

ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN • BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E.V. BERLIN
BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E.V. BERLIN • DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBAND E.V. BERLIN-BONN
VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN E.V. BERLIN

S t e l l u n g n a h m e
zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der
EU-Transparenzrichtlinie (TUG)

8. September 2006

Das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) dient der Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (nachfolgend: „**Transparenzrichtlinie**“) in deutsches Recht und damit der Verbesserung der Kapitalmarkttransparenz. Im Regierungsentwurf sind erfreulicherweise zahlreiche im Konsultationsverfahren zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie gemachte Anmerkungen berücksichtigt.

Ungeachtet dessen sind in dem vorliegenden Gesetzentwurf weiterhin einschneidende Änderungen auf dem Gebiet der Halbjahresberichterstattung von Unternehmen vorgesehen, die deutlich über das europarechtlich Notwendige hinausgehen und somit zu gravierenden Wettbewerbsnachteilen deutscher Emittenten führen können. Hierauf richtet sich unsere Hauptkritik am vorliegenden Gesetzentwurf (Abschnitt A.). Ergänzend fordern wir die Einbeziehung der Verordnungsentwürfe in dieses Konsultationsverfahren (Abschnitt B.), es folgen der Vollständigkeit halber weitere Anmerkungen zu den sonstigen Vorschriften (Abschnitt C.).

A. Anmerkungen zu den Regelungen zu Halbjahresfinanzberichten und zum „Bilanzeid“ (§§ 37n ff. WpHG-E)

I. §§ 37n, 37o WpHG-E i. V. m. § 342b Abs. 2 HGB-E (Einbeziehung von Halbjahresfinanzberichten in das Enforcement)

§ 37n WpHG-E i. V. m. § 342b Abs. 2 HGB-E sieht eine Ausdehnung des Enforcement-Regimes auch auf Halbjahresabschlüsse vor. Nach dem vorliegenden Gesetzesentwurf sollen Halbjahresberichte künftig sowohl bei Vorliegen eines kon-

kreten Verdachts auf Rechnungslegungsverstöße als auch stichprobenhaft in gleicher Frequenz wie die Jahresabschlüsse einer Prüfung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) respektive die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) unterzogen werden. Begründet wird diese Erweiterung mit der Umsetzung von Art. 24 Abs. 4 lit. h) Transparenzrichtlinie.

Art. 24 Abs. 4 lit. h) Transparenzrichtlinie verlangt für die zuständige Aufsichtsbehörde die Befugnis zur Überprüfung, ob die Halbjahresfinanzberichte den einschlägigen Anforderungen an die Berichterstattung entsprechen sowie die Befugnis, im Falle aufgedeckter Verstöße geeignete Maßnahmen zu ergreifen. Hierunter ist nach unserer Auffassung eine formale Überprüfung zu verstehen, ob die Halbjahresberichte wie gesetzlich vorgeschrieben veröffentlicht wurden. Aus unserer Sicht ist daraus jedoch keinesfalls ein regelmäßiges Enforcement von Halbjahresfinanzberichten, das heißt eine inhaltliche Überprüfung, ableitbar. Wir sind daher der Auffassung, dass die Ausdehnung des Enforcement-Regimes auf Halbjahresfinanzberichte weit über die Anforderung der Transparenzrichtlinie hinausgeht, zu unnötigen Belastungen der Emittenten führt und damit dem Ziel einer „Eins zu Eins“-Umsetzung zuwiderläuft.

Eine inhaltliche Prüfung der Halbjahresberichterstattung ist den Emittenten schon im Hinblick auf die Häufigkeit der Berichterstattung nicht zumutbar. Aus praktischer Sicht dürfte zudem der Erkenntniswert aus unterjährigen Enforcement-Prüfungen relativ gering sein. Diese Prüfungen wären nur mit sehr hohem Aufwand durchführbar. Die Ergebnisse unterjähriger Enforcement-Prüfungen dürften damit häufig erst zu einem Zeitpunkt vorliegen, zu dem bereits der Jahresabschluss erstellt wird. Auch unter Kosten-Nutzen-Aspekten scheint somit ein unterjähriges Enforcement nicht sinnvoll.

Diese Verschärfung europarechtlicher Vorschriften steht zudem in Widerspruch zu dem von der Bundesregierung angestrebten Bürokratieabbau. Wir plädieren daher nachdrücklich für eine strikte „Eins-zu-Eins“-Umsetzung der Richtlinienbestimmung, das heißt die Beschränkung auf die Befugnis zu einer formellen Überprüfung der Halbjahresberichterstattung.

Sollte – ungeachtet der vorstehenden Erwägungen – an der Ausdehnung des Enforcements auf Halbjahresfinanzberichte festgehalten werden, sollten diese Prüfungen zwingend auf Prüfungen bei Vorliegen konkreter Anhaltspunkte für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften beschränkt werden. Liegt tatsächlich ein konkreter Verdacht auf einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften vor,

mag die Überprüfung des Halbjahresfinanzberichtes in diesem Einzelfall sinnvoll sein. Eine generelle stichprobenhafte Prüfung von Halbjahresfinanzberichten ohne konkreten Anlass führt demgegenüber zu unnötigen hohen Aufwendungen bei den Unternehmen, denen kein erkennbarer Nutzen gegenübersteht und sollte unterbleiben.

