

Emittenten-Leitfaden: Orientierung für die Praxis?

Markus Pfüller

11. November 2005

**C L I F F O R D
C H A N C E**



Kapitalmarktrecht und Compliance

- Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)
- Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV)
- Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung (MaKonV)
- Finanzanalyseverordnung (FinAnV)
- Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG)
- Bilanzkontrollgesetz (BilKoG)
- Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)
- Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG)

Compliance Schwerpunkte im WpHG

- Insiderrecht (§§ 12 – 14 WpHG)
- Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)
- Directors' Dealings (§ 15a WpHG)
- Insiderverzeichnisse (§ 15b WpHG)

Konkretisiert durch

- Rechtsverordnungen: WpAIV und MaKonV
- Emittentenleitfaden der BaFin

AnSVG - Geschichte

- Marktmissbrauchsrichtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003
- Umsetzung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz („AnSVG“) vom 29.10.2004
- Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung („WpAIV“) vom 13.12.2004
- Leitfaden des BAWe und der Deutsche Börse AG zur Ad hoc-Publizität und zum Insiderrecht
- Entwurf eines Emittentenleitfadens der BaFin vom 22.12.2004
- „endgültiger“ Emittentenleitfaden der BaFin vom 15.07.2005

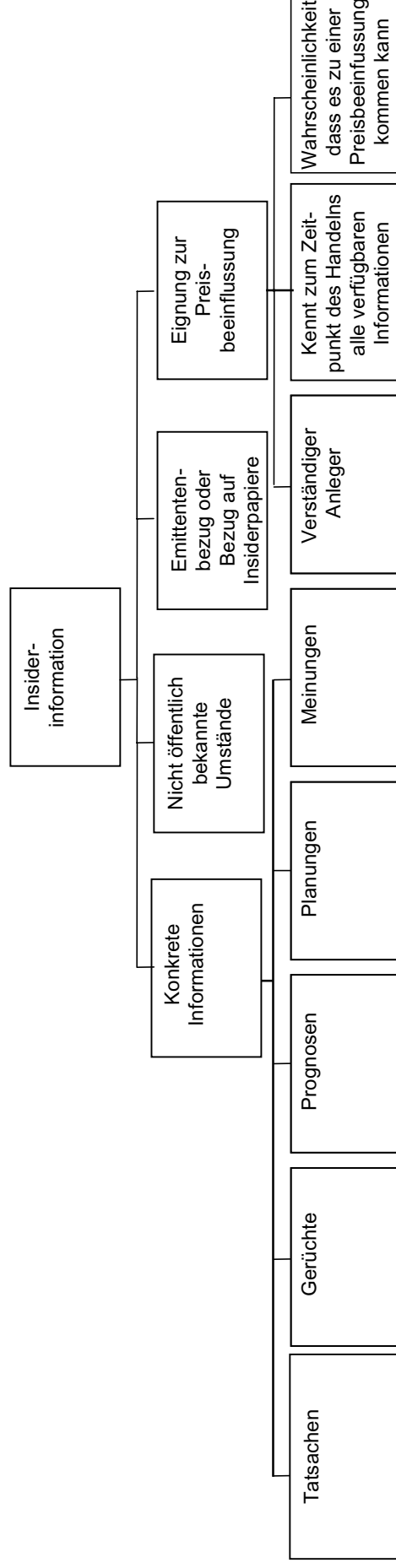
Wesentliche Neuerungen (1)

- „Insidertatsache“ → „Insiderinformation“ (auch Meinungsäußerungen, Werturteile, Prognosen, Gerüchte)
- „ausnutzen“ → „verwenden“ (Erzielung eines wirtschaftlichen Sondervorteils nicht mehr erforderlich)
- „Insiderpapiere“ (Derivate; nicht mehr wie noch im Entwurf des Leitfadens SARs, Phantom Stocks u.ä.)
- Zeitliche Vorverlagerung und inhaltliche Erweiterung Ad-hoc-pflichtiger Informationen
- Selbstbefreiungsrecht
- Ausweitung meldepflichtiger Directors' Dealings
- Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen

