



An die
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bereich Wertpapieraufsicht

Per E-Mail an: leitfaden@bafin.de

DIRK e.V.
Commerzbank AG
BLZ 200 400 00
Konto-Nr. 200 404 200
Steuernummer: 17/414/00835

19.01.2005

Entwurf des Emittentenleitfadens der BaFin

Der Deutsche Investor Relations Kreis (DIRK) e.V. nimmt zu dem aufgrund der Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) vorgelegten Entwurf eines Emittentenleitfadens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom 22.12.2004 wie folgt Stellung:

I. Allgemeines

Der Leitfaden der BaFin, insbesondere die von der BaFin eingeräumte Möglichkeit der Konsultation des Leitfadens, ist zu begrüßen. Zu einer Reihe von Themen schafft der Leitfaden für die interne Organisation bei den Emittenten und die Umsetzung der gesetzlichen Neuerungen Klarheit.

Allerdings ist anzumerken, dass große Teile des Leitfadens lediglich das Gesetz, die Durchführungsrichtlinien zur EU-Marktmisbrauchsrichtlinie sowie die Empfehlungen zur Umsetzung der Marktmisbrauchsrichtlinie durch CESR wiedergeben. Insoweit bietet der Leitfaden nicht an allen Stellen die erhoffte Hilfestellung bei der Auslegung der durch das AnSVG geänderten Normen.

In einigen Punkten geht der Leitfaden über die gesetzlichen Bestimmungen hinaus. Insoweit dies bspw. die Einschränkung der Publizitätspflicht gegenüber dem Begriff der Insiderinformation betrifft, ist dies zu begrüßen. Soweit die im Leitfaden aufgeführten Konkretisierungen oder Auslegungen noch über die bereits durch das Gesetz vorgegebenen erhöhten rechtlichen oder organisatorischen Anforderungen hinaus gehen, ist dies abzulehnen.

In jedem Fall erscheint die Vereinbarkeit dieser Konkretisierungen und Auslegungen mit Gesetz und EU-Direktive noch nicht abschließend geklärt. Insbesondere ist zu beachten, dass der Leitfaden nicht nur die Emittenten, sondern auch die BaFin binden soll. Dies ist derzeit noch nicht gewährleistet. Es wäre zielführend, wenn der Leitfaden die endgültige und verbindliche Rechtsauffassung nicht nur der BaFin, sondern auch des Gesetzgebers und der Justiz wiedergäbe.

Das AnSVG selbst stellt in weiten Teilen weniger darauf ab, dem Kapitalmarkt rechtzeitig relevante Informationen zukommen zu lassen als eine spätere Strafverfolgung zu erleichtern. Insoweit macht das Gesetz die Emittenten zum Erfüllungsgehilfen der Strafverfolgungsbehörden und nicht zum Informationslieferanten für die Anleger. Dieser vielfach vorgebrachten Kritik an dem Gesetz kann der Leitfaden erwartungsgemäß nichts entgegen setzen.

Es bleibt festzuhalten: Je mehr Regularien und damit verbundene Kosten, desto weniger attraktiv wird der öffentliche Kapitalmarkt für Emittenten. Es ist signifikant, dass die europäische Richtlinie gegen Marktmissbrauch mit ‚Verbesserung des Anlegerschutzes‘ übersetzt wird. Unseres Erachtens verdienen auch Emittenten Schutz gegen Marktmissbrauch.

Hinsichtlich des Eigenverhaltens der BaFin in Bezug auf die ihr durch das AnSVG und die Durchführungsverordnungen eingeräumten weitreichenden Befugnisse, enthält der Leitfaden bedauerlicherweise keinerlei Hinweise. Es wäre begrüßenswert, wenn der Leitfaden diesbezüglich ergänzt werden würde.

Ebenso begrüßenswert wäre eine Konkretisierung und Ergänzung um die im Rahmen der Konsultation des Leitfadens vorgetragene Anmerkungen und Anregungen der Praxis. Eine Reihe von Regelungen wirken hier noch widersprüchlich oder praxisfern.

