



# Stellungnahme

## des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Handelsrecht

### zum Entwurf einer Überarbeitung von Teilen des Emittentenleitfadens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Stellungnahme Nr.: 40/2018

Berlin, im August 2018

#### Mitglieder des Ausschusses Handelsrecht

- RA Prof. Dr. Gerd Krieger, Düsseldorf (Vorsitzender)
- RAin Dr. Gabriele Apfelbacher, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatte(rin))
- RA Dr. Christian Decher, Frankfurt/Main
- RA Dr. Hans Friedrich Gelhausen, Frankfurt/Main
- RA Dr. Peter Hemeling, München
- RAin Dr. Hilke Herchen, Hamburg
- RA Prof. Dr. Michael Hoffmann-Becking, Düsseldorf
- RA Dr. Hans-Christoph Ihrig, Mannheim
- RA Dr. Thomas Kremer, Bonn
- RA Dr. Marc Löbbbe, Frankfurt/Main
- RA Dr. Dr. h.c. Georg Maier-Reimer, LL.M., Köln
- RA Prof. Dr. Reinhard Marsch-Barner, Frankfurt/Main
- RA Prof. Dr. Andreas Pentz, Mannheim
- RAin Dr. Gabriele Roßkopf, LL.M., Stuttgart
- RA Prof. Dr. Frank A. Schäfer, LL.M., Düsseldorf (Berichterstatter)
- RAin Dr. Alexandra Schluck-Amend, Stuttgart
- RA Dr. Bernd Singhof, LL.M., Frankfurt/Main
- RA Dr. Jost Wiechmann, Hamburg
- RA Prof. Dr. Hans-Ulrich Wilsing, Düsseldorf

#### Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

- RA Max Gröning

**Deutscher Anwaltverein**  
Littenstraße 11, 10179 Berlin  
Tel.: +49 30 726152-0  
Fax: +49 30 726152-190  
E-Mail: [dav@anwaltverein.de](mailto:dav@anwaltverein.de)

**Büro Brüssel**  
Rue Joseph II 40, Boîte 7B  
1000 Brüssel, Belgien  
Tel.: +32 2 28028-12  
Fax: +32 2 28028-13  
E-Mail: [bruessel@eu.anwaltverein.de](mailto:bruessel@eu.anwaltverein.de)  
Transparenz-Registernummer:  
87980341522-66

## **Verteiler**

---

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz

Bundesministerium der Finanzen

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie

Vorsitzender des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz des Bundestages

CDU/CSU-Fraktion im Deutschen Bundestag

SPD-Bundestagsfraktion

AfD-Bundestagsfraktion

FDP-Bundestagsfraktion

Fraktion Die Linke im Bundestag

Bundestagsfraktion Bündnis 90/Die Grünen

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex

Europäische Kommission - Vertretung in Deutschland

Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins

Landesgruppen und -verbände des DAV

Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV

Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV

Handelsrechtsausschuss des DAV

Bundesrechtsanwaltskammer

Bundesnotarkammer

Deutscher Notarverein

Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)

Deutscher Richterbund

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)

Deutscher Steuerberaterverband

Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft

Bundesverband Deutscher Banken

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung –

GfK

Die Aktiengesellschaft

GmbH-Rundschau

NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

WM Wertpapiermitteilungen

ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Börsenzeitung

Handelsblatt

Juris

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit rund 64.500 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

---

Die BaFin hat am 12. Juli 2018 einen Entwurf für die Überarbeitung eines Teils des Emittentenleitfadens hinsichtlich der Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile und zu notwendigen Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren zur Konsultation gestellt. Anlass der Überarbeitung sind u. a. neue europäische Regelungen wie etwa die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie oder die Marktmissbrauchsverordnung und Anpassungen an eine geänderte Verwaltungspraxis sowie die Rechtsprechung.