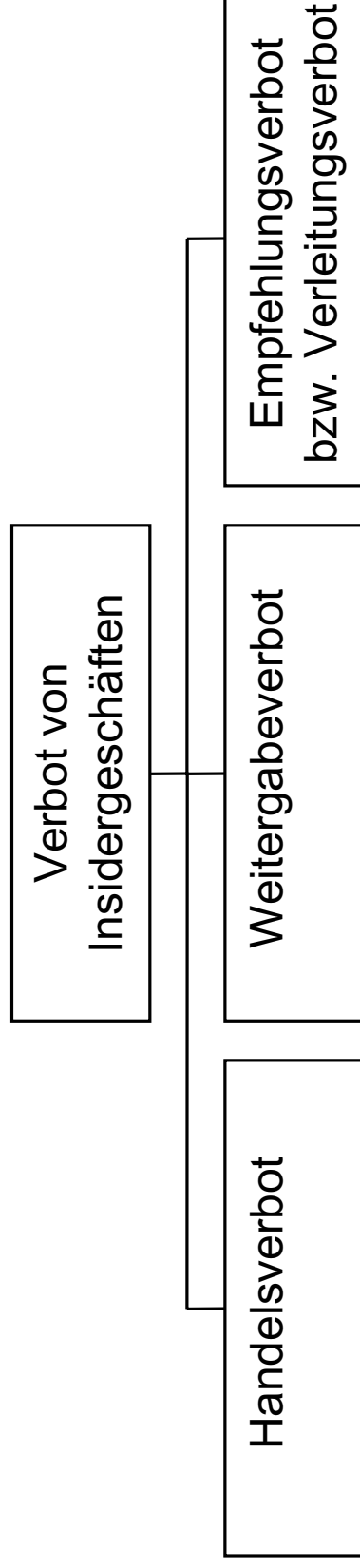
Wesentliche Neuerungen (2)

- Eigene Begrifflichkeit der Ad- \longleftrightarrow Einheitlich weiter Begriff der hoc-Publizität (Ad-hoc-Tatsache enger als Insideratsache)
- Beschränkung auf Tatsachen \longleftrightarrow Unmittelbares “Betreffen” im Tätigkeitsbereich des Emittenten mit Auswirkung auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf
- Befreiungsverfahren auf An- \longleftrightarrow Selbstverantwortlicher Aufschub der Veröffentlichung durch Emittenten