Schließlich sollte der Leitfaden nach Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in anderen Staaten der EU auf Übereinstimmung mit der dortigen Marktpraxis überprüft werden. Nur so kann eine Benachteiligung deutscher Emittenten vermieden werden und das von allen Parteien gewünschte ‚Level Playing Field‘ hergestellt werden.

II. Im Einzelnen:

1. Zu I.3. (Seite 12)

a) Die beispielhafte Aufzählung von Finanzinstrumenten, die aufgrund der Einführung von § 12 Satz 1 Nr. 3 WpHG künftig – trotz fehlender Zulassung zu einem organisierten Markt – als Insiderpapiere zu qualifizieren sind, erscheint zu knapp und gleichzeitig zu pauschal.

Es sollte klargestellt werden, ob neben Aktienoptionen aus Aktienoptionsprogrammen auch andere vergleichbare Gestaltungen (z. B. Phantom Stocks, Wertsteigerungsrechte und Performance Shares) grundsätzlich als mögliche Insiderpapiere in Betracht kommen. Es erscheint grundsätzlich zweifelhaft, ob derartige cash-basierte Rechte unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck der Insiderregelungen als Derivat i.S.v. §§ 12 Satz 1 Nr. 3, 2 Abs. 2 WpHG anzusehen sind. Es erscheint vielmehr sachgerecht, diese Rechte als besondere Gestaltungsformen einer Tantieme anzusehen. Durch die Ausübung von derartigen Rechten wird weder der Kapitalmarkt beeinträchtigt, noch erzielen die Berechtigten Sondervorteile zu Lasten anderer Anleger.

b) Sollte die BaFin Aktienoptionen (und ggf. auch andere vergleichbare Gestaltungsformen) im Grundsatz gleichwohl als Insiderpapiere ansehen, ist jedenfalls eine pauschale Qualifizierung dieser Rechte als Insiderpapiere zu vermeiden. Aktienoptionen und andere vergleichbare Gestaltungsformen dürften nämlich jedenfalls dann nicht als Insiderpapiere zu qualifizieren sein, wenn sie aufgrund der Ausgestaltung des zugrunde liegenden Führungskräfte-/Mitarbeiterbeteiligungsprogramms so ausgestaltet sind, dass sie nur zu im jeweiligen Programm konkret und verbindlich festgelegten Zeitpunkten von den jeweils Berechtigten ausgeübt werden können bzw. automatisch ausgeübt werden. In diesem Fall würden die Berechtigten die Rechte bei Ausübbarkeit nicht unter „Verwendung“ einer Insiderinformation ausüben, sondern allein aufgrund der des abstrakt im Programm vorgegebenen Ausübungszeitpunkts. Eine pauschale Qualifizierung als Insiderpapiere hätte anderenfalls zur Folge, dass Führungskräfte ggf. ihre Optionen nicht ausüben könnten, weil sie im Zeitpunkt der Ausübbarkeit zufällig über Insiderinformationen verfügen. Dies ist nicht sachgerecht.

2. Zu II.1.1. (Seite 14)

a) Der Begriff „Umstand“ soll neben Tatsachen auch Werturteile, Meinungsäußerungen, Einschätzungen, „Prognosen und sogar Gerüchte“ umfassen. Zugleich müssen jedoch „konkrete Informationen“ über die Umstände vorliegen, damit eine Insiderinformation vorliegt. Insofern sollen nur Informationen über Umstände genügen, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden. Insofern dürften Prognosen in der Regel gerade nicht ad hoc-pflichtig sein. Darauf sollte hingewiesen werden. Das Wort Gerüchte sollte vollständig gestrichen werden. Zum einen ist es negativ belastet. Zum anderen können nicht die Gerüchte, sondern allenfalls die diesen zu Grunde liegenden Umstände Insiderinformationen sein, da „Gerüchte“ begriffsimmanent bereits bekannt sind. Zudem sind in der Gesetzesbegründung Gerüchte gerade aus dem Bereich der Insiderinformationen ausgenommen.

