

# **Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (AnSVG) – BT-Drucks. 15/3174**

## **Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages 16. Juni**

Prof.Dr.Gerald Spindler, Universität Göttingen, 11. Juni 2004\*

Aus der Sicht des Kapitalmarktrechts ist grundsätzlich der Entwurf des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes zu begrüßen. Die Stärkung des Vertrauens der Anleger in die Kapitalmärkte lässt sich nur durch mehr Transparenz, Selbstregulierung der Kapitalmärkte und verbesserte Kontrolle der Unternehmen erreichen. Hierauf zielt das AnSVG im Wesentlichen in sinnvoller Weise ab. Nachfolgend möchten wir jedoch die Aufmerksamkeit auf einige Punkte lenken, deren Kritik wir für erforderlich halten:

### **A. Artikel 1: Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes**

#### ***I. Internationaler Anwendungsbereich: § 1 Abs. 2***

Positiv zu bewerten ist die Erweiterung des Anwendungsbereich des geplanten Wertpapierhandelsgesetzes auf Handlungen und Unterlassungen, die im Ausland vorgenommen werden und Finanzinstrumente betreffen, die an einer inländischen Börse gehandelt werden. Dies gilt insbesondere für auch im Ausland erstellte Finanzanalysen, die Inlandsbezug aufweisen. Allerdings ist zu überlegen, ob hier nicht eine **Spürbarkeitsschwelle** aufgenommen werden sollte, die Bagatellfälle regelt. Ähnliche Regelungen sind aus dem deutschen und europäischen Kartellrecht bekannt und werden derzeit im Rahmen der sog. Rom II-Verordnung ebenfalls diskutiert. Eine Harmonisierung erscheint daher geboten, um keine Wertungswidersprüche und unnötige Abgrenzungsfälle hervorzurufen.

#### ***II. Änderungen in Abschnitt 2: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht***

##### **1. Generalklausel des § 4 WpHG n.F.**

Unklar bleibt nach wie vor, ob die BAFin auch im Interesse von Anlegern tätig wird, was bislang etwa im WpÜG, KWG oder VAG explizit ausgeschlossen wird (nur im öffentlichen Interesse). Dies ist vor dem Hintergrund der einschlägigen Rechtsprechung des BGH sowie für etwaige verwaltungsrechtliche Klagen essentiell und sollte noch klargestellt werden. Nach

---

\* Ich danke Herrn RA Dr.Holzborn (Noerr Stiefenhofer Lutz) für sachdienliche Hinweise.

diesseits vertretener Auffassung sollte eine einheitliche Linie verfolgt werden, indem die BAFin ausschließlich im öffentlichen Interesse tätig wird, da andere Wertungen in den genannten Gesetzen nicht verständlich wären.

## **2. Anzeige von Verdachtsfällen, § 10 WpHG n.F**

### **Zu Abs. 1:**

Nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpHG n.F. haben Wertpapierdienstleistungsunternehmen und sonstige dort genannte Personen bei Feststellungen von Tatsachen, die darauf schließen lassen, dass mit einem Geschäft über Finanzinstrumente gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 WpHG n.F. oder § 20a WpHG n.F. verstoßen wird, diese unverzüglich der Bundesanstalt anzuzeigen.

Die Regelung soll Artikel 6 Abs. 9 der Marktmissbrauchsrichtlinie umsetzen.

Offen bleibt mit der Formulierung „... verstoßen wird.“ die Frage, ob sich die Anzeigepflicht nur auf schon ausgeführte Geschäfte bezieht. Die europarechtliche Vorgabe ist insoweit eindeutig, als sie darauf abstellt, dass eine (schon getätigte) Transaktion ein Insider- Geschäft oder eine Marktmanipulation darstellen könnte<sup>1</sup>. Hier wird zu Recht eine Klarstellung im Gesetzestext gefordert<sup>2</sup>. Sollte der Marktmissbrauchsrichtlinie gefolgt werden, erübrigt sich auch die Problematik, ob das fragliche Geschäft ausgeführt werden darf<sup>3</sup>.

