

Stellungnahme zum Regierungsentwurf des Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

12. November 2010

Grundsätzliche Bemerkungen

Mit dem vorliegenden Regierungsentwurf (RegE) für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (AnsFuG) will die Bundesregierung die Kapitalmarktregulierung an verschiedenen Stellen anpassen, um die Integrität und Effizienz der Kapitalmärkte zu verbessern.

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die Absicht der Bundesregierung, mit der Erweiterung des § 25 WpHG sowie der Schaffung des 25a WpHG-E ein Transparenzregime zu schaffen, das Instrumente des verdeckten Beteiligungsaufbaus für alle Marktteilnehmer frühzeitig offengelegt.

Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass das heutige Regime der Beteiligungstransparenz zentrale Lücken aufweist. Bislang besteht das Regime aus zwei Meldesäulen:

- Nach § 21f. WpHG müssen Stimmrechte aus Aktien ab einer Schwelle von drei Prozent gemeldet werden, die ein Meldepflichtiger selbst hält oder die ihm zugerechnet werden (Säule 1: Stimmrechte aus Aktien).
- Mit dem Transparenz-Richtlinie-Umsetzungsgesetz und dem Risikobegrenzungsgesetzt wurde diese Säule um § 25 WpHG ergänzt, nach dem ab einer Schwelle von fünf Prozent auch Finanzinstrumente zu melden sind, die auf Wunsch des Inhabers in stimmberechtigte Aktien gewandelt werden können (Säule 2: Finanzinstrumente mit Realerfüllung). Um Umgehungen zu vermeiden, erfolgt hierbei zudem eine Zusammenrechnung mit der Säule 1.

Einige prominente Fälle haben jedoch gezeigt, dass das Regime leicht ausgehebelt werden kann, indem Instrumente und Praktiken eingesetzt werden, die keine Realerfüllung vorsehen, wohl aber ökonomisch zu einem Zugriff auf Aktien führen (z.B. sog. Cash-Settled-Equity-Swaps), oder die nur schwer unter die Legaldefinition des Finanzinstrumentes zu fassen sind (z.B. Rückforde-

rungsansprüche aus Wertpapierleihen). Dadurch wird die vom Gesetzgeber gewünschte Transparenz bei sich anbahnenden Veränderungen in der Beteiligungsstruktur börsennotierter Gesellschaften aktuell nicht erreicht.

Die Bundesregierung nimmt sich deshalb zu Recht diesen zentralen Lücken in der Beteiligungstransparenz an. Dabei folgt sie einer in vielen Kapitalmärkten üblichen Regulierungsrichtung und wählt zur Schließung der Transparenzlücken sachgerechte Regelungstechnik. Insbesondere begrüßen wir folgende Elemente des RegE:

- Ergänzung des § 25 WpHG-E um „sonstige Instrumente“, damit künftig auch Rückforderungsansprüche aus Wertpapierleihgeschäften und Repurchase Agreements einer Meldepflicht unterliegen.
- Schaffung einer neuen, 3. Säule der Beteiligungstransparenz in § 25a WpHG-E: Diese stärker an Prinzipien bzw. ökonomischen Zusammenhängen orientierte Offenlegungspflicht erfasst innovative, auf Barausgleich basierenden Techniken des verdeckten Beteiligungsaufbaus.
- Zusammenrechnung der von § 25a WpHG-E (3. Säule) erfassten „möglichen“ Stimmrechte mit Stimmrechten aus anderen Finanzinstrumenten (§ 25 WpHG, 2. Säule) sowie Stimmrechten aus Aktien (§ 21f. WpHG, 1. Säule). Anders als noch im Diskussionsentwurf vorgesehen, ist eine Umgehung durch die geschickte Aufteilung von Positionen auf die verschiedenen Meldesäulen jetzt nicht mehr möglich.

Auf der Grundlage des bereits gut gelungenen RegE bieten sich aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts gleichwohl einige Ergänzungen an, die den Entwurf abrunden und praktikabler machen würden.