## **I. Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile (§§ 33 bis 47 WpHG)**

### **1. Zur Einleitung**

Der Entwurf des Emittentenleitfadens führt in der Einleitung zum Abschnitt Darstellung der Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile (§§ 33 bis 47 WpHG) als Regelungsziele der wertpapierhandelsrechtlichen Beteiligungstransparenz die Gewährleistung von Informationseffizienz an, ebenso wie das Entgegenwirken gegen den Missbrauch von Insiderinformationen. Letzteres überrascht, denn die Verhinderung von Insidergeschäften wird bisher von der herrschenden Lehre nicht als das Ziel der Information über Veränderungen des Stimmrechtsanteils betrachtet. Der europäische Gesetzgeber sieht den Sinn und Zweck der Transparenzrichtlinie allein in der Verbesserung des Anlegerschutzes, der Erhöhung des Anlegervertrauens in die Wertpapiermärkte und dem reibungslosen Funktionieren der Wertpapiermärkte. Auch wenn der deutsche Gesetzgeber vereinzelt einen Zusammenhang zwischen Stimmrechtstransparenz und Insiderrecht herstellte<sup>1</sup>, ist dies nicht überzeugend.

---

<sup>1</sup> So 1995 in den Gesetzesmaterialien zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, wonach „[a]ktuelle und möglichst umfassende Informationen der Handelsteilnehmer und der der Anleger....am Markt eine Transparenz [schaffen], die dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegen wirkt“ (BT-Drucks. 12/6679, S.52) und dann wieder 2015 in den Gesetzesmaterialien zum Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz im Zusammenhang mit der Vorverlagerung der Meldepflicht, wonach „[d]ie Vorverlagerung des Zeitpunkts, in dem die Meldepflicht einsetzt, zielt auf eine frühere

Soweit Erwerb oder Veräußerung von Aktien eine Insiderinformation darstellen, ist diese Information ad-hoc publizitätspflichtig und wird deshalb gem. Art. 17 MAR schneller bekannt gemacht als eine bloße Stimmrechtsmitteilung. Soweit die Tatsache selber keine Insiderinformation darstellt, ist nicht ersichtlich, inwiefern ihre Veröffentlichung Insiderhandel vorbeugen/verhindern soll. Die Artt. 9 ff. Transparenzrichtlinie und ihre Umsetzung in §§ 33 ff. WpHG konkurrieren ideal mit Art. 17 MAR und entfalten gegenüber der MAR keine Sperrwirkung (vgl. *Klöhn*, MAR, Art. 17 Rn. 44 m.w.N.). Ihr Regelungszweck ist jedoch dauerhafte Beteiligungstransparenz und nicht kurzfristige Unterrichtung des Kapitalmarktes über Veränderungen von Stimmrechten.

## **2. Zu Ziff. I.2.2.7.2 Schwellenberührung infolge Erwerb/Veräußerung: Unwiderlegliche Vermutung der Kenntnis am zweiten Handelstag nach Schwellenberührung**

Das Erreichen, das Überschreiten oder Unterschreiten einer meldepflichtigen Schwelle hat nach § 33 Abs. 1 Satz 1 WpHG unverzüglich, spätestens innerhalb von 4 Handelstagen ab dem Zeitpunkt der Kenntnis des Meldepflichtigen von der Schwellenberührung zu erfolgen. Die Kenntnis des Meldepflichtigen wird von § 33 Abs. 1 Satz 4 WpHG unwiderleglich vermutet als spätestens zwei Handelstage nach dem Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten der Schwelle erfolgt. Hierzu führt der Entwurf des Emittentenleitfadens unter Ziff. I.2.2.7.2 aus:

„Dadurch verlängert sich die Mitteilungsfrist aber nicht de facto auf sechs Handelstage. Vielmehr handelt es sich bei den vorgenannten Fristen um Maximalfristen, so dass die Bundesanstalt in der Praxis bei einem regulären Erwerbs- bzw. Veräußerungsvorgang davon ausgeht, dass eine Mitteilung innerhalb von vier Handelstagen ab Schwellenberührung zumutbar und möglich ist.“

Mit der Annahme, dass eine Mitteilung innerhalb von vier Handelstagen ab Schwellenberührung „zumutbar und möglich“ ist, beabsichtigt die BaFin, durch eine Verwaltungspraxis die gesetzlichen (Höchst-)Fristen ohne Ermächtigungsgrundlage zu verkürzen. Den Unternehmen würde damit durch die

---

Information des Kapitalmarkts über den anstehenden Eigentümerwechsel und verkürzt insbesondere den Zeitraum für einen möglichen Insiderhandel“ (BT-Drucks. 18/5010, S.44).

