

## **Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes**

**28. Mai 2010**

### **Grundsätzliche Bemerkungen**

Mit dem vorliegenden Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes will die Bundesregierung die Kapitalmarktregulierung an verschiedenen Stellen anpassen, um die Integrität und Effizienz der Kapitalmärkte zu verbessern.

Wir begrüßen die Initiative der Bundesregierung, mit den §§ 25 WpHG-E und 25a WpHG-E ein Transparenzregime zu schaffen, mit dem Instrumente des verdeckten Beteiligungsaufbaus für alle Marktteilnehmer frühzeitig offengelegt werden sollen. Damit nimmt sich die Bundesregierung eines wichtigen ordnungspolitischen Problems der Kapitalmärkte der vergangenen Jahre an.

An anderen Stellen schießt der Entwurf dagegen über das Ziel deutlich hinaus. So geht die geplante Verlängerung der Verjährungsfristen für die Anmeldung von Ansprüchen wegen falscher Verkaufs- und Wertpapierprospekte deutlich zu weit. Sie wird die Risiken der Kapitalaufnahme für Emittenten massiv erhöhen und die Möglichkeiten der Finanzierung einschränken. Auch die Einführung eines Kurzinformativblattes für alle Finanzprodukte halten wir vor dem Hintergrund bestehender Brancheninitiativen für unnötig, denn zu den meisten Produkten (z.B. Aktien, Anleihen) existieren Wertpapierprospekte, die zwingend eine Zusammenfassung enthalten müssen. Diese Zusammenfassung wird durch die Überarbeitung der EU-Prospektrichtlinie zudem noch einmal detaillierter geregelt. Ein Kurzinformativblatt würde daher nur zur Duplizierung von Informationen führen.

### **Zu den §§ 25 und 25a WpHG-E (Erweiterung der Stimmrechtsmitteilungen)**

Wir begrüßen, dass mit der Erweiterung des § 25 WpHG-E sowie dem neuen § 25a WpHG-E eine umfassende Meldepflicht für Finanzinstrumente und Praktiken geschaffen wird, die bislang den verdeckten Beteiligungsaufbau in

börsennotierten Gesellschaften ermöglicht haben. Ein ausreichendes Maß an Transparenz schafft ein Level Playing Field für alle Marktteilnehmer mit dem Ziel der Fairness und Gleichbehandlung. Der Gesetzgeber verändert durch seinen Vorschlag das Melderegime in Richtung einer stärker prinzipiengeleiteten Regulierung. Wortlaut des § 25a WpHG-E sowie seine Begründung stellen zu recht auf eine wirtschaftliche Betrachtungsweise bei der Begründung einer Meldepflicht ab, die zudem insofern weit gefasst ist, als dass es weder a) auf die tatsächliche Erlangung von Stimmrechten noch b) drauf ankommt, dass ein einseitiges Recht auf den Erwerb besteht. Es genügt, dass ein Erwerb „möglich“ ist. Diese weite Anknüpfung macht aus dem § 25a WpHG einen Auffangtatbestand mit dem Charakter einer Generalnorm. Aus unserer Sicht werden dadurch prinzipiell nicht nur bekannte Praktiken des verdeckten Beteiligungsaufbaus erfasst, sondern das Regime ist auch offen für künftige, noch nicht bekannte Techniken.

Allerdings dürfte der Entwurf seinen Zweck, ein unbemerktes Anschleichen an börsennotierte Gesellschaften zu verhindern, voraussichtlich dennoch nur unzureichend erfüllen können, weil weiterhin wichtige Lücken im Melderegime bestehen bleiben. Um diese zu schließen, sollte der Entwurf in folgende Richtung weiterentwickelt werden:

**Aggregation der verschiedenen Meldungen notwendig:** (1) Bislang fehlt die Zusammenrechnung mit anderen Finanzinstrumenten sowie Aktien. Die Folge ist, dass ein unbemerkter Beteiligungsaufbau bis zu einer Schwelle von 10 Prozent der Stimmrechte weiterhin leicht möglich ist, ohne dass dieses Einflusspotential vom Kapitalmarkt wahrgenommen werden könnte. So könnte ein Investor beispielsweise leicht ein Portfolio aus 2,9 Prozent Aktien, 2,0 Prozent Optionen mit physischer Lieferung und 4,9 Prozent von Instrumenten mit Cash-Settlement zusammenstellen, ohne einer Meldepflicht zu unterliegen. (2) Außerdem scheint der Fall nicht erfasst zu sein, dass ein Meldepflichtiger z.B. mehrere unterschiedliche Barausgleichsinstrumente mit leicht unterschiedlicher Ausgestaltung nutzt. Es fehlt jedenfalls eine dem § 25 Abs. 2 WpHG vergleichbare Vorschrift, wonach innerhalb der Instrumentenklasse aggregiert werden muss. Die Folge ist, dass sogar ein deutlich über das 1. Beispiel hinaus gehendes Stimmrechtspotential unbemerkt aufgebaut werden kann.