II. § 37w WpHG-E (Halbjahresfinanzberichte)

- a) Nach § 37w Abs. 5 WpHG-E sollen Halbjahresfinanzberichte mindestens einer prüferischen Durchsicht durch den Abschlussprüfer unterzogen werden. Diese Regelung geht über die Vorgabe des Art. 5 Abs. 5 Transparenzrichtlinie klar hinaus. Danach liegt die Entscheidung über die Durchführung einer Vollprüfung oder prüferischen Durchsicht bzw. den Verzicht auf jegliche Prüfung im Ermessen des Emittenten. In den Fällen, in denen weder eine prüferische Durchsicht noch eine Vollprüfung erfolgt, ist entsprechend Art. 5 Abs. 5 Satz 2 Transparenzrichtlinie auf diesen Umstand hinzuweisen. Wir können für die Verschärfung der Vorgaben der Transparenzrichtlinie keine Notwendigkeit erkennen. Diese Verschärfung belastet deutsche Emittenten gegenüber anderen europäischen Emittenten und führt damit zu Wettbewerbsnachteilen auf den europäischen Märkten.

Zudem geht die Regelung auch über die einschlägigen Regelungen beispielsweise der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (§ 63 Abs. 7) hinaus, nach der es im Ermessen des Aktienemittenten liegt, ob die im Prime Standard vorgeschriebenen Quartalsberichte einer prüferischen Durchsicht unterzogen werden oder nicht.

- b) Die Regelung des § 37w Abs. 1 Satz 2 WpHG-E, wonach sich für Unternehmen, die einen Quartalsfinanzbericht für die ersten drei Monate erstellen, der Zeitraum für den Halbjahresfinanzbericht auf die drei Monate des zweiten Quartals verkürzt, halten wir für entbehrlich. Wesentlich ist allein, dass der komplette Berichtszeitraum abgedeckt ist; die Entscheidung über den konkreten Aufbau des Halbjahresberichts sollte dem Emittenten überlassen sein.
- c) § 37w WpGH-E definiert den von Inlandsemittenten zu erstellenden Halbjahresfinanzbericht, der gemäß § 37w Abs. 2 WpHG-E u.a. einen verkürzten Abschluss enthalten muss. Der verkürzte Abschluss wiederum umfasst

nach § 37w Abs. 3 WpHG-E eine verkürzte Bilanz, eine verkürzte Gewinn- und Verlustrechnung sowie einen Anhang.

Wir gehen davon aus, dass die Anforderungen an den Anhang einengend zu verstehen sind. Es sollte klar gemacht werden, dass der Anhang auf die verkürzte Fassung von Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung abgestimmt sein muss, d.h. dass dieser ebenfalls in verkürzter Form darzustellen ist.

- d) Die Formulierung des § 37w Abs. 4 WpHG-E wurde gegenüber dem Diskussionsentwurf abgeändert. Nunmehr sollen im Zwischenlagebericht "die wesentlichen Chancen und Risiken für die dem Berichtszeitraum folgenden sechs Monate des Geschäftsjahres" beschrieben werden. Der Diskussionsentwurf hingegen beinhaltet den auch in Art. 5 Abs. 4 Transparenzrichtlinie verwandten Terminus "wesentliche Risiken und Ungewissheiten". Wir gehen davon aus, dass mit dem Wortwechsel keine inhaltliche Änderung verbunden ist. Zur Vermeidung von Unklarheiten und möglicherweise unterschiedlichen Interpretationen dieser Anforderung wären wir gleichwohl dankbar, wenn in der Gesetzesbegründung klargestellt wird, dass mit der Verwendung eines anderen als in Transparenzrichtlinie verwendeten Begriffspaares keine inhaltliche Änderung verbunden ist.
- e) Gemäß § 37w Abs. 6 WpHG-E kann das BMF im Einvernehmen mit dem Bundesministerium der Justiz nähere Bestimmungen über den Inhalt und das Verfahren der prüferischen Durchsicht für den Halbjahresfinanzbericht in einer Rechtsverordnung festlegen. Auf europäischer Ebene liegt hierzu bislang lediglich der Entwurf einer Durchführungsrichtlinie vor. Hier wäre im weiteren Verlauf des Verfahrens darauf zu achten, dass die Bestimmungen der möglichen Rechtsverordnung konsistent mit denen in der EU-Durchführungsrichtlinie sind und nicht über diese hinausgehen.

III. §§ 37v Abs. 2 Nr. 3, 37w Abs. 2 Nr. 3 WpHG-E i.V.m. §§ 264 Abs. 2, 289 Abs. 1, 297 Abs. 2, 315 Abs. 1 HGB-E („Bilanzaid“)

Die von der Bundesregierung vorgeschlagenen Bestimmungen zur Umsetzung von Art. 4 Abs. 2 lit. c) und Art. 5 Abs. 2 lit. c.) der Transparenzrichtlinie ins nationale Recht stoßen auf grundsätzliche Bedenken. Sie stehen zudem im Widerspruch zu der im Koalitionsvertrag angekündigten „Eins-zu-Eins“-Umsetzung von europäischen Vorgaben.

