



Wortprotokoll der 51. Sitzung

Finanzausschuss

Berlin, den 7. September 2015, 11:00 Uhr
Berlin, Marie-Elisabeth-Lüders-Haus,
Adele-Schreiber-Krieger-Straße 1/Schiffbauerdamm
Anhörungsaal 3.101

Vorsitz: Ingrid Arndt-Brauer, MdB

Öffentliche Anhörung

Tagesordnungspunkt

Seite 12

Gesetzentwurf der Bundesregierung

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie**

BT-Drucksachen 18/5010; 18/5272

Federführend:
Finanzausschuss

Mitberatend:
Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz
Ausschuss für Wirtschaft und Energie

Gutachtlich:
Parlamentarischer Beirat für nachhaltige Entwicklung

**Sitzung des Finanzausschusses (7. Ausschuss)**

Montag, 7. September 2015, 10:00 Uhr

Anwesenheitsliste

gemäß § 14 Abs. 1 des Abgeordnetengesetzes

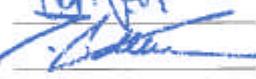
Ordentliche Mitglieder	Unterschrift	Stellvertretende Mitglieder	Unterschrift
CDU/CSU		CDU/CSU	
Feiler, Uwe		Brackmann, Norbert	
Flosbach, Klaus-Peter		Brehmer, Heike	
Güntzler, Fritz		Brinkhaus, Ralph	
Gutting, Olav		Durz, Hansjörg	
Hauer, Matthias		Harbarth Dr., Stephan	
Horb, Margaret		Helfrich, Mark	
Karliczek, Anja		Hirte, Christian	
Koob, Markus		Hirte Dr., Heribert	
Kudla, Bettina		Kalb, Bartholomäus	
Lerchenfeld, Philipp Graf		Lenz Dr., Andreas	
Michelbach Dr. h.c., Hans		Linnemann Dr., Carsten	
Middelberg Dr., Mathias		Mattfeldt, Andreas	
Murmann Dr., Philipp		Nick Dr., Andreas	
Radwan, Alexander		Riebsamen, Lothar	
Schindler, Norbert		Selle, Johannes	
Steffel Dr., Frank		Viasehon, Thomas	
Stetten, Christian Frhr. von		Wanderwitz, Marco	
Tillmann, Antje		Whittaker, Kai	



Sitzung des Finanzausschusses (7. Ausschuss)
Montag, 7. September 2015, 10:00 Uhr

Anwesenheitsliste

gemäß § 14 Abs. 1 des Abgeordnetengesetzes

Ordentliche Mitglieder	Unterschrift	Stellvertretende Mitglieder	Unterschrift
SPD		SPD	
Arndt-Brauer, Ingrid		Hartmann, Sebastian	_____
Binding (Heidelberg), Lothar		Jantz, Christina	_____
Daldrup, Bernhard	_____	Krüger Dr., Hans-Ulrich	_____
Hakverdi, Metin	_____	Lauterbach Dr., Karl	_____
Junge, Frank	_____	Mindrup, Klaus	_____
Kiziltepe, Cansel	_____	Poß, Joachim	_____
Petry, Christian		Post, Florian	_____
Schwarz, Andreas		Sawade, Annette	_____
Zimmermann Dr., Jens		Schneider (Erfurt), Carsten	_____
Zöllmer, Manfred	_____	Vöpel, Dirk	_____
		Ziegler, Dagmar	_____
DIE LINKE.		DIE LINKE.	
Claus, Roland	_____	Lay, Caren	_____
Karawanskij, Susanna	_____	Schlecht, Michael	_____
Pitterle, Richard	_____	Wagenknecht Dr., Sahra	_____
Troost Dr., Axel		Zebel, Hubertus	_____
BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN		BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN	
Gambke Dr., Thomas		Andreae, Kerstin	_____
Habelmann, Britta	_____	Dröge, Katharina	_____
Paus, Lisa	_____	Hajduk, Anja	_____
Schick Dr., Gerhard	_____	Kindler, Sven-Christian	_____



Unterschriftsliste
Fraktionsmitarbeiter

oJK

<u>Name</u>	<u>Fraktion</u>	<u>Unterschrift</u>
Stephan Rochow	CDU/CSU	.....
Christian Schmetz	CDU/CSU	.....
Udo Weber	CDU/CSU	.....
Silvia Marenow	CDU/CSU	.....
Susanne Kroll	SPD	.....
Gerald Steininger	SPD	.....
Dirk Klimach	SPD	.....
Karsten Peters	DIE LINKE.	.....
Christoph Sauer	DIE LINKE.	.....
Klaus Seipp	BÜNDNIS 90/ DIE GRÜNEN	.....
Sandro Maluck	BÜNDNIS 90/ DIE GRÜNEN	.....



Bundesrat

Land	Name (bitte in Druckschrift)	Unterschrift	Amts- bezeichnung
Baden-Württemberg	Gau	Frischhoff	RR
Bayern			
Berlin			
Brandenburg			
Bremen			
Hamburg			
Hessen	Jödicke	Björk	RD
Mecklenburg-Vorpommern			
Niedersachsen			
Nordrhein-Westfalen			
Rheinland-Pfalz			
Saarland			
Sachsen			
Sachsen-Anhalt			
Schleswig-Holstein			
Thüringen			



Unterschriftsliste der Teilnehmer des mitberatenden Ausschusses

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung
„Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“
- BT-Drucksache 18/5010 -

Montag, 7. September 2015 (11.00 bis 13.00 Uhr)

Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz

Dr. Johannes Fechner, SPD

J. Fechner

.....
.....
.....
.....
.....

Ausschuss für Wirtschaft und Energie

.....
.....
.....
.....
.....
.....



Unterschriftsliste der Sachverständigen

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung
„Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“
- BT-Drucksache 18/5010 -

Montag, 7. September 2015 (11.00 bis 13.00 Uhr)

Brellochs, RA Dr. Michael


.....

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Roegel, Elisabeth


.....

Bopp, Matthias


.....

Gieschen, Georg


.....

Bundesverband Investment und Asset Management e. V.

Backmann, Dr. Julia

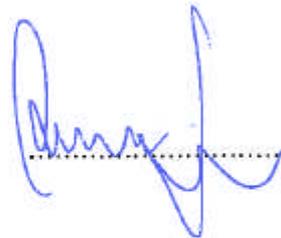

.....

Franke, Christa


.....

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.

Tüngler, Marc


.....

Deutscher Anwaltverein e. V.

Apfelbacher, Dr. Gabriele Anna Magdalena


.....

Deutscher Industrie- und Handelskammertag e. V.



Deutsches Aktieninstitut e. V.

Fey, Gerrit

Fey

Die Deutsche Kreditwirtschaft

Nicodem, Dr. Damaris (DSGV)

Dr. Damaris Nicodem

Lahmann, Hans-Dieter (DSGV)

Hans-Dieter Lahmann

Heun, Dr. Stefanie (BdB)

Stefanie Heun

Bernhauer, Jörg (BdB)

Jörg Bernhauer

~~Niemitz, Anna (BVR)~~

Schröder, Dr. Sarah (BVR)

Sarah Schröder

Hönisch, Matthias (BVR)

Matthias Hönisch

Christmann, Dr. Hagen (VÖB)

Dr. Hagen Christmann

Blasche, Peter (VÖB)

Peter Blasche

Gudehus, Hannes (VÖB)

Hannes Gudehus

Hübers, Andreas
(ONE Deutschland)

A. Hübers

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.

Kienle, Markus

Markus Kienle

Schechinger, Sebastian

Sebastian Schechinger

Seibt, Prof. Dr. Christoph H.



Verband Deutscher Reeder

Hempel, Markus

Wallrabenstein, Tilo

Verbraucherzentrale Bundesverband e. V.

Pauli, Frank-Christian

WEED

Henn, Markus



Tagesordnungspunkt

Gesetzentwurf der Bundesregierung

Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie

BT-Drucksachen 18/5010; 18/5272

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer:** Guten Morgen. Ich begrüße Sie ganz herzlich zu der 51. Sitzung des Finanzausschusses, zu einer öffentlichen Anhörung. Ich begrüße ganz besonders die Experten, die dem Finanzausschuss heute ihren Sachverstand für die Beratung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung auf BT-Drucksachen 18/5010 und 18/5272 zur Verfügung stellen. Es handelt sich hierbei um den Gesetzentwurf der Bundesregierung „zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“.