- Die Eingangsmeldeschwelle sollte – bei Beibehaltung der Zusammenrechnung für verschiedene Instrumentenklassen – für alle drei Meldesäulen einheitlich auf drei Prozent festgesetzt werden. Dies würde den Raum für das geschickte Aufteilen von Positionen weiter verringern.
- Auch wenn der Bußgeldrahmen im Vergleich zum bestehenden Recht erhöht wird, scheinen uns die Maximalbuße von 500.000 Euro angesichts der möglichen Gewinne aus einem verdeckten Beteiligungsaufbau noch unangemessen niedrig.
- Da der Entwurf nunmehr eine Zusammenrechnung der drei Meldesäulen vorsieht, könnte der neue § 25a WpHG-E in § 25 WpHG-E integriert werden. Dadurch würde das Melderegime vereinfacht, ohne seinen Zweck zu unterlaufen.

Ergänzend gibt das Deutsche Aktieninstitut zudem zu bedenken, dass wir die Einführung eines Kurzinformativblattes für alle Finanzprodukte vor dem Hintergrund bestehender Brancheninitiativen als unnötig ansehen, 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.

Außerdem sieht das Deutsche Aktieninstitut die Forderung des Bundesrates in seiner Stellungnahme vom 5.11.2010 kritisch, die Sonderverjährungsfristen bei der Prospekthaftung nach § 46 BörsG zu streichen. Würde diese Forderung im Gesetzgebungsverfahren aufgegriffen, würden die vorhandene Balance im Haftungsregime verlorengehen und die Kapitalaufnahme erheblich erschwert.

Zu den vorgeschlagenen Neuregelungen im Einzelnen

Zu § 25 WpHG-E (Artikel 1 Nr. 2 RegE)

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass nach § 25 WpHG-E künftig auch „sonstige Instrumente“ von dieser Meldepflicht erfasst sein sollen. Wie die Begründung zu Recht ausführt, sollen hiervon vor allem jene Praktiken erfasst werden, die sich nicht unter den Finanzinstrumentenbegriff des § 2 Abs. 2b WpHG fassen lassen oder bei denen eine solche Einordnung zumindest strittig ist. Betroffen sind hiervon vor allem Rückforderungsansprüche aus Wertpapierdarlehen und Repurchase Agreements. Ihre Integration in die Meldepflicht ist deshalb wichtig, weil sich z.B. über den Kauf einer Aktienposition unterhalb der Meldeschwelle von § 21 WpHG, einer sofort daran anschließenden Verleihung derselben Aktien und einer mehrmaligen Wiederholung dieses Vorgehens leicht ein nennenswerter Zugriff auf Aktien erreichen lässt, ohne jemals einer Meldepflicht zu unterliegen.

Die weiteren Ergänzungen in § 25 WpHG-E kommentiert das DAI wie folgt:

- Die Streichung des bisherigen § 25 Abs. 1 Satz 4 WpHG (Nr. 2b cc RegE) ist sachgerecht. Sie schränkt die Möglichkeiten zu einem stufenweise verdeckten Beteiligungsaufbau ein. Bislang war es z.B. dem Inhaber einer fünfprozentigen Aktienposition ohne weiteres möglich, weitere 4,9 Prozent der von § 25 erfassten Finanzinstrumente zu erwerben, weil dadurch keine weitere Meldepflicht ausgelöst wurde. Diese Möglichkeit soll jetzt zu Recht nicht mehr bestehen.

- Der Vorrang der Meldung nach § 23 Abs. 1 WpÜG (Nr. 2d RegE) für im Rahmen eines (freiwilligen) Übernahmeangebots entstehende Aktienpositionen (sog. Wasserstandsmeldungen) verhindert Doppelmeldungen ohne zusätzlichen Informationsgehalt. Diese Regelung ist daher sachgerecht.

