

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes

30. September 2011

Einleitung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt den vorliegenden Referentenentwurf, mit dem der deutsche Gesetzgeber v.a. die geänderte Prospektrichtlinie 2010/73/EU umsetzt. Angekündigt wird eine Eins-zu-Eins-Umsetzung. Leider ist dies z.B. für den Wortlaut der geänderten Anforderungen an die Zusammenfassung nicht der Fall, was zu Verschärfungen führt. Das Deutsche Aktieninstitut regt anlässlich der Änderungen bezüglich des Börsenrats im Börsengesetz an, eine Regelung zu treffen, die sicherstellt, dass künftig nicht-finanzielle Unternehmen, also diejenigen, die nicht aus dem Finanzsektor (Kreditinstitute, Wertpapierhandelsbanken, Finanzdienstleistungsinstitute und Kapitalanlagegesellschaften) stammen, mit einem höherem Anteil vertreten sein müssen, um ein der Bedeutung der Börsen für ihre Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital entsprechendes Gewicht zu verschaffen.

Im Einzelnen

Zu E. 2 Erfüllungsaufwand für die Wirtschaft

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt grundsätzlich, dass im Referentenentwurf versucht wird, den Erfüllungsaufwand der Wirtschaft für die Änderungen zu beziffern. Allerdings sind wir der Auffassung, dass die Kosten weit höher liegen werden.

Das liegt zum einen daran, dass die Mindestinvestitionssumme für prospektfreie Angebote von 50.000 EUR auf 100.000 EUR angehoben wurde, was als Nebeneffekt die Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen gravierend beeinträchtigen wird. Der Vorteil einer prospektfreien Platzierung von Wertpapieren sind erhebliche Kosteneinsparungen, von denen auch der Anleger profitieren kann. Die Liquidität von Anleihen nimmt mit der Höhe der Stückelung ab, so dass die Geld-Brief-Spanne und damit die Transaktionskosten steigen. Sollten Emittenten künftig auf eine Stückelung von 100.000 Euro ausweichen, wären noch weniger Privatanleger willens und in der Lage, einen solchen einzelnen Anlagebetrag aufzubringen. Gleichzeitig würden durch eine Mindeststückelung von 100.000 Euro die betreffenden Anleihen auch für

manchen kleineren institutionellen Investor, bspw. aus dem Sparkassen- oder Genossenschaftssektor, unattraktiv. Die geringere Zahl potenzieller Anleger dürfte die Liquidität des Handels nicht unerheblich beeinträchtigen, so dass sich höhere Transaktionskosten ergeben würden. Die geplante Anhebung der Mindeststückelung hat daher die Tendenz, Privatinvestoren und auch kleinere institutionelle Investoren von dem Anleihesegment auszuschließen, und unter Umständen sogar prohibitiven Charakter. Letzteres wird dazu führen, dass die Ausnahmeregelung nicht ausgenutzt wird, sondern Prospekte erstellt werden. Im Erfüllungsaufwand für die Wirtschaft müssten somit die vollen Prospektkosten als Änderung Berücksichtigung finden. Zumindest sollte darauf hingewiesen werden, auch wenn die Auswirkungen nur nicht leicht quantifizierbar sind, wie in der Begründung aufgeführt.

Irreführend ist es, dass der Erfüllungsaufwand für den Verzicht auf die Zusammenfassung bei einer Stückelung von Wertpapieren von mindestens 100.000 EUR (hier müsste es heißen § 5 Abs. 2b?) mit einer negativen Zahl als Einsparung angegeben wird. Diese Möglichkeit bestand schon zuvor für die Mindeststückelung von 50.000 EUR gem. § 5 Abs. 2 Satz 4 WpPG. Konsequenz wäre es, wenn man unserer oben angeführten Auffassung nicht folgt, diese Neuregelung neutral zu bewerten.

Der Erfüllungsaufwand zur Bestimmung der „Schlüsselqualifikation“ (Schlüsselinformationen?) und der neuen Anforderungen an die Zusammenfassung im Prospekt wird unseres Erachtens nicht richtig eingeschätzt. Der Aufwand, die wichtigen Informationen für den verständigen Anleger zu bestimmen, in kurzem Text unter Berücksichtigung der Vollständigkeit und Verständlichkeit abzufassen, wird einen enormen Aufwand darstellen. Die Annahme, dies könne schematisch erfolgen, geht fehl.