- a) Die Transparenzrichtlinie verlangt von den „beim Emittenten verantwortlichen Personen“ die Versicherung, dass der aufgestellte Abschluss „nach bestem Wissen“ ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt („Bilanzzeit“). Auf diesen Wissensvorbehalt will die Bundesregierung jedoch bei dem vorgesehenen Bilanzzeit für Jahresabschluss (§ 264 Abs. 2 Satz 3 HGB-E), Lagebericht (§ 289 Abs. 1 Satz 5 HGB-E), Konzernabschluss (§ 297 Abs. 2 Satz 4 HGB-E), Konzernlagebericht (§ 315 Abs. 1 Satz 2 HGB-E), Jahresfinanzbericht (§ 37v Abs. 2 Nr. 3 WpHG-E) und Halbjahresfinanzbericht (§ 37w Abs. 2 Nr. 3 WpHG-E) verzichten. Ein sachlicher Grund für eine Abweichung von den europäischen Vorgaben ist nicht ersichtlich. Im Regierungsentwurf findet sich zudem keine Begründung für die hieraus folgende Verschärfung der zivilrechtlichen Haftung.

Der Wissensvorbehalt ist erforderlich, da der Vorstand nicht alle Zahlen und Fakten selbst ermitteln kann und insoweit auf Zuarbeit von Dritten angewiesen ist. Auch im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandortes Deutschlands und der Herstellung eines „level playing field“ erscheint eine „Ein-zu-Eins“-Umsetzung der Transparenzrichtlinie dringend geboten.

- b) Der Kabinettsentwurf ändert im Vergleich zum Referentenentwurf § 331 HGB-E dahingehend, dass anstelle einer bislang vorgesehenen Ergänzung der Nummern 1 und 2 ein neuer Abschnitt Nummer 3a eingefügt werden soll. Von der darin vorgesehenen Verhängung strafrechtlicher Sanktionen (Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe) bei einem Verstoß gegen die Pflicht zum Bilanzzeit (vgl. § 331 Nr. 3a HGB-E) sollte Abstand genommen werden. Auch diese Verschärfung des Strafrechts geht über die Vorgabe der Transparenzrichtlinie (Art. 28) hinaus. Diese fordert lediglich, dass bei Verstößen gegen die verantwortlichen Personen „zumindest geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder zivil- und/oder verwaltungsrechtliche Sanktionen verhängt werden können“.

IV. § 37x WpHG-E (Zwischenmitteilung der Geschäftsführung)

Gemäß § 37x Abs. 3 WpHG-E sind Emittenten von der Erstellung von Zwischenmitteilungen befreit, sofern sie einen Quartalsfinanzbericht nach den Vorgaben der § 37w Abs. 2 bis 4 erstellen und veröffentlichen. Damit wären die Vorschriften

zum so genannten Bilanzzeit nach § 37w Abs. 2 Nr. 3 WpHG-E und zum Lagebericht nach § 37w Abs. 4 WpHG-E analog für den Quartalsfinanzbericht anzuwenden. Dies halten wir für nicht praktikabel. Zudem gehen diese Anforderungen über die der Transparenzrichtlinie hinaus. Art. 6 Abs. 2 Transparenzrichtlinie sieht vor, dass Emittenten, die entweder nach den Vorschriften des nationalen Rechts oder den Regeln des geregelten Marktes oder von sich aus Quartalsfinanzberichte gemäß den genannten Vorschriften oder Regeln veröffentlichen, von der Pflicht zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen befreit sind. Eine Begründung für die Abweichung von der Richtlinienbestimmung ist nicht ersichtlich.

B. Einbeziehung der Verordnungsentwürfe in das Konsultationsverfahren

Wir weisen darauf hin, dass der vorliegende Gesetzentwurf nicht alle europarechtlichen Vorgaben der Transparenzrichtlinie (Level 1 und 2) umsetzt. Da der Gesetzentwurf an verschiedenen Stellen Verordnungsermächtigungen vorsieht, liegt der Schluss nahe, dass dies in Verordnungen geschehen soll. Die Erfahrungen mit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie haben gezeigt, dass für die Normadressaten eine höchst unbefriedigende Situation entsteht, wenn ein Gesetz ohne die dazugehörigen Verordnungen in Kraft tritt. Die Verordnungsentwürfe sollten daher in die Konsultation des vorliegenden Gesetzentwurfes einbezogen werden.

Dies gilt hier insbesondere auch deshalb, weil nach den Vorstellungen der Europäischen Kommission, gegen die wir uns bereits ausgesprochen haben,¹ das In-Kraft-Treten der Durchführungsrichtlinie zur Transparenzrichtlinie erst lange nach Ablauf der Umsetzungsfrist der Transparenzrichtlinie vorgesehen ist. In der Durchführungsrichtlinie werden jedoch die Modalitäten der Veröffentlichung der zu verbreitenden Information geregelt werden. Für die Normadressaten des TUG ist derzeit deshalb noch ungewiss, wie die Veröffentlichung der zu verbreitenden Information ab dem 20. Januar 2007 vorgenommen werden sollen. Dies ist vor allem im Hinblick auf mögliche zivilrechtliche Haftungsfolgen bei Nichtherstellung einer „europäischen Öffentlichkeit“ nicht hinnehmbar.