BaFin nach 4 Tagen die Beweislast aufgebürdet, die Meldung unverzüglich erstattet zu haben, und sie würden im Zweifel schon nach 4 Tagen mit den an eine Verletzung der Meldepflicht verbundenen Sanktionen belastet. Nach der gesetzlichen Regelung hingegen ist es vor Ablauf der insgesamt 6-tägigen Höchstfrist Sache der BaFin, einen etwaigen Verstoß gegen das Unverzögerlichkeitsgebot darzutun. Die beabsichtigte Verwaltungspraxis der BaFin wäre demgemäß rechtswidrig, da die gesetzgeberische Wertung durch die faktische Handhabung unterlaufen würde.

### **3. Zu Ziff. I.2.3.3.2 „Gehören“ im Sinne des § 33 Abs. 3 WpHG**

#### **a. Zum Unterpunkt „Eigentumsvorbehalt“**

Nach § 33 Abs. 3 WpHG ist für den Zeitpunkt einer Schwellenberührung nunmehr grds. das Kausalgeschäft maßgeblich, sofern ein unbedingter und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllender, schuldrechtlicher Anspruch oder eine entsprechende Verpflichtung auf Übertragung von mit Stimmenrechten verbundenen Aktien besteht. Hierzu wird ausgeführt (S. 14, 2. Spiegelstrich):

„Die Vereinbarung eines Eigentumsvorbehalts schließt die Anwendung von § 33 Abs. 3 WpHG nicht aus, da auch in diesem Fall grds. ein unbedingter und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllender Übertragungsanspruch vorliegt.“

Hier wird von dem Vorliegen eines dinglichen Eigentumsvorbehaltes ein Rückschluss auf die nunmehr grds. entscheidende schuldrechtliche Vereinbarung gezogen. Ein Eigentumsvorbehalt regelt jedoch lediglich die dingliche Seite eines Rechtsgeschäftes und hat keinen Einfluss auf die schuldrechtlichen Vereinbarungen. Die Formulierung „schießt damit über das Ziel hinaus“, wenn sie ausführt, dass bei einem Eigentumsvorbehalt „grds. ein unbedingter und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllender Übertragungsanspruch vorliegt“. Dies kann durchaus so sein, muss jedoch nicht immer so sein. Die Aussage sollte daher darauf beschränkt werden, dass das Vorliegen eines Eigentumsvorbehaltes als solcher keinen Rückschluss auf die schuldrechtliche Vereinbarung zulässt. Vielmehr muss diese daraufhin analysiert werden, ob sie einen unbedingten und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllenden Anspruch gewährt.

## **b. Zum Unterpunkt „Verzögerung des dinglichen Vollzugs des Kausalgeschäfts“**

Hinsichtlich des „Gehörens“ wird ausgeführt (S. 14, letzter Spiegelstrich):

„ ... Sollten sich beim Vollzug längere Verzögerungen ergeben, so ist ggfls. eine Stimmrechtsmitteilung nach § 33 Abs. 1 zu korrigieren bzw. zurückzunehmen und eine solche nach § 38 WpHG zum Zeitpunkt der Vereinbarung des Erwerbs/der Veräußerung abzugeben.“

Die Statuierung einer derartigen Pflicht zur „Korrektur bzw. Rücknahme“ einer Stimmrechtsmitteilung begegnet in dieser Allgemeinheit grds. Bedenken, da sie mehr Fragen aufwirft als Antworten gibt. So ist völlig unklar, was eine „längere Verzögerung“ darstellt (Tage, Wochen, Monate?), woraus sich die Pflicht zur „Korrektur bzw. Rücknahme“ ergibt und welche Konsequenzen sich an eine Verletzung einer derartigen Pflicht knüpfen.

Es ist Aufgabe des Gesetzgebers, diesen – soweit überhaupt als regelungsbedürftig angesehenen – Tatbestand einer konkreten Regelung zuzuführen.

