kompletten Neummerierung des Wertpapierhandelsgesetzes ist es für die Rechtsanwender schwieriger geworden, die jeweils aktuell geltende Auffassung der BaFin zu verschiedenen Sachverhalten nachzuvollziehen.

Die Überarbeitung des Emittentenleitfadens sollte daher wieder ein geschlosseneres Bild der aktuell geltenden Meinung der BaFin vermitteln.

Gleichzeitig haben sich die neben dem Emittentenleitfaden existierenden FAQ inhaltlich bewährt, mit denen die BaFin relativ schnell auf konkrete Anwendungsfragen aus der Praxis reagieren kann und reagiert hat. Dies war insbesondere bei der Umsetzung der neu gefassten EU-Marktmisbrauchsverordnung sowie den Meldetatbeständen unter der revidierten EU-Transparenzrichtlinie eine unverzichtbare Hilfestellung für die Emittenten.

Unsere Erwartung an die Revision des Emittentenleitfadens ist daher auch insgesamt, dass die zwischenzeitlich verfassten FAQ in den Leitfaden eingearbeitet werden, damit sich die Rechtsanwender möglichst an einer Quelle orientieren können.

1 Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile

Zu I.2.2.5: Art, Form und Sprache der Mitteilung

Wie bereits in unserer Stellungnahme zum Referentenentwurf der Stimmrechtsmeldeverordnung vom 8.6.2018 betont, begrüßen wir ausdrücklich die Eröffnung eines elektronischen Meldewegs für Stimmrechtsmitteilungen an die BaFin und die Emittenten. Es wäre in der Tat eine substantielle Vereinfachung für allen Beteiligten, wenn künftig die Investoren über das MVP-Portal melden und die dort generierten XML-Datensätze an den Emittenten weiterleiten, der diese wiederum an die Veröffentlichungsdienstleister weitergibt. Wichtig ist zugleich, dass alternative Meldewege erhalten bleiben, um ggf. unter Zeitdruck nicht auf das MVP-Portal angewiesen zu sein und fristgerecht die Meldeverpflichtungen erfüllen zu können.

Unklar formuliert erscheint uns jedoch das Verhältnis zwischen dem Meldeweg an die BaFin und dem Meldeweg an den Emittenten zu sein. Zwar führt die BaFin aus, dass unabhängig von der Art der Übermittlung an die BaFin, die Übermittlung an den Emittenten in jedem Fall elektronisch (und auch per E-Mail) erfolgen kann, sofern der Emittent kein besonderes Verfahren vorsieht. Das ist zu begrüßen, denn es lässt dem Meldepflichtigen auch dann die Möglichkeit zur elektronischen Meldung an den Emittenten, wenn er zuvor nicht das MVP-Portal der BaFin genutzt hat.

Allerdings ist laut den Ausführungen des Entwurfs des Emittentenleitfadens einer elektronischen Meldung an den Emittenten zwingend ein XML-Datensatz beizufügen. Hiermit kann aber nur dann der XML-Datensatz aus dem MVP-Portal der BaFin gemeint sein, wenn auch zuvor das MVP-Portal genutzt wurde. So schien es uns auch noch aus der Konsultation der Stimmrechtsmeldeverordnung zu folgen. Auch in Kapitel I.3.2.1.6. – also den Ausführungen zur Veröffentlichung einer elektronischen Stimmrechtsmitteilung durch den Emittenten – ist in dieser Hinsicht verwirrend.

Abgesehen davon könnte sich der Zwang zur Übermittlung eines XML-Datensatzes, wenn das MVP-Portal nicht genutzt wurde, als eine unnötige Einschränkung der Flexibilität herausstellen, so dass Investoren möglicherweise weniger elektronische Meldungen an den Emittenten übermitteln als möglich wäre. Die heutige Praxis ist nämlich oft, dass Emittenten vom Investor zusätzlich zur offiziellen Mitteilung ein Word-Dokument erhalten, das sie für die eigene Veröffentlichungspflicht nutzen können. Diese Möglichkeit sollte weiter bestehen bleiben.

Zu I.2.3.3.2: „Gehören“ im Sinne des § 33 Abs. 3 WpHG – generelle Anmerkung

Wir halten die von der BaFin vertretene Sichtweise, nach der bedingte M&A-Verträge als „weitere Finanzinstrumente“ im Sinne von § 38 WpHG zu verstehen (siehe S. 14f.) sind, für zu weitgehend.