b) Daneben fehlt eine Auseinandersetzung mit der Problematik, wie künftig zu verfahren ist, wenn – ohne Veranlassung durch den Emittenten - Gerüchte über insiderrelevante Themen im Markt entstehen. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die mögliche Selbstbefreiung bezüglich einer Ad hoc-Mitteilung durch den Emittenten (§ 15 Absatz 3 WpHG). Soweit sich Gerüchte nicht so weit konkretisieren, dass ohne weiteres auf die zugrunde liegenden zutreffenden Umstände geschlossen werden kann, muss es möglich bleiben, die Gerüchte nicht zu kommentieren (no-comment-policy). Ansonsten würden durch eine Presseberichterstattung „ins Blaue hinein“ die Unternehmen gezwungen, die Tatsachengrundlagen zur Vermeidung einer Irreführung der Anleger offen zu legen.

c) Es sollte darauf hingewiesen werden, dass Umstände, die nicht plötzlich auftreten (z.B. Störfälle), sondern durch Beschlüsse vorbereitet werden (Unternehmenserwerbe, Jahresabschlüsse etc.) in der Regel erst dann als hinreichend konkret anzusehen sind, wenn die Zustimmung des jeweils letzten Gremiums, das einen tatsächlichen Entscheidungsspielraum hat, sicher ist (vgl. auch den Hinweis der BaFin auf S. 40, zweiter Absatz unter V.2.2.5.3.1.).

3. Zu II.1.4. (Seite 16 f.)

a) Nach Auffassung der BaFin soll es für eine Kursrelevanz ausreichen, wenn es aus Sicht eines Anlegers „möglich erscheint“, dass es zu einer Preisbeeinflussung kommen kann. Dies erscheint zu weit. Vielmehr sollte gefordert werden, dass es „mit hoher Wahrscheinlichkeit“ zu einer Preisbeeinflussung kommen kann.

b) Die BaFin ist der Auffassung, dass nach Bekannt werden der Insiderinformationen tatsächlich eingetretene essentielle Veränderungen als Indiz für das erhebliche Preisbeeinflussungspotenzial einer Information herangezogen werden können. Dies ist wenig weiterführend. Mit dem Begriff „essentielle Veränderungen“ anstelle des Tatbestandsmerkmals „Eignung zur erheblichen Preisbeeinflussung“ wird nur ein unbestimmter Rechtsbegriff durch einen anderen ersetzt. Hilfreich wäre es stattdessen, Schwellenwerte als Indiz vorzugeben.

c) Zu den auf Seite 17 des Leitfadens dargelegten Prüfungsschritten ist folgendes anzumerken: Es erscheint sinnvoll und hilfreich, in die Prüfung der möglichen Kursrelevanz auch die früher im Gesetz enthaltenen Tatbestandsmerkmale „Auswirkungen auf die Vermögens-/Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf“ als „Indizien“ einzubeziehen. Wenn eines der vorgenannten Merkmale vorliegt, spricht viel dafür, dass die Information einen Kauf-/Verkaufsanreiz auslöst und damit Kursrelevanz besitzt. Hat der Umstand weder Auswirkungen auf die Vermögens-/Finanzlage noch den allgemeinen Geschäftsverlauf, ist umgekehrt nicht zu erwarten, dass ein verständiger Anleger die Information im Rahmen einer Anlagenentscheidung berücksichtigen würde; eine Kursrelevanz läge nicht vor. Zugleich hätte eine Berücksichtigung dieser früheren Tatbestandsmerkmale als „Indizien“ den Vorteil, dass die vorhandene Literatur auch künftig weiter genutzt werden könnte. Dies würde in erheblichem Umfang zur Steigerung der Rechtssicherheit für die betroffenen Unternehmen beitragen.

d) Auf Seite 18 sollte der letzte Halbsatz des ersten Absatzes gestrichen werden. Nach den vorausgehenden zutreffenden Ausführungen der BaFin sind Geschäftszahlen soweit sie sich im Rahmen des vom Unternehmen kommunizierten und vom Markt erwarteten Korridors befinden, in der Regel nicht publizitätspflichtig. Dies sollte daher vielmehr ausdrücklich klargestellt werden.