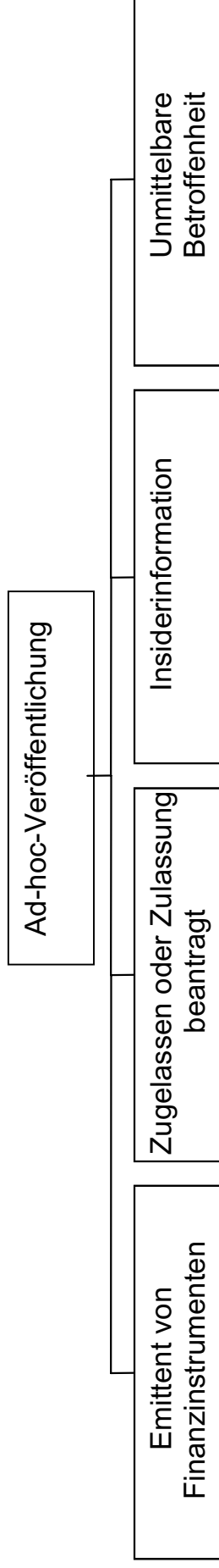
§ 13 Insiderinformation



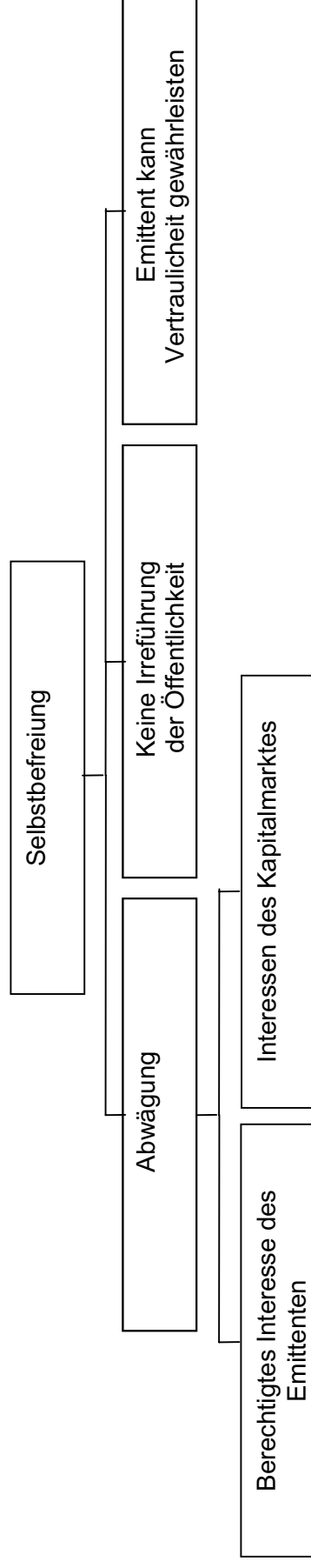
§ 14 Verbot von Insidergeschäften



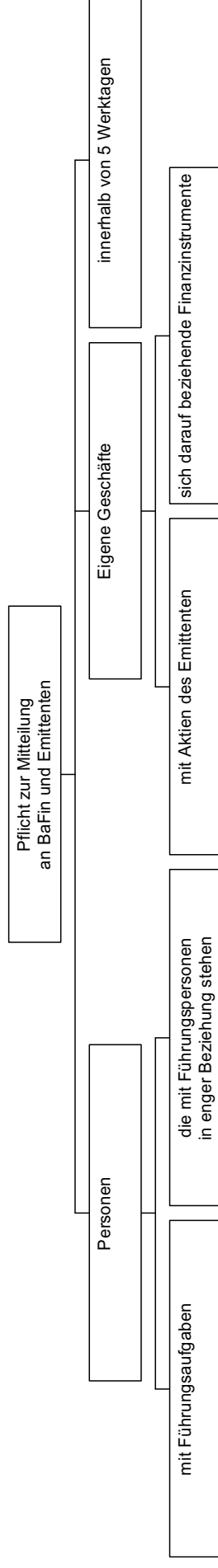
§ 15 Ad-hoc-Publizität



§ 15 Abs. 3 Selbstbefreiung

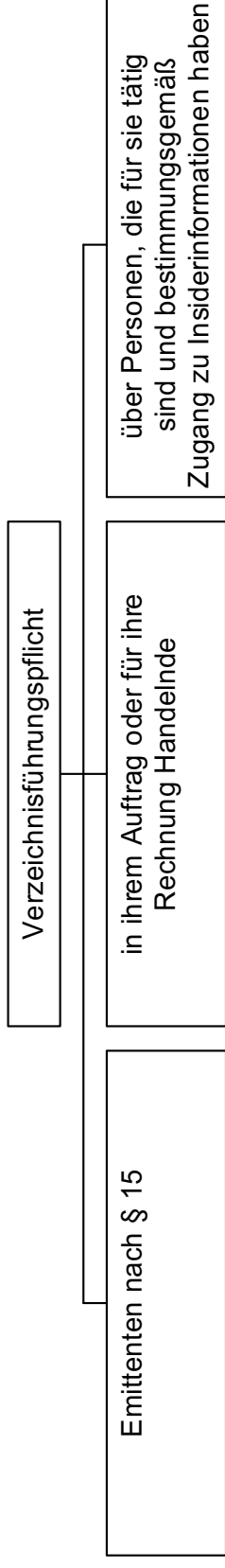


§ 15a Directors' Dealings



Der Emittent hat die Mitteilung unverzüglich zu veröffentlichen und die Veröffentlichung der BaFin unverzüglich zu übersenden.