## **II. Abschnitt 3: Insiderüberwachung**

Die Neuregelung des Insiderrechts in Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie ist grundsätzlich zu begrüßen. Die jetzige Gesetzesfassung unterscheidet auf Tatbestandsseite nicht mehr zwischen Primär- und Sekundärinsider und stellt diese in Umsetzung des Artikels 4 der Missbrauchsrichtlinie gleich<sup>4</sup>. Die Erfassung der Weitergabe von Insiderinformationen oder die Empfehlung oder die Verleitung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Insiderpapieren steht im Zusammenhang zu einer sachlichen Erweiterung der Ordnungswidrigkeitentatbestände für Sekundärinsider<sup>5</sup>. Auch die Tatsache, dass nunmehr der Versuch eines Erwerbs oder einer Veräußerung von Insiderpapieren erfasst wird, findet Zustimmung. Erfreulich ist in diesem Zusammenhang, dass nunmehr dem bisherigen

---

<sup>1</sup> Vgl. auch die Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI, S.11f, in der auf die Differenzierung in der Marktmissbrauchsrichtlinie zwischen den Begriffen „transaction“- also ausgeführte Geschäfte und „orders“ – Aufträgen hingewiesen wird.

<sup>2</sup> Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI, S.12.

<sup>3</sup> Auf diese offene Frage weist die Stellungnahme des DAV zu § 10 WpHG n.F. S. 1 hin, die die Einführung einer § 11 Abs.1 S.3 GWG vergleichbaren Regelung vorschlägt.

<sup>4</sup> Auf Rechtsfolgenreihe bleibt sie hingegen bestehen. Vgl. § 38 WpHG n.F.

Meinungsstreit ein Ende gesetzt wird und in Satz 2 eine solche Eignung als gegeben angesehen wird, wenn ein verständiger Anleger die Insiderinformation bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.

## **1. Verbotstatbestand, § 14 WpHG n.F.**

### **zu Abs.1**

Begrüßenswert ist der Verzicht auf das Tatbestandskriterium des „Ausnutzens“ in § 14 WpHG, das wegen der bestehenden Beweisprobleme in subjektiver Hinsicht in einigen Fällen zur Strafflosigkeit geführt hat<sup>6</sup>. Der Zweck des Handelns findet nunmehr nicht auf Tatbestandsseite, sondern nur noch bei der Straf- bzw. Bußgeldzumessung Berücksichtigung (vgl. Begr. zum RegE, S. 19<sup>7</sup>). Offen bleibt jedoch, ob § 14 WpHG n.F. auch einschlägig sein soll, wenn der Insider auch ohne die Kenntnis der Insiderinformationen die Geschäfte getätigt hätte<sup>8</sup>.

### **Zu Abs. 2**

§ 14 Abs. 2 WpHG stößt diesseits jedoch auf Kritik. Zwar ist es grundsätzlich unabdingbar, den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen zu erlauben, jedoch wäre es durchaus sinnvoll an dieser Stelle auch die Voraussetzungen hierfür positiv zu regeln. Der Verweis auf die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission der Europäischen Union zu Art. 8 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates führt zu einer unnötigen Intransparenz. Diese wird durch die entsprechende Anwendung der Vorschriften dieser Verordnung auf Finanzinstrumente, die in den Freiverkehr einbezogen sind in Satz 2 noch zusätzlich verschärft. Es wird daher insoweit angeregt, auch den Inhalt der Verordnung direkt und ohne weitere Bezugnahme im WpHG umzusetzen.

Gleiches gilt für den Gesetzesentwurf in Anbetracht der Regelungen des § 14 Abs. 2 WpHG und des § 20a Abs. 3 WpHG.

Der Verweis ist im übrigen im Vergleich zu sonstigen Stabilisierungsmaßnahmen wenig konsistent. Beide Normen nehmen Bezug auf die Richtlinie Nr. 2273/2003 der Kommission der Europäischen Union zu Art. 8 der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates. Jedoch sieht § 14 Abs. 2 RegE nur dann keinen

---

<sup>5</sup> Kuthe, ZIP 2004, 883 (884).

<sup>6</sup> So auch Stellungnahme des DAV zu § 14 WpHG n.F.

<sup>7</sup> Seitenzahlen beziehen sich auf den Umdruck der Begründung, nicht auf die BT-Drucks.