4. Zu II.2.1.2. (Seite 21)

Zutreffend führt die BaFin aus, dass vom Insiderhandelsverbot Geschäfte ausgenommen sind, zu denen sich jemand vor Kenntnis einer Insiderinformation verpflichtet hat. Insofern dürfte auch die Ausübung von Aktienoptionen und ggf. Phantom Stocks, Wertsteigerungsrechten und Performance Shares trotz einer eventuellen Kenntnis von Insiderinformationen jedenfalls dann kein Insidergeschäft im Sinne von § 14 WpHG sein, wenn die Ausübung nur zu vom zugrunde liegenden Programm abstrakt festgelegten Zeitpunkten möglich ist bzw. automatisch erfolgt (vgl. auch die Anmerkungen zu II. 1.).

5. Zu II.2.1.4.1. (Seite 24)

Die vorgenommene Differenzierung zwischen Unternehmensübernahmen im Wege eines öffentlichen Übernahmeangebots und Paketerwerben, die unterhalb einer Kontrollschwelle liegen, führt zu kaum zu bewältigenden Problemen in der Praxis. Eine Due Diligence wird häufig auch im Vorfeld eines Paketerwerbs, der unterhalb der Kontrollschwelle bleibt, durchgeführt. Zweck einer solchen Due Diligence ist insbesondere, bislang nicht bekannte Umstände aufzudecken, die für den Wert eines Unternehmens von erheblicher Bedeutung sind. Die im Rahmen der Due Diligence aufgedeckten Umstände sind damit häufig als Insiderinformation zu qualifizieren. Insofern muss sichergestellt sein, dass die Verwendung von Informationen, die im Rahmen einer Due Diligence ermittelt werden, unabhängig von der Ausgestaltung des Erwerbsvorgangs keinesfalls als „Verwenden von Insiderinformationen“ zu qualifizieren ist.

6. Zu V.1. (Seite 33)

Die BaFin weist im letzten Absatz der Vorbemerkung zutreffend darauf hin, dass bei der Prüfung einer Publizitätspflicht jeweils auf die konkreten Umstände des Einzelfalls abzustellen ist und in Zweifelsfällen diejenige Auslegungsvariante zu wählen ist, die dem Gesetzesziel am besten gerecht wird. Im Hinblick darauf sollte die Generalisierung im letzten Satz, wonach dies im Regelfall eine möglichst frühzeitige Veröffentlichung bedeuten soll, vermieden werden. Mit der Anerkennung eines Regelfallcharakters besteht das Risiko, dass die Umstände des Einzelfalls nicht mehr hinreichend gewürdigt werden können.

7. Zu V.2.2.1. (Seite 35)

Aus der Streichung der Tatbestandsmerkmale „Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten“ zieht die BaFin den Schluss, dass Umstände, die keine derartigen Auswirkungen haben, publizitätspflichtig sind (vgl. Seite 35, 2 Absatz). Diese Schlussfolgerung ist zumindest missverständlich. Umstände, die weder Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage des Emittenten noch dessen allgemeinen Geschäftsverlauf haben, dürften in der Regel auch von einem verständigen Anleger nicht bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigt werden. Es dürfte vielmehr umgekehrt so sein, dass entsprechende Auswirkungen ein starkes Indiz dafür sind, dass ein Umstand Kursrelevanz besitzt (vgl. oben II. 3.).

8. Zu V.2.2.2. (Seite 35)

a) Nach Auffassung der BaFin und der Empfehlung von CESR betreffen zukünftig zu veröffentlichende Rating-Ergebnisse den Emittenten nur mittelbar und lösen damit keine Ad hoc-Publizitätspflicht aus. Nach der Begründung des Regierungsentwurfes zum AnSVG vom 28.05.04 (zu § 15 Abs. 1, Seite 20) betrifft die „Herabstufung durch eine externe Ratingagentur“ den Emittenten jedoch unmittelbar. Hier bedarf es einer rechtsverbindlichen Klarstellung im Leitfaden dahingehend, dass Rating-Ergebnisse auch im Moment ihrer Veröffentlichung den Emittenten nur mittelbar betreffen.

b) Insgesamt sollten die von CESR aufgeführten Insiderinformationen, die den Emittenten nur mittelbar betreffen, vollständig und nicht nur beispielhaft aufgeführt werden.