Zu 25a WpHG-E (Artikel 1 Nr. 3 RegE)

Generalnormcharakter zu begrüßen

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass mit dem neuen § 25a WpHG-E eine umfassende Meldepflicht für Finanzinstrumente und Praktiken geschaffen wird, die bislang den verdeckten Beteiligungsaufbau in börsennotierten Gesellschaften ermöglicht haben. Mit dieser 3. Säule im Melderegime verändert der Gesetzgeber das Melderegime in Richtung einer stärker prinzipiengeleiteten Regulierung. Der 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. Die Begründung nennt exemplarisch z.B. finanzielle Differenzgeschäfte, Call-Optionen mit Cash-Settlement und Stillhalterpositionen bei Put-Optionen. 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. Insgesamt wird damit die Transparenz der Beteiligungsstruktur zum Wohle aller Marktteilnehmer deutlich verbessert.

Zusammenrechnung mit anderen Instrumenten und innerhalb der Instrumente nach § 25a WpHG-E zu begrüßen

Auch ist zu begrüßen, dass § 25a WpHG-E Abs. 1 Satz 7, anders als noch im DiskE, eine Zusammenrechnung mit Beteiligungen nach den §§ 21, 22 und 25 WpHG vorsieht. Das Deutsche Aktieninstitut hatte sich für eine solche Zusammenrechnung ausgesprochen, weil sonst ein Einflusspotential von bis 10 Prozent vom Kapitalmarkt nicht wahrgenommen werden könnte: So hätte sich 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 können, ohne einer Meldepflicht zu unterliegen.

Ebenso ist nunmehr zu Recht der Fall erfasst, dass ein Meldepflichtiger mehrere unterschiedliche Barausgleichsinstrumente mit leicht unterschiedlicher Ausgestaltung nutzt (§ 25a Abs. 2 Satz 3 WpHG-E). Dies verhindert beispielsweise, dass ein Investor mit vier verschiedenen Partnern leicht unter-

schiedlich ausgestaltete Cash-Settled-Equity-Swaps mit ähnlicher Wirkung in Höhe von jeweils 4,9 Prozent des Aktienbestandes abschließt, um eine Meldung zu vermeiden.

Einheitliche Meldeschwelle bei drei Prozent

Die Zusammenrechnung engt den Spielraum für den verdeckten Beteiligungsaufbau ein. Ergänzend sollte jedoch in § 25a Abs. 1 Satz 1 WpHG-E die Meldeschwelle auf drei Prozent gesenkt werden, so dass Einzelpositionen oder zusammengerechnete Positionen aus verschiedenen Instrumenten frühzeitig erkannt werden. Angesichts der niedrigen HV-Präsenzen (durchschnittlich rund 50 Prozent für Publikumsgesellschaften) geht bei Gesellschaften in Streubesitz bereits mit einem relativ niedrigen tatsächlichen oder hypothetischen Anteilsbesitz 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.

Konsequenterweise sollte die Schwelle dann auch in § 25 Abs. 1 WpHG-E auf drei Prozent abgesenkt werden, um einen Gleichlauf der Melderegimes über alle drei Meldesäulen sicherzustellen.

Außerdem müsste für die Bestandsmeldungen nach § 41 Abs. 4d WpHG-E die Absenkung der Schwellenwerte nachvollzogen werden.

Ausnahmen und Verordnungsermächtigung (§ 25a Abs. 3 und 4 WpHG-E)

Sowohl die gesetzlich geregelte Ausnahme des Emittentenprivilegs in § 25a Abs. 3 WpHG-E als auch die Verordnungsermächtigung an das Bundesministerium der Finanzen in § 25a Abs. 4 WpHG-E, den näheren Inhalt der Mitteilungen als auch Ausnahmen von der Meldepflicht zu konkretisieren, sieht das Deutsche Aktieninstitut als sachgerecht an.