## **4. Zu Ziff. 1.2.5.1.2.2 Stimmrechtszurechnung bei der GmbH & Co. KG**

Hinsichtlich der „einfachen“ KG führt der Entwurf aus, dass grds. die von der KG gehaltenen Stimmrechte an einem Emittenten dem Komplementär der KG zugerechnet werden, da die KG „Tochtergesellschaft“ des Komplementärs ist. Eine Zurechnung auf weitere Gesellschafter, also Kommanditisten, soll grds. nur erfolgen, wenn für diese eine Stimmrechtsmehrheit besteht und Mehrheitsbeschlüsse zulässig sind.

Hinsichtlich der Stimmrechtszurechnung bei einer GmbH & Co. KG (Ziff. 1.2.5.1.2.2) behandelt der Entwurf dankenswerterweise auch die in der Praxis nicht selten vorkommende Einheitsgesellschaft, bei der die KG sämtliche Geschäftsanteile an der GmbH hält. Zu Recht wird ausgeführt, dass hier trotz Komplementärstellung die GmbH gerade nicht als „Muttergesellschaft“ der KG fungiert und dass deshalb eine Stimmrechtszurechnung auf die GmbH nicht in Betracht kommt.

Wünschenswert wäre eine Klarstellung, wie bei einer Einheits-GmbH & Co. KG zu verfahren ist, wenn kein Kommanditist eine Stimmrechtsmehrheit hält. – Richtig erscheint, dass dann nur die KG die Stimmrechte (unmittelbar) hält und weder eine Zurechnung der Stimmrechte zu der Komplementär-GmbH noch zu den Kommanditisten erfolgt.

#### **5. Zu Ziff. I.2.6.2.1 Nichtberücksichtigung von Stimmrechten im Handelsbuch**

Zur weiteren Klarstellung dieses Abschnitts regen wir an, konsistent mit der sonstigen Terminologie in den Erläuterungen zu § 36 WpHG einheitlich von „Handelsbuchausnahme“ und nicht von „Handelsbuchbefreiung“ zu sprechen und außerdem einen Verweis auf die Definition des Handelsbuchs in der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates (CRR) aufzunehmen. Entsprechend könnten der 2. und 3. Absatz der Ziff. I.2.6.2.1 lauten:

„Die Zuordnung von Aktien zum Handelsbuch richtet sich grundsätzlich nach Art. 4 Abs. 86 in Verb. mit Abs. 85 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates. Bei der Handelsbuchausnahme ist zusätzlich Art. 6 der KOM-VO 2015/761 zu berücksichtigen, wonach...

Eines Antrags zur Nutzung der Handelsbuchausnahme bedarf es nicht; ebenso wenig eines ...“

#### **6. Zu Ziff. I.2.6.2.2 Nichtberücksichtigung bis zu einem Stimmrechtsanteil von einschließlich 5 Prozent**

Entsprechend der Anmerkung zu Ziff. I.2.6.2.1 sollte der erste Absatz von Ziff. I.2.6.2.2 lauten:

„Stimmrechte aus Aktien, die im Handelsbuch gehalten werden, gelten bis einschließlich 5 Prozent vollumfänglich als ausgenommen; ...“

**7. Zu Ziff. I.2.6.2.3 Nichtberücksichtigung von Stimmrechten aus Instrumenten (§ 38 Abs. 1 WpHG) im Handelsbuch**

In Satz 2 sollte aus Gründen der Konsistenz von „Stimmrechten“ statt von „Beteiligungen“ gesprochen werden.

**8. Zu Ziff. I.2.6.3.1 Stabilisierung nach Maßgabe der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 bzw. Marktmissbrauchsverordnung**

Am Ende des letzten Satzes von Ziff. I.2.6.3.1 sollte ergänzt werden „ ... in Verb. mit Art. 5 ff. der KOM-VO (EU) 2016/1052“

**9. Zu Ziff. I.2.6.3.2 Begriff der Kursstabilisierung**

In Ziff. I.2.6.3.2 empfehlen sich im dritten Absatz folgende redaktionelle Klarstellungen, um nicht die missverständliche deutsche Übersetzung der KOM-VO (EU) 2016/1052 zu wiederholen :

In Satz 2 sollte „Emissionsbank(en)“ durch „Emissionsunternehmen“ und „über die ursprünglich geplante Menge hinaus“ durch „über das eigentlich geplante Platzierungsvolumen hinaus“ ersetzt werden.