§ 15b Insiderverzeichnisse



Es besteht Aktualisierungs- und auf Verlangen Übermittlungspflicht.

Ad-hoc-Publizität (1)

Bisher:

- Dreischritt:
 - Tatsachen im Tätigkeitsbereich des Emittenten
 - Auswirkung auf Vermögens-, Finanz- (und Ertrags)lage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf
 - Kursbeeinflussungspotenzial

Neu:

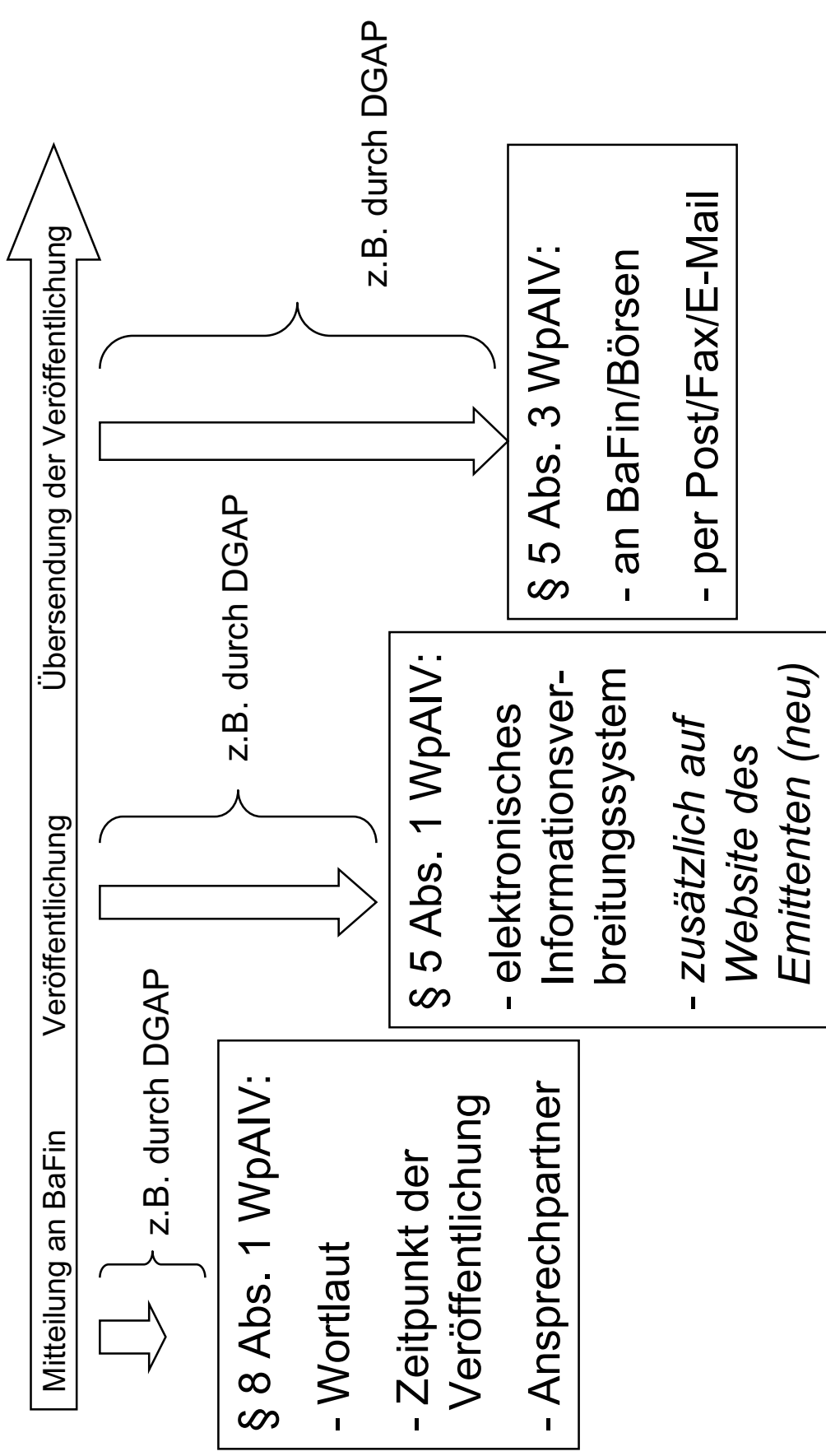
- „Unmittelbares Betreffen“ des Emittenten
 - Innerhalb oder außerhalb der Emittentensphäre
 - Wegfall des Kausalitätserfordernisses
 - Kursbeeinflussungspotenzial (bereits Merkmal der Insiderinformation)
- Befreiungsverfahren auf Antrag
- Selbstverantwortlicher Aufschub der Veröffentlichung durch Emittenten