Damit wird zum einen dem Bedenken Rechnung getragen, das neue Melderegime könne zu einer großen Zahl an wenig aussagekräftigen Mitteilungen führen. Zwar ist die Erhöhung der Zahl an Meldungen ausdrückliches Ziel der Neuregelungen, weil bislang nicht meldepflichtige Tatbestände meldepflichtig werden. Die Flexibilität, im Wege der Verordnung Ausnahmen zu definieren, erlaubt es aber, auf Erfahrungen mit dem Melderegime sachgerecht zu reagieren. Zum anderen kann die Rechtssicherheit des Melderegimes durch eine entsprechende Rechtsverordnung verbessert werden.

Siehe auch die Bemerkungen zu Artikel 6 des RegE.

Ausgestaltungs- und Auslegungsfragen

Es sollte besser klargestellt werden, dass die Stimmrechtsanteile der in § 25a WpHG-E erfassten (Finanz-)Instrumente auf nominaler und nicht auf delta-gewichteter Basis berechnet und berichtet werden müssen. Dies sehen der Gesetzesentwurf und die Begründung an den meisten Stellen auch ausdrücklich vor: So soll nach § 25a Abs. 1 Satz 3 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. § 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 ermöglicht. Diese Position bemisst sich üblicherweise nach dem Delta, das in Abhängigkeit vom Preis des Basisinstruments und von der Restlaufzeit eine geringere Absicherung als bei nominaler Betrachtungsweise ausreichend erscheinen lassen kann. Um Missverständnissen vorzubeugen, sollte auch hier klargestellt werden, dass von einer Ausübung der fraglichen Instrumente auszugehen ist und die Nominalposition zugrunde zu legen ist.

Denkbare Weiterentwicklung: Zusammenfassung von § 25a WpHG-E und § 25 WpHG-E in einer Norm

Zu Recht weitert der Gesetzgeber mit den §§ 25 und 25a WpHG-E die Meldetatbestände im Zusammenhang mit Beteiligungsmeldungen aus. Dadurch kann die Anwendung des Melderegimes anspruchsvoller werden. Hält ein Meldepflichtiger z.B. 3,1 Aktien, 2 Prozent Optionen nach § 25 WpHG-E und 2 Prozent Instrumente nach § 25a WpHG-E, so muss er künftig drei verschiedene Meldungen abgeben – nämlich nach § 21, nach § 25 und nach § 25a WpHG.

Aus unserer Sicht ließe sich eine dieser Meldungen prinzipiell einsparen und damit das Melderegime vereinfachen, wenn § 25 und 25a WpHG-E in einer Regelung zusammengefasst würden. Dies war im Diskussionsentwurf zum AnsFuG u.a. deshalb nicht verankert, weil es dort noch keine Zusammenrechnung der verschiedenen Meldesäulen gab. Zu Recht sieht der RegE die Zusammenrechnung jetzt vor, so dass dieser Grund für separate Meldungen nunmehr weggefallen ist.

Auch sonst gibt es eine Reihe von Ähnlichkeiten zwischen § 25 WpHG-E und § 25a WpHG-E. Sie ist z.B. in beiden Fällen das mittelbare und unmittelbare Halten erfasst, Meldungen können nach § 24 WpHG von der Muttergesellschaft gemacht werden, und die Meldung nach WpAIV zu meldenden Tatbestände gleichen einander.

Allerdings sind die Ausnahmetatbestände in § 25 und 25a WpHG nicht ganz deckungsgleich. § 25 sieht generell die Ausnahmen nach § 23 WpHG vor, so z.B. die Handelsbuchausnahme und die Market-Maker-Ausnahme. § 25a WpHG-E ist hier enger gefasst (keine generelle Handelsbuchausnahme, keine Market Maker-Ausnahme), kann aber durch die Verordnungsermächtigung durchaus auch weiter werden. Auch kennt § 25a Abs. 3 WpHG-E ein Emittentenprivileg, das § 25 WpHG-E fremd ist.