Artikel 1 Änderung des Wertpapierprospektgesetzes

Zu 3. § 2 Nr 18 WpPG-E

Nach der neuen Nr. 18 werden Schlüsselinformationen wie folgt definiert: **„Schlüsselinformationen: grundlegende und angemessen strukturierte Informationen, die dem Publikum zur Verfügung zu stellen sind, um es ihm zu ermöglichen, Art und Risiken des Emittenten, des Garantiegebers und der Wertpapiere, die ihm angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, zu verstehen und unbeschadet des § 5 Absatz 2b Nummer 2 zu entscheiden, welche Wertpapierangebote in Betracht kommen.“**

Die Definition ist fast wortwörtlich aus der geänderten Prospektrichtlinie („Richtlinie“) übernommen. In der Richtlinie heißt es aber „welchen Wertpapierangeboten sie weiter nachgehen sollten“. Die Formulierung „in Betracht kommen“ wirft unnötigerweise die Frage auf, für wen und wofür die Angebote in Betracht kommen.

Dies ist umso bedenklicher, da der Referentenentwurf anders als die Richtlinie bei der Definition von Schlüsselinformationen nicht auf „die Anleger“ Bezug nimmt, sondern auf „das Publikum“. Der Begriff des Publikums ist u.E. wesentlich weiter als der der Anleger.

Sollte Hintergrund der Entscheidung für „Publikum“ statt „Anleger“ die Erwägung sein, dass zu dem betreffenden Zeitpunkt noch kein „Anleger“ vorliegt, weil es zunächst um die Anlageentscheidung geht, trägt das u.E. nicht, denn auch in der Entscheidungssituation, die § 5 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpPG behandelt, heißt es schon jetzt „Anleger“, nicht „Publikum“. Beim Entwurf von § 5 Abs. 2 Satz 3 Nr. 4 heißt es ebenfalls „Anleger“.

So werden durch von der Richtlinie abweichenden Formulierung die Anforderungen, denen die Schlüsselinformationen genügen müssen, auf nationaler Ebene nochmals zu Lasten der Emittenten angehoben. Die Formulierungen sollte aus der Richtlinie übernommen werden.

Zu 4. § 3 WpPG-E: Prospektausnahmen im Hinblick auf die Art des Angebots

Die Richtlinie hat die Vorgaben zu den Prospektausnahmen geändert. Bei der Ausnahme des Absatz 2 Nr. 5 ergibt sich ein Unterschied zum Wortlaut der Richtlinie. Danach gilt:

„Die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts (...) nicht für ein Angebot von Wertpapieren,

5. sofern der Verkaufspreis für alle angebotenen Wertpapiere im Europäischen Wirtschaftsraum weniger als 100 000 Euro beträgt, wobei diese Obergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist.“

In der Richtlinie wird die Obergrenze räumlich auf die „Union“ bezogen, hier ist es der EWR. Dies bedeutet eine Ausdehnung zu Lasten des Emittenten.

Absatz 2 regelt die Weiterveräußerung von Wertpapieren, wonach klargestellt wird, dass

„Jede spätere Weiterveräußerung von Wertpapieren, die zuvor Gegenstand einer oder mehrerer der in Satz 1 genannten Angebotsformen waren, ist als ein gesondertes Angebot anzusehen.“

Die Vorschrift erklärt jede Weiterveräußerung durch jeden zu einem Angebot, ohne dass scheinbar die Voraussetzungen, die sonst gelten, zu berücksichtigen sind. Dies sollte klargestellt werden.

Da die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts für eine spätere Weiterveräußerung oder endgültige Platzierung von Wertpapieren für Finanzinstitute nicht gilt, solange für das Wertpapier ein gültiger Prospekt gemäß § 9 vorliegt und die Personen, die die Verantwortung für den Prospekt übernommen haben, dessen Verwendung schriftlich zugestimmt haben, fragt sich, ob nicht für die Weiterveräußerung, die selbst kein öffentliches Angebot darstellt, *möglicherweise auch durch private Inhaber von Wertpapieren*, eine Ausnahme erforderlich wird. Dies kommt in der Formulierung der ursprünglichen Prospektrichtlinie 2003/71/EG besser zum Ausdruck: „wobei (...) zu entscheiden ist, ob es sich bei dieser Weiterveräußerung um ein öffentliches Angebot handelt“. Eine Kumulierung mit dem erstmaligen Angebot ist in der Richtlinie nicht vorgesehen, so dass die Voraussetzungen und Ausnahmen unter Satz 1 Nr. 1 bis 5 WpPG-E auch jeweils für das „gesonderte Angebot“ in Anspruch genommen werden könnten, was ebenfalls aus dem WpPG-E nicht klar wird.