Ad-hoc-Publizität (2)

Prüfung durch das Unternehmen

- Ist eine Information hinreichend präzise/konkret genug? (Achtung: auch künftige Tatsachen können erfasst sein)
- Öffentlich bekannt
- Kursbeeinflussungspotenzial (unscharfer „Reasonable Investor Test“)
- Unmittelbares Betreffen
- Selbstbefreiung

Ad-hoc-Publizität (3)



Emittenten-Leitfaden (1)

- Derivate sind Insiderpapiere. Virtuelle Vergütungsinstrumente zählen nicht dazu (anders noch der Entwurf), wohl aber Aktienoptionen.
- Bei Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen soll zum Zeitpunkt der Entscheidung über die Teilnahme an einem Programm das Verbot von Insidergeschäften gelten.

Emittenten-Leitfaden (2)

- Konkrete Information bei M&A-Transaktionen/ Unternehmenskäufen? Kriterium der erheblichen Preisbeeinflussung entscheidend.
- Thema Ad-hoc-Veröffentlichung von Geschäftsergebnissen: Entwurf – vor Aufstellung des Jahresabschlusses. Leitfaden – Aufsichtsratsbeschluss.

Selbstbefreiung (1)

Bisher:

- Antrag auf Befreiung an BaFin
- Für die Dauer des Befreiungsbescheides Ad-hoc-Pflicht ausgesetzt
- Regelmäßige Information der BaFin über Verhandlungsstand erforderlich (Dialog-Situation)
- **Legalisierungswirkung des Verwaltungsakts schützt vor Haftung (auch bei rechtswidrig erteilten Verwaltungsakten)**

Neu:

- Grundsatz der eigenverantwortlichen Selbstbefreiung (Kommunikation mit BaFin weiterhin möglich)
- Ad-hoc-Pflicht dauert latent fort; Selbstbefreiung verschiebt nur den Veröffentlichungszeitpunkt
- Nachträgliche Begründung der Befreiung; keine Veröffentlichung erledigter Sachverhalte (auch keine Mitteilung?)
- **Haftung nach § 37b WpHG, wenn sich der Emittent zu Unrecht selbst befreit; möglicherweise Ordnungswidrigkeit**

Selbstbefreiung (2)

Voraussetzungen des Aufschiebens der Ad-hoc-Pflicht

- Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten;
d.h. Interessen des Emittenten überwiegen die Interessen des Kapitalmarkts an vollständiger und zeitnaher Veröffentlichung
- { § 6
WpAIV }
 - Gang laufender Verhandlungen
 - Finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten bedroht
 - Mehrstufige Entscheidungsprozesse
- Keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten
≠ Kursbeeinflussungspotential
- Vertraulichkeit der Insiderinformation ist zu gewährleisten

§ 15
Abs. 3
WpHG

Selbstbefreiung (3)

- Dokumentation des Selbstbefreiungsprozesses
- BaFin „hilft“ bei Einschätzung des Selbstbefreiungstatbestands
- BaFin nimmt im Leitfaden Abstand von bisher sehr restriktiver Auslegung
 - Laufende Verhandlungen
 - Sanierungsfälle
 - Bei mehrstufigen Entscheidungen (Vorstand – Aufsichtsrat) bis zur letzten Entscheidungsebene