Unter der Voraussetzung, dass auch in einer zusammengelegten Norm die engere Handelsbuchausnahme aus § 25a WpHG-E gilt, scheint es gleichwohl insgesamt überlegenswert, § 25a WpHG-E und § 25 WpHG-E in einer Vorschrift zu integrieren und damit das Melderegime zu vereinfachen.

Zu § 39 WpHG (Artikel 1 Nr. 11 RegE): Sanktionsregime

Für die Wirksamkeit von Meldepflichten ist von zentraler Bedeutung, dass sie ausreichend sanktioniert sind. Insofern ist es grundsätzlich zu begrüßen, dass der Gesetzesentwurf den Bußgeldrahmen für einen Verstoß gegen die Offenlegungspflichten bei Beteiligungsmeldungen nach § 21f. WpHG, § 25 WpHG-E sowie § 25a WpHG-E mit 500.000 Euro höher ansetzt als die bislang vorgesehenen 200.000 Euro. Angesichts der enormen Gewinnmöglichkeiten, die sich z.B. bei einer Übernahme durch den verdeckten Beteiligungsaufbau auf Seiten des potentiellen Bieters ergeben, ist auch dieser Bußgeldrahmen jedoch noch deutlich zu gering bemessen.

Es sollte daher stärker darauf abgezielt werden, die Strategie eines verdeckten Beteiligungsaufbaus nachträglich zu „entwerten“.

- Hierzu bietet es sich zum einen an, das Bußgeld drastisch zu erhöhen.
- Alternativ könnte der Rechtsverlust aus § 28 WpHG auch für solche Aktien gelten, die aufgrund des Einsatzes nicht gemeldeter Instrumente und Techniken aus den §§ 25 und 25a WpHG-E erworben werden. Die Dauer des Entzugs könnte 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.

Allerdings ist diese Regelungsalternative insofern nicht unproblematisch, als der Stimmrechtsentzug immer auch auf den Emittenten zurückwirken kann. Weil der Emittent selbst bzw. der Versammlungsleiter der Hauptversammlung über den Rechtsverlust entscheiden muss, müssen Stimmrechtsmitteilungen daher anfechtungssicher ausgestaltet werden, bevor der Stimmrechtsentzug als Sanktion in Frage kommt. Konkret müsste in § 28 WpHG (oder ggf. im Aktiengesetz) eine Ergänzung aufgenommen werden, dass sich eine Anfechtung nicht auf eine fehlerhafte Ermittlung

der Stimmrechte stützen kann, sofern der Emittent auf die ihm vorliegenden Mitteilungen vertraut oder vertrauen durfte, weil kein offensichtlicher Fehler vorliegt. Schon heute sind vermeintlich fehlerhafte Stimmrechtsmitteilungen ein häufiger Grund, Hauptversammlungsergebnisse in missbräuchlicher Weise anzufechten.

Zur Artikel 6 des RegE (Änderungen der WpAIV)

In unserem Verständnis bilden die Neuregelungen der WpAIV den Kern der künftigen Verordnung nach § 25a Abs. 4 WpHG-E. Begrüßenswert ist dabei insbesondere, dass aus der künftigen Meldung die Einzelpositionen nach §§ 21f., § 25 WpHG und nach § 25a WpHG erkennbar sein werden, so dass die Kapitalmarktteilnehmer über die Art des Einflusspotentials aufgeklärt sind. Der Logik des Beteiligungsregimes folgend könnten hier jedoch die Nr. 3 und Nr. 4 gegeneinander getauscht werden.

Zusätzlich hierzu wäre zu überlegen, bereits mit Verabschiedung des Gesetzes weitere Konkretisierungen des Melderegimes in der WpAIV vorzunehmen. Aus unsere Sicht böte sich dies insbesondere im Hinblick auf Index-/Basketinstrumente an, die auch in der Begründung bereits genannten werden. Zwar ist es sinnvoll, dass diese generell von der Meldepflicht erfasst sind, denn sonst ergäben sich äußerst einfache Umgehungsmöglichkeiten (es könnte z.B. ein Basket geschnürt werden, 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 § 31 WpHG und § 5a WpDVerO (Kurzinformatiionsblatt)

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 Kurzinformatiionsblatts, 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.