Nach Satz 2 sollte folgender Satz 3 eingefügt werden:

„Die Belieferung der Mehrzuteilungen erfolgt aus Altaktien (=Mehrzuteilungsaktien), die den Emissionsunternehmen im Wege der Wertpapierleihe zur Verfügung gestellt werden.“

In Satz 3 (alt)/Satz 4 (neu) wäre zu begrüßen, wenn abweichend von der missverständlichen deutschen Übersetzung der KOM-VO (EU) 2016/1052, jedoch im Einklang mit der allgemein üblichen Terminologie formuliert würde. Der Satz könnte entsprechend wie folgt lauten:

„Durch die Einräumung einer so genannten Greenshoe-Option erhalten Emissionsunternehmen im Zusammenhang mit dem Angebot von Aktien das Recht, innerhalb eines bestimmten Zeitraums nach der Platzierung der Aktien eine bestimmte Anzahl weiterer Aktien zum Ausgabekurs zu erwerben.“

Zur weiteren Klarstellung könnte folgender Satz 5 (neu) angefügt werden:

„In der vorstehenden Konstellation erfolgt der Erwerb von Aktien durch Emissionsunternehmen zur Rückführung der Wertpapierleihe, sei es durch Ausübung der Greenshoe-Option oder im Markt, zu Stabilisierungszwecken und ist daher von der Ausnahme des § 36 Abs. 2 WpHG gedeckt. Der Erwerb der Mehrzuteilungsaktien im Wege der Wertpapierleihe fällt bei Erfüllung der sonstigen Voraussetzungen unter die Abrechnungs- und Abwicklungsausnahme, s. Ziff. I.2.6.4 unten.“

#### **10. Zu Ziff. I.2.6.3.3 Adressaten der Ausnahmeregelung**

In Ziff. I.2.6.3.3 könnte der 2. Halbsatz des 2. Absatzes zur Vermeidung von Missverständnissen wie folgt formuliert werden:

„ ..., die den Emissionsunternehmen zum Zwecke der Belieferung von Mehrzuteilungen Altaktien (=Mehrzuteilungsaktien) im Wege der Wertpapierleihe zur Verfügung stellen“

#### **11. Zu Ziff. I.2.6.4 Abrechnung und Abwicklung (§ 36 Abs. 2 Nr. 1 WpHG)**

In der Überschrift muss der Verweis „§ 36 Abs. 3 Nr. 1 WpHG“ lauten.

Im ersten Satz des dritten Absatzes sollte vor „geändert“ „zum Zwecke der Platzierung“ eingefügt werden.

Im dritten Satz des dritten Absatzes sollte das Wort „zukünftig“ gestrichen werden.

#### **12. Zu Ziff. I.2.8.1.1 Finanzinstrumente nach § 38 Abs.1 Nr.1 WpHG**

##### **a. Zum Unterpunkt „Wertpapierdarlehen und Repo-Geschäfte“**

Im 2. Absatz, Satz 1 sollte zur weiteren Erläuterung nach „auf Grund dessen“ „hinsichtlich des Gehörens“ eingefügt werden.

Im 2. Absatz Satz 2 muss es „**Verleiher**“ statt „**Entleiher**“ heißen.

Im 2. Absatz Satz 3 regen wir an, ganz am Ende „zu legen“ durch „vorzuverlegen“ zu ersetzen.

**b. Zum Unterpunkt „Aktienkörbe (Baskets) und Indizes“**

Zu diesem Unterpunkt wäre ein Beispiel für die Ermittlung der Anzahl der zu berücksichtigenden Stimmrechte für den Fall, dass die Berücksichtigungsschwellen (1% bzw. 20%) überschritten werden, wünschenswert.