Selbstbefreiung (4)

Vertraulichkeitspflicht

- Organisationspflichten gemäß § 7 WpAIV:
 - Andere Personen als solche, bei denen Zugang unerlässlich ist, dürfen keine Insiderinformationen erlangen
 - Insiderverzeichnis (§ 15b WpHG)
 - Möglichkeit zur unverzüglichen Veröffentlichung erforderlich, wenn Insiderinformation „durchsickert“
 - Dokumentationspflichten
 - Vertraulichkeitsvereinbarungen
 - Einführung von Projektnamen; Chinese Walls; Verschließen von Räumen; IT-Erfordernisse etc.

Selbstbefreiung (5)

Dokumentationspflicht

- Nachträgliche Mitteilung an die BaFin (§ 15 Abs. 3 S. 4 WpHG, § 8 Abs. 5 WpAIV):
 - Gründe für die Befreiung
 - Kurze Beschreibung der internen Abläufe des Emittenten
 - Zeitpunkt der Entscheidung über den Aufschub
 - Angabe weiterer Termine, zu denen Fortbestand der Gründe geprüft wurde
 - Name, Adresse und Telefonnummer aller Personen, die an der Entscheidung beteiligt waren
- Erfordernis äußerster Sorgfalt, da Dokumentation sowohl im Bußgeldverfahren als auch im Zivilverfahren als Beweismittel relevant werden kann

Sanktionen bei Verstoß gegen § 15 WpHG

- § 39 WpHG: Bußgeld je nach Verstoß bis zu 1 Million EUR
- § 37b, c WpHG: Schadenersatz
- Möglicherweise § 826 BGB: Schadenersatz

Directors' Dealings (1)

Bisher:

- Ausnahmevorschriften: bei Erwerb auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil
- Bagatellgrenze: Euro 25.000,- innerhalb von 30 Tagen

Neu:

- Streichung der Ausnahmevorschriften
- Euro 5.000,- innerhalb eines Jahres (Gesamtbetrag aller Geschäfte der Führungsperson und der ihr nahe stehenden Personen)

Directors' Dealings (2)

Primärverpflichtete

Bisher:

- Mitglieder des Geschäfts-
führungs- oder Aufsichts-
organs und persönlich
haftende Gesellschafter

Neu:

- Mitglieder eines Leitungs-,
Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans
und persönlich haftende
Gesellschafter
- Zusätzlich sonstige Personen, die
regelmäßig Zugang zu Insider-
informationen haben und zu
wesentlichen unternehmerischen
Entscheidungen ermächtigt sind
- Mitglieder des Geschäftsführungs-
oder Aufsichtsorgans des
Mutterunternehmens sowie dessen
persönlich haftende Gesellschafter
sind nicht mehr (per se)
meldepflichtig

Directors' Dealings (3)

Sekundärverpflichtete (Nahestehende Personen)

Bisher:

- Ehegatten; eingetragene Lebenspartner
- Verwandte ersten Grades

Neu:

- Ehegatten; eingetragene Lebenspartner
- Verwandte, die seit einem Jahr mit einer meldepflichtigen Person in einem Haushalt leben

Directors' Dealings (4)

Sekundärverpflichtete (Juristische Personen)

