

PROFESSOR DR. DR. h.c. UWE H. SCHNEIDER
Zivilrecht, deutsches und internationales Wirtschaftsrecht
und Arbeitsrecht - Technische Universität Darmstadt
Direktor des Instituts für deutsches und internationales Recht
des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität

Am Elfengrund 39
D-64297 Darmstadt
Telefon (06151) 5 34 43
e-mail: Uwe.H.Schneider@
Jus.tu-darmstadt.de

Herrn
Dr. Volker Wissing, MdB
Vorsitzender des Finanzausschusses
des Deutschen Bundestags
Platz der Republik 1

11011 Berlin

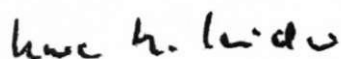
24. Nov. 2010

**Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung
"Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung
der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsver-
besserungsgesetz)" sowie mehrerer Anträge der Fraktion der SPD, der Frakti-
on DIE LINKE und der Fraktion Bündnis 90/DIE GRÜNEN**

Sehr geehrter Herr Vorsitzender, sehr geehrter Herr Dr. Wissing,

mit Schreiben vom 11. November 2010 hatten Sie mich zu einer Anhörung des Fi-
nanzausschusses des Deutschen Bundestages für Mittwoch, den 1. Dezember 2010
eingeladen. Leider bin ich nicht in der Lage, an dieser Anhörung persönlich teilzu-
nehmen. Mit diesem Schreiben überreiche ich Ihnen meine schriftliche Stellungnah-
me. Die Stellungnahme wurde unter Mitwirkung von Herrn Jun.-Prof. Dr. Heribert
Anzinger erstellt.

Mit freundlichen Grüßen



Uwe H. Schneider

PROFESSOR DR. DR. h.c. UWE H. SCHNEIDER
Zivilrecht, deutsches und internationales Wirtschaftsrecht
und Arbeitsrecht - Technische Universität Darmstadt
Direktor des Instituts für deutsches und Internationales Recht
des Spar-, Giro- und Kreditwesens
an der Johannes Gutenberg-Universität

Hochschulstr. 1
64289 Darmstadt
Telefon (06151) 16 2818
e-mail: Uwe.H.Schneider@jus.tu-darmstadt.de

unter Mitwirkung von

JUN.-PROFESSOR DR. HERIBERT ANZINGER
Deutsches und Europäisches Finanz- und Steuerrecht
Technische Universität Darmstadt

Hochschulstr. 1
64289 Darmstadt
Telefon (06151) 16 3509
e-mail: heribert.anzinger@jus.tu-darmstadt.de

Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung zu dem
“Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung
der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsver-
besserungsgesetz)”
sowie mehrerer Anträge der Fraktion der SPD, der Fraktion DIE LINKE und der
Fraktion Bündnis 90/DIE GRÜNEN

I. Beschränkung auf die Vorschläge zur Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

Die folgenden Überlegungen beschränken sich auf die Vorschläge zur Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes.

II. Grundsätzliche Bedenken

Erstens: Es bestehen schwere Bedenken, ob mit der Einführung des § 25a Wertpapierhandelsgesetz die verfolgten Ziele, nämlich ein umgehungsfreies Offenlegungsregime für wesentliche Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften zu schaffen, erreicht werden.

Zweitens: Es bestehen schwere Bedenken gegen die Gesetzestechnik. Der Entwurf ist zu kompliziert und in hohem Maße anwendungs- und praxisunfreundlich.

Drittens: Es bestehen schwere Bedenken gegen den Entwurf, weil angemessene Rechtsfolgen bei Verletzung der Meldepflichten fehlen. Die Bußgelder bei Verletzung der Meldepflichten sind, etwa im Vergleich zur Verletzung kartellrechtlicher Bestimmungen, viel zu niedrig.