Siehe im Detail unsere Kommentare zu I.2.8.1.3

Zu I.2.3.3.2: „Gehören“ im Sinne des § 33 Abs. 3 WpHG – Verzögerung des dinglichen Vollzugs des Kausalgeschäfts

Die Formulierung „längere Verzögerung“ im letzten Spiegelstrich (S. 14) ist unklar. Diese Unklarheit sollte beseitigt werden, indem ein konkreter Zeitraum angegeben wird, ab dem eine „längere Verzögerung“ angenommen wird. Wir schlagen hierfür vier Wochen vor.

Zu I.2.5.1.6: Zurechnung von Aktien eines Tochterunternehmens – Beherrschungsmöglichkeit bei Minderheitenbeteiligung

In den Fällen, in denen ausschließlich eine **Präsenzmehrheit auf Hauptversammlungen** des Emittenten vorliegt, ist es praktisch kaum möglich, fristgerecht zu melden, da regelmäßig keine Informationen über die von der Minderheitsgesellschaft gehaltenen Instrumente vorliegen bzw. rechtzeitig besorgt werden können.

Außerdem wäre es für den Aktionär mit großen Unwägbarkeiten verbunden, zu beurteilen, ab wann ein Meldepflichtiger „regelmäßig eine Präsenzmehrheit auf Hauptversammlungen des Emittenten“ besitzt, ob und ab wann in diesen Fällen die Mehrheit „von einer gewissen Dauer“ ist und nach den „vorgegangenen Erfahrungen“ von einer Stabilität der Präsenz ausgegangen werden kann.

Das Vorliegen einer Meldepflicht sollte stets auf verlässliche Kriterien abstellen; dies könnte hier etwa die Konsolidierung sein. Alternativ könnte das Beispiel auch ersatzlos gestrichen werden.

Zu I.2.5.3.2: Einem Dritten als Sicherheit übertragen – Sicherungsübereignung und Voraussetzung der Zurechnung

Im letzten Absatz (S. 25) scheint ein Redaktionsversehen zu bestehen. Es sollte aus unserer Sicht heißen: „[...], die Stimmrechte unabhängig von den Weisungen des ~~Meldepflichtigen~~ Sicherungsgebers auszuüben.“

Zu I.2.5.11.2.1: Wegfall der Tochterunternehmenseigenschaft – Unabhängigkeitserklärung gegenüber der Bundesanstalt

Die für die Unabhängigkeitserklärung gegenüber der BaFin anzuführenden Kriterien (1. bis 5.) scheinen nicht den entsprechenden Gesetzes- und Verordnungswortlaut wiedergeben. Darüber hinaus haben wir den Eindruck, dass Kriterium Nr. 4 über das Gesetz hinausgehend hinzugefügt wurde. Wir regen an, die entsprechende Passage kritisch zu prüfen und ggf. an den Vorgaben für die Unabhängigkeitserklärung am Gesetzes- und Verordnungswortlaut auszurichten oder wenigstens zu erläutern, wie sich die genannten Kriterien aus Sicht der BaFin aus den gesetzlichen Grundlagen ergeben.

Zu I.2.6.3.2: Zur Stabilisierung gehaltene Stimmrechte

Die ergänzenden Stabilisierungsmaßnahmen durch Mehrzuteilung bei Überzeichnung und der Greenshoe-Option gegenüber den Altaktionären oder der Gesellschaft könnten klarer dargestellt werden (siehe hierzu z.B. Feuring/Berrar in : Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl. 2013, § 39 Rz. 52 oder Fleischer in Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Auflage 2016, §20a Rn. 129-130)

Auf den Begriff „Überzeichnungsreserve“ könnte dabei gänzlich verzichtet werden, zumindest sollte klarer werden, dass hiermit wohl die Greenshoe-Option gemeint ist. Zwar trifft es zu, dass sich diese Begrifflichkeit „Überzeichnungsreserve“ in der deutschen Sprachfassung der für die Marktmissbrauchsverordnung relevanten delegierten Verordnung findet, gleichwohl sollte hier zutreffender von Greenshoe-Option gesprochen werden (was im Übrigen Konsistenz mit der Terminologie in Anhang III Ziff. 5.2.5. der Prospektverordnung schaffen und zugleich der vielfach in der Literatur geäußerte Kritik an der ungenauen Übersetzung Rechnung tragen würde). Für den Adressatenkreis des Emittentenleitfadens wäre es zudem eine Handreichung, wenn mit den in der Praxis verwandten Begriffen gearbeitet würde.

Zu 1.2.8.1: Mitteilungspflichten bei Finanzinstrumenten – Begrifflichkeit

Wir regen an, bei der Bezeichnung der Überschriften und im Text der Terminologie des Gesetzes zu folgen –also auch hier statt „Finanzinstrumente“ von „Instrumenten“ zu sprechen. Die meldepflichtigen Instrumente beschränken sich ja gerade nicht nur auf legaldefinierte Finanzinstrumente, wie die BaFin in Fußnote 88 selbst darlegt.