9. Zu V.2.2.5. (Seite 39 f.) und V.3. (Seite 45 f.)

Die BaFin weist darauf hin, dass nach der neuen Regelung zu den Befreiungssachverhalten bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen nicht mehr die endgültige Entscheidung abgewartet werden darf, sondern vielmehr die Ad hoc-Pflicht bereits ausgelöst wird, wenn der preisrelevante Umstand mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintritt. Dies dürfte nach Auffassung der BaFin in aller Regel spätestens mit der Entscheidung des Vorstandes der Fall sein. Ab diesem Moment müssten die Emittenten sodann prüfen, ob einer der neu eingeführten Befreiungssachverhalte eingreift. Gleichzeitig werden jedoch dann die Bedingungen, unter denen eine Befreiung von der Ad hoc-Pflicht im Rahmen von gestuften Entscheidungsprozessen in Betracht kommt, sehr eng begrenzt. Nach Auffassung der BaFin kommt nämlich

z. B. im Zusammenhang mit dem Jahresabschluss eine Befreiung nur in Betracht, wenn „noch unsicher ist, ob ein satzungsmäßig zu beteiligendes Gremium den Abschluss in der vorgelegten Form billigen wird. Die rein abstrakt bestehende Möglichkeit, dass Gremien diese Billigung verweigern könnten, ist nicht ausreichend. Es müssen begründete Zweifel an der Billigung vorliegen“ (vgl. V. 2.2.5.3.1., Seite 40 und V.3., Seite 46).

Diese enge Auslegung dürfte in der Praxis regelmäßig dazu führen, dass die Befreiungsmöglichkeit letztlich ins Leere läuft und eine Befreiung nicht möglich ist. Die Verweigerung der Billigung des Jahresabschlusses oder der Zustimmung zu einem Projekt durch den Aufsichtsrat dürfte in der Praxis nur in seltenen Ausnahmefällen vorkommen. Somit müssten Ad hoc-Mitteilungen regelmäßig vor einer Beteiligung des Aufsichtsrats abgegeben werden.

Dies stellt allerdings einen erheblichen Systembruch mit dem geltenden Aktienrecht und den Bestrebungen der Corporate Governance dar. Beide haben erklärtermaßen das Ziel, die Bedeutung des Aufsichtsrats zu stärken. Dies wird insbesondere an den in Gesetz und Kodex vorgesehenen Zustimmungsvorbehalten für bestimmte Geschäfte des Vorstands und der Einführung von Prüfungsausschüssen deutlich. Werden die Unternehmen verpflichtet, bereits vor einer Befassung der jeweiligen Gremien mit den ggf. ad hoc-relevanten Themen eine Ad hoc-Mitteilung abzugeben, laufen Zustimmungsvorbehalte und Prüfungsrechte letztlich leer; die Gremien werden vor vollendete Tatsachen gestellt. Dies kann nicht gewollt sein, zumal die Befreiungsmöglichkeit im Rahmen von gestuften Prozessen aufgrund des deutschen dualen Führungssystems in die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie aufgenommen worden ist.

Vor diesem Hintergrund muss es den Unternehmen auch künftig möglich sein, vor einer Ad hoc-Mitteilung zunächst die Befassung des Aufsichtsrates mit den entsprechenden Sachverhalten abzuwarten. In jedem Fall muss sichergestellt sein, dass eine Abstimmung der Angelegenheiten mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden oder dem Präsidium bzw. beim Jahresabschluss und der Dividendenbekanntmachung mit dem Prüfungsausschuss erfolgen kann, bevor eine Ad hoc-Mitteilung abgegeben werden muss.

10. Zu V.2.2.5.4. (Seite 41 f.)

Die von der BaFin im Hinblick auf Ad hoc-Mitteilungen aufgeführten Kennzahlen sollen „eine positive Festlegung“ der üblichen Kennzahlen darstellen. Klarstellend sollte darauf hingewiesen werden, dass demnach auch andere übliche Kennzahlen, also zum Beispiel das von vielen deutschen Unternehmen mit geringfügigen Abweichungen in der Definition verwandte „Betriebliche Ergebnis“ als übliche Kennzahl verwandt werden kann.