Ohnehin macht u.E. die Stellung von § 3 Abs. 2 Satz 3 WpPG-E keinen Sinn. Die Richtlinie wollte u.E. hier eine neue, eigenständige Ausnahme zur generellen Prospektpflicht schaffen, die neben den Ausnahmekatalog des § 3 Abs. 2 Nr. 1-5 treten sollte. Durch die Anfügung als Satz 3 zu § 3 Abs. 2 WpPG-E ist dies nicht mehr erkennbar und missverständlich: es scheint, als ob sich die Neuregelung auf die Angebotsformen des Satz 1 beschränkt, was keinen Sinn ergibt, wird doch in diesen Fällen gerade kein Prospekt vorliegen, für dessen Benutzung eine Zustimmung erteilt werden kann.

Auch der im Referentenentwurf verwandte Begriff der Zustimmung in § 3 Abs. 2 letzter Satz WpPG-E („schriftlich zugestimmt“) ist unglücklich gewählt. Gemäß den §§ 183 und 184 BGB umfasst der Begriff der Zustimmung sowohl die Einwilligung, als auch die Genehmigung. Die Emittenten haben ein berechtigtes Interesse daran, dass nur bei ihrer vorherigen schriftlichen Einwilligung der anbietende Finanzintermediär von der Prospektpflicht befreit wird.

Anders als nach Artikel 18 der Prospektrichtlinie kann nach dem WpPG nicht der Emittent oder die für die Erstellung des Prospektes verantwortliche Person den Antrag auf Notifizierung stellen, sondern der Anbieter oder der Zulassungsantragssteller, vgl. § 13 Abs. 2 WpPG-E. Anbieter ist jedoch bei erteilter Einwilligung auch der von der Prospektpflicht befreite Finanzintermediär. Da allein der Emittent die Prospekthaftung trägt, muss nun dafür Sorge getragen werden, dass eine Notifizierung durch den privilegierten Finanzintermediär nur mit schriftlicher Einwilligung des Emittenten möglich ist.

Zu 6. § 5 Absatz 2 Satz 2 ff.

„In der Zusammenfassung müssen in kurzer Form und in allgemein verständlicher Sprache die in Absatz 2a genannten Schlüsselinformationen enthalten sein. Die Zusammenfassung muss zudem die in Absatz 2b genannten Warnhinweise enthalten. Die Zusammenfassung muss in derselben Sprache wie der ursprüngliche Prospekt erstellt werden. Form und Inhalt der Zusammenfassung müssen geeignet sein, in Verbindung mit den anderen Angaben im Prospekt dem Publikum eine Anlageentscheidung zu ermöglichen. Die Zusammenfassung muss nach dem einheitlichen Format erstellt werden, dass durch [bis zum 1. Juli 2012 zu erlassender delegierter Rechtsakt der Europäischen Kommission] vorgegeben ist.“

Obwohl im Referentenentwurf eine Eins-zu-Eins-Umsetzung angekündigt wird, werden die neuen Vorgaben zur Zusammenfassung nicht aus dem Wortlaut der Richtlinie übernommen. So müssen die Schlüsselinformationen zusammen mit den anderen Angaben im Prospekt nicht bei der Prüfung der Frage, ob Anleger in diese Wertpapiere investieren sollten, behilflich sein, wie in Artikel 5 der Richtlinie vorgesehen, sondern geeignet sein, eine Anlageentscheidung zu ermöglichen. Dies ist eine Verschärfung gegenüber den Vorgaben des europäischen Richtliniengebers.

Wir schlagen daher vor, den Wortlaut der Richtlinie zu übernehmen, wonach Form und Inhalt der Prospektzusammenfassung in Verbindung mit dem Prospekt zweckdienliche Auskünfte über die wesentlichen Aspekte der betreffenden Wertpapiere liefern, um den Anlegern bei der Prüfung der Frage, ob sie in diese Wertpapiere investieren sollten, behilflich zu sein.

Auch hier wird in § 5 Absatz 2 Satz 2 des Referentenentwurfs wieder von dem Publikum und nicht von den Anlegern gesprochen. Dies führt u.E. zu einer weiteren Verschärfung (siehe oben zu § 2 Nr. 18 WpPG-E). Zudem nimmt der Referentenentwurf in § 5 Absatz 2 Nr. 4 selbst auf die Anleger Bezug; er ist damit in seiner Wortwahl nicht konsistent.