Im Interesse der verbesserten Lesbarkeit dieses Unterpunkts regen wir nachfolgende redaktionelle Änderungen an:

„Nach Art. 4 der Delegierten Verordnung (EU) 2015/781 der Kommission vom 17. Dezember 2014 sind in Aktienkörben und Indizes enthaltene Aktien eines bestimmten Emittenten nur zu berücksichtigen, wenn entweder die Stimmrechte aus den betreffenden Aktien mindestens ein Prozent der ausstehenden Stimmrechte des Emittenten ausmachen oder der Wert der im Aktienkorb oder Index enthaltenen Aktien des Emittenten mindestens 20% des Gesamtwerts des Aktienkorbes oder Index ausmacht.“

**c. Zum Unterpunkt „Ketten-Finanzinstrumente“**

Dieser Unterpunkt sollte redaktionell überarbeitet werden und könnte wie folgt lauten:

„Finanzinstrumente im Sinne von § 38 Abs.1 Nr.2 WpHG stellen auch sog. Ketten-Finanzinstrumente dar, also Finanzinstrumente, deren Ausübung zunächst zum Erwerb eines weiteren Finanzinstruments führt, wobei erst dessen Ausübung zu einem Erwerb von Stimmrechten aus Aktien führt, z. B. Vereinbarung einer Option mit einem Future als Basiswert.“

**13. Zu Ziff. I.2.8.1.3 Weitere Finanzinstrumente**

**a. Zum Unterpunkt „Irrevocables“**

Der Verweis in Satz 2 müsste auf § **38** Abs.1 Nr.2 WpHG lauten.

**b. Zum Unterpunkt „Vorkaufsrechte im Rahmen von Gesellschaftervereinbarungen“**

In Satz 2 sollte nach „eines Emittenten“ „vom veräußernden Gesellschafter“ eingefügt werden.

In Satz 3 sollte es statt „der übrigen Gesellschafteranteile“ „der dem Vorkaufsrecht unterliegenden Gesellschaftsanteile“, und in Satz 4 statt „stellen auch Gesellschaftervereinbarungen“ „stellt auch die Vereinbarung eines Vorkaufsrechts in Gesellschaftervereinbarungen“ heißen.

Die Ausführungen zu Vorkaufsrechten in Gesellschaftervereinbarungen unter Nicht-Familiengesellschaftern einerseits und Vorkaufsrechten in Gesellschaftervereinbarungen unter Familiengesellschaftern andererseits enthalten hinsichtlich des (Nicht-)Vorliegens eines ggf. meldepflichtigen Finanzinstruments kein sachliches Differenzierungskriterium. Hier sollte eine entsprechende Erläuterung aufgenommen werden, auch um Kriterien für die Übertragung auf andere Konstellationen zu nennen.

**c. Zum Unterpunkt “Letter of Intent, Memorandum of Understanding, Term Sheets, Gentlemen’s Agreement”**

Die Verwaltungsauffassung der BaFin, wonach in den vorgenannten vorvertraglichen Vereinbarungen grundsätzlich kein Finanzinstrument zu sehen ist, ist zu begrüßen. Warum es für eine andere Beurteilung darauf ankommen soll, dass „die andere Seite die Abnahme von Aktien als wahrscheinlich auffassen kann“, ist nicht ganz nachvollziehbar. Vielmehr sollte relevant sein, dass aufgrund objektiver Kriterien davon ausgegangen werden muss, dass es zu dem Erwerb der Aktien kommen wird. Eine beispielhafte Auflistung solcher Kriterien im Emittentenleitfaden wäre wünschenswert.

**d. Zum Unterpunkt „Mehrzuteilungsoption und Greenshoe-Option“**

Im Ergebnis verdient die im Entwurf des Emittentenleitfadens geäußerte Auffassung, wonach die einem Emissionsunternehmen eingeräumte Greenshoe-Option keine Mitteilungspflicht auslöst, Zustimmung. Die Begründung erscheint jedoch nicht ganz zutreffend. Typischerweise wird unter Greenshoe-Option das Recht verstanden, Aktien vom Emittenten oder vom Altaktionär zum ursprünglichen Ausgabepreis beziehen zu können, siehe Anmerkung zu Ziff.