Insgesamt droht die Regelung wegen fehlender Regeln der Zusammenrechnung leer zu laufen. Es sollte daher sowohl (1.) eine Zusammenrechnung innerhalb der durch den § 25a WpHG-E erfassten Instrumente vorgeschrieben werden als auch (2.) eine Zusammenrechnung der in § 25a WpHG-E erfassten Instrumenten mit (Finanz-)Instrumenten aus § 25 WpHG-E sowie Aktien nach §§ 21f. WpHG. Regelungstechnisch könnte es sich anbieten, § 25 und § 25a WpHG-E in einer Vorschrift zu fassen.

**Einheitliche Meldeschwelle bei 3 Prozent notwendig:** Auch die vergleichsweise hohe Eingangsschwelle erleichtert den verdeckten Beteiligungsaufbau und den verdeckten Aufbau von Einflussnahmepotentialen, was insbesondere wegen der fehlenden Aggregationsregeln (siehe oben) schwer wiegt. Eine niedrige Meldeschwelle von einheitlich 3 Prozent ist notwendig, denn mit 3 Prozent der Stimmen geht angesichts der niedrigen HV-Präsenzen (durchschnittlich 50 Prozent für Publikumsgesellschaften) bei Gesellschaften in Streubesitz ein deutlich höheres Einflussnahmepotential einher. Hierüber sollten andere Aktionäre informiert sein, um ihre Anlageentscheidungen fundiert treffen, aber auch um über die Ausübung ihrer Rechte sachgerecht entscheiden zu können.

**Sanktionen noch unangemessen niedrig.** Für die Wirksamkeit von Meldepflichten ist von zentraler Bedeutung, dass sie ausreichend sanktioniert sind. Angesichts der enormen Einspar- bzw. Gewinnmöglichkeiten, die sich z.B. auf eine Übernahme durch den verdeckten Beteiligungsaufbau auf Seiten des potentiellen Bieters ergeben, ist der bislang vorgesehen Sanktionsrahmen eines Bußgeldes i.H.v. 500.000 Euro deutlich zu niedrig bemessen.

Aus unserer Sicht sollte daher stärker darauf abgezielt werden, die Strategie eines verdeckten Beteiligungsaufbaus nachträglich zu „entwerten“. Hierzu bieten sich verschiedene Lösungswege an:

- Drastische Erhöhung des Bußgeldes in Richtung einer aus dem Kartellrecht bekannten Gewinnabschöpfung.
- Stimmrechtsentzug für 12 Monate: Grundsätzlich sollte der Rechtsverlust aus § 28 WpHG auch für solche Aktien gelten, die aufgrund des Einsatzes nicht gemeldeter Instrumente aus den §§ 25 und 25a WpHG-E erworben werden. Die Dauer des Entzugs sollte dabei 12 Monate betragen, so dass mindestens in einer Hauptversammlung die so erworbenen Stimmrechte für den Mitteilungspflichtigen nutzlos wären, was die Attraktivität der Strategie des verdeckten Beteiligungsaufbaus erheblich mindern dürfte.

Begrüßenswert wäre es zudem, den Stimmrechtsverlust anfechtungssicher auszugestalten. So sollte im Aktiengesetz eine Regelung aufgenommen werden, dass sich eine Anfechtung nicht auf eine fehlerhafte Ermittlung der Stimmrechte stützen kann, sofern sich der Emittent auf die ihm vorliegenden Mitteilungen stützt. Schon heute sind vermeintlich fehlerhafte Stimmrechtsmitteilungen ein häufiger Grund, Hauptversammlungsergebnisse in räuberischer Weise anzufechten.