¹ Vgl. die dem Bundesministerium der Finanzen am 10. Juli 2006 übersandte ZKA-Stellungnahme zum formellen Entwurf der Europäischen Kommission für eine Durchführungsrichtlinie zur Transparenzrichtlinie.

C. Sonstige Anmerkungen

I. Anmerkungen zu Artikel 1 (WpHG-E)

1. § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E

§ 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG-E führt eine zusätzliche Meldeschwelle bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten von drei Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten ein. Damit geht der deutsche Gesetzgeber über die Vorgaben der Transparenzrichtlinie hinaus und verschärft die Anforderungen an die Meldepflichten von bedeutenden Beteiligungen spürbar.

Die Herabsetzung der Meldeschwelle auf drei Prozent wird die Anzahl der meldepflichtigen Geschäfte deutlich erhöhen. Für die betroffenen Aktionäre führt dies zu einem erheblichen bürokratischen Mehraufwand, zumal Mitteilungen nach § 21 WpHG-E manuell erstellt und anschließend veröffentlicht werden müssen. Auch steht die Ausweitung der Meldepflicht in Widerspruch zu dem erklärten politischen Ziel, Unternehmen von bürokratischen Anforderungen spürbar und nachhaltig entlasten zu wollen.

Dabei ist es sehr fraglich, ob die Absenkung der Meldeschwelle für den Emittenten tatsächlich zu dem gewünschten Zusatznutzen führt, das "Anschleichen" eines Aktionärs frühzeitig erkennen zu können. Denn Bestände in dieser relativ geringen Größenordnung lassen jedenfalls im Regelfall nicht ohne weiteres auf einen Willen des Aktionärs zur Begründung einer maßgeblichen Beteiligung oder zur verstärkten Einflussnahme auf die Geschicke der Gesellschaft schließen.

Darüber hinaus ist der von den Mindestanforderungen der Transparenzrichtlinie abweichende Eingangsschwellenwert von drei Prozent einer europaweiten Harmonisierung der Beteiligungsschwellen nicht förderlich, da die überwiegende Mehrheit der Mitgliedstaaten eine Meldung erst ab fünf Prozent vorschreiben. Insbesondere internationale aufgestellte Häuser werden deshalb komplexe Meldeverfahren etablieren müssen, um den nationalen Besonderheiten gerecht zu werden.

Vor diesem Hintergrund sprechen wir uns für Streichung der zusätzlichen Meldeschwelle von drei Prozent aus.

2. § 23 Abs. 4 WpHG-E

Wir regen an, bei der Definition des Market Maker auf den in der Transparenzrichtlinie (Art. 2 Abs. 1 lit. n)) und in der MiFID (Art. 4 Abs. 1 Nr. 8) verwandten Wortlaut zurückzugreifen, um eine möglichst hohe Konsistenz mit den europäischen Regeln herbeizuführen.

3. § 30a Abs. 1 Nr. 4 WpHG-E

In § 30a Abs. 1 Nr. 4 WpHG-E wird der alte Wortlaut von § 39 Abs. 1 Nr. 2 BörsG verwendet. Bei einem Emittenten, der seinen Sitz im Inland hat (Deutschland somit Herkunftsstaat ist) und dessen Wertpapiere nicht im Inland, sondern nur an einem organisierten Markt in einem oder mehreren Mitgliedstaaten der Europäischen Union zugelassen sind, muss die Zahlstelle nicht zwingend im Inland sein. Das schreibt Art. 18 Abs. 2 lit. c) Transparenzrichtlinie auch nicht vor. Da der stückelose Giroverkehr heute fast ausnahmslos die Regel ist und die kostenfreie Vorlage effektiv ausgedruckter Urkunden bei der Zahlstelle so gut wie gar nicht mehr vorkommt, sollte diesbezüglich der Wortlaut der Transparenzrichtlinie übernommen werden.

4. § 30b Abs. 3 Nr. 1 lit. a) WpHG-E

Nach § 30b Abs. 3 Nr. 1 lit. a) WpHG-E setzt die elektronische Übermittlung von Informationen u.a. die Zustimmung der Hauptversammlung zur Datenfernübertragung voraus. Wir weisen darauf hin, dass es vielen Gesellschaften Schwierigkeiten bereiten wird, entsprechende Beschlüsse bis zum 20. Januar 2007 zu fassen. Folglich wäre für Hauptversammlungen im Jahr 2007 die elektronische Übermittlung von Einladungen zunächst noch nicht möglich, weil hierfür der erforderliche Beschluss nicht vorliegt. Dies würde einen erheblichen organisatorischen Aufwand und Zusatzkosten insbesondere für Namensaktiengesellschaften bedeuten, denen die Identität ihrer Aktionäre häufig bekannt ist und die diese direkt ansprechen. Um unnötigen Aufwand und Kosten zu vermeiden, regen wir eine Übergangsregelung an, wonach die Umsetzung des Art. 17 Abs. 3 Transparenzrichtlinie erst zu einem späteren Zeitpunkt als dem 20. Januar 2007 erfolgen muss.