Soweit Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab ihre schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder des Ausschusses verteilt worden. Die Stellungnahmen finden sich auch im Internetauftritt des Finanzausschusses wieder und werden Bestandteil des Protokolls zur heutigen Sitzung.

Ich begrüße die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und soweit anwesend auch die des mitberatenden Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz sowie des Ausschusses für Wirtschaft und Energie. Ich darf für Bundesministerium der Finanzen den Leiter der Unterabteilung Finanzmarktregulierung, Herrn Ministerialdirigent Dr. Pöttsch, und seine Mitarbeiter begrüßen. Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder. Soweit anwesend begrüße ich die Vertreter der Bild-, Ton- und Printmedien. Und nicht zuletzt darf ich noch die als Zuhörer erschienenen Gäste begrüßen. Ich hoffe, wir haben heute alle zusammen eine interessante Anhörung.

Zum Thema der heutigen Anhörung: Der heutigen Anhörung liegt der eingangs erwähnte Gesetzentwurf zugrunde. Er dient in erster Linie der Umsetzung der Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen

über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

Darüber hinaus werden notwendige Anpassungen in anderen Regelungsbereichen vorgenommen. Zu nennen ist insbesondere die Normierung der Zuständigkeit der BaFin für die Zulassung von Zentralverwahrern nach der neu erlassenen Verordnung (EU) Nr. 909/2014.

Schließlich wurde noch eine Reihe von Änderungsanträgen der Fraktionen der CDU/CSU und SPD verteilt.

Zum Ablauf der Anhörung: Für diese Anhörung ist ein Zeitraum von zwei Stunden, also bis 13.00 Uhr, vorgesehen. Nach unserem bewährten Verfahren sind höchstens zwei Fragen an einen Sachverständigen bzw. jeweils eine Frage an zwei Sachverständige zu stellen. Ziel ist es dabei, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Gelegenheit zur Fragestellung und Ihnen als Sachverständigen zur Antwort zu geben. Ich darf deshalb alle ganz herzlich um kurze Fragen und knappe Antworten bitten. Gehen Sie davon aus, dass wir Ihre Stellungnahmen alle gelesen haben – die müssen Sie uns nicht mehr vortragen.

Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn ihrer Frage die Sachverständige oder den Sachverständigen zu nennen, an den sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden.

Die Fraktionen werden gebeten, ihre Fragesteller, auch die der mitberatenden Ausschüsse, im Vorhinein über die Obfrau oder den Obmann bei mir anzumelden.

Zum Schluss sei noch der Hinweis erlaubt, dass die Anhörung live im Parlamentsfernsehen auf Kanal 1 übertragen wird und zeitversetzt am Dienstag, den 8. September 2015, um 20.00 Uhr, im Parlamentsfernsehen auf Kanal 1. Verfolgt werden kann die Übertragung auf www.bundestag.de, über die App „Deutscher Bundestag“ auf Smartphones und Tablets und im Smart-TV.



Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen. Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt. Erste Fragestellerin für die Fraktion der CDU/CSU ist Frau Abg. Tillmann.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Danke schön, Frau Vorsitzende. Guten Tag. Wenn man die Presse verfolgt, hat man ja den Eindruck, dass wir uns heute eher mit den Randthemen der Anhörung beschäftigen, mit Delisting oder mit Schiffserlöspools, als mit dem eigentlichen Gesetzentwurf. Ich würde aber trotzdem gerne mit dem Gesetzentwurf anfangen und Herrn Dr. Brellochs und das Deutsche Aktieninstitut Folgendes fragen: Es ist ja eine europäische Richtlinie, die wir umsetzen. Erklärtes Ziel dieser Richtlinie war, durch eine Vereinfachung der Berichtspflichten die Kapitalmärkte insbesondere für kleinere und mittlere Emittenten attraktiver zu machen. Ist uns das gelungen? Haben wir damit ein Bürokratieabbaugesetz geschaffen?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Dr. Brellochs, bitte.

Sv **Dr. Michael Brellochs**: Vielen Dank. Ich möchte mich zunächst für die Gelegenheit bedanken, hier zum dem Gesetzentwurf Stellung nehmen zu dürfen. Mein Eindruck ist, dass sich die Äußerung im Hinblick auf den Bürokratieabbau in erster Linie auf die Quartalsberichte bezieht. An der Stelle ist in der Tat ein Bürokratieabbau angedacht, und er wird auch erreicht. Man muss allerdings bedenken, dass die Quartalsberichte nach wie vor nach den Börsenregularien möglich bleiben. Insofern ändert sich im Ergebnis jedenfalls für viele Emittenten wahrscheinlich nichts. Bei den anderen Themen – insbesondere die Meldepflichten und die Sanktionen – glaube ich nicht, dass der Gesetzentwurf, wie er hier vorliegt, zu einem Bürokratieabbau führen wird. Im Gegenteil: Ich fürchte, dass die Kombination aus sehr weit gefassten Meldetatbeständen mit sehr scharfen Sanktionen für viele tatsächlich eine gewisse

Verschärfung der gegenwärtigen Situation, bewirken könnte. Dankeschön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Fey, bitte.

Sv **Gerrit Fey** (Deutsches Aktieninstitut e. V.): Auch vielen Dank für die Gelegenheit, hier zu dem Umsetzungsgesetz Stellung nehmen zu dürfen. Ich finde es auch ausgesprochen positiv, dass Sie hier mit dem ursprünglichen Gesetzentwurf anfangen. Ich kann mich, glaube ich, dem Punkt meines Vorredners anschließen. In der Tat betrifft der Bürokratieabbau im Wesentlichen die Quartalsberichterstattung. Man muss hinzufügen, dass sicher auch im Detail einige Bereiche der Beteiligungsmeldungen etwas entschlackt werden und dadurch auch schlanker gemacht werden. Ich glaube aber auch, dass man das große Ganze nicht aus dem Blick verlieren darf. Vielleicht wird das ja auch noch Thema in weiteren Fragerunden sein. Aus unserer Sicht kann die Attraktivität des Kapitalmarktes auch dadurch leiden, dass insbesondere im Bereich der Sanktionen doch eine Verschärfung stattfindet. Die ist zum Teil europarechtlich geboten, zum Teil aber auch nicht.

Wir sehen vor allen Dingen – Herr Dr. Brellochs hat das angedeutet – auch in Zusammenhang mit den sehr weiten Meldetatbeständen, die europarechtlich zwingend sind, und der daran anknüpfenden Möglichkeit des Rechtsverlustes nach § 28 WpHG doch erhebliche Risiken, die auf die Unternehmen und die Meldepflichtigen zukommen. Dort müssen wir nach Lösungen suchen – insbesondere für die notierten Unternehmen. Wir hatten in der Stellungnahme ein paar Punkte genannt, zum Beispiel: Anfechtungssicherheit; Suche nach Möglichkeiten, die Sanktionen auf den Meldepflichtigen zu beschränken oder das Knüpfen der Sanktion des Rechtsverlustes an bestimmte Behörden. Damit möchte ich es einmal belassen. Sie hatten ja um kurze Antwort gebeten, ich denke, wir werden das vielleicht noch vertiefen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der SPD ist Herr Abg. Petry.



Abg. **Christian Petry** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich möchte, wie Frau Abg. Tillmann auch, zunächst auf die Richtlinie eingehen, weil meine Kollegen die anderen Bereiche bearbeiten und dazu Fragen stellen werden. Was hier angestrebt wird, ist ja eine Stärkung des Verbraucherschutzes, mehr Transparenz und Bürokratieabbau. Deswegen habe ich Ihre Antwort nicht ganz verstanden. Das wird aber mit Sicherheit noch vertieft werden, denn es ist durchaus einiges an Erleichterungen, was zum Beispiel die quartalsmäßigen Zwischenmitteilungen oder andere Dinge angeht, neu geregelt worden.