III. Begründung: Umgehung wird nicht verhindert

1. Heute besteht weitgehend Einigkeit, dass der Aufbau wesentlicher Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften offen zu legen ist. Diese Offenlegungspflichten sind Teil einer modernen Aktien- und Kapitalmarktkultur. Die Offenlegungspflichten dienen der Fairness, der Gleichbehandlung aller Aktionäre und vor allem dem Schutz der freien Aktionäre.
2. Die Offenlegungspflichten sind in einem größeren Zusammenhang zu sehen. Das Aktienrecht sieht vor, dass Aktiengesellschaften zwingend übernahmeoffen sind. Es verhindert, dass die Aktionäre in die Satzung Bestimmungen aufnehmen, die dafür sorgen, dass eine Gesellschaft als Publikumsgesellschaft erhalten bleibt. Es gibt nach deutschem Recht keine rechtlichen Möglichkeiten zu vermeiden, dass ein einzelner Aktionär eine wesentliche Beteiligung aufbaut, ein Paket schnürt und die Gesellschaft zur Tochtergesellschaft macht.
3. Es ist ein Irrtum zu glauben, dass die Übernahmen dazu dienen, bei schlecht geführten Unternehmen das Management auszutauschen. Richtig ist vielmehr, dass gerade gut geführte, eigenkapitalstarke und ertragreiche Unternehmen übernommen werden, und zwar entweder durch Wettbewerber oder durch Investoren, die das Eigenkapital der Zielgesellschaft abziehen wollen.
4. Vorgeschlagen wird, im deutschen Aktienrecht Erwerbsbegrenzungen zuzulassen. Vorbild ist die Schweiz. In der Schweiz haben viele Gesellschaften Satzungsbestimmungen, wonach kein Aktionär mehr als 2, 3 oder 5% der Aktien halten darf (Beispiel: Novartis 2%; Nestlé 5%). Damit wird der Aufbau von Aktienpaketen und eine Übernahme verhindert und die Stellung der Gesellschaft als Publikumsgesellschaft gesichert. Es gibt keinen Grund, solche Satzungsgestaltungen zu verbieten.
5. Das Übernahmerecht sieht lediglich vor, dass bei Überschreiten einer bestimmten Schwelle ein Pflichtangebot abzugeben ist. Dagegen vertritt die herrschende Meinung die Ansicht, dass die Konzernierung der Zielgesellschaft ohne Mitwirkung der Hauptversammlung der Zielgesellschaft möglich ist. Anders formuliert:

Die freien Aktionäre werden nicht gefragt, ob sie einer Konzernierung ihrer Gesellschaft zustimmen. Ich teile diese Ansicht nicht.

6. Die Offenlegungspflichten dienen daher auch dazu, dass der freie Aktionär nach geltendem Recht wenigstens frühzeitig erkennt, dass ein Paket geschnürt wird und damit gerechnet werden muss, dass der Paketaufkäufer das Ziel verfolgt, die Gesellschaft zu übernehmen und sie zu seiner Tochtergesellschaft zu machen.
7. Die Offenlegungspflichten sind derzeit an die Stimmrechte des Meldepflichtigen geknüpft. Das gilt grundsätzlich auch für die Zurechnungsregeln in § 22 und die selbständige Meldepflicht in § 25 WpHG. Sie sollen die Offenlegung von potentiell und zukünftigen Stimmrechtseinfluss gewährleisten.

In der Gestaltungspraxis fallen die Stimmrechtsmacht und die wirtschaftlichen Interessen an stimmrechtsvermittelnden Anteilen aber immer häufiger auseinander. Gleichzeitig ist festzustellen, dass der Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen des Emittenten häufig nicht von demjenigen ausgeübt wird, der die Stimmrechte hält, sondern von demjenigen, der wirtschaftliche Interessen an stimmrechtsvermittelnden Anteilen hat.

Diesen Entwicklungen tragen die jüngeren ausländischen Regelungsvorbilder der Schweiz, Großbritanniens, Frankreichs und auch das ältere Vorbild der USA Rechnung. Auf Ebene der Europäischen Union, weisen die Stellungnahmen von ESME¹ und CESR² ebenfalls in diese Richtung. Sie sprechen sich für eine Offenlegungspflicht des Stimmrechtseinflusses und der wirtschaftlichen Beteiligungsinteressen aus.

Vor diesem Hintergrund ist es unverständlich, warum der Gesetzesentwurf die ausländischen Regelungsvorbilder und die Empfehlungen europäischer Expertengruppen nicht aufgreift.

¹ European Securities Markets Expert Group (ESME), Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives, November 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm.