### Weitere Fragen

- **Bedeutung der wirtschaftlichen Logik?** Wie dargelegt rückt die weite Anknüpfung den § 25a WpHG in die Nähe einer von uns befürworteten Generalnorm. Die Begründung zu § 25a WpHG ist aber nicht an allen Stellen eindeutig in Bezug auf diese Auslegung: So heißt es im 8. Absatz der Begründung z.B. „Vielmehr ist ausreichend, wenn der Erwerb ... aus der der Ausgestaltung des Instruments folgenden wirtschaftlichen Logik resultiert.“ Es wird damit darauf abgestellt, dass eine Stimmrechtserlangung tatsächlich stattfindet. Besser wäre mit Einschränkung die Formulierung „... Logik resultieren könnte“, denn die fraglichen Instrumente sind auch heute schon so konstruiert, dass ein Erwerb nicht zwingend resultiert, zumindest aber sehr nahe liegt. Insgesamt ist damit nicht ganz eindeutig, was sich aus der „wirtschaftlichen Logik“ zu ergeben hat, damit ein Instrument oder eine Praktik meldepflichtig wird. Es ist auch unklar, ob die wirtschaftliche Logik eher einschränkenden Charakter haben soll oder den Anwendungsbereich erweitert. Eine Verfeinerung der Begründung könnte hier sicher weitere Auslegungshilfen geben.
- **Deltagewichtung?** Es solle ebenso zweifelsfrei klargestellt werden, dass die Stimmrechtsanteile der in § 25a WpHG-E erfassten (Finanz-) Instrumente auf nominaler und nicht auf deltagewichteter Basis berechnet und berichtet werden müssen. Weder der Gesetzeswortlaut noch die Begründung scheinen diesbezüglich ganz eindeutig zu sein. So soll nach § 25a Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpHG-E bei Optionsgeschäften deren Ausübung unterstellt werden. Auch soll nach § 25a Abs. 2 Satz 1 WpHG-E bei der Berechnung die Anzahl der Aktien herangezogen werden, die der Inhaber bei der Ausübung erwerben kann. Beides spricht für eine nominale Berichtspflicht. § 25a Abs. 2 Satz 2 WpHG-E stellt demgegenüber für Instrumente, die sich nicht auf eine vertraglich fixierte Anzahl von Aktien beziehen, auf den Zeitpunkt des Erwerbs des fraglichen Instrumentes ab. Gemeldet muss die Aktienposition, die ein volles Hedging zu diesem Zeitpunkt ermöglichen würde. Diese Position bemisst sich üblicherweise aber nach dem Delta, das sich in Abhängigkeit vom Preis des Basisinstruments und von der Restlaufzeit verändern kann. Wir würden bevorzugen, dass auch hier klargestellt wird, dass von einer Ausübung auszugehen ist.
- **Inwieweit Puts erfasst?** In der Begründung zu § 25a Abs. 1 Nr. 2 werden ausschließlich Optionsrechte bzw. Stillhalterpositionen mit physischem Settlement angesprochen, so dass Stillhalterpositionen möglicherweise nur auf diese Fälle begrenzt mitteilungs pflichtig wären. Nr. 1 adressiert zwar Barausgleichsinstrumente, nicht jedoch zweifelsfrei Stillhalterpositionen, da ausdrücklich vom Inhaber gesprochen wird.

- **Index-/Basketkonstruktionen wie berücksichtigen?** Die Begründung führt ausdrücklich auf, dass auch Index-/Basketinstrumente von der Mitteilungspflicht erfasst sind. Dies ist sinnvoll, denn sonst ergäben sich äußerst einfache Umgehungsmöglichkeiten, indem z.B. ein Basket geschnürt wird, der zu 99,9 Prozent aus dem Zielunternehmen und zu 0,1 Prozent aus einem weiteren Unternehmen besteht. Fraglich ist im Hinblick auf Compliance-Kosten gleichwohl, ob alle Index-/Basketinstrumente von einer Mitteilungspflicht erfasst sein sollten. In Anlehnung an Regelungen aus anderen Ländern könnte man z.B. Index-/Basketinstrumente ausnehmen, solange nicht mindestens ein Unternehmen ein Indexgewicht von mindestens einem Drittel hat.

### **Zu §§ 30h und 30i WpHG-E (Leerverkaufsregulierungen)**

Wir verweisen auf unsere Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Stabilität der Finanzmärkte vom 28.5.2010.

### **Zu § 31 WpHG und § 5a WpDVerO (Kurzinformativblatt)**

Das Deutsche Aktieninstitut unterstützt das Ziel einer erhöhten Transparenz bei Finanzprodukten und einer vereinfachten Form der Anlegerinformation zum Zweck der Verbesserung der Anleger- und Verbrauchersicherheit. Daher begrüßt das Deutsche Aktieninstitut grundsätzlich die Idee eines Kurzinformativblatts, welches sich auf die Darstellung der wesentlichen Merkmale, Chancen und Risiken des Anlageprodukts beschränken soll.