5. § 30b Abs. 3 Nr. 1 lit. c) WpHG-E

§ 30b Abs. 3 Nr. 1 lit. c) WpHG-E stellt das Erfordernis auf, es müssten ausreichende Vorkehrungen zur Identifizierung getroffen werden. Damit wird der Regelungsgehalt der Transparenzrichtlinie, die nur Vorkehrungen verlangt, überschritten, und ein unbestimmtes Tatbestandsmerkmal geschaffen, das in der Praxis zu Auslegungsschwierigkeiten und damit Anfechtungsgründen führen wird. Das Tatbestandsmerkmal „ausreichende“ sollte daher gestrichen werden.

6. § 30e Abs. 1 Nr. 1 lit. c) WpHG-E

Der Wortlaut von § 30e Abs. 1 Nr. 1 lit. c) WpHG-E wurde aus § 66 Abs. 2 Nr. 2 BörsZulV a.F. übernommen. Diese Bestimmung stammt jedoch aus einer Zeit, in der es praktisch keine Derivate mit Fremdbezug gab (sondern beispielsweise nur Wandelanleihen mit Umtauschmöglichkeit in eigene Aktien).

Eine solche Informationsanforderung ist für einen Derivate-Emittenten, der nicht auch Emittent der zugrunde liegenden Aktien ist, im Wesentlichen unerfüllbar, da die geforderten Informationen außerhalb seines Machtbereichs liegen. Außerdem sind solche Informationen meist für das Derivat selbst uninteressant. Die für die Bewertung des Derivats notwendigen Informationsanforderungen über das Underlying sind schon ausreichend in den jeweiligen Derivate-Bedingungen geregelt. Darüber hinausgehende Informationen sind für das Derivat in der Regel wertlos und behindern zudem die Emissionstätigkeit.

Die Transparenzrichtlinie hat ausdrücklich die Informationspflicht nur auf solche Wertpapiere beschränkt, die vom Emittenten mit dem Recht auf Zugang zu seinen Aktien begeben wurden.

7. § 37z WpHG-E

Nach § 37z Abs. 3 WpHG-E findet § 37w WpHG-E keine Anwendung auf Unternehmen, die als Inlandsemittenten Wertpapiere begeben, wenn sie zum 31.12.2003 bereits existiert haben und ausschließlich zum Handel an einem organisierten Markt zugelassene Schuldtitel begeben, die vom Bund, von einem Land oder von einer seiner Gebietskörperschaften unbedingt und unwiderruflich garantiert wer-

den. Dabei stellt § 37z Abs. 3 WpHG auf den Begriff des Inlandsemittenten entsprechend § 2 Abs. 7 WpHG-E ab. Für einige Emittenten, deren Herkunftsstaat die Bundesrepublik Deutschland ist und die beispielsweise ein Debt Issuing Programm nach deutschem und luxemburgischem Recht aufgelegt haben, welches sowohl in Deutschland als auch in Luxemburg zugelassen ist, stellt sich die Frage, ob sie als Inlandemittenten im Sinne von § 2 Abs. 7 WpHG-E gelten und somit von der Ausnahmeregelung des § 37z Abs. 3 WpHG-E erfasst sind. Entsprechend dem Wortlaut des § 2 Abs. 7 Nr. 1 WpHG-E gehen wir davon aus, dass solche Emittenten unter die Definition des Inlandsemittenten fallen, bitten jedoch um Klarstellung in der Gesetzesbegründung.

II. Anmerkungen zu Artikel 2 (WpAIV-E)

1. § 3a WpAIV-E

- a) § 3a Abs. 1 WpAIV-E schreibt entsprechend der europäischen Vorgaben (Art. 21 Abs. 1 Transparenzrichtlinie in Verbindung mit Art. 12 des Entwurfs einer Durchführungsrichtlinie der Europäischen Kommission vom 24. Mai 2006) eine aktive Verbreitung der Informationen in der gesamten Europäischen Union und den übrigen Vertragsstaaten des EWR vor. Dabei wird allerdings nicht hinreichend klar geregelt, auf welche Art und Weise diese „europäische Öffentlichkeit“ im konkreten Fall hergestellt werden soll.