11. Zu V.2.2.5.9. (Seite 44)

Es erscheint zu kurz gegriffen, wenn für die Kurserheblichkeit eines geplanten Squeeze-out auf die nach Abschluss des Squeeze-out vorgesehenen weiteren Schritte (Delisting oder Umstrukturierung) abgestellt wird. Im Hinblick auf die im Rahmen eines Squeeze-out an die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre zu zahlende Barabfindung ist vielmehr der bloße Umstand des geplanten Squeeze-out der eigentlich relevante Umstand. Demgegenüber dürften die Pläne nach Abschluss des Squeeze-out weniger kursrelevant sein, da die Minderheitsaktionäre zu diesem Zeitpunkt nicht mehr Gesellschafter sind.

12. Zu V.3. (Seite 45)

Im Hinblick auf die Ausführungen der BaFin zu den Befreiungsmöglichkeiten gilt zunächst das oben unter II.9. gesagte. Die Unternehmen müssen in der Lage sein, eine Ad hoc-Mitteilung jedenfalls solange aufzuschieben, bis die relevanten Gremien sich mit dem Thema befasst haben. Darüber hinaus fehlt in den Ausführungen eine Auseinandersetzung mit der Frage, was unter dem Tatbestandsmerkmal „keine Irreführung der Öffentlichkeit“ zu verstehen ist. Dies ist insbesondere kritisch im Zusammenhang mit der Problematik, wie zu verfahren ist, wenn Gerüchte zu insiderrelevanten Themen in der Presse kursieren. So ist fraglich, ob es eine Irreführung der Anleger darstellt, wenn ein Unternehmen im Kern zutreffende Gerüchte, die gleichwohl ohne sein Zutun im Markt kursieren, nicht kommentiert und es aufgrund eines Befreiungsgrunds unterlässt, eine entsprechende Ad hoc-Mitteilung abzugeben.

13. Zu V.4.1. (Seite 48)

Bei Emittenten von Schuldverschreibungen mit zahlreichen unterschiedlichen Wertpapierkennnummern (ISIN) führt die Nennung aller ISIN zu einer nicht gewollten und praxisuntauglichen Aufblähung der Ad hoc-Mitteilung. Klarstellend sollte darauf hingewiesen werden, dass es ausreicht, stellvertretend für alle ISIN des Emittenten eine ISIN zu nennen und dass auf die Aufzählung aller weiteren ISIN verzichtet werden kann.

14. Zu V.4.2. (Seite 49)

- a) Es sollte klargestellt werden, dass bei einem Wegfall der Befreiungsvoraussetzungen die Ad hoc-Mitteilungen mit dem aktuellen Inhalt zu veröffentlichen ist (und nicht eine historisch überholte Fassung).
- b) Der letzte Punkt der Aufzählung der in eine Ad hoc-Mitteilung aufzunehmenden Angaben sollte gestrichen werden. Die Angabe der Größenordnung eines Kaufpreises bei Unternehmenskäufen bzw. Volumen und Vertragslaufzeit bei bedeutenden Aufträgen wird vom Gesetz nicht gefordert. Zudem unterliegen diese Punkte in der Regel Vertraulichkeitsvereinbarungen.

15. Zu V.4.3. (Seite 49)

Die Aussage, dass ein Missbrauch der Ad hoc-Publizität vorliegt, wenn die Tatbestandsvoraussetzungen des § 15 WpHG „nicht (vollständig) vorliegen“ erscheint kritisch. Es kann im Einzelfall zweifelhaft sein, ob eine bestimmte Information tatsächlich Kursrelevanz besitzt. Gleichwohl kann sich das Unternehmen gerade aufgrund der Zweifel und der mit einer unterlassenen Ad hoc-Mitteilung verbundenen rechtlichen Konsequenzen veranlasst sehen, unter Vorsichtsaspekten eine Ad hoc-Mitteilung abzugeben. Dies wäre nach Maßgabe von § 15 WpHG jedenfalls kein Missbrauch, da nach § 15 Abs. 2 WpHG nur Angaben, die die Voraussetzungen des § 15 Abs. 1 WpHG offensichtlich nicht erfüllen nicht veröffentlicht werden dürfen. Der Emittentenleitfaden sollte insoweit an die Gesetzesfassung angepasst werden.