Im Rahmen der Selbstregulierung haben die Spitzenverbände der Kreditwirtschaft wie auch einzelne Kreditinstitute hierfür bereits Muster vorgelegt. Daher erschließt sich dem Deutschen Aktieninstitut ein Bedürfnis nach einer gesetzlichen Regelung nicht. Wichtiger wäre es, den Anlegerschutz durch eine nachhaltige Stärkung der ökonomischen Bildung in Deutschland zu optimieren, um die Anleger in die Lage zu versetzen, Chancen und Risiken einer Geldanlage eigenständig beurteilen zu können.

Vor dem Hintergrund der noch nicht abgeschlossenen europäischen Rechtssetzung hinsichtlich der Produktinformation bei Anlageprodukten für Privatanleger (sog. Packaged Retail Investment Products – PRIPs) sowie der Überarbeitung der Prospekttrichtlinie nimmt der deutsche Gesetzgeber zudem hier eine Regulierung vorweg, die auf europäischer Ebene noch aussteht. Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte deswegen von einem nationalen Alleingang abgesehen werden. Eine Regelung der Produktinformation kann effektiv und sinnvoll nur in einem europäischen Kontext erfolgen. Eine Abstimmung zwischen den EU-Mitgliedstaaten ist einer Regelungsinitiative im Alleingang in jedem Falle vorzuziehen.

### **Zu § 46 BörsG-E und § 13a Abs. 5 VerkProspG (Verlängerung der Verjährungsfristen für Prospekte)**

Das Deutsche Aktieninstitut lehnt eine Verlängerung der Verjährung der Prospekthaftung ab, da sie zu einem unausgewogenen Haftungsregime führen und gerade zur Unzeit der Finanzkrise eine weitere Hürde für Unternehmen aufbauen würde, den Kapitalmarkt zur Unternehmensfinanzierung in Anspruch zu nehmen.

Bereits im Zusammenhang mit dem Dritten und Vierten Finanzmarktförderungsgesetz wurde die Frage der Verjährung ausführlich diskutiert und man kam zu dem Ergebnis, dass für Wertpapierprospekte eine Sonderverjährung gelten sollte, sogar eine Verkürzung der Verjährung von fünf auf drei Jahren angebracht sei. Dies wurde u.a. mit der Schnelligkeit des Geschäftsverkehrs gerade im Wertpapierbereich begründet und dies die Risiken im Rahmen der Prospekthaftung begrenzen würde. Es sei dem Erwerber zumutbar, innerhalb der vorgesehenen Fristen die erforderlichen Schritte einzuleiten, um seine Ansprüche gegenüber dem Prospektverantwortlichen durchzusetzen (vgl. BT-Drucks. 13/8933, S. 81).

Erneut wurde diese Diskussion in den Jahren 2008/2009 im Rahmen des Gesetzes zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Anleihen und zur Anpassung kapitalmarktrechtlicher Verjährungsvorschriften (SchVG) geführt. Der Gesetzentwurf sollte u.a. ausdrücklich bestehende Lücken im Bereich der kapitalmarktrechtlichen Verjährungsvorschriften schließen. Der Bundesrat hatte dies der Bundesregierung u.a. in seinen Stellungnahmen zum Entwurf eines Gesetzes zur Anpassung von Verjährungsvorschriften an das Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts vom 9. Juli 2004 (BR-Drucks. 436/04) aufgegeben. Die Bundesregierung hat sich dabei ausdrücklich gegen die erneute Forderung des Bundesrats einer Anpassung der Prospekthaftungsverjährung an die Vorschriften des Bürgerlichen Gesetzbuchs ausgesprochen:

„Die Bundesregierung vermag sich der Anregung des Bundesrates nicht anzuschließen. Die besonderen kapitalmarktrechtlichen Verjährungsvorschriften wurden im Rahmen der Erarbeitung des Gesetzentwurfs bereits eingehend geprüft. Die Bundesregierung hält die kurze Verjährungsfrist nach § 46 des Börsengesetzes nach wie vor für gerechtfertigt, da es hier nach § 45 des Börsengesetzes sehr weitreichende Beweiserleichterungen für den Anspruchsteller gibt. Dadurch wird im Vergleich zu anderen Haftungsgrundlagen eine erhebliche Besserstellung des Anspruchstellers bewirkt, die in der Gesamtschau nur bei Beibehaltung der kurzen Verjährungsfrist gerechtfertigt erscheint.“ (BT-Drs. 16/12814, S. 32)