Die in § 3a Abs. 2 Nr. 1 WpAIV-E vorgenommene Präzisierung der Veröffentlichungspflichten, wonach Medien genutzt werden müssen, die bestimmte Kriterien erfüllen, genügt den Bedürfnissen der Normadressaten nach Rechtssicherheit jedenfalls ebenso wenig wie die entsprechende Begründung. Fest steht danach lediglich, dass es zur Verbreitung der Informationen nicht ausreicht, wenn dies nur über eine Medienart wie etwa das Internet geschieht. Ob darüber hinaus aber **eine** weitere Medienart genügt, oder ob noch eine dritte oder gar vierte Medienart zur Informationsverbreitung genutzt werden muss, bleibt indes spekulativ. Die Gesetzesbegründung, die eine Orientierung am Einzelfall vorschlägt, hilft hier jedenfalls nicht weiter. Sie ist zudem nicht praktikabel. Schon bei Aktienemittenten, die sich laut Gesetzesbegründung bei ihrer Entscheidung über die Verbreitungsmodalitäten von ihrer Aktionärsstruktur leiten lassen sollen, ist nicht hinreichend klar, welche Schlussfolgerung für die Veröffentlichungsmodali-

täten etwa aus der Tatsache, dass fünf Prozent der Aktionäre in Frankreich und drei Prozent in Spanien residieren, zu ziehen wäre soll. Noch diffuser wird das Entscheidungsbild bei Emittenten anderer Wertpapiere wie Teilschuldverschreibungen. In diesen Fällen ist in der Regel schon der Inhaberkreis nicht bekannt. Die in der Gesetzesbegründung aufgeführten Kriterien für die Einzelfallentscheidung sind deshalb nur wenig tauglich. Praktikabel wäre allein eine Standardisierung der Veröffentlichungspraxis, deren Voraussetzungen entweder im Gesetz selbst oder in der Begründung geregelt werden könnten. Dabei sollte der in der Transparenzrichtlinie festgelegte Gedanke des freien Wettbewerbs der Medien (Erwägungsgrund 25) deutlich zum Tragen kommen. Im Ergebnis müssen die Normadressaten am 20. Januar 2007 in der Lage sein, die zu veröffentlichenden Informationen so zu verbreiten, dass sie den Erfordernissen des Gesetzes entsprechen. Eine entsprechende Präzisierung der Anforderungen sollte deshalb alsbald, spätestens aber mit Verabschiedung des Gesetzes erfolgen. Andernfalls können die Normadressaten die für die Veröffentlichung erforderlichen Prozesse nicht rechtzeitig zum In-Kraft-Treten des Gesetzes am 20. Januar 2007 aufsetzen. Unklarheiten dürfen jedenfalls – nicht zuletzt auch wegen der zivilrechtlichen Haftungsrisiken – nicht zu Lasten der Normadressaten gehen.

- b) Die Vorgaben des neu einzuführenden § 3a Abs. 2 WpAIV-E regeln detailliert die Veröffentlichungsmodalitäten einer Information über Medien. Um bewährte Abläufe bei der Verbreitung von Informationen nicht unnötig zu bürokratisieren, regen wir an, diese Vorgaben – insbesondere hinsichtlich der verwendeten Schutzstandards – einzuschränken. Soweit dies aufgrund der europarechtlichen Vorgaben nicht möglich erscheint, sollte zumindest die Verantwortung des Veröffentlichungspflichtigen auf die eigene Sphäre beschränkt bleiben. Das heißt, dass dem Veröffentlichungspflichtigen jedenfalls keine Fehler bei Veröffentlichung durch die Medien angelastet werden dürfen. Dies sollte entsprechend klargestellt werden.
- c) Zudem sollten die Nachweispflichten des § 3a Abs. 3 WpAIV-E auf einen Zeitraum von drei Monaten ab Versand der Informationen beschränkt werden. Ein Interesse an einer längeren Aufbewahrung ist nicht ersichtlich.

2. § 5 WpAIV-E

Nach § 5 WpAIV-E müssen Insiderinformationen nicht mehr nur (wie bislang geregelt) über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem veröffentlicht werden, sondern unterliegen zusätzlich den allgemeinen Anforderungen an die Art der Veröffentlichung von Informationen nach § 3a WpAIV-E. Demnach müssen Insiderinformationen auch über andere Medien als ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem veröffentlicht werden.

Die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Insiderinformationen auch über andere Medienkanäle als ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem folgt nicht aus Art. 6 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2006 über Insider-Geschäfts und Marktmanipulation (nachfolgend: „**Marktmissbrauchsrichtlinie**“). Art. 6 Abs. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie regelt zwar, dass der Emittent „dafür Sorge zu tragen“ hat, dass Insiderinformationen veröffentlicht werden. Über die dazu genutzten Medienkanäle trifft die Marktmissbrauchsrichtlinie indes keine Aussage.

Vor diesem Hintergrund und insbesondere zur Vermeidung von Unsicherheiten über die Art der Veröffentlichung von Insiderinformationen regen wir an, sie (auch weiterhin) ausschließlich auf elektronisch betriebene Informationsverbreitungssysteme zu beschränken.