Mir geht es aber in der ersten Frage an die Deutsche Kreditwirtschaft um die Wertpapiermitteilungen. Sie haben in Ihrer Stellungnahme vorgeschlagen, den Emittenten zu verpflichten, mitzuteilen, wenn Deutschland sein Herkunftsstaat ist. Sie argumentieren, dass heute eine unzureichende Transparenz bezüglich des Herkunftsstaates vorhanden wäre – so dass Meldepflichtige sich bezüglich der Pflicht zur Stimmrechtsmeldung nicht immer sicher sein können. Könnten Sie den Vorschlag von Ihnen, der dann zu mehr Transparenz führen soll, noch einmal erläutern?

Bei der zweiten Frage geht es um die Umstellung vom Erfüllungs- auf das Kausalgeschäft. Auch hier ist der Meldetatbestand betroffen, der bisher an das Eigentum der Aktie, an das Erlangen oder Verlieren des Eigentums geknüpft wurde. Nun wird die Meldepflicht zukünftig vom Kausalgeschäft ausgelöst. Wie beurteilen Sie diese vorgesehene Änderung der Meldepflicht?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Frau Dr. Heun für die Deutsche Kreditwirtschaft, bitte.

Sve **Dr. Stefanie Heun** (Die Deutsche Kreditwirtschaft, BdB): Vielen Dank, dass wir hier auch zu dem Gesetzentwurf Stellung nehmen dürfen. Ich würde gerne mit dem zweiten Teil der Frage beginnen, weil das auch einer unserer Hauptpunkte in der Stellungnahme war, dass wir den Übergang vom Verfügungs- auf das Verpflichtungsgeschäft, der durch § 21 Absatz 1 b WpHG geschaffen wurde, bei den Meldepflichten sehr stark kritisiert haben. Das Thema ist ein bisschen sperrig. Bisher ist es so,

dass nach § 21 Absatz 1 b WpHG zum Beispiel Käufe von Aktien erst dann meldepflichtig werden, wenn das Verfügungsgeschäft wirksam geworden ist. Nunmehr soll das Kausalgeschäft maßgeblich sein. Das heißt, hier wird ein Paradigmenwechsel herbeigeführt, der nicht mit unserem deutschen Zivilrecht kongruent ist. Wir sind deshalb der Meinung, dass wir, wenn wir schon bereits bei Abschluss des Kaufvertrages die Stimmrechtsmeldung abgeben, etwas Falsches melden.

Warum etwas Falsches? Dort spielt das Zivilrecht eine große Rolle. Das Beispiel mit dem Kaufvertrag möchte ich insofern durchhalten: Wenn man Aktien, schwellenrelevant drei Prozent, ein Aktienpaket erwirbt und dann auch die Stimmrechte erwirbt, dann soll eine Meldung notwendig werden, um den Markt zu informieren und den Emittenten zu informieren. Es ist ja nicht unwichtig, wenn vielleicht jemand drei, fünf oder zehn Prozent von Aktienpaketen erwirbt, weil er dann maßgeblichen Einfluss auf den Emittenten nehmen kann. Einfluss nehmen kann er aber erst dann, wenn er die Stimmrechte ausüben kann. Stimmrechte kann man aber wiederum erst ausüben, wenn die Aktien einem auch gehören. Sie gehören einem nach deutschem Zivilrecht aber erst dann, wenn sie ins Depot eingebucht sind, also mit dem Verfügungsgeschäft. Wenn man den Kaufvertrag schon meldet, dann gehören einem die Aktien ja noch gar nicht. Das heißt, man hat gar keine Stimmrechte.

Was meldet man dann? Man meldet im Grunde, dass man einen Anspruch auf Lieferung dieser Aktien hat. Das ist bei Börsengeschäften üblicherweise t+2, also Handelstag plus zwei weitere Tage. Das kann aber auch, wenn es ein nachbörsliches Geschäft ist, durchaus drei, vier, fünf oder zehn Tage auseinanderliegen. Daher sind wir der Auffassung, dass dieser Wechsel vom Kausal- auf das Verfügungsgeschäft nicht der richtige Weg sein kann.

In der Gesetzesbegründung ist meines Erachtens als einziges Argument angeklungen, dass in dieser Frage eine Harmonisierung mit anderen europäischen Ländern herbeigeführt werden soll. Diese Harmonisierung wird dann zwar geschaffen, man darf aber nicht außer Acht lassen, dass andere europäische Länder andere Zivilrechte haben. Dort



fallen Kausal- und Verfügungsgeschäft nicht auseinander, sondern zusammen. Dort wird also etwas Richtiges gemeldet.

Ein weiterer Punkt ist für uns, dass auch die Grenze zu § 25 WpHG verwischt wird. Das ist nach der neuen Systematik, die mit dem Regierungsentwurf eingefasst wird, die zentrale Vorschrift für die Meldung von Instrumenten. Im Grunde genommen ist ja das Kausalgeschäft, der Kaufvertrag auch ein Instrument – er verkörpert nämlich den Anspruch auf Lieferung. Wo meldet man das genau? Wo ist die Abgrenzungslinie? Wir halten das also auch aus diesen Gründen für nicht zielführend, hier auf das Verpflichtungsgeschäft abzustellen. Damit wird eine Rechtsunsicherheit geschaffen.

Es ist auch nicht klar definiert, was ein sofort zu erfüllendes Geschäft ist. Das geht zu Lasten der Mitteilungspflichtigen, denen ja nun – wie es schon angeklungen ist – auch doch sehr große Strafen drohen – wie Stimmrechtsverlust oder erhebliche Bußgelder. Das vielleicht zur ersten Frage.

Die erste Frage zu den Wertpapiermitteilungen fußt darauf, dass für die Deutsche Kreditwirtschaft die Wertpapiermitteilung eine ganz zentrale Rolle spielt, weil alle relevanten Informationen mit Hilfe der Wertpapiermitteilungen an die Banken herausgegeben werden, die dann wiederum quasi als Verteiler agieren. Es wäre ein weiterer Fortschritt, wenn die Pflicht zur Meldung von Deutschland als Herkunftsstaat im Gesetzentwurf verankert werden würde und entsprechendes auch europäisch festgeschrieben würde.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der CDU/CSU ist Herr Abg. Feiler.

Abg. **Uwe Feiler** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Frage richtet sich an den Verband Deutscher Reeder. Im Jahr 2013 wurde in das Versicherungssteuergesetz eine Steuerbefreiungsvorschrift eingefügt. Diese ist befristet bis zum 31.12.2015. Die deutsche Seeschifffahrt befindet sich seit 2009 in einer immer noch anhaltenden Krise. Besonders kleine und mittelständische Reedereien sind gezwungen,

mehr zusammenzuarbeiten, um frisches Kapital zu gewinnen und ihre Effizienz zu steigern. Ein Weg hierzu, der vielfach genutzt wird, ist die wettbewerbsfähige Vermarktung von Seeschiffen im Rahmen von sogenannten Erlöspools mit Umlageerhebung.

Meine erste Frage: Ist die vorgeschlagene Steuerbefreiung für Schifflerlöspoolkonstruktionen über das Jahr 2015 hinaus geeignet, um mögliche Wettbewerbsnachteile der deutschen Seeschifffahrt im internationalen Wettbewerb auszugleichen?

Die zweite Frage: Ist möglichen europarechtlichen Bedenken Rechnung getragen, indem die Steuerbefreiungsregelung auf alle Erlöspools – also nicht nur auf Schifflerlöse – ausgedehnt wird?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Hempel, bitte.

Sv **Markus Hempel** (Verband Deutscher Reeder): Vielen Dank, für die beiden Fragen. Ich denke, mit der Regelung, die jetzt hier auf dem Tisch liegt, wird der Status quo ante einfach nur wiederhergestellt. Es ist also dadurch keine Neuregelung oder ein materiell neuer Tatbestand geschaffen. Die Versicherungssteuerbefreiung hat es immer gegeben. Es hat eigentlich im Gegensatz nie die Gedanken gegeben, dass die Versicherungssteuer auf Erlöspools Anwendung finden könnte.