² Committee of European Securities Regulators (CESR), CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares, January 2010, <http://www.cesr-eu.org>.

8. Die Meldepflichten machen nur Sinn, wenn sie lückenlos sind, also keine Sachverhaltsgestaltungen möglich sind, die den Aufbau wesentlicher Beteiligungen ermöglichen, ohne dass eine Offenlegungspflicht greift.

Eine Reihe von Vorgängen in der jüngeren Zeit haben gezeigt, dass das geltende Recht Vermeidungsgestaltungen möglich macht. Die Offenlegungspflichten werden unterlaufen. Die Meldepflichten werden sinnlos, weil sie eine lückenlose Offenlegung nicht garantieren.

9. Der Entwurf muss sich daher daran messen lassen, ob die jetzt vorgeschlagenen Regelungen geeignet sind, für eine lückenlose Offenlegung des Aufbaus wesentlicher Beteiligungen zu sorgen.

Dies ist nicht der Fall³. Schon jetzt werden am Markt Gestaltungen gehandelt, die das heimliche Aufkaufen von Aktienpaketen ermöglichen, ohne dass dies in den Anwendungsbereich der Vorschriften über die Offenlegung fällt. Geht man hiervon aus, so verfehlt das Gesetz sein Ziel, nämlich einer lückenlosen Offenlegung. Exemplarisch zu nennen ist der schuldrechtliche Kartellvorbehalt (1. Fall).

10. Der Grund für die lückenhafte Regelung ist schnell erklärt. Die §§ 21 ff. WpHG enthalten eine Vielzahl von Zurechnungsvorschriften und unterschiedliche Anknüpfungen an die Meldepflichten. Eine solche fallgruppenorientierte Gesetzgebung hat den großen Nachteil, dass es den Beratern leicht fällt, Fallgruppen zu finden, die das Gesetz nicht erwähnt. Richtig ist insoweit nur, dass auch die europäischen Vorgaben fallgruppenorientiert sind.

Das schließt aber nicht aus, zu einer prinzipienorientierten Gesetzgebung überzugehen. Prinzipien unterscheiden sich von Generalklauseln grundlegend dadurch, dass sie kein Tatbestandsmerkmal formulieren, an das unmittelbar eine Rechtsfolge anknüpft, sondern dass sie ein Regelungsziel definieren. Man kann Prinzipien im Gesetz verankern und damit entweder nur das Regelungsziel vorgeben und im Übrigen auf Selbstregulierung vertrauen oder Prinzipien als gesetzliche Leitlinien für die Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe implementie-

ren. Normierte Prinzipien inkorporieren den Zweck des Gesetzes. Vorbilder dafür finden sich in den Erwägungsgründen zu den EU-Richtlinien, aber auch im deutschen Recht, zum Beispiel in § 1 UWG. Der große Vorzug solcher inkorporierter Prinzipien ist die dadurch bewirkte Aufwertung der teleologischen Auslegung. Denn durch das Fundament eines gesetzlich definierten Zwecks gewinnt diese an Autorität.

Richtig ist, dass eine rein prinzipienorientierte Gesetzgebung zu einer gewissen Unsicherheit für die Marktteilnehmer führt. Zwar werden solche Unsicherheiten in anderem Zusammenhang hingenommen. Das bekannte Beispiel des § 3 Abs. 1 Satz 1 StVO bestimmt: „Der Fahrzeugführer darf nur so schnell fahren, dass er sein Fahrzeug ständig beherrscht“. Den befürchteten Unsicherheiten lässt sich aber Rechnung tragen, indem man ein Prinzip auslegungsleitend mit offenen Tatbestandsmerkmalen kombiniert. So könnte man im Fünften Abschnitt des WpHG zunächst das Ziel der Regelung formulieren,

„§ 21 Ziel der Mitteilungspflichten“⁴

Ziel der folgenden Meldepflichten ist die Offenlegung von Veränderungen des Stimmrechtseinflusses und der wirtschaftlichen Interessen an stimmrechtsvermittelnden Anteilen an börsennotierten Gesellschaften, um die Emittenten sowie die gegenwärtigen und künftigen Anleger über den Einfluss und die Entwicklung des Einflusses auf die Stimmrechte und über die wesentlichen wirtschaftlichen Interessen an Entscheidungen der Organe der Gesellschaft zu informieren.“

und die bestehenden Meldepflichten dann vollständig in § 22 WpHG ausgestalten. Zusätzlich ist denkbar, dass wie in der Schweiz, Großbritannien und Frankreich die Finanzmarktaufsicht die Meldepflichten konkretisieren kann.