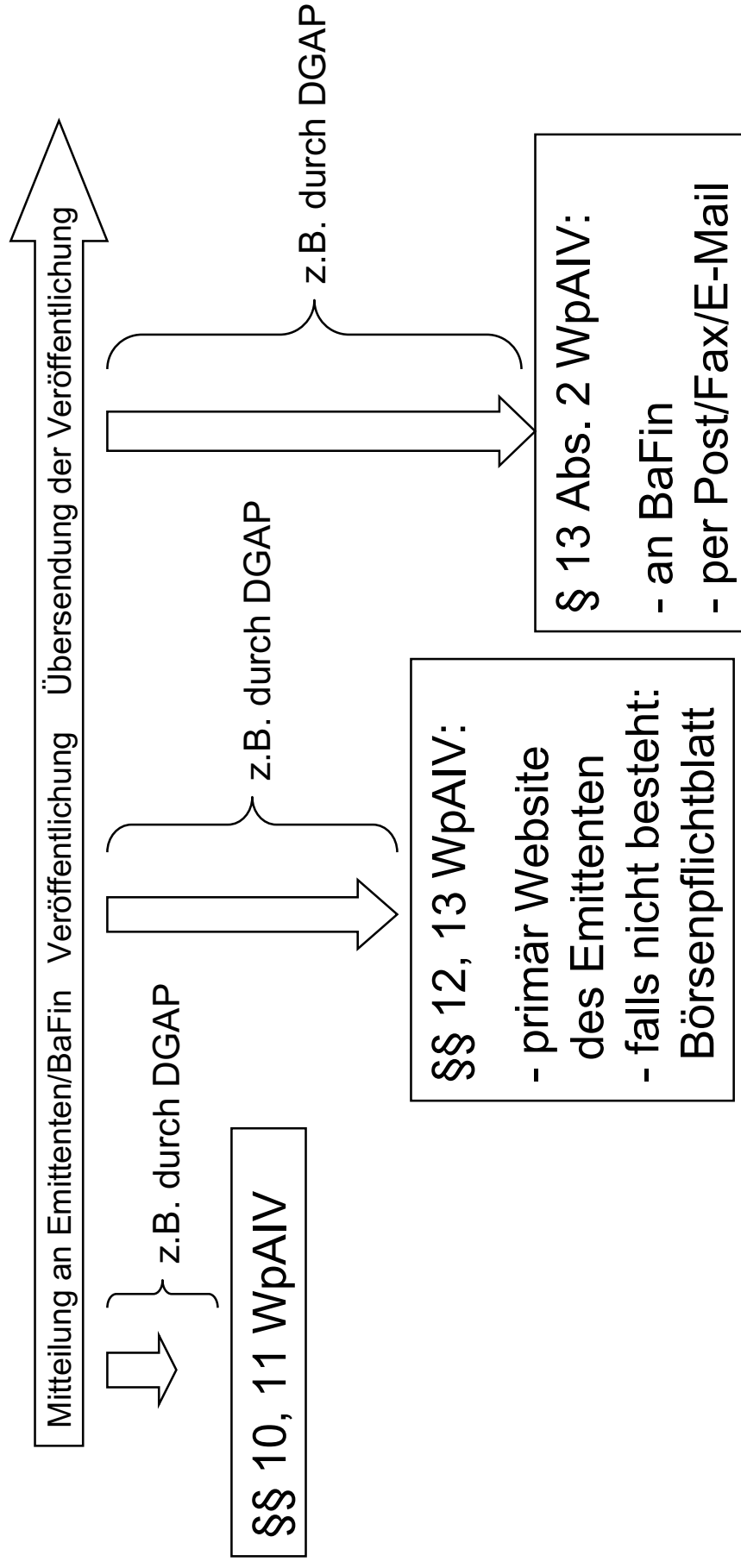
Bisher:

- Umgehungskonstruktionen

Neu:

- Juristische Personen, bei denen vorgenannte (sekundär- und primärverpflichtete) Personen Leitungsaufgaben wahrnehmen
- Juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die von einer primärverpflichteten Person kontrolliert werden, zu ihren Gunsten gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen denen einer solchen Person entsprechen

Directors' Dealings (5)



Directors' Dealings (6)

- **Inhaltsangaben (§ 10 WpAIV)**
 - Überschrift: „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“
 - Name, Geschäftsanschrift, Rufnummer, Geburtstag der mitteilungspflichtigen Person
 - Name und Anschrift des Emittenten, Position der verpflichteten Person, bei nahestehenden Personen: Beziehung zum Mitteilungspflichtigen
 - Bezeichnung des Finanzinstruments mit WKN/ISIN
 - Genaue Beschreibung der Transaktion mit Art, Datum/Ort, Preis, Volumen und bei Derivaten Angaben zum Basisinstrument
- **Form der Übermittlung: per Post oder per Fax; evtl. elektronisches System mit gesichertem Zugang (§ 11 WpAIV)**