Insofern ist Folgendes wichtig: Wenn die Versicherungssteuerpflicht eingeführt worden wäre, dann wäre eine erhebliche Verschiebung und Veränderung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den einzelnen Ländern in der europäischen Gemeinschaft entstanden und darüber hinaus auch international. Die Versicherungssteuer wird in anderen Ländern in Europa und international auf Erlöspools nicht angewandt. Insofern hätte das ansonsten zu einer Wettbewerbsverzerrung geführt.

Der zweite Teil der Frage ist eher eine juristische. Es geht darum, ob dazu die Frage der Beihilfegewährung europarechtlich geprüft worden ist. Das kann ich eigentlich nur bejahen. Da ich aber kein Jurist bin, müssten das andere



kompetenter beantworten. Es liegen dazu aber entsprechende Prüfungen und Rechtsgutachten vor.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion DIE LINKE. ist Herr Abg. Dr. Troost.

Abg. **Dr. Axel Troost** (DIE LINKE.): Dankeschön. Meine erste Frage geht an Herrn Hübers von ONE Deutschland. Man kennt aus vielen Entwicklungsländern ja das Phänomen, dass Reichtum an Ressourcen nicht mit breitem Wohlstand in den Ländern verbunden ist, sondern häufig mit Korruption, Misswirtschaft, Konflikten und vielem anderen. Dem sollen ja die Transparenzvorschriften für Rohstoffkonzerne vorbeugen.

Meine Frage: Sind die in dem Gesetzentwurf und in den zugehörigen Richtlinien enthaltenen Vorschriften hinreichend, oder glauben Sie, dass noch weitere Vorschriften notwendig sind und weitere Maßnahmen eigentlich flankiert werden müssten?

Meine zweite Frage geht an die Verbraucherzentrale Bundesverband. Wie beurteilen Sie den vorliegenden Gesetzentwurf mit Blick auf den Schutz von Kleinanlegern – insbesondere beim De- und Downlisting von Wertpapieren durch die Emittenten? Danke schön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Hübers, bitte.

Sv **Andreas Hübers** (ONE Deutschland): Vielen Dank, für die Möglichkeit, hier Stellung zu nehmen. Zu Ihrer Frage, beschreibe ich erst noch einmal kurz den Umfang des sogenannten „Rohstofffluchs“: 2011 ist das Neunfache an Exporteinnahmen aus Öl und Mineralien in afrikanische Länder geflossen als die Höhe der gesamten Entwicklungszusammenarbeit auf dem Kontinent. Insofern ist das eine sehr relevante Frage. Ich glaube, innerhalb des Regelungsgegenstandes dieser Richtlinie sind sehr wirksame Maßnahmen getroffen worden.

Wenn ich ganz kurz drei nennen darf (Damit beziehe ich mich nicht auf Regelungen hier in der Transparenzrichtlinie, sondern in der

Bilanzrichtlinie): Es sind keine Ausnahmen für bestimmte Länder oder Verträge zugelassen – das war einmal in der Diskussion. Es gilt eine projektgenaue Offenlegung. Man kann also nicht auf höchster Ebene aggregieren. Man muss es sehr spezifisch angeben. Es gibt einen relativ geringen Wesentlichkeitsschwellenwert für Zahlungen über 100 000 Euro, über die dann berichtet werden muss.

Sie haben auch nach flankierenden Maßnahmen gefragt. Darauf würde ich noch kurz eingehen. Es geht natürlich in dieser Richtlinie nur um die offiziellen Zahlungen an Regierungsstellen. Ganz wichtig wäre es aber auch, die inoffiziellen Zahlungen und die korrupten Zahlungen in den Blick zu nehmen. Dort wird häufig über Scheinfirmen agiert. Ein konkretes Beispiel aus der Demokratischen Republik Kongo: Dort sind dem Land durch nur fünf Rohstoffverträge insgesamt 1,3 Mrd. US-Dollar entzogen worden. Das ist, ohne einen sehr umfangreichen Gebrauch von Scheinfirmen zu machen, nicht möglich. Ich glaube, es wäre sehr wichtig, dass über die vierte Änderung der Anti-Geldwäsche-Richtlinie – die hier auch demnächst im Ausschuss diskutiert werden wird – ein öffentliches Register für alle wirtschaftlich Berechtigten geschaffen wird. Dadurch soll diesem komfortablen Netz, was afrikanische Kleptokraten nutzen können, ein Riegel vorgeschoben werden. Das wäre ein zweites Puzzlestück, um den „Rohstofffluch“ umzudrehen. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Pauli, bitte.

Sv **Frank-Christian Pauli** (Verbraucherzentrale Bundesverband e. V.): Frau Vorsitzende, der Verbraucherzentrale Bundesverband möchte sich heute bei Stellungnahmen auf die Thematik zur Interbankenrichtlinie beschränken, weil wir uns dort thematisch auch unterschiedlich vorbereitet haben. Hier ist ein Verband anwesend, der Mitglied bei uns ist: Die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger. Dürfen die Kollegen diese Frage übernehmen?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Ja, wenn der Fragesteller einverstanden ist.



Abg. **Dr. Axel Troost** (DIE LINKE.): Ja.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Einen schönen guten Tag. Ich danke, für die Möglichkeit, unsere Position deutlich machen zu können. Zu Ihrer Frage: Den vorgelegten Regulierungsentwurf zum sogenannten Delisting halten wir für absolut unzureichend, da auf einen Börsenkurs abgestellt wird, der – auch im Dreimonatsdurchschnittskurs – zufallsbedingt sein kann. Aus unserer Sicht werden insbesondere Übernahmen unterbewerteter Aktien befördert. Aus einem Schutzgesetz, wie es ursprünglich einmal gedacht war, wird ein Einfallstor.

Darüber hinaus wird unserer Auffassung nach damit der Boden bereitet, auch bei ganz klassischen Strukturmaßnahmen künftig nicht mehr auf das Ertragswertverfahren abzustellen, sondern auf den Börsenkurs als immer angemessenen Wert. Die Desinvestitionsmöglichkeit, auf die man gerade die Streubesitzaktien in der Vergangenheit durch Reduktion von Anfechtungsrechten und sonstigen klassischen Teilhaberechten immer wieder reduziert hat, wird noch einmal weiter reduziert. Wir halten den vorliegenden Vorschlag für eine absolut unzureichende Umsetzung des Anlegerschutzes im Bereich des Delisting. Jede nicht erfolgte Regelung wäre in diesem Fall besser, weil durch Börsenregeln oder durch Satzungen weiterhin die Möglichkeit bestehen würde, abweichende Sperren einzubauen. Ich danke für die Gelegenheit.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN ist Herr Abg. Dr. Gambke.

Abg. **Dr. Thomas Gambke** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Bevor ich in die Details gehe, möchte ich in dieser Fragerunde noch einmal darauf hinweisen, dass wir eine Transparenzrichtlinie haben. Der Begriff Transparenz wird ja gerade im Europäischen Parlament sehr ernst genommen. Ich möchte deshalb meine Frage an WEED, an Herrn Henn, richten: Das Thema „länderspezifische Offenlegungspflichten“ wird in Deutschland leider nicht in großer Intensität nach vorne gerichtet diskutiert, sondern eher reaktiv. Im Europäischen

Parlament wird das aber sehr proaktiv diskutiert. Es gibt Stellungnahmen dazu. Meine Frage ist: Welche Aspekte müssten im Hinblick auf eine verbesserte Transparenz aufgegriffen werden? Wie breit müssten sie umgesetzt werden?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Henn, bitte.

Sv **Markus Henn** (WEED): Vielen Dank. Sie hatten auf den EU-Beschluss verwiesen. Ich möchte das noch einmal klarer machen. Am 8. Juli hat das Europäische Parlament mit großer Mehrheit beschlossen, für alle großen Unternehmen Offenlegungspflichten einzuführen, was zentrale Unternehmensdaten angeht. Das wird zwar noch verhandelt, aber das ist ein klares Signal, dass das Europäische Parlament wirklich Vorreiter bei der Transparenz von Unternehmen ist.