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 Prospektrichtlinie nimmt der deutsche Gesetzgeber zudem hier eine Regulierung vorweg, die auf europäischer Ebene noch aussteht. In den nächsten Tagen wird eine Konsultation der EU-Kommission zu PRIPs erwartet, der sich im kommenden Frühjahr ein Richtlinienentwurf anschließen könnte. 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.

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.

Bemerkung zur Stellungnahme des Bundesrates vom 5.11.2010 (BR-Drs. 584/10 (Beschluss))

In seiner Stellungnahme vom 5.11.2010 spricht sich der Bundesrat in Buchstabe d) für „eine praxisgerechte Ausgestaltung ... der Prospekthaftung“ bzw. eine Streichung von § 46 BörsG, § 13a Abs. 5 des VerkaufsprospektG und § 127 Abs. 5 des InvestmentG aus, da die Sonderverjährungsfristen in § 46 des Börsengesetzes, einer sachlichen Rechtfertigung entbehrten. Er spielt damit auf eine im DiskE zum AnsFuG aus dem Frühjahr enthaltene Regelung an, die aus guten Gründen vielfältig kritisiert wurde.

Das Deutsche Aktieninstitut lehnt eine Verlängerung der Verjährung der Prospekthaftung ab, da das jetzige Regime entgegen der Auffassung des Bundesrates sachlich gerechtfertigt ist. Eine Streichung von § 46 BörsG würde dagegen zu einem unausgewogenen Haftungsregime führen und gerade zur Unzeit der Finanzkrise eine weitere Hürde für Unternehmen aufbauen, 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 schon damals 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)

Gerade die vom Bundesrat angesprochene 6-Monats-Frist des § 44 BörsG ist gerechtfertigt. Danach braucht der Anleger (selbst wenn er die Wertpapiere im Zweiterwerb, z.B. über die Börse und nicht vom Emittenten erworben hat!) die Kausalität des Prospektfehlers nicht zu beweisen. D.h. der Anleger muss nicht darlegen, dass er den Prospekt überhaupt zur Kenntnis genommen hat und dann die Wertpapiere aufgrund des Prospektes erworben hat, wenn der Erwerb innerhalb der 6 Monate lag. Der in Anspruch Genommene trägt dagegen die Beweislast dafür, dass die Wertpapiere nicht aufgrund des Prospekts erworben wurden und deshalb der Fehler im Prospekt auch keinen Einfluss auf die Anlageentscheidung haben konnte. Dies dürfte kaum gelingen. Angesichts dessen, dass die EU-Kommission im Zuge ihrer Untersuchungen zur jüngsten Überarbeitung der EU-Prospektrichtlinie festgestellt hat, dass Wertpapierpro-

pekte von Anlegern in der Regel nicht gelesen werden¹, ist dies eine erhebliche Erleichterung für Anleger, in deren Folge Emittenten vielfach auch dann haften dürften, wenn die Prospekte nicht gelesen wurden. Im Gegenzug hat der Gesetzgeber die Haftungsbegrenzung auf 6 Monate festgelegt und die Regelung so austariert. Beweiserleichterungen liegen auch 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 Sor-

¹ “In particular, it has emerged that, unlike qualified investors, retail investors do not (on the whole) make use of prospectuses for their investment decisions”, Background Document “Review of Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC (Prospectus Directive) vom 9.1.2009, S. 2. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/prospectus/background_en.pdf. Auch das Deutsche Aktieninstitut hat in einer empirischen Studie mit 44.321 Befragten festgestellt, dass Anlageentscheidungen von Privatanlegern vorrangig aufgrund von Berichten öffentlicher Medien getroffen werden (Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 42, abrufbar unter www.dai.de, Rubrik „Publikationen“, „Studien“).

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

Dem kann nur beigepflichtet 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.