Zu I.2.8.1.3 und I.2.3.3.2: Mitteilungspflichten bei Finanzinstrumenten - „weitere“ meldepflichtige Finanzierungsinstrumente iSd § 38 WpHG

Wir halten die von der BaFin vertretene Sichtweise, nach der **bedingte M&A-Verträge** als „weitere Finanzinstrumente“ im Sinne von § 38 WpHG zu verstehen

(siehe S. 14f.) sind, für zu weitgehend. Insbesondere sehen wir die Gefahr, dass mittels Beteiligungsmeldungen in bestimmten Fällen das im Rahmen von Ad-hoc-Veröffentlichungen nach Art. 17 MAR anerkannte Geheimhaltungsinteresse unterlaufen werden kann. Denn: Stimmrechtsmitteilungsregime kennen keinen Aufschub bzw. keine Selbstbefreiung. Diese Problematik stellt sich sowohl aus Sicht eines börsennotierten Käufers als auch aus Sicht einer börsennotierten Zielgesellschaft. Zudem fordern andere europäische Aufsichtsbehörden bei gleicher Rechtsgrundlage aus der EU-Transparenzrichtlinie nach unserem Kenntnisstand in solchen Fällen auch keine Beteiligungsmeldung ein. Zudem ist zu bedenken, dass ja gerade Kartellaufgaben zu den aufschiebenden Bedingungen gehören können. Diese führen aber möglicherweise dazu, dass Ziel- und Bietergesellschaften zu Veräußerungen von Unternehmensteilen gezwungen werden, was wieder neue Beteiligungsmeldungen auslösen würde.

Die Problematik wird verschärft, wenn auch noch **Rahmenverträge** und **Letter of Intent u.ä.** eine Meldepflicht auslösen können, wenn die Abnahme der Aktien „wahrscheinlich“ ist. Abgesehen von der ggf. konkurrierenden Ad-hoc-Meldepflicht und den nochmals gesteigerten praktischen Schwierigkeiten, den Eintritt der „Wahrscheinlichkeit“ rechtssicher abzuschätzen, besteht in diesen Fällen auf Grund der (noch) unsicheren Rechtsposition des Erwerbers gerade keine „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“ wie z.B. im Fall der in § 38 Abs. 2 WpHG genannten Regelbeispiele.

Spätestens beim Erwerb einer **Holding-Gesellschaft** (siehe S. 46) kommt in der Praxis hinzu, dass der Käufer, dem die Aktien zugerechnet werden sollen, die die Holding-Gesellschaft selbst hält, in der Praxis in der Regel zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses nicht über alle relevanten (Detail-)Informationen verfügen kann. So tief reichen die Einsichtsrechte im Rahmen einer Due Dilligence üblicherweise nicht. Eine rechtssichere Beteiligungsmeldung ist dann aber nicht möglich, zumal der Käufer gezwungen wäre, bis zur finalen Abwicklung des Kaufs etwaige Veränderungen im Aktienbesitz der Holding permanent zu überwachen.

Redaktioneller Hinweis: Der Abschnitt „**Irrevocables**“ enthält u.E. einen unrichtigen Verweis auf § 39 I Nr. 2 WpHG (statt § 38 I Nr. 2 WpHG).

Zudem könnte im Abschnitt „**Mehrzuteilung und Greenshoe-Option**“ die Darstellung der gängigen ergänzenden Stabilisierungsmaßnahmen durch Mehrzuteilung und Greenshoe-Option klarer gefasst werden (siehe Kommentar zu I.2.6.3.2). Zudem muss es unseres Erachtens im letzten Satz des 2. Absatzes „Verleiher“ und nicht „Entleiher“ heißen („[...]“, dass der Rückübertragungsanspruch für den ~~Entleiher~~ Verleiher ein [...]).

**Zu I.2.8.2: Sonstige Voraussetzungen - Sonderfall:
Rückübertragungsansprüche aus konzerninternen
Wertpapierdarlehensgeschäften**

Wir bitten darum, diesen Absatz generell klarer zu fassen.

**Zu I.3.3.1: Pflicht zur Veröffentlichung der Gesamtzahl der Stimmrechte –
Zeitpunkt und Art und Weise der Veröffentlichung**

Das Beispiel enthält einen wohl unrichtigen Verweis auf § 33 Ia WpHG (statt § 33 II WpHG).