3. Unterabschnitt 4. Insiderverzeichnis (Vor § 14 WpAIV-E)

Die weiter bestehenden Regeln zum Insiderverzeichnis werden als neuer Unterabschnitt 4 in den Abschnitt 3 eingefügt. Abschnitt 3 befasst sich mit den Regeln zur Veröffentlichung der verschiedensten veröffentlichungspflichtigen Informationen. Inhaltlich stellen die Regeln zu den Insiderverzeichnissen jedoch keine Untergruppe der zu veröffentlichenden Informationen dar, sondern es handelt sich um eine organisatorische Vorkehrung, die Emittenten intern zu treffen haben. Eine Verortung der Regeln im Unterabschnitt 3 könnte daher zu systematischen Fehlschlüssen führen. Der Eindruck einer Veröffentlichungspflicht bei Insiderverzeichnissen sollte jedoch auf jeden Fall vermieden werden. Daher scheint es uns dringend ratsam, die Regelungen zu Insiderverzeichnissen nicht als Unterabschnitt in Abschnitt 3 aufzunehmen, sondern sie – wie bisher auch – in einem eigenen Abschnitt aufzunehmen. In Betracht käme etwa Abschnitt 4 und eine Umbenennung des bisherigen

Abschnitts 5 in Abschnitt 6. Dies würde die Abgrenzung der verschiedenen Regelungsgebiete erleichtern und auch Verweise aus anderen Rechtstexten auf Abschnitt 3 der WpAIV thematisch sinnvoll eingrenzen.

4. § 18 WpAIV-E

Hier regen wir an, aufzunehmen oder sicherzustellen, dass für die Übermittlung auch die elektronische Form mit qualifizierter Signatur zulässig ist.

III. Anmerkungen zu Artikel 7 (InvG-E)

§ 32 Abs. 2 Satz 1 InvG-E

Wir begrüßen die offene Formulierung in § 32 Abs. 2 Satz 1 InvG-E, wonach alle nach Maßgabe der Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 zur Koordination der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (nachfolgend: „**OGAW-Richtlinie**“) verwalteten Sondervermögen von Zurechnungsregeln ausgenommen sind.

Deutsche Kapitalanlagegesellschaften sind nach § 9 Abs. 2 Nr. 1 InvG verpflichtet, bei der Verwaltung von Sondervermögen im ausschließlichen Interesse ihrer Anleger zu handeln. Diese Interessensbindung erstreckt sich auch auf die Ausübung der Stimmrechte aus den zu den Sondervermögen gehörenden Aktien. Eine Einflussnahme der Muttergesellschaft auf die Wahrnehmung der Stimmrechte ist daher (außer im Fall eines für die Konzernspitze aufgelegten Spezialfonds) generell ausgeschlossen. Dies gilt unabhängig davon, ob der betreffende Investmentfonds die Anlagegrenzen der OGAW-Richtlinie beachtet oder eine abweichende Investitionspolitik verfolgt.

Vor diesem Hintergrund plädieren wir dafür, die Ausnahme von der Stimmrechtszurechnung entsprechend ihrem Sinn und Zweck weit auszulegen und insbesondere nicht von der Einhaltung der in der OGAW-Richtlinie enthaltenen Anlagekriterien abhängig zu machen. Eine Verwaltung „nach Maßgabe der OGAW-Richtlinie“ wird unseres Erachtens bereits durch die OGAW-Konformität der Verwaltungsgesellschaft und Depotbank sowie durch eine entsprechende Ausgestaltung der Administration und Rechnungslegung des Fonds gewährleistet.

IV. Anmerkungen zu Artikel 11 (WpPG-E)

1. § 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG-E

Nach § 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG-E muss das Jährliche Dokument u.a. Informationen enthalten, die auf § 30b Abs. 2 Nr. 2 WpHG-E beruhen. § 30b Abs. 2 Nr. 2 WpHG-E ersetzt § 63 Abs. 2 BörsZulV, wonach ein Emittent zugelassener Schuldverschreibungen u.a. Mitteilungen über die Ausübung von Kündigungsrechten unverzüglich veröffentlichen muss.

Wir schlagen vor, die in § 30b Abs. 2 Nr. 2 WpHG-E geregelte Mitteilung über die Ausübung von Kündigungsrechten von der Verpflichtung zur Aufnahme in das Jährliche Dokument nach § 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG-E auszunehmen.

Hintergrund dessen ist, dass kündbare Schuldverschreibungen heute einen Großteil der Daueremissionen von Kreditinstituten darstellen; ihre Kündbarkeit ist vertraglich geregelt und Gegenstand der Kundeninformation. Die Angabe der vertragsgemäßen Ausübung der Kündigungsrechte nimmt bei Daueremittenten im Jährlichen Dokument nach § 10 WpPG einen großen Raum ein und überfrachtet das Jährliche Dokument unseres Erachtens unnötig.

Erwägungsgrund 27 Prospektrichtlinie legt in Satz 1 als Grundsatz für die Angaben im Jährlichen Dokument den Anlegerschutz fest. Der Anlegerschutz kann sich allein auf ein ungekündigtes und notiertes Wertpapier beziehen. Nur bei einem Wertpapier, das noch eine entsprechende Laufzeit vor sich hat, sind Dispositionsüberlegungen des Investors aus Vermögensschutzgesichtspunkten aktuell. Wird ein callable bond gekündigt, ist es die depotvertragliche Verpflichtung der Kreditinstitute, die von der Ausübung des Kündigungsrechtes der Schuldnerin betroffenen Anleihegläubiger zu informieren und die Rückzahlung auszuführen. Im Anschluss an die Rückzahlung und das Erlöschen der Forderungsrechte besteht im Zeitalter des stückelosen Effektenverkehrs kein allgemeines öffentliches Informationsbedürfnis mehr. Wir halten daher eine Aufnahme der Information über die Ausübung der Kündigungsrechte in das Jährliche Dokument für nicht nur entbehrlich, sondern eine entsprechende Anpassung des § 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG-E für dringend geboten im Sinne einer „better regulation“.