Ein weiteres Argument, warum der Wortlaut der Richtlinie übernommen werden sollte, ist dass die in der Richtlinie gewählte Formulierung Ergebnis einer langen Konsultation ist, deren Inhalt insbesondere war, die Zusammenfassung aufzuwerten, aber die Bedeutung des Gesamtprospekts nicht zu unterminieren. Die Formulierung in der Richtlinie macht deutlich, dass nicht allein die Zusammenfassung die Grundlage der Anlageentscheidung sein darf. Durch die im Referentenentwurf gewählte Formulierung wird dieses Verständnis, das auch die Verfasser des Referentenentwurfs haben (vgl. Seite 22 der Gesetzesbegründung), verwischt. Die im Referentenentwurf gewählte Formulierung erweckt u.E. den Eindruck, dass die Zusammenfassung das Kernstück des Prospektes ist und schwächt damit die Bedeutung des gesamten Prospektes als Grundlage der Anlageentscheidung ab.

Zu 10. § 10 WpPG-E und 23. § 37 Absatz 3 WpPG-E:

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt das Wegfallen der Pflicht zur Erstellung eines jährlichen Dokuments sehr, regt aber an, dies und die Änderungen für die Herkunftsmitgliedstaatenwahl schon für den Berichtszeitraum 2012 in Geltung zu bringen.

Die Streichung des jährlichen Dokuments beruht auf der Erwägung, dass die Informationen schon anderweitig veröffentlicht werden. Dies ist durchgehend schon heute der Fall, so dass kein Informationsdefizit eintritt.

Zu 15. § 16 WpPG-E Nachtrag und Widerruf

Die Neuregelung des § 16 WpPG ist sehr bedauerlich und inkonsistent, da spätestens mit der Zulassung der Papiere zum öffentlichen Handel das Regime der Sekundärmarktrichtlinien beginnt, die für Transparenz und Information für die Anleger sorgen.

Zunächst ergibt sich durch die Neuregelung des § 16 WpPG eine Verdoppelung der Informationspflichten des Emittenten.

Schlimmer noch löst ein zeitlich darüber hinausgehendes öffentliches Angebot bei einem Nachtrag eine Widerrufsmöglichkeit aus. Im Falle einer zugleich ad hoc-pflichtigen Mitteilung wird durch den EU-Richtliniengeber und nun den Referentenentwurf die Möglichkeit der Spekulation gegen den Emittenten institutionalisiert. Eine Ad hoc-Mitteilung ist unverzüglich zu veröffentlichen, ein Nachtrag erst von der Behörde innerhalb von zwei Tagen zu billigen. So kann sich der Anleger nach der Ad Hoc-Meldung die Wertpapiere im Rahmen des öffentlichen Angebots kaufen, den Nachtrag abwarten und mindestens zwei Werktagen gegen den Emittenten spekulieren: sollte sich der Kurs in diesem Zeitraum nicht nach seinen Wünschen entwickelt haben, kann er die Papiere über einem Widerruf zurückgeben, obwohl er „bösgläubig“ gekauft hat. Eine weitere Verschärfung ist dadurch erfolgt, dass der Widerruf

nunmehr auch noch erfolgen kann, nachdem diese in das Anlegerdepot gebucht wurden, solange nur der nachtragspflichtige Umstand vor Erfüllung eingetreten ist, weil die Formulierung „sofern noch keine Erfüllung eingetreten ist“, entfallen ist, wie in der Begründung zu Recht ausgeführt wird.

Diese vom europäischen Richtliniengeber vorgegebene Regelung könnte nur durch eine Verwaltungspraxis die Schärfe genommen werden, indem die BaFin zumindest solche Nachträge, die zugleich ad hoc-pflichtige Informationen enthalten, unverzüglich billigt (bzw. nicht billigt), ein berechtigtes Interesse der Emittenten zum Zuwarten mit der Veröffentlichung der Ad Hoc Mitteilung bis zur Billigung in solchen Fällen anerkennt und eine dementsprechende Verwaltungspraxis entwickelt.

In der Begründung wird weiter ausgeführt, dass wenn der Prospekt von Anfang an unrichtig ist und die Unrichtigkeit bemerkt und durch einen Nachtrag korrigiert wird, die Unrichtigkeit bereits mit Veröffentlichung des Prospekts eingetreten ist und nicht etwa erst zu dem Zeitpunkt, in dem die Unrichtigkeit bemerkt wurde.