I.2.6.3.2. Räumt der Emittent die Greenshoe-Option ein, liegt schon deshalb kein

Finanzinstrument vor, weil es sich nicht um ein Recht auf den Erwerb bereits ausgegebener Aktien handelt. Räumt der Altaktionär die Greenshoe-Option ein, hat das Emissionsunternehmen einen Anspruch auf Lieferung der entsprechenden Aktien gegen Zahlung des ursprünglichen Platzierungspreises pro Aktie, sodass man wohl von einem Finanzinstrument ausgehen müsste. Dabei können jedoch der Rücklieferungsanspruch aus der Wertpapierleihe und der Lieferanspruch aus der Option (ausnahmsweise) gegeneinander aufgerechnet werden, so dass es beim Anspruch des Altaktionärs auf Zahlung des Kaufpreises bleibt. Selbst wenn man bei der von einem Altaktionär eingeräumten Greenshoe-Option von einem Finanzinstrument ausgeht, sollten die zugrundeliegenden Stimmrechte gem. §§ 38 Abs. 1 Satz 2, 36 Abs.2 WpHG nicht zu berücksichtigen sein, da die Ausübung der Greenshoe-Option als eine zulässige Form ergänzender Stabilisierungsmaßnahmen gilt, siehe Erwägungsgrund (10) der KOM-VO (EU) 2016/1052.

**e. Zum Unterpunkt „Kurzfristiger Erwerb einer umfangreichen Aktienposition am Kapitalmarkt“**

Auch wenn die Causa Geely Group Co. Ltd. / Daimler AG die frühzeitige Information des Kapitalmarkts und damit entsprechende Mitteilungspflichten des Investors in dem beschriebenen Szenario wünschenswert erscheinen lassen, ist doch fraglich, ob vom Vorliegen „umfangreiche[r], vor allem schwellenrelevante[r] Vorerwerbe durch Banken, an deren Ende eine Übertragung der Aktien an den Investor steht“, ohne weiteres darauf geschlossen werden kann, dass der Investor bereits im Zeitpunkt des entsprechenden Erwerbs durch die Banken Inhaber eines Instruments ist, das sich auf die betreffenden Aktien bezieht, und er davon auch tatsächlich Kenntnis erlangt hat. § 38 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 2 WpHG setzen jeweils voraus, dass der Meldepflichtige tatsächlich unmittelbar oder mittelbar Inhaber eines entsprechenden Instruments ist. Soll im Fall des Erwerbs von Aktien durch Banken, die anschließend an einen Investor weitergereicht werden, das Vorliegen eines Instruments (widerleglich) vermutet werden, müsste der Gesetzgeber tätig werden und § 38 WpHG um eine entsprechende gesetzliche Vermutung ergänzen. Dabei müssten auch rechtsstaatliche Bedenken im Hinblick auf die bei vorsätzlicher oder leichtfertiger Verletzung vorliegende Ordnungswidrigkeit und den anwendbaren Bußgeldrahmen sowie den drohenden

Rechtsverlust aus den dem Investor gehörenden Aktien geprüft werden. Da die TRL-ÄndRL keine entsprechende Vermutung vorsieht, wäre bei einem nationalen Alleingang auch zu berücksichtigen, inwieweit ein derartiges „goldplating“ der europäischen Harmonisierung entgegensteht.

#### **14. Zu Ziff. I.3.3.1      Zeitpunkt und Art und Weise der Veröffentlichung**

Unter „Sonderfall: Erstmalige Zulassung der Aktien des Inlandsemittenten“ wird ausgeführt, dass die erstmalige Zulassung der Aktien eines Emittenten (IPO) „in der Regel“ mit einer Kapitalerhöhung einhergehe. Da es auch IPOs ohne Kapitalerhöhung, – etwa in der Form reiner Umplatzierungen – gibt, wird angeregt, „in der Regel“ durch „häufig“ zu ersetzen.

### **II. Notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren (§§ 48 ff. WpHG)**

#### **1. Zu Ziff. II.3.3.1      Allgemeines und Anpassung der Verwaltungspraxis nach Umsetzung der TRL-ÄndRL**

Der Entwurf des Emittentenleitfadens weist im einleitenden Absatz von Ziff. II.3.3.1 darauf hin, dass der Bezugsrechtsausschluss im Rahmen von Kapitalerhöhungen oder bei der Veräußerung eigener Aktien der Gesellschaft weiterhin veröffentlichungspflichtig bleibe. Wie der Deutsche Anwaltverein bereits mehrfach dargelegt hat, ist diese Auslegung weder vom Wortlaut des Gesetzes gedeckt noch mit den Grundsätzen richtlinienkonformer Auslegung vereinbar (s. zuletzt DAV-Stellungnahme Nr. 31/2015, Tz. 22, NZG 2015, 1069).