16. Zu V.6.3. (Seite 56)

Nach Auslegung des Begriffes der „Unverzögerlichkeit“ durch die BaFin darf mit der Veröffentlichung einer Ad hoc-Mitteilung nicht abgewartet werden, bis eine Übersetzung der Mitteilung in englischer Sprache vorliegt. Dies widerspricht zum einen der bisherigen Auslegung des § 66 der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse, nachdem eine „zeitgleiche“ Veröffentlichung der Mitteilung in deutscher und

englischer Sprache vorzunehmen ist. Zudem birgt das Veröffentlichende einer Mitteilung zuerst in deutscher Sprache und zu einem späteren Zeitpunkt in englischer Sprache die Gefahr, dass Übersetzungsfehler durch Dritte (z.B. Nachrichtenagenturen) zu Missverständnissen oder Fehlinformationen zu Lasten des Emittenten führen.

17. Zu VI.1.2.1. (Seite 61)

Die BaFin geht davon aus, dass nur sehr wenige Personen zum Kreis der „Personen mit Führungsaufgaben“ gehören werden. Eine Konkretisierung dieser begrüßenswerten Auslegung erscheint wünschenswert.

18. Zu VI.2.1. (Seite 67), VI.3.6.1.1. (Seite 73 f.)

Vor dem Hintergrund des von § 15 a WpHG verfolgten Zwecks erschließt sich nicht, warum auch die Gewährung von Aktienoptionen und vergleichbaren rechtlichen Gestaltungen im Wege einer Directors' Dealings Mitteilung veröffentlicht werden soll. Mit der Gewährung sind keine näheren Erkenntnisse für Anleger, insbesondere keine Indikatorwirkung für die Einschätzung der weiteren Entwicklung des Unternehmens durch die Mitteilungspflichtigen (namentlich Vorstand und Aufsichtsrat) verbunden. Insofern würde eine Veröffentlichung der Gewährung von derartigen Rechten eher zu einer Verunsicherung der Anleger führen. Im Übrigen wird dem Informationsbedürfnis der Anleger im Hinblick auf gewährte Aktienoptionen und vergleichbare Gestaltungen bereits ausreichend durch die Transparenzvorgaben des Corporate Governance Kodex (individualisierte und in die Bestandteile aufgegliederte Offenlegung der Vergütung) sowie bilanzrechtliche Vorschriften (Vergütungsangaben im Anhang des Jahresabschlusses) entsprochen.

19. Zu VI.2.7. (Seite 70)

Das Abstellen auf den hessischen bzw. nordrhein-westfälischen Feiertagskalender im Zusammenhang mit den Mitteilungsfristen von Directors' Dealings erscheint im Hinblick auf die auf nur 5 Werktage verkürzte Frist für Unternehmen, die ihren Sitz außerhalb dieser Bundesländer haben, als kritisch. Es sollte vielmehr der Feiertagskalender des Bundeslandes, in dem das jeweils betroffene Unternehmen seinen Sitz hat, maßgeblich sein.

20. Zu VI.3.2. (Seite 72), VI.1.2.2. (Seite 62)

Sinn und Zweck der Erweiterung des Kreises der meldepflichtigen Personen auf Personen, die in enger Beziehung zu einer Führungsperson stehen, ist es, Geschäfte der betroffenen Führungspersonen öffentlich bekannt zu machen. Die Pflicht zur Angabe des Namens der meldepflichtigen, in enger Beziehung zu einer Führungsperson stehenden natürlichen Person ist vor diesem Hintergrund nicht zielführend. Die schutzwürdigen Interessen der nahestehenden Person würden aufgehoben ohne dass ein Interesse des Kapitalmarktes an dieser Information erkennbar wäre. Vielmehr wäre daran zu denken, den Namen der betroffenen Führungsperson zu veröffentlichen.