Es fragt sich, ob das nicht zu einer Verdoppelung des Haftungsrisikos für den Emittenten führt, der sich für anfängliche Fehler im Prospekt sowohl mit einem verschuldensunabhängigen Widerrufsrecht als auch mit einer verschuldensabhängigen Haftung konfrontiert sieht. Dies mag in den anderen Mitgliedsstaaten anders geregelt sein bzw. werden, so dass die Prospekthaftungsregime in Europa noch stärker als bisher auseinanderfallen werden. Es fragt sich, ob dies vom deutschen Gesetzgeber so intendiert ist.

Zu 18. § 23 Absatz 2 Nummer 5 WpPG-E

Hier wird grundsätzlich der Wortlaut der Richtlinie anders als in § 5 WpPG-E übernommen, indem die Wörter „oder sie vermittelt, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen wird, nicht alle Schlüsselinformationen, um einem verständigen Anleger bei der Prüfung der Frage, ob er in diese Wertpapiere investieren sollte, behilflich zu sein.“ angefügt werden.

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die Einschränkung auf den verständigen Anleger, da Subjektivitäten dann nicht zu Lasten des Emittenten gehen.

Zu 20. § 32 WpPG-E

Da das Register für qualifizierte Anleger gestrichen und den Emittenten nicht die Möglichkeit eingeräumt wurde, eine rechtlich relevante Einordnung eines Anlegers als qualifiziert i.S.d. WpPG vorzunehmen, sind diese auf die Einschätzung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen angewiesen. Die entsprechende Auskunftspflicht von Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist erforderlich.

Allerdings müssen die Emittenten nun verschiedene Wertpapierdienstleistungsunternehmen anfragen, sollten sie eine Selbstemission durchführen, und bekommen die Auskunft dann auch nur, wenn die Anleger zugestimmt haben. So ist es möglich, dass ein Anleger bei denselben Wertpapieren, die er ggf. im

Sekundärmarkt über die Bank kauft als qualifiziert gilt, bei einem Kauf des Wertpapiers direkt vom Emittenten dagegen nicht.

Es ist unklar, ob die Unverzüglichkeit nur gilt, wenn der Kunde vorab schriftlich zugestimmt hatte und nicht auch für den Fall, dass das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Einwilligung in Form einer Anfrage erst einholen muss. Auch die Anfrage an den Kunden sollte unverzüglich erfolgen müssen.

Die Erwägungen zum Bankgeheimnis und Datenschutz sind richtig und wichtig, dürften aber zusammen mit der Streichung des Registers dazu führen, dass Direktplatzierungen an qualifizierte Anleger nicht mehr möglich sein werden.

Zu 21. § 35 WpPG-E

Bei der neuen Bußgeldgrenze für Angebote ohne Prospekt von nunmehr bis zu 500.000 Euro sollten die Behörden in der Anwendung in Erwägung ziehen, dass es Grenzfälle gibt, in denen nicht zweifelsfrei bestimmt werden kann, ob ein öffentliches Angebot vorliegt.

Artikel 5

Änderung des Börsengesetzes

Zu 5. § 12 BörsG-E

Im Rahmen der Änderung des Börsengesetzes wird auch die Zusammensetzung des Börsenrates verändert. Das Börsengesetz schreibt künftig fest, dass Anleger im Börsenrat vertreten sein müssen, indem es Ausnahmemöglichkeiten abschafft. Derzeit sieht etwa die Hessische Börsenverordnung vor, dass 12 Sitze an Kreditinstitute, Wertpapierhandelsbanken, Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalanlagegesellschaften und Skontroführer gehen, während Versicherungen einen Sitz, sonstige Unternehmen und Anleger jeweils 2 Sitze belegen können.

Leider wird auch die Neuregelung der Bedeutung der Institution Börse für die verschiedenen am Kapitalmarkt beteiligten Gruppen nicht gerecht. Insbesondere die Emittenten von an der Börse zugelassenen Wertpapieren sind unterrepräsentiert, sofern sie nicht in einer anderen Eigenschaft (z.B. als Versicherung oder Finanzdienstleistungsinstitut) im Börsenrat vertreten sind und dort ihre branchenspezifischen Interessen vertreten. Eine angemessene Zusammensetzung des Börsenrates würde Kapitalnachfragern (Emittenten), Kapitalanbietern (Anleger) sowie Intermediären (z.B. Skontroführer oder Wertpapierhandelsbanken) jeweils das gleiche Gewicht beimessen.

Das Deutsche Aktieninstitut regt an, das Börsengesetz im Rahmen der Neuordnung in dieser Weise zu modifizieren.