<sup>8</sup> vgl. Stellungnahme des DAV, zu § 14 WpHG n.F. Diese Frage wird auch von Kuthe, ZIP 2004, 883 (884) aufgeworfen.

Verstoß gegen das Verbot von Insidergeschäften beim Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen bei Finanzinstrumenten vor, soweit die Vorschriften der EG-Verordnung erfüllt werden.

Dagegen ist die Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation (KuMaKV) vom 18.11.2003 zu § 20a WpHG hinsichtlich der Stabilisierungsmaßnahmen von Wertpapierunternehmen als sog. „safe harbour“, sog. Tatbestandsausschlussgründe (vgl. *Vogel* in Assmann/Schneider, WpHG, 3.Aufl. 2003, § 20a Rn. 124) ausgestaltet (§§ 5 ff. KuMaKV). Insoweit sind nach § 20a WpHG auch legale Maßnahmen außerhalb der auf der EU-Verordnung beruhenden Regelungen der Verordnung denkbar. In der Literatur werden dahingehende den „safe harbour“ überschreitende Stabilisierungsmaßnahmen demgemäß für zulässig gehalten (*Vogel* in Assmann/Schneider, WpHG, 3.Aufl. 2003, § 20a Rn. 126, 136) und laut Auskunft der BAFin lediglich im Einzelfall geprüft. Mithin stellt möglicherweise eine Stabilisierungsmaßnahme, die nach § 20a WpHG noch erlaubt wäre, schon aus dem Umkehrschluss in § 14 Abs. 2 einen strafbaren Verstoß gegen das Verbot von Insidergeschäften dar. Insoweit wird angeregt eine einheitliche Regelung bezüglich §§ 14 und 20a WpHG zu treffen. Beide Normen sollten entweder als „safe harbours“ oder als abschließende Verbotsnormen ausgestaltet werden. Die bisherig angedachte Lösung führt zwangsläufig zu Friktionen.

## **2. Ad- hoc- Publizität, § 15 WpHG n.F.**

Betreffend die Pflicht, die Veröffentlichung von Insiderinformationen nach § 15 Abs.3 S.2 WpHG n.F. nachzuholen, wenn der Emittent von der Pflicht zur Veröffentlichung nach Maßgabe des § 15 Abs.1 S.1 WpHG n.F. befreit ist, stellt sich die Frage, ob diese auch bei gescheiterten M&A Transaktionen einschlägig ist. Für diese Frage bietet der Gesetzesentwurf keine Lösung an.<sup>9</sup> In diesem Zusammenhang stehen auch Unsicherheiten, ob auf den Zeitpunkt für die Ad- hoc- Publizität für suspendierte Tatsachen, auf den Zeitpunkt, zu dem die Suspendierung erfolgt ist oder auf den Zeitpunkt, zu dem die Voraussetzungen für die Suspendierung wegfällt, abzustellen ist.<sup>10</sup>

## **III. Abschnitt 4: Marktmanipulation, § 20a WpHG n.F.**

Insbesondere die Einführung eines „safe harbour“ in § 20a WpHG n.F ist verfassungsrechtlich problematisch und steht insofern zu Recht in der Kritik der schon veröffentlichten

---

<sup>9</sup> Kuthe, ZIP 2004, 883 (886).

<sup>10</sup> Kuthe, ZIP 2004, 883 (886).

Stellungnahmen.<sup>11</sup> Die Verfassungskonformität der in Rede stehenden Strafnorm ist insbesondere wegen einer Umkehrung der Unschuldsvermutung, da der Handelnde sich durch legitime Gründe rechtfertigen muss (vgl. § 20a Abs.2 S.1 WpHG n.F.), und einer möglichen Verletzung des Bestimmtheitsgebots des Art. 103 Abs. 2 GG zweifelhaft.