11. Seit dem Risikobegrenzungsgesetz wird von einer Reform der Beteiligungstransparenz in Permanenz gesprochen und das Verhältnis zwischen Gesetzgeber und Gestaltungspraxis mit der Parabel vom Rennen zwischen dem Hasen und dem

³ Siehe auch Merkner/Sustmann, Vorbei mit dem unbemerkten Anschleichen an börsennotierte Unternehmen, NZG 2010, 681.

lgel beschrieben. Die Einfügung des § 25 WpHG mit seinen spezielleren Regelungen hat dazu geführt, dass zumindest nach herrschender Auffassung bestimmte Finanzinstrumente, die möglicherweise unter § 22 WpHG gefallen wären, nicht mehr unter diese Norm gefasst werden können, weil die für diese Finanzinstrumente speziellere Regelung des § 25 WpHG, diese besonderen Instrumente nicht bedacht hat⁵.

Insofern kann man im Kapitalmarktrecht ähnliche Beobachtungen machen wie im Steuerrecht: Besondere Umgehungsnormen können zwar einzelne Umgehungsgestaltungen ausschließen, ermöglichen aber wiederum erst neue Umgehungsgestaltungen. Die Erfahrungen im Steuerrecht zeigen, dass der Gesetzgeber diesen Wettlauf gegen die Gestaltungspraxis mit speziellen Regelungen nicht gewinnen kann und an Glaubwürdigkeit verliert⁶.

Während es im Steuerrecht, das nicht nur das Ziel der Einnahmeerzielung verfolgt, sondern vor allem ein Instrument der aktiven staatlichen Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik ist, aber schwer vorstellbar ist, zu einer zielorientierten Regelungstechnik überzugehen, erscheint es im Kapitalmarktrecht weniger schwierig, die Ziele der Offenlegungspflichten zu definieren.

12. Gegen eine stärkere Ausweitung der Meldepflichten etwa nach dem Vorbild der Schweiz oder Großbritannien wird teilweise die Gefahr einer Meldeflut überzeichnet. Fraglich ist, ob zuviel Information die Transparenzziele wirklich konterkarieren kann. Zum einen sind private Informationsdienstleister berufen, die nur soweit die Meldepflichten reichen zugänglichen Informationen zeitnah und marktgerecht aufzubereiten, Informationsstörgeräusche herauszufiltern sowie Fehlinterpretationen zu vermeiden und zum anderen sollte das Thema der Qualität der Informationen nicht bei der Reichweite, also beim „ob“ der Meldepflicht, sondern beim Inhalt, also beim „wie“ der Meldungen diskutiert werden. Hier könnte man darüber nachdenken, zusätzliche Kategorien für die einzelnen Meldetatbestände

⁴ Der Vorschlag stammt von Heribert Anzinger, Jun.-Prof. an der Technischen Universität Darmstadt. Siehe dazu Anzinger, Die normative Reichweite des Transparenzgebots bei Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften – Plädoyer für einen Paradigmenwechsel im Melderegime, im Erscheinen.

⁵ Anzinger, Anschleichen an börsennotierte Unternehmen als kapitalmarktrechtliches Problem, Vereinigung Gesellschaftsrecht, Band 16 (2011), im Erscheinen.

⁶ Uwe H. Schneider/Anzinger, ZIP 2009, 1, 2.

zu bilden, die inhaltlichen Anforderungen zu erhöhen und in engen Grenzen auch eine Verrechnung von gegenläufigen Positionen zu ermöglichen, ohne die Meldeschwellen zu segmentieren und damit die Meldepflichten dem Grunde nach einzuschränken. Die Kosten der Beteiligungstransparenz dürfen nicht ausgeblendet werden. Sie sind aber nicht isoliert, sondern im Verhältnis zur Größenordnung der meldepflichtigen Transaktionen zu bewerten.