2 Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile

Zu II.2.2.1: § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG

Im Vergleich mit der letzten Auflage des Emittentenleitfadens fällt auf, dass der dort vorhandene 2. Absatz zum Rückerwerb von Anleihen sich in dem vorliegenden Abschnitt nicht wiederfindet. Wir gehen davon aus, dass es sich hier um ein redaktionelles Versehen handelt. Sollte die BaFin jedoch ihre Sicht im Hinblick auf § 48 Abs. 1 Nr. 1 WpHG und dessen Bedeutung geändert haben, regen wir eine entsprechende Klarstellung und dahingehende Ausführungen an.

Zu II.3.3.1: Hinsichtlich des Meldezeitpunkts bei der Ausgabe von Wandelanleihen, der Ausnutzung des genehmigten Kapitals und im Falle eigener Aktien (Änderung des § 49 I S. 1 Nr. 2 WpHG):

Die Anpassung der Verwaltungspraxis für die Meldungen über Rechte aus Wertpapieren nach § 49 I S. 1 Nr. 2 WpHG wirft eine Reihe von Fragen auf.

Im Kern geht es dabei um die Fälle, bei denen jetzt auf den Zeitpunkt unverzüglich nach Vorstands-/Aufsichtsratsbeschluss statt auf die Bezugspunkte Hauptversammlungsbeschluss bzw. die Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung abgestellt wird. Bisher konnten diese Meldungen in einem relativ standardisierten, wenig fehleranfälligen Verfahren abgedeckt werden.

Hierbei gilt es zu beachten, dass z.B. im Falle der Ausnutzung eines genehmigten Kapitals eine Veröffentlichungspflicht mit Vorstands- bzw. Aufsichtsratsbeschluss ggf. mit anderen wertpapierrechtlichen Vorgaben in Konflikt geraten kann, für die es bereits ein austariertes Meldesystem gibt (insbesondere die Ad-hoc-Meldepflicht mit der Möglichkeit der Selbstbefreiung und das System der Stimmrechtsmitteilungen). Es muss daher unbedingt vermieden werden, dass Mitteilungen über die Rechte aus Wertpapieren im Bundesanzeiger unmittelbar nach Gremienbeschlüssen diese Meldevorschriften unterlaufen, in dem sie etwa eine Selbstbefreiung aus berechtigtem Interesse konterkarieren. Hilfreich wäre zumindest eine Klarstellung, dass eine Veröffentlichung nach § 49 WpHG jedenfalls nicht vor einer anderweitigen Veröffentlichung bzw. Meldung der betreffenden Transaktion (auch außerhalb des Bundesanzeigers) erfolgen muss. Dies entspricht auch dem Wortlaut „Ankündigung der Ausgabe neuer Aktien“, nachdem Vorstands- und Aufsichtsratsbeschlüsse als interne, hoch vertrauliche Gremienbeschlüsse gerade keine „Ankündigungen“ sind.

Gleichzeitig ist unklar, ob sich durch die Verlagerung des Meldezeitpunkts auch neue inhaltliche Anforderungen an den Meldetext ergeben und wenn ja, welche.

Zudem gilt im Fall eigener Aktien:

- Relevant ist bei eigenen Aktien mangels neuer Aktien nicht die „Ankündigung der Ausgabe neuer Aktien“, sondern primär die Beschlussfassung über den Bezugsrechtsausschluss.
- In einigen Fällen wird für die Veräußerung eigener Aktien – z.B. zur Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen – bereits mit der Hauptversammlung ein Bezugsrechtsausschluss festgeschrieben. Hier erfolgt später kein Vorstandsbeschluss mehr über den Bezugsrechtsausschluss, so dass eine Veröffentlichung mit Bezugspunkt Vorstands-/Aufsichtsratsbeschluss nicht möglich ist.
- Unabhängig davon werden die eigenen Aktien unter Bezugsrechtsausschluss häufig zu zahlreichen Zeitpunkten über das Jahr verteilt veräußert bzw. übertragen (z.B. Verwendung eigener Aktien bei unterschiedlichen, mehrjährigen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen). Dies würde zu zahlreichen Einzelmeldungen statt – wie bislang – einer nach Beschlussfassung der Hauptversammlung führen.
- Eine mögliche Lösung für dieses Problem wäre, es dem Emittenten freizustellen, im Falle eigener Aktien, in denen das Bezugsrecht bereits in der Hauptversammlung ausgeschlossen wird, bereits mit dem Hauptversammlungsbeschluss zur Ermächtigung zu melden – also der alten Systematik zu folgen.

Kontakt

Dr. Gerrit Fey
Leiter Kapitalmarktpolitik
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-41
Fax + 49 69 92915-12
fey@dai.de
www.dai.de

Dr. Claudia Royé
Leiter Kapitalmarktrecht
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-40
Fax + 49 69 92915-12
roye@dai.de
www.dai.de