Zwar kann durch eine Verlagerung der safe- harbour- Regelung in eine Durchführungsmaßnahme zeitnah auf aktuelle Marktentwicklungen reagiert werden<sup>12</sup>. Insbesondere die Möglichkeit der ex- post Anerkennung (vgl. Begr. zum RegE, S.25) droht jedoch den Gesetzlichkeitsgrundsatz des nulla poena sine lege zu verletzen.<sup>13</sup> Aus diesem Grunde ist eine Streichung oder eine Konkretisierung der Voraussetzung des Vorliegens „legitimer Gründe“ zu erwägen. Daher sollte entweder festgelegt werden, dass die Tat nicht rechtswidrig ist, wenn die Handlung einem marktüblichen Verhalten entspricht, oder aber es sollte im Gesetzestext aufgenommen werden, dass das Vorliegen der legitimen Gründe dann zu verneinen ist, wenn der Handelnde in betrügerischer oder manipulativer Absicht gehandelt hat (vgl. Begr. zum RegE, S.25) .<sup>14</sup>

#### **IV. Abschnitt 6: Wertpapieranalyse**

##### **1. Zu § 34b WpHG n.F.**

In der Praxis dürfte § 34b Abs. 4 WpHG große Probleme aufwerfen, insbesondere hinsichtlich der Abgrenzung der Journalisten von reinen Finanzanalysten. Würde es bspw. genügen, daß ein Finanzanalysehaus regelmäßig eine Broschüre mit Analysen und Meldungen herausgibt, um die dort tätigen Analysten als Journalisten zu bezeichnen? Der Verweis auf Art. 5 I 2 GG ist letztlich nur ein Verweis auf eine nicht immer konturenscharfe Rechtsprechung. Sinnvoller wäre es, wenn Verfahren eingeführt würden, die klar feststellen, wer zu dem privilegierten Kreis gehört, etwa in einem Negativattestat-Verfahren durch die BAFin.

Unklar ist auch, wie Verstöße gegen § 34b Abs. 4 geahndet und kontrolliert werden, insbesondere wenn die geforderten internen Verhaltensregeln oder Durchsetzungsmechanismen nicht vorhanden oder nur mangelhaft sind.

Schließlich wäre wünschenswert, daß zumindest in der Begründung festgehalten wird, wie sich Finanzanalysten von Ratingagenturen unterscheiden sollen, da vom Wortlaut her auch

---

<sup>11</sup> vgl. Stellungnahme des DAV zu § 20a WpHG n.F.; Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI, S.13f

<sup>12</sup> Kuthe, ZIP 2004, 883 (886).

<sup>13</sup> vgl. Stellungnahme des DAV zu § 20a WpHG n.F.

<sup>14</sup> Ebenso Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI, S.14. Für eine Aufnahme der Gesetzesbegründung spricht sich auch die Stellungnahme des DAV zu § 20a WpHG n.F. aus.

diese grundsätzlich den § 34b ff. unterfallen können, indem sie Bewertungen wiedergeben, die für die Investitionsentscheidungen der Anleger von Bedeutung sind. Die Anforderungen an Rating-Agenturen, die keine klassischen Analyseberichte veröffentlichen, müßten aber anders gefaßt sein.

Dagegen wird der oft vorgebrachten Kritik hinsichtlich der ebenfalls erfaßten angestellten Analysten<sup>15</sup> nicht gefolgt. Denn auch die angestellten Analysten treffen in Ausübung ihrer Funktion für den Arbeitgeber dessen Pflichten. Klargestellt werden könnte hier allerdings, daß die Pflichten den Arbeitgeber treffen und dieser hierfür einzustehen hat. Andernfalls hätten angestellte Analysten das Insolvenz- und Versicherungsprämiensrisiko des Arbeitgebers zu tragen (wenn dieser in die Insolvenz fällt und bspw. keine Versicherungsprämien für eine Haftpflicht mehr gezahlt wurden).

## **2. Zu § 34b Abs.6 WpHG n.F**

Zu Recht ist darauf hingewiesen worden, dass der Wortlaut des § 34b Abs.6 WpHG n.F. und die BegrRegE auch den Bereich der individuellen Anlageberatung erfassen, obwohl nach dem Erwägungsgrund 3 der Richtlinie 2003/125/EG diese nicht den Regeln der Finanzanalyse unterworfen werden soll.<sup>16</sup> Eine entsprechende Einschränkung wie sie die Richtlinie vornimmt, ist auch gerechtfertigt, da der Schutz der Märkte im Vordergrund steht.