Directors' Dealings (7)

Leitfaden

- Auch aktienvertretende Zertifikate und Optionsscheine sowie Optionen oder Zertifikate auf Baskets, in denen der Aktienwert mehr als 50% Gewicht hat, sind erfasst.
- Erwerb oder Gewährung von Optionen oder anderen Derivaten auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil unterliegen noch nicht der Mitteilungspflicht. Mitteilungspflichtig bleibt die Veräußerung der bei Aktienoptionsplänen erworbenen Finanzinstrumente.
- Mitteilung ist einen Monat lang zu veröffentlichen. Fristbeginn ist der Tag nach der Veröffentlichung (Redaktionsversehen im Leitfaden).

Insiderverzeichnisse (1)

- Emittenten gemäß § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG
- Personen, die im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handeln
 - z.B. Steuerberater, Anwälte
 - nicht: Abschlussprüfer (§ 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG)
 - nicht: Zulieferer, Abnehmer, Banken oder institutionelle Aktionäre
- Aufnahme solcher Personen, die für diese Verpflichteten tätig sind und „bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben“ (§ 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG)

Insiderverzeichnisse (2)

- Inhaltlicher Aufbau nach „freier Wahl“ des Verpflichteten
- Gliederungsbeispiele in Begründung zu § 14 WpAIV:
 - nach konkreten Insiderinformationen
 - nach Unternehmensbereichen, in denen Mitarbeiter typischerweise Zugang zu Insiderinformationen haben
 - projektbezogen; insbesondere für „im Auftrag oder auf Rechnung“ des Emittenten handelnde Personen: Trennung nach betreuten Emittenten und Projekten

Insiderverzeichnisse (3)

Leitfaden

- Projektbezogener Aufbau problematisch, weil Verzeichnis schon im Vorfeld des Entstehens einer Insiderinformation anzulegen sein soll.
- BaFin will aber aus der reinen Aufnahme einer Information in das Verzeichnis keinen Rückschluss daraus ziehen, „dass der Verzeichnisleitfaden pflichtige zu diesem Zeitpunkt das Vorliegen einer grundsätzlich ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformation angenommen hätte“.

Insiderverzeichnisse (4)

- Inhalt gemäß § 14 WpAIV:
 - Kennzeichnung als „Insiderverzeichnis nach § 15b WpHG“
 - vollständiger Name der verpflichteten Person
 - Namen der in das Verzeichnis aufzunehmenden Personen mit Geburtsdatum und geschäftlicher sowie privater Anschrift
 - Grund für die Erfassung dieser Person im Verzeichnis
 - Datum, zu dem/der die Person Zugriff auf Insiderinformationen hat
 - Datum und Uhrzeit der Erstellung/Aktualisierung des Verzeichnisses

Insiderverzeichnisse (5)

- Aktualisierungspflicht nach § 15 WpAIV, sobald sich etwas an der potenziellen Insiderereignenschaft von Personen ändert
- Aufbewahrungsform nach § 16 Abs. 1 WpAIV: Papier oder Datenträger
- Aufbewahrungsfrist nach § 16 Abs. 2 WpAIV: 6 Jahre; danach Vernichtungspflicht
- Personen, die in das Verzeichnis aufgenommen werden, sind über Pflichten und Rechtsfolgen im Zusammenhang mit Insiderinformationen aufzuklären (§ 15b Abs. 1 S. 3 WpHG)



**Danke für Ihre
Aufmerksamkeit!**

**C L I F F O R D
C H A N C E**

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, Mainzer Landstraße 46, 60325 Frankfurt am Main, Deutschland
© Clifford Chance 2005

Clifford Chance Partnerschaftsgesellschaft von Rechtsanwälten, Wirtschaftsprüfern,
Steuerberatern und Solicitors · Sitz: Frankfurt am Main · AG Frankfurt am Main PR 1000

DMS Footer here