Die Klarstellungen in den Unterpunkten 1. und 2. zu Ziff. II.3.3.1, dass bloße Ermächtigungsbeschlüsse, etwa der Beschluss über die Schaffung eines genehmigten Kapitals, keiner Veröffentlichung bedürfen und dass inhaltlich gleich gelagerte Doppelveröffentlichungen vermieden werden sollen, sind ausdrücklich zu begrüßen.

#### **2. Zu Ziff. II.3.3.2.3      Beschlussfassung über Bezugsrechte und Ankündigung der Ausgabe neuer Aktien beim bedingten Kapital**

Im zweiten Absatz der Ziff. II.3.3.2.3 wird ausgeführt, dass in der Beschlussfassung über ein bedingtes Kapital auch eine Beschlussfassung über

Bezugsrechte i.S.d. § 49 Abs.1 Satz 1 Nr. 2 WpHG liege, weil in dem Beschluss auch entschieden werde „welche Alternative des § 192 AktG dem Vorstand offen stehen soll“. Gemeint ist wohl, dass der Beschluss über die bedingte Kapitalerhöhung auch ihren Zweck (§§ 192 Abs. 2, 193 Abs. 2 Nr.1 AktG) feststellen muss. Mit dem Beschluss über das bedingte Kapital und der Feststellung seines Zwecks entstehen aber noch keine Ansprüche der Bezugsberechtigten; ebenso wenig durch Eintragung des bedingten Kapitals. Vielmehr müssen die Bezugsrechte durch Rechtsgeschäft zwischen der Gesellschaft und dem Bezugsberechtigten begründet werden (*Hüffer/Koch, AktG, 13. Aufl., § 197 Rz. 5*) und bedürfen zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung des bedingten Kapitals in das Handelsregister, siehe § 197 Satz 2 AktG. Vor diesem Hintergrund und im Hinblick auf die Ausführungen im Entwurf des Emittentenleitfadens in Ziff. II.3.3.1 sollte eine Veröffentlichungspflicht gem. § 49 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG erst angenommen werden, wenn das bedingte Kapital in das Handelsregister eingetragen wurde und auch die betreffenden Bezugsansprüche rechtsgeschäftlich begründet wurden.

Dies wäre etwa bei der Schaffung eines bedingten Kapitals zum Zweck der Gewährung von Umtausch- und Bezugsrechten auf Grund von Wandelschuldverschreibungen dann der Fall, wenn das bedingte Kapital eingetragen und die Wandelschuldverschreibungen ausgegeben wurden. Im Hinblick auf die Vermeidung von Doppelveröffentlichungen sollte jedenfalls bei der Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen mit Bezugsrechten keine separate Veröffentlichung über die Gewährung von Bezugsansprüchen (auf die jungen Aktien aus dem bedingten Kapital) erforderlich sein, wenn unverzüglich nach der Beschlussfassung über die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen ein Bezugsangebot betreffend die Wandelschuldverschreibungen veröffentlicht wird. Folgt man der Auffassung der BaFin, dass der Ausschluss des Bezugsrechts gem. § 49 Abs.1 Satz 1 Nr. 2 WpHG zu veröffentlichen ist, wäre nach entsprechendem Vorstandsbeschluss (Ausnutzen der Ermächtigung) die Ankündigung der Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen ohne Bezugsrecht zu veröffentlichen.

Im dritten Absatz würde es sich anbieten, den ersten Satz des dritten Absatzes wie folgt zu konkretisieren:

„Wird ein bedingtes Kapital zur Gewährung von Umtausch- oder Bezugsrechten auf Grund von Wandelschuldverschreibungen beschlossen, wird damit häufig der Beschluss über die Ermächtigung des Vorstands zur Ausgabe einer Wandelanleihe verbunden.“

**3. Zu Ziff. II.3.3.4 Übersicht und Zusammenfassung der Veröffentlichungspflichten gemäß „ 49Abs.1 Satz 1 Nr. 2 WpHG**

Entsprechend den Anmerkungen in Ziff. II.1 und 2 oben sollten die Angaben in Zeilen (2)(b), (3)(b), (4)(a), (4)(b) und (5) angepasst werden.