Eine Regelung die sich auf den Inhalt der Meldepflichten bezieht, könnte folgende Struktur aufweisen:

„§ ... Inhalt der Meldepflichten⁷

Mitzuteilen sind nach § ... die Informationen, die erforderlich sind, um einem sachverständigen Dritten innerhalb angemessener Zeit bezogen auf den Meldepflichtigen und den Emittenten einen Überblick über den wesentlichen Stimmrechtseinfluss und die wirtschaftlichen Interessen an stimmrechtsvermittelnden Anteilen zu ermöglichen. Jede Mitteilung hat dazu gesondert die gehaltenen Stimmrechte, die zugerechneten Stimmrechte und die wirtschaftlichen Interessen an stimmrechtsvermittelnden Anteilen des Mitteilungspflichtigen zu enthalten. Bei zugerechneten Stimmrechten ist insbesondere der Grund und die Herkunft der Zurechnung, bei wirtschaftlichen Interessen an stimmrechtsvermittelnden Anteilen das wirtschaftliche Interesse und der dieses Interesse Vermittelnde zu benennen. Die Bundesanstalt kann durch Rechtsverordnung weitere Informationspflichten begründen, soweit dies erforderlich ist, um das Ziel der Meldepflichten nach § 21 und Satz 1 zu erreichen.“

IV. Begründung: Der Entwurf ist zu kompliziert und praxisuntauglich.

13. Die jetzt vorgeschlagene Regelung, nämlich § 25a E-WpHG wird zu großen Anwendungsproblemen in der Praxis führen.
14. Zu regeln sind vier Fallgruppen, nämlich
 - die Meldepflichten beim Halten von Stimmrechten,

⁷ Anzinger, Die normative Reichweite des Transparenzgebots bei Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften, im Erscheinen.

- die Meldepflichten aus der Zurechnung von Stimmrechten nach § 22 WpHG. Darin sind die Zurechnungsregeln enthalten, die sich auf Erwerbsmöglichkeiten (§ 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG) und das Halten von Stimmrechten für Rechnung des Meldepflichtigen beziehen und sich damit mit den §§ 25 und 25 a WpHG-E überschneiden,
- die Meldepflichten aus dem unmittelbaren oder mittelbaren Halten von Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten, die Erwerbsrechte vermitteln (gemeint ist die Inhaberschaft von schuldrechtlichen Ansprüchen) und
- die Meldepflichten aus den neuen Fallgruppen des § 25 a WpHG-E, die von der Diskussion aktueller Umgehungsgestaltungen geprägt sind.

Anwendungsprobleme in der Praxis werden vor allem deshalb entstehen, weil nur die erste Fallgruppe präzise bestimmt, welche Sachverhalte erfasst werden. Die Übrigen drei Kategorien sind in jedem ihrer Elemente stark auslegungsbedürftig. Weil ein Gesamtkonzept fehlt, werden sich bei der Auslegung große Unsicherheiten ergeben. Die unterschiedlichen Meldeschwellen für die Meldetatbestände des § 22 einerseits und die Meldetatbestände der §§ 25, 25 a WpHG andererseits verschärfen die Abgrenzungsprobleme. Die britische Finanzmarktaufsicht hat auf eine solche Differenzierung wegen der damit verbundenen praktischen Schwierigkeiten verzichtet.

Die fehlenden systematischen Konturen der Meldetatbestände werden dazu führen, dass am Ende die Bafin eine Liste mit meldepflichtigen Finanzinstrumenten erstellt, die von der Praxis dann als allein maßgeblich behandelt werden wird. Insofern besteht die Gefahr, dass dadurch Umgehungen in intransparenter Weise begünstigt werden.

V. Bußgelder ohne Abschreckungswirkung

15. Schon bisher wurde nachhaltig beklagt, dass die Bußgelder für die vorsätzliche Verletzung der Meldepflichten viel zu niedrig sind. Sie sind im Vergleich zu den Bußgeldern bei Verletzung kartellrechtlicher Pflichten und Verbote völlig unangemessen.

Uwe H. Schneider

Prof. Dr. Dr. h.c. Uwe H. Schneider

Heribert Anzinger

Jun.-Prof. Dr. Heribert Anzinger