## **B. Artikel 2: Änderung des Verkaufsprospektgesetzes**

Die Ausweitung der Prospektpflicht auf den grauen Kapitalmarkt, i.e. auf Gesellschaftsanteile, Treuhandvermögen und andere Anteile ist grundsätzlich zu begrüßen.<sup>17</sup> Zu beachten ist jedoch, dass die Kosten einer solchen Prospekterstellung insbesondere bei kleineren Emissionen und bei Risikokapitalgesellschaften überschaubar bleiben sollte, um die wirtschaftliche Tätigkeit, insbesondere durch Erschwernisse der Unternehmensfinanzierung, nicht zu erschweren. Deshalb sind die in § 8f Abs. 2 enthaltenen Ausnahmen von der Prospektpflicht für kleinere Emissionen zu begrüßen. Sie erscheinen jedoch wenig konsistent mit den in § 2 VerkProspG enthaltenen Ausnahmen für Wertpapiere. Insbesondere das Abstellen auf Anteile in Abs. 2 Nr. 3 ist wenig konsistent mit dem restlichen VerkProspG, in

---

<sup>15</sup> vgl. Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI, S.16.

<sup>16</sup> vgl. Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI, S.18.

<sup>17</sup> Ebenso Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI, S.25; Stellungnahme des DAV zu Abschnitt III a, Stellungnahme des DAI, S.6; Kuthe, ZIP 2004, 883, 888.

dem sich beispielsweise die Begrenzung auf 20 Anteile nicht findet (vgl. § 2 Nr. 4 VerkProspG). Hinzu tritt, dass die Definition eines öffentlichen Angebotes im VerkProspG, der auch die neue Prospektpflicht unterliegt, nur sehr schwer und im Einzelfall zu leisten ist (vgl. *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 23). Dies dürfte insbesondere bei Kleinemissionen gelten, die im Zweifelsfalle daher oftmals unterbleiben. Dies ist misslich insbesondere im Hinblick darauf, dass die kommende Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie von 11. November 2003 bereits Vorgaben für die Begrifflichkeit des öffentlichen Angebotes enthält (2003/71/EG, Amtsbl. EG Nr. L 345 vom 31.12.2003 S. 64 ff.). Der deutsche Prospektbegriff stellt sich dem gegenüber als eher unbestimmter und weiter dar. Damit wird diese Finanzierungsquelle für kleinere und mittlere Unternehmen zunächst einem weiter reichenden Verkaufsprospektregime unterworfen, um im Jahre 2005 wiederum der Konkretisierung des öffentlichen Angebots gemäß der EU-Prospektrichtlinie unterworfen zu werden. Auch eine Zweiteilung des Begriffs des öffentlichen Angebots in Sachverhalte die der EU-Prospektrichtlinie unterfallen und solche, die lediglich der Ausweitung der Prospektpflicht im VerkProspG unterfallen, erscheint wegen Rechtsvereinheitlichungs- und klarheitserwägungen nur wenig zielführend. Zu fragen ist daher, ob die relativ detailliert ausgestalteten Regelungen aus der EU-Prospektrichtlinie nicht im Hinblick auf den Begriff des öffentlichen Angebots bereits jetzt einer Umsetzung zugeführt werden sollten. Dies hätte den Vorteil, dass die Rechtsanwender sich nur einmal auf eine Änderung einstellen müssten. Gleiches gilt von den in der EU-Prospektrichtlinie festgelegten Ausnahmetatbeständen, wobei zu fragen ist, ob der Gesetzgeber diese analog in den Bereich der Prospektpflicht anderer Vermögensanlagen übernehmen will.

Im Zusammenhang mit der Einführung der Prospektpflicht für andere Vermögensanlagen ist zu fragen, ob die Definition in § 8 f Abs. 1 WpHG nicht als Legaldefinition für den Begriff anderer Vermögensanlagen ausgestaltet werden sollte, zumal im weiteren eine Reihe von Paragraphen dahingehend geändert werden, dass sie einen Verweis auf „andere Vermögensanlagen“ enthalten. Dies würde zur Konsistenz und zur Verständlichkeit für den Rechtsanwender beitragen. 