Der vorliegende Gesetzentwurf bleibt leider weit dahinter zurück, weil er erneut zwar in wichtigen Bereichen – nämlich im Rohstoff- und Forstbereich – Maßnahmen vorsieht, die aber viel zu kurz greifen. Wir denken, dass man eine wirklich umfassende Transparenz für alle Unternehmen braucht. Die Bevölkerung hat ein Recht zu erfahren, was die Konzerne in dem jeweiligen Staat, wo die Menschen leben, in den Konzernen, wo sie arbeiten, tun und welche Steuern sie zahlen. Es wäre auch viel besser, die Daten für die Öffentlichkeit offen zu legen und nicht nur, wie es bei BEPS von der OECD und der G20 geplant ist, für Behörden. Dann könnten Medien und Organisationen wie wir diese Daten sehen. Dann könnten Wissenschaftler diese Daten analysieren. Dann könnten auch Investoren und Aktionäre die Daten sehen und somit bessere Bewertungen von Unternehmen treffen. Sogar Behörden, ausländische Behörden aus Entwicklungsländern zum Beispiel, könnten leichter an die Daten herankommen, um Steuervermeidung von Unternehmen zu erkennen.

Es gibt seit diesem Jahr auch die ersten Daten aus dem Bankensektor, der ja auch offengelegt wurde. Die ersten Daten, die wir haben, – das finden Sie auch in unserer Stellungnahme – deuten darauf hin, dass zum Beispiel die Deutsche Bank wichtige Standorte hat, wo sie wohl Steuern vermeidet, wie zum Beispiel Hongkong oder Singapur. Wir



wüssten noch viel mehr über andere Unternehmen, wenn wir mehr Daten hätten.

Im Übrigen hat die Europäische Kommission, bevor sie die Bankdaten veröffentlicht hat, auch analysieren lassen, ob eine Veröffentlichung wirtschaftlich nachteilige Wirkungen hat. Selbst die PricewaterhouseCoopers AG, die sicherlich nicht besonders geneigt ist, das schön zu reden, hat gesagt, dass es keine erkennbar deutlich negativen Wirkungen gibt, sondern eher leicht positive.

Was vielleicht überrascht: PricewaterhouseCoopers, dieselbe Gesellschaft, hatte letztes Jahr in einer Umfrage unter Unternehmensführern festgestellt, dass 59 Prozent der CEOs für öffentliche Berichte über Kerndaten von Unternehmen sind. Deswegen fordern wir, dass der Bundestag eine Nachbesserung an dem Gesetz vornimmt und auch hier in Deutschland als Vorreiter Transparenz schafft. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der SPD ist Herr Abg. Dr. Zimmermann.

Abg. **Dr. Jens Zimmermann** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich hätte eine Frage an die Verbraucherzentrale Bundesverband. Wir haben ja in diesem Gesetzesvorhaben das Thema der Interbankenentgelte angehängt. Dabei geht es um die Umsetzung einer europäischen Richtlinie. Mich würde interessieren, wie Sie die Auswirkungen dieser Umsetzung auf die Verbraucherinnen und Verbraucher in Deutschland beurteilen.

Meine zweite Frage würde ich gerne an die BaFin stellen. Dabei geht es um die Auswirkungen auf das deutsche Debitkarten-System. In der Diskussion gibt es unterschiedliche Einschätzungen, wie die Auswirkungen sein werden. Es ist auch von der Deutschen Kreditwirtschaft Kritik geäußert worden, ob diese Richtlinie überhaupt auf das System, wie wir es in Deutschland haben, anwendbar ist. Mich würde dazu die Einschätzung der BaFin interessieren. Halten Sie die Kritik der Nichtanwendbarkeit für gerechtfertigt oder nicht? Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Pauli, bitte.

Sv **Frank-Christian Pauli** (Verbraucherzentrale Bundesverband e. V.): Sehr geehrte Frau Vorsitzende, Herr Abg. Dr. Zimmermann, meine Damen und Herren, vielen Dank. Hinter dieser Verordnung zum Interbankenentgelt – die erst einmal sehr technisch wirkt und im Wesentlichen natürlich die Beziehungen zwischen den Banken und den Händlern betrifft – verbirgt sich für Verbraucher eine sehr wichtige Regelung. Die ist teilweise auch noch im europäischen Entstehungsprozess. Die EU hat sich der Fragestellung angenommen, wie man dafür sorgen kann, dass es mehr Transparenz bei den Endpreisen gibt. Die Tatsache, dass Zahlungsinstrumente, die es ja immer mehr am Markt gibt, teurer werden und mit Zusatzentgelten Verbrauchern beim Bezahlen noch einmal in Rechnung gestellt werden, ist Ihnen aus der Verbraucherperspektive auch allen bekannt. Man muss nur einmal eine Reise buchen. In dieser Branche ist das schon Gang und Gäbe. Unser Verband ist nachhaltig dabei zu versuchen, die übelsten Ausflüchte in dieser Hinsicht mithilfe seiner kollektiven Rechtsschutzmöglichkeiten zu bekämpfen.

Wichtig ist in diesem Kontext: Alles das, was unter den Anwendungsbereich der Verordnung fällt – dort geht es auch noch einmal um die Fragestellung, welche Instrumente man einbezieht und welche nicht – wird zusammen mit den Instrumenten, die zu SEPA gehören – nämlich Überweisungen und Lastschriften –, mit der Zahlungsrichtlinie II künftig entgeltfrei sein. Das heißt, der Verbraucher darf nicht mehr zusätzlich für das Bezahlen bezahlen müssen. Das ist, glaube ich, eine sehr wichtige Errungenschaft – auch vor dem Hintergrund, dass uns ansonsten auch der Wettbewerb um die Endpreise langsam über die vielen Zusatzkostenabrechnungsmöglichkeiten entgleitet.

Dabei ist es auch wichtig zu schauen, dass man möglichst alle kartenbasierten Zahlungsinstrumente tatsächlich in den Anwendungsbereich einbezieht. Die nationale Umsetzung der europäischen Regelung sollte die Entgeltfreiheit sicherstellen. Vor diesem Hintergrund ist unsere Bitte an den Ausschuss, das im Blick zu behalten.



Die Thematik ist demnächst Teil der Zahlungsdiensterichtlinie II. Wir erwarten, dass die entsprechende Umsetzung der Richtlinie, die noch auf Sie zukommt, für die Verbraucher eine wichtige Regelung sein wird. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Frau Roegele für die BaFin.

Sve **Elisabeth Roegele** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Guten Morgen zusammen und vielen Dank für die Frage. Unser Auffassung zu der Ausführung der Deutschen Kreditwirtschaft, dass die Interbankenentgeltregelung nicht für das deutsche Girocard-System Anwendung finden kann, können wir so nicht teilen. Die Verordnung hat einen breiten Anwendungsbereich. Das ergibt sich auch aus den Erwägungsgründen. Wir sehen keine Möglichkeit, das deutsche Girocard-System davon auszunehmen, sonst würde man ja immer durch Verhandlungslösungen den Anwendungsbereich einer Verordnung aushebeln können. Aus unserer Sicht ist die Verordnung daher auch auf das Girocard-System anwendbar.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der CDU/CSU ist Herr Abg. Hauer.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Auch meine Fragen beziehen sich auf die Interbankenentgelte. Im Mai ist die Interbankenentgeltverordnung veröffentlicht worden und im Juni bereits auch in Kraft getreten. Als Verordnung gilt sie unmittelbar. Es haben sich aber einige Anpassungen ergeben, die erfolgen müssen. Wir haben mit der SPD gemeinsam entschieden, dass wir das in dieses Verfahren integrieren wollen. Wir wollen uns in diesem Zusammenhang auch noch einmal bei der Opposition bedanken, dass sie die Vorgehensweise so unterstützt.

Meine Fragen richten sich an die Deutsche Kreditwirtschaft und an die BaFin. An die Deutsche Kreditwirtschaft habe ich die Frage, wie sie die geplanten Änderungsanträge bewertet. Besteht aus Ihrer Sicht noch Handlungsbedarf?

Die Frage an die BaFin: Sie soll ja die zuständige Behörde werden, die die Verordnung durchzusetzen hat. Dafür wurden weitere Sanktionsmöglichkeiten geschaffen beziehungsweise neue Bußgeldtatbestände im Gesetz verankert. Sind Sie für die neuen Aufgaben und auch für die Durchführung der Sanktionen gerüstet?