2. Verwendung elektronischer Medien

§ 30b Abs. 3 WpHG-E erlaubt entsprechend der Transparenzrichtlinie grundsätzlich die Verwendung elektronischer Medien für die Verbreitung von Informationen. Die nicht nur in der Transparenzrichtlinie, sondern auch in vielen anderen Gesetzen vorgesehene Nutzung elektronischer Medien sollte zum Anlass genommen werden, die Verpflichtung der Emittenten zur Veröffentlichung von Hinweisbekanntmachungen in Börsenpflichtblättern nach dem WpPG grundsätzlich zu überdenken.

Dies gilt insbesondere für die Veröffentlichung endgültiger Bedingungen bei Emissionen mit Hilfe eines Basisprospekts nach § 6 Abs. 3 WpPG. In diesem Fall wird der Anleger bereits durch den Prospekt selbst informiert, wo die endgültigen Bedingungen veröffentlicht sein werden; die Hinweisbekanntmachung in Börsenpflichtblättern bietet für den Anleger mithin keinen zusätzlichen Informationsgehalt.

Weder Art. 14 Prospektrichtlinie noch Art. 33 der Verordnung 809/2004/EG betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung (nachfolgend: „**Prospektverordnung**“) enthalten unseres Erachtens die Vorgabe für den nationalen Gesetzgeber, Hinweisbekanntmachungen für die endgültigen Bedingungen zu verlangen. Auch aus dem Protokoll der Sitzung bei der Europäischen Kommission zur Umsetzung der Prospektrichtlinie vom März dieses Jahres ergibt sich unserer Ansicht nach keine andere Auslegung. Hier wird Folgendes ausgeführt:

“Article 33 of the Regulation 809/2004, concerning the method of publication of the final terms of a base prospectus, cross-refers regarding to the methods indicated in Article 14 of the PD. This should be read as a reference to Article 14(2) only, as no more than this paragraph deals with publication methods.

Article 14(3) PD does not prevent Member States from requiring the publication of a notice stating how the final terms, where published separately and in a different manner from the base prospectus (in accordance with Article 33 of the Regulation) have been made available.

In exercising the discretion conferred by Article 14(3) PD, Member States are entitled to distinguish between different types of securities (for example by requiring the publication of a notice under that paragraph in respect of some but not all).“

Diese Passagen beinhalten nach unserer Lesart keine dahingehende Aussage, dass Hinweisbekanntmachungen bei der Veröffentlichung und Hinterlegung der endgültigen Bedingungen erforderlich sind. Vielmehr wird im ersten Absatz klargestellt, dass Art. 33 Prospektverordnung nur die Veröffentlichung nach Art. 14 Abs. 2 Prospektrichtlinie und gerade nicht auch die Hinweisbekanntmachung über die Art und Weise der Veröffentlichung nach Art. 14 Abs. 3 Prospektrichtlinie umfasst. Daraus ist zu folgern, dass eine Hinweisbekanntmachung für endgültige Bedingungen keine Pflicht nach der Prospektrichtlinie und der Prospektverordnung darstellt. Im zweiten und dritten Absatz ist eindeutig klargestellt, dass über die Notwendigkeit von Hinweisbekanntmachungen für die endgültigen Bedingungen die Mitgliedstaaten selbst entscheiden müssen.

Wir regen daher an, entsprechend der bereits im Gesetzgebungsverfahren zum WpPG geäußerten Auffassung auf Hinweisbekanntmachungen für die Hinterlegung der endgültigen Bedingungen zu verzichten. Nicht nur der kaum erkennbare Informationsgehalt solcher Hinweisbekanntmachungen für den Anleger und die Einschränkung der Flexibilität der Emittenten beim öffentlichen Angebot auf Grund eines erhöhten zeitlichen und organisatorischen Aufwands, sondern insbesondere der Umstand, dass mit dem neuen Prospektrecht anders als in der Vergangenheit für den gesamten Prospektbereich die elektronische Veröffentlichung – sowohl auf den Internetseiten des Emittenten als auch auf denen der zuständigen Behörde – im Vordergrund steht, sollte Anlass sein, keine Hinweisbekanntmachungen für die endgültigen Bedingungen zu verlangen.

V. Kosten

Bei der Verteilung der Kosten bitten wir zu berücksichtigen, dass die derzeit in den §§ 63 bis 67 BörsZulV normierten Pflichten von Emittenten börsennotierter Wertpapiere nunmehr im WpHG geregelt und damit gemäß den europarechtlichen Vorgaben der Aufsicht der BaFin unterstehen sollen. Diese wird indes nicht von Emittenten börsennotierter Wertpapiere finanziert, sondern in erster Linie durch die

deutsche Kreditwirtschaft. Dies müsste bei der Kostenregelung entsprechend berücksichtigt werden.