Die Beweiserleichterungen liegen gemäß § 45 BörsG darin dass „der Schuldner (...) in diesen Fällen zu seiner Entlastung nachweisen (muss), dass ihm die falsche Kapitalmarktinformation nicht bekannt war und diese Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht. Ebenso obliegt ihm der Beweis, ob der Anspruchssteller, die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Information bei Abschluss der Kapitalmarkttransaktion kannte,“ so die Begründung zum Regierungsentwurf des SchVG (BR-Drs. 180/09, S. 21)

Insbesondere Prognosen, die Bestandteil jeden Prospekts sind, bergen mit zunehmender Verjährungsfrist erhebliche Rechtsunsicherheiten. Die Beurteilung, ob manche Prognose unvertretbar war, kann nach zehn Jahren äußerst schwierig sein. Innerhalb eines so langen Zeitraums sind Änderungen im Geschäftsmodell, Strategiewechsel und Umstrukturierungen des Emittenten nicht unwahrscheinlich, die den Eindruck zusätzlich verwischen können. Zwar besteht eine Haftung nicht, wenn der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat (§ 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG). Dies zu beweisen, obliegt jedoch dem Prospektverantwortlichen und dürfte wegen der Komplexität der Kursbildung strukturell, nicht nur individuell, äußerst schwierig und nur in offenkundigen Situationen überhaupt möglich sein.

Zudem kommt die Ausschöpfung der Maximalverjährungsfrist von zehn Jahren nur dann in Frage, wenn Fehler im Prospekt lange unentdeckt bleiben. Die Haftung für fehlerhafte Prospekte ist jedoch kein Selbstzweck, sondern kommt dann zu Tragen, wenn eine negative Kursbeeinflussung gegeben ist. Wenn Fehler aber im Markt unentdeckt bleiben, haben sie mit hoher Wahrscheinlichkeit auch keinen Einfluss auf den Kurs gehabt. Dies stellt wiederum den Zweck der Verjährungsverlängerung in Frage. Weiterhin besteht die Sorge, dass eine Verlängerung der Verjährung lediglich zu einer weiteren Verlängerung der Verfahrensdauer tritt und die Gerichte (gerade bei Großverfahren) die gesetzlichen Anforderungen zur Streitbeilegung nicht werden erfüllen können. Sinn und Zweck der Verjährung ist die Herstellung von Rechtssicherheit und die Wahrung des Rechtsfriedens. Dies sollte in die Abwägung mit einbezogen werden.

Die Bundesregierung kommt jedenfalls im Entwurf des SchVG zum Schluss, dass **„die erleichterte Durchsetzung der Ansprüche der Anleger (...) nur bei einer Beibehaltung der kurzen Verjährungsregelungen ein ausgewogenes Haftungsregime (bildet).“** Zu diesen Erwägungen tritt hinzu, dass im Bereich des Kapitalmarktes aufgrund der zunehmenden Volatilität der Preise von Finanzinstrumenten und der schnell abnehmenden Bedeutung von Kapitalmarktinformationen für die Kursentwicklung auch seitens der Emittenten und deren Organmitgliedern ein berechtigtes Interesse an frühzeitiger Rechtssi-

cherheit hinsichtlich der möglichen Haftungs- und Rückgewähransprüche besteht“ (BR-Drs. 180/09, S. 21).

Dem kann nur beigespflichtet werden.

Diese Argumente sollen nun – da der Diskussionsentwurf des vorliegenden Gesetzes dazu schweigt – offensichtlich nicht mehr gelten. Gerade die Entwicklungen in den letzten Jahren, insbesondere die Finanzmarktkrise haben aber gezeigt, dass die Schnelligkeit des Kapitalmarkts noch zugenommen hat. Zudem hat die Finanzkrise offenbart, wie wichtig der Zugang von Unternehmen zum Kapitalmarkt ist. Unternehmen benötigen eine breite Finanzierungsbasis und damit Zugang zu Eigen- und Fremdkapital jenseits des Bankkredits. Dies sind insbesondere Kapitalerhöhungen, aber auch Anleiheemissionen am Kapitalmarkt, um damit Liquiditätsengpässe überbrücken zu können.

Das Risiko, bis zu zehn Jahre nach der Emission von Wertpapieren einer strengen Prospekthaftung ausgesetzt zu sein, dürfte nicht zuletzt kleine und mittlere Unternehmen von der Inanspruchnahme des Kapitalmarkts geradezu abschrecken.