Im Anschluss daran, was der Kollege Abg. Dr. Zimmermann gerade gefragt hat, noch Folgendes: Es ist ja schon deutlich geworden, dass die Deutsche Kreditwirtschaft kritisiert hat, dass das deutsche Girocard-System vom Anwendungsbereich erfasst ist. Wir haben gerade schon die Einschätzung der BaFin gehört. Für mich noch die Anschlussfrage dazu: Besteht überhaupt ein gesetzgeberischer Spielraum oder wäre eine Regelung, wie sie die Deutsche Kreditwirtschaft fordert, EU-rechtswidrig?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Das waren zwar gut verpackte fünf Fragen, aber wir fangen einmal mit Herrn Lahmann an.

Sv **Hans-Dieter Lahmann** (Die Deutsche Kreditwirtschaft, DSGVO): Guten Tag. Vielen Dank erst einmal, dass wir die Möglichkeit haben, hier unseren Standpunkt darzustellen. Wir haben in Vorbereitung dieser Anhörung eine Unterscheidung zwischen dem rein rechtlichen und dem geschäftspolitischen Teil gemacht. Ich möchte Herrn Blasche – Ihr Einverständnis vorausgesetzt – bitten, die Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft in dieser Frage darzustellen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Blasche, bitte.

Sv **Peter Blasche** (Die Deutsche Kreditwirtschaft, VÖB): Auch ich bedanke mich für die Möglichkeit, dass wir hier Stellung nehmen können. Bei der Frage geht es darum – wenn ich Sie richtig verstanden habe –, ob wir noch weiteren Änderungsbedarf sehen. Grundsätzlich sehen wir nicht wirklich zusätzlichen Änderungsbedarf. Wir haben ein kleines Detail, das wir schon in unserer schriftlichen Stellungnahme ausgeführt haben. Das ist die Regelung eines Mindestentgeltes, wenn die 0,2 Prozent unter 1 Cent liegen würden. Es sollte also kein Nullentgelt geben, sondern mindestens 1 Cent.



Unsere Stellungnahme bezieht sich auf die Frage, ob die Verordnung zum Interbankenentgelt auf das Girocard-System grundsätzlich anwendbar ist. Wir haben gerade die BaFin gehört, die das bejaht hat, ohne aber im Detail auszuführen, was im Wesen des Girocard-Systems gerade dazu führen soll oder eben nicht dazu führen soll, dass die Verordnung zum Interbankenentgelt anwendbar ist. Ich möchte kurz ausführen, warum wir der Meinung sind, dass sie nicht anwendbar ist – und zwar inhaltlich. Der europäische Gesetzgeber hat in dieser Verordnung für Interbankenentgelte, in der noch andere Dinge geregelt sind, Verordnungen getroffen, die für die Geschäftsmodelle maßgeschneidert sind, wie sie von Mastercard und Visa – nicht nur in Deutschland, sondern in ganz Europa – praktiziert werden. Dort sind viele Regelungen getroffen, die sich auf die Unterscheidungen zwischen zum Beispiel Debitkarten, Kreditkarten, sogenannte Commercial Cards beziehen, oder aber auch die Pflicht, verschiedene Produkte eines Zahlungssystems zu akzeptieren, wenn man eines akzeptiert, oder die Entkopplung zwischen Organisation eines Zahlungssystems und der Transaktionsverarbeitung. Das sind alles Maßnahmen, die auf Mastercard und Visa zutreffen, aber nicht auf uns, nicht auf das Girocard-System, das zum Beispiel nur Debitkarten kennt. Das war schon immer entkoppelt. Das fordert auch keine Akzeptanzpflicht für verschiedene Produkte, weil wir einfach keine verschiedenen Produkte haben.

Das Wesentliche ist, dass es im Girocard-System kein Interbankenentgelt gibt. Das Entgelt, das Kartenherausgeber beziehen, das ihnen für die Zahlungsgarantie im Moment einer autorisierten Transaktion zusteht, wird festgelegt und fließt direkt vom Händler hin zum Kartenherausgeber. Damit fallen auch wesentliche Kritikpunkte weg, die auf das Interbankenentgelt zutreffen. Das ist zum einen die Kritik, dass es intransparent wäre. Das ist es in unserem Fall nicht. Das sogenannte Händlerentgelt war immer öffentlich und ganz transparent – und nicht nur den Eingeweihten, sondern auch den Händlern bekannt. Außerdem haben wir durch die Verpflichtungszusage gegenüber dem Bundeskartellamt einen weiteren Kritikpunkt ausgeräumt. Wir legen das Entgelt nicht zentral im Zahlungssystem fest. Es wird im Markt zwischen Händlern und Kartenherausgebern

verhandelt und auch zwischen jedem verrechnet. Eine Verrechnung über Zahlungsdienstleister, wie in der Interbankenverordnung fest definiert, findet im Allgemeinen im Girocard-System gar nicht statt. Und – wie gesagt – der Händler schuldet dieses Zahlungsentgelt dem Kartenherausgeber direkt.

Wir plädieren deswegen dafür, dass die Marktmechanismen, die durch diese Regelung gefunden wurden – nämlich der Wettbewerb zwischen Zahlungssystemen, der in Deutschland auch stärker ist als in anderen Märkten Europas – Grund genug dafür sein sollten, dass das Girocard-System aus der Anwendbarkeit der Verordnung herausfällt. Dadurch würde auch keine Erhöhung von Interbankenentgelten geschehen können, denn die Marktmechanismen greifen wie eben ausgeführt. Sie sind deswegen nicht zusätzlich noch durch das Begleitgesetz zu beschränken. Außerdem brauchen wir im Wettbewerb mit den Kartenzahlungssystemen unserer Wettbewerber alle möglichen Freiheitsgrade. Unser Geschäftsmodell unterscheidet sich im Wesentlichen von dem von Mastercard und Visa, die ganz andere Möglichkeiten haben, Entgelte, Lizenzentgelte, Verarbeitungsentgelte zu generieren, die unserem System vollständig fremd sind. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Frau Roegele, bitte.

Sve **Elisabeth Roegele** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Sie hatten zum einen nach der Zuständigkeit der BaFin gefragt. Ich denke, es ist sicherlich sinnvoll, dass die BaFin hier zur zuständigen Behörde erklärt wird, da wir auch angrenzende Zuständigkeiten innehaben, wie zum Beispiel nach dem Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz.

Als zweites hatten Sie gefragt, ob wir gerüstet sind, diese Aufsichtszuständigkeit zu übernehmen und ob die Regelungen aus unserer Sicht ausreichend sind. Das kann ich beides mit „ja“ beantworten. Zum einen ist vorgesehen, dass das künftig auch Gegenstand der Prüfungen der Kreditinstitute durch die Wirtschaftsprüfer sein wird. Entsprechend sehen die Änderungsanträge die Erweiterungen der Zuständigkeiten vor. Wir werden das dann auch entsprechend bei uns innerhalb der BaFin im Rahmen der Durchsicht der



Prüfberichte mit aufnehmen. Insofern: Ja, wir sind auf diese neue Zuständigkeit vorbereitet!

Nochmal: Aus unserer Sicht haben wir keinen Verhandlungsspielraum, die Verordnung nicht auf das Girocard-System anzuwenden. Die Verordnung ist weit gefasst. Aus unserer Sicht findet sie Anwendung. Eine Nichtanwendung könnte gegebenenfalls ein Vertragsverletzungsverfahren der Europäischen Kommission auslösen. Insofern denke ich, dass eine entsprechende Anwendungspflicht gegeben ist.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächste Fragestellerin für die Fraktion der CDU/CSU ist Frau Abg. Tillmann.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Ich würde gerne zum Delisting kommen. Der Bundesgerichtshof hat ja seine anlegerfreundliche Rechtsprechung aufgegeben. Es sind Wünsche und Bedürfnisse an uns herangetragen worden, beim Anlegerschutz beim sogenannten Delisting eine gesetzliche Regelung zu formulieren. Das ist bisher unterschiedlich gut angekommen. Deshalb wüsste ich gerne von Herrn Dr. Brellocks und dem Deutschen Aktieninstitut, ob Sie meinen, dass es ein Bedürfnis für eine gesetzliche Regelung gibt und wenn ja, ob Sie den Umdruck, der von unserer Seite vorliegt, für zielführend halten.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Dr. Brellocks, bitte.