21. Zu VIII. (Seite 89 ff.)

a) Im Rahmen der Erläuterungen des Insiderverzeichnisses sollte an geeigneter Stelle klargestellt werden, dass allein der Umstand, dass eine bestimmte Person bzw. ein bestimmter Dienstleister in das Insiderverzeichnis aufgenommen worden ist, noch kein Indiz dafür ist, dass auch eine mit den Betroffenen in Zusammenhang stehende Information bereits eine Insiderinformation ist. So erscheint es z.B. sinnvoll, die Druckerei, die den Jahresabschluss druckt, in das Insiderverzeichnis aufzunehmen. Gleichwohl stellten die Geschäftsergebnisse eben nicht in jedem Fall Insiderinformationen dar. Zum einen fehlt es häufig an der Kursrelevanz. Zum anderen werden die Geschäftszahlen aufgrund des durch den Corporate Governance Kodex vorgegebenen „fast close“ oft bereits frühzeitig an die Druckerei weitergeleitet. Diese Zahlen sind dann jedoch häufig noch nicht endgültig und damit nicht hinreichend konkret, da der Abschlussprüfer noch nicht sein Testat abgegeben hat oder noch der Beschluss des Vorstands aussteht.

b) Nach Aussage der BaFin sollen Insiderverzeichnisse in konkreten Verdachtsfällen eine schnelle Ermittlung des möglichen Kreises der Insider erleichtern (Seite 89). Gleichsam weist die BaFin darauf hin, dass sie nach § 15b Abs. 1 Satz 2 WpHG jederzeit die Übermittlung des Insiderverzeichnisses verlangen kann und es eines konkreten Verdachtsfalls nicht bedarf (Seite 97). Im Leitfaden sollte aufgenommen werden, in welchen Fällen die BaFin die Übermittlung des Insiderverzeichnisses verlangen wird, wenn kein konkreter Verdachtsfall vorliegt. Die BaFin sollte sich – wie in anderen Staaten durchaus üblich – einer Selbstverpflichtung unterwerfen.

22. Zu VIII.2.3. (Seite 92)

a) Die von der BaFin vertretene Auffassung, dass Aufsichtsratsmitglieder verpflichtet sind, Insiderverzeichnisse über die ihnen zuarbeitenden Personen zu führen, geht über die gesetzlichen Anforderungen hinaus. Nach § 15b Abs. 1 WpHG haben Emittenten und in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen Insiderverzeichnisse zu führen. Aufsichtsratsmitglieder werden jedoch weder im Auftrag noch für Rechnung der Emittenten tätig. Vielmehr sind sie als Organ „Teil“ des Emittenten. Sie sind daher in das Insiderverzeichnis des Emittenten aufzunehmen, aber nicht verpflichtet, ihrerseits Insiderverzeichnisse zu führen. Entsprechend sind auch die Emittenten nicht verpflichtet, diese Personen in ihren Insiderverzeichnissen zu führen, da sie zudem auch nicht im Auftrag oder für Rechnung der Emittenten tätig werden.

b) Klarstellend sollte darauf hingewiesen werden, dass mit der Verbreitung von Ad hoc-Mitteilungen beauftragte Personen nicht im Insiderverzeichnis aufzunehmen sind.

23. Zu VIII.5. (Seite 96)

Die am Ende des zweiten Absatzes der Aufklärungspflichten vorgesehene Pflicht, dass Dritte, die vom Emittenten über ihre Aufnahme in sein Insiderverzeichnis und die daraus resultierenden Konsequenzen belehrt worden sind dem Emittenten zurückmelden müssen, wenn sie ihrerseits die von ihnen erfassten Personen belehrt haben, geht über die gesetzlichen Anforderungen hinaus. Dieser formale Mehraufwand für alle Beteiligten sollte vermieden und der entsprechende Hinweis gestrichen werden.

Darmstadt, den 19.01.2005

Hamburg, den 19.01.2005



Otmar F. Winzig
- Mitglied des Vorstands -
Deutscher Investor Relations Kreis

Kay Bommer
- Geschäftsführer -
Deutscher Investor Relations Kreis