Sv **Dr. Michael Brellocks**: Die Frage, ob eine gesetzliche Regelung erforderlich ist oder nicht, ist eine schwierige Abwägungsfrage. Man muss immer zwei Aspekte in der Diskussion sehen. Das eine ist der Anlegerschutz. In der Tat kann man aus Anlegerschutzgründen eine gesetzliche Regelung befürworten. Das andere sind aber auch die Marktverhältnisse oder die Attraktivität des Marktes insgesamt. Wenn aus Sicht derjenigen, die auf diesen regulierten Markt wollen, der Markteintritt zwar möglich ist, der Austritt aber zu schwer gemacht wird, dann wird der Markt insgesamt leiden. Das würde zu einer Abwanderung vom regulierten Markt führen. Die Unternehmen würden dann zunehmend in den Freiverkehr gehen. An sich wollen wir sie ja im

regulierten Markt haben, weil das der Markt mit den höchsten Anlegerschutzstandards ist.

Wenn man eine gesetzliche Regelung vorsieht, dann müsste sie meines Erachtens kapitalmarktrechtlich in dem Sinne, wie sie jetzt vorgeschlagen ist, ausgestaltet sein. Auf der anderen Seite müsste man im Detail noch einmal genau hinschauen, ob es tatsächlich erforderlich ist, dieses aufwendige Verfahren nach dem WpPG (Wertpapierprospektgesetz) zu durchlaufen. Das Übernahmerecht hat ja einen anderen Grundgedanken. Dort geht es um einen Kontrollwechsel. Deshalb ist das Informationsbedürfnis der Anleger eigentlich ein anderes als in der Situation des Delistings.

Vom Grundansatz kann ich den Vorschlag nachvollziehen und unterstützen. Ich würde allerdings dafür plädieren, dass man versucht, das Verfahren und die Dokumentationsanforderungen etwas zurückzufahren und auch über weitere Ausnahmetatbestände nachzudenken, beispielsweise beim Aktienrückkauf. Wenn ein Unternehmen ein Aktienrückkauf durchführt und auf die Weise bei kleinem Streubesitz ein Delisting möglich ist, dann sehe ich nicht, warum man das nicht auch im Sinne der Anleger so handhaben könnte.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Fey, bitte.

Sv **Gerrit Fey** (Deutsches Aktieninstitut e. V.): Vielen Dank. Ich kann mich in vielen Punkten gut anschließen. Die Frage, ob man überhaupt eine Regelung braucht und wie diese aussehen sollte, kann man unterschiedlich beantworten. Herr Dr. Brellocks hat ausgeführt, dass das eine Abwägungsfrage zwischen einer Entschädigung für den Verlust der Handelbarkeit einer Aktie und der Sicherstellung der Attraktivität des Marktes insgesamt ist. Ich plädiere an dieser Stelle auch für Sorgfältigkeit. Man muss wirklich genau abwägen, was man dort tut.

Wenn man aber etwas tut, glauben auch wir, dass die Kernelemente des Vorschlages, wie er hier auf dem Tisch liegt, in die richtige Richtung weisen. Diese möchte ich einmal nennen: Das eine ist die Entschädigung zum Börsenpreis. Wenn man sich vor Augen hält, dass es dem Anleger darum geht,



ein Desinvestment zu leisten, ohne dass er seine Rechte verliert, die er als Aktionär weiterhin auch außerhalb der Börse hätte – Stichwort Dividendenrecht, Fragerecht, Anfechtungsrecht usw. –, dann ist es richtig, den Börsenpreis quasi zum Ausgangspunkt für eine Abfindung zu nehmen.

Ich würde mich auch dem anschließen, was Herr Dr. Brellocks außerdem gesagt hat: Man muss ausreichend abwägen, ob es noch weiterer Ausnahmen bedarf. Eine haben Sie genannt. Ich glaube, die ist auch richtig, damit man nicht eine Kette an Dauerübernahmeangeboten beim Delisting schafft. Ein paar weitere, die man diskutieren sollte, ohne, dass ich insgesamt schon eine Antwort darauf hätte: Ich denke, bei Unternehmen, die sich in der Insolvenz befinden, sollte man sich noch einmal genauer anschauen, ob sie nicht anders behandelt werden sollten, als solche, die „im Saft stehen“.

Man sollte auch gucken, ob es weitere Ausnahmetatbestände gibt, wo es ähnliche Konstruktionen gibt. Ich denke zum Beispiel an den Abschluss eines Beherrschungsvertrages. Auch dort ist es nach Aktienrecht notwendig, eine Abfindung an die Aktionäre zu leisten, die davon betroffen sind. Darüber könnte man nachdenken.

Dann möchte ich noch zwei kleine Punkte anfügen. Es ist wichtig, dass man das Verfahren schlank hält. Die Regulierung nach Übernahmerecht erfordert nach meinem Kenntnisstand – die Praktiker sind sicher besser in der Lage, eine Auskunft zu geben –, sehr umfangreiche Unterlagen einzureichen, sich bei der BaFin genehmigen zu lassen usw. Man muss aber prüfen, ob die Situation der öffentlichen Übernahme eines börsennotierten Unternehmens und die eines Delistings vergleichbar sind. Ich glaube, man kann herausstreichen, was man dort nicht braucht.

Beim zweiten Punkt bin ich mir nicht ganz sicher, ob das so gemeint ist und der Wortlaut das abdeckt. Ganz wichtig ist aus unserer Sicht, dass man den Börsen nicht die Pflicht auferlegt, den Inhalt des Übernahmeangebotes zu prüfen. Die Börsen müssen in ihrer Verwaltungsentscheidung eines Delistings sicher sein, dass sie bei Vorliegen eines Angebotes mit Stempel der BaFin das Delisting auch vollziehen dürfen. Sonst landen die Verfahren

vor den Verwaltungsgerichten. Das ist sicher nicht Sinn und Zweck der Sache. Das wäre es von meiner Seite. Ich habe sicher noch ein paar kleine technische Punkte, aber die können wir auch schriftlich nachreichen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der SPD ist Herr Abg. Fechner.

Abg. **Dr. Johannes Fechner** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich habe eine Frage an die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger und an die Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz. Wir sehen den größten Handlungsbedarf beim Delisting. Oft führt schon die Ankündigung eines Delistings zu dramatischen Kursverlusten, weil die Aktie an der Börse nicht mehr gehandelt werden kann. Das benachteiligt insbesondere Kleinanleger massiv. Deswegen war die Intention, ein Abfindungsangebot für diese zu regeln. Es war der Sinn, die Anleger vor Wertverlusten zu schützen.

Meine Frage deshalb an Sie: Ist dieser Gesetzentwurf effektiv genug? Erreichen wir dieses Ziel? Wenn Sie insbesondere darauf eingehen könnten, ob die Informationspflichten für die Anleger ausreichen sind, ob die Annahme, dass ein Übernahmeangebot diese Regelung möglicherweise umgehen kann, sinnvoll ist, und ob für die Bewertung der Börsenkurs der letzten drei Monate der richtige Maßstab ist. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Kienle, bitte.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Der Regelungsansatz der Abfindung ist nicht adäquat, weil Börsenkurse sehr häufig von Zufallsergebnissen getrieben sind. Denken Sie einmal an das Phänomen Kali+Salz, mit der Zerschlagung des entsprechenden Kartells, das unmittelbar Einfluss hatte auf die Börsenkursentwicklung, aber nicht zwingend auch auf die nachhaltige Ertragsentwicklung. Unternehmen finden sich immer wieder auch in Situationen, genau das zu kompensieren, Entwicklungen anzupassen und sich neue Märkte zu erschließen. Wenn Sie auf einen dreimonatigen Durchschnittskurs abstellen, den sie durch die Art und Weise des Übernahmeangebotes geschickt wählen können,



dann werden Sie als Aktionär von zusätzlichen Upsides, Wertaufholungsgeboten und Anpassungen der Unternehmen zur Überwindung von Krisen geradezu abgeschnitten.

Es gibt gar keinen sachlichen Grund, warum man ein Delisting und die Frage der Regelung eines Delistings an eine Übernahme knüpfen möchte. Das sind aus unserer Sicht zwei vollkommen unterschiedliche Sachverhalte. Für uns sieht das so aus, als ob man der Übernahmeindustrie geradezu eine Prämie geben möchte und sagt: „Geht in eine unterbewertete Aktie rein, dann erleichtern wir euch auch noch das Delisting.“ Das kann nicht Sinn und Zweck sein. Das ist für den Anlegerschutz nicht gerecht. Delistings können nicht für sich allein gesehen werden. Jedes Delisting ist einem Listing gefolgt. Die Frage wird sein: Wenn man die Regelung so umsetzt oder auch nur annähernd so umsetzt, wie sie heute ist, werden sie überhaupt für zukünftige Listings noch ausreichend Investoren finden, die Sie mit dem Zugang und dem Handel am geregelten Markt geradezu locken? Den Schutz- und Normbereich des Listings, mit allen Pflichten, die dazu gehören, nehmen Sie den Investoren jetzt weg, weil Sie vorsehen, dass man das zu einem beliebigen Übernahmzeitpunkt mit mehr oder weniger beliebigen, zufällig ausgewählten Aktienkursen aushebeln kann. Man sollte sich die Frage stellen, ob das dem Ziel und Zweck gerecht wird, das Privataktionärs Eigentum in Deutschland zu verbreitern, Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.): Vielen Dank zunächst für die Frage und die Möglichkeit, hier Stellung zu beziehen. Ich möchte am Anfang noch einmal unterstreichen, dass wir nicht über eine kleine Gruppe von Anlegern reden, die betroffen ist, sondern über Pensionskassen, Versorgungswerke, Versicherungen, über eine sehr große, breite Masse – also im Endeffekt über die Bevölkerung. Wir sprechen also nicht über irgendeine exotische Gruppe von wenigen Millionen Privatanlegern, vier oder fünf Millionen, die direkt anlegen, und noch einmal vier oder fünf Millionen, die über Fonds anlegen.

Es ist schon vorher viel geschrieben worden, auch in der Presse. Ich möchte aber trotzdem die Gelegenheit nutzen, auch noch einmal der Regierungskoalition zu danken, dass Sie die Initiative ergreifen und auch versuchen, diese Lücke zu schließen. Seit Oktober 2013 haben wir eine enorme Lücke im Anlegerschutz. Sie wissen, dass das an dem Frosta-Urteil liegt. Ich möchte noch einmal kurz in Erinnerung rufen, dass wir seit 2003 verschiedene Gespräche und verschiedene Versuche unternommen haben und auch mit der Bundesregierung gesprochen haben, dass wir die Macrotron-Entscheidung des BGH in einem Gesetz verankern wollen. Dann sind wir nicht mehr nur darauf angewiesen, was in der Rechtsprechung steht. Wir wollten das gerne als Gesetz haben, das jetzt kommt. Die Bundesregierung und viele Vertreter haben uns immer gesagt, dass wir noch gar kein Gesetz brauchen, weil man die Macrotron-Rechtsprechung des BGH hat. Die haben wir leider seit Anfang Oktober 2013 nicht mehr. Deswegen freuen wir uns zunächst, dass Sie hier sehen, dass man etwas tun muss. Wir freuen uns aber nicht so sehr darüber, dass Sie den letzten Meter, vielleicht sogar nur den letzten Zentimeter nicht gehen und zu der Macrotron-Entscheidung und allen Voraussetzungen für ein Delisting zurückkommen, sondern jetzt versuchen, über ein Übernahmeangebot einen Ausgleich zu schaffen.

Ich sage noch zwei Sätze dazu, warum das Übernahmeangebot nicht der richtige Ansatzpunkt ist. Das war ja auch ein Teil Ihrer Frage. Wo sind wir – wir, Herr Kienle, die DSW sicherlich auch und Sie in der Regierungskoalition – gleicher Auffassung? Sie sehen zu Recht – das hat der BGH nicht erkannt, da hat er schlichtweg geirrt –, dass eine Ankündigung eines Delistings zu enormen Kursverlusten führt. Das ist der Fall, es gibt viel Empirik dazu. Deswegen haben Sie auch diese Gesetzesinitiative ergriffen. Wir wissen also, dass der BGH im Irrtum war und dass dringend ein Ausgleich geschaffen werden muss. Wir sind – wie gesagt – der Meinung, dass es nicht der richtige Ansatz ist, ein Übernahmeangebot nach dem WpÜG (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz) als Ausgleich zu finden, sondern dass wir an den Ertragswert anknüpfen müssen.

Warum ist das so? Warum der Ertragswert? Warum nicht der Kurs? Wir sind der Meinung, dass der



Börsenkurswert ziemlich willkürlich ist, auch deswegen, weil der Übernehmer den Zeitpunkt und damit auch die Höhe der Abfindung bestimmen kann. Ich nenne nur Fälle wie HOCHTIEF. ACS hat ein Übernahmeangebot extra zu einem Moment geschaltet, als ganz klar war, dass keiner dieses Angebot annehmen wird, weil es einfach zu niedrig war, weil der Kurs schon wieder gestiegen war. Vorher war der Kurs höher und auch danach. ACS hat ganz bewusst ein Angebot abgegeben, was keiner annehmen wollte. Jetzt wurde in der letzten Woche der Fall Kabel Deutschland angekündigt. Es gibt den Fall K+S, wo ebenfalls ein Übernahme-szenario droht. Deswegen ist es so wichtig, dass wir eine Lösung finden, die den Anleger entsprechend schützt.

Jetzt höre ich in der Diskussion: „Herr Tüngler, wo ist eigentlich euer Problem? Der Aktionär bei einem Delisting kann ja weiter Eigentümer bleiben. Er bleibt weiter Eigentümer und hat auch überhaupt gar kein Problem, weil er die Eigentumsrechte hat. Es fällt doch nur die Börsennotiz weg.“ Für Versorgungskassen, für Pensionskassen, für Privatanleger usw. ist das aber eine sehr entscheidende Frage, ob eine Börsennotiz vorliegt oder nicht. Wir würden sogar so weit gehen, dass wir sagen, dass man ohne eine Börsennotiz niemandem ernsthaft empfehlen kann, eine Anlage in diesem Wertpapier zu treffen. Ohne Börsennotiz gibt es keine Zulassungsfolgepflichten, keine Transparenz und – Achtung – auch keine Kontrollrechte. Ohne Kontrollrechte darf man nicht ernsthaft in ein Unternehmen investieren.

Deswegen sagen wir, dass der Börsenkurs als solcher kein guter Ansatzpunkt ist. Die Bundesregierung hätte doch Vorbilder in anderen Gesetzen. § 29 des Übernahmegesetzes sagt in Bezug auf das kalte Delisting, dass entsprechend ein Spruchverfahren mit Ertragswertansatz durchgeführt wird. Warum nimmt man nicht beim warmen Delisting – so muss man es ja nennen, wenn man von der Börse geht – die gleiche Regelung wie beim kalten Delisting? Dort sehen wir keinen Unterschied. Das Bundesverfassungsgericht hat geurteilt, dass, wenn es massive Kursverluste gibt, auch das Eigentumsrecht und damit Artikel 14 GG verletzt ist. Dann kann man auch auf den Ertragswert abstellen.

Noch ein schönes Beispiel: Nehmen Sie einmal die GAG Immobilien AG in Köln. Die hatte aktuell am Freitagabend einen Kurs von 54,60 Euro. Der NAV – Net Asset Value –, der innerer Wert der Aktie wird von dem Unternehmen selbst mit 170 Euro angegeben. Sie haben also ein Delta von 120 Euro zwischen dem Kurs und dem wahren Wert. Jetzt könnte man sagen, dass der Aktionär dann einfach das Übernahmeangebot nicht annehmen soll. Das wäre, wenn Sie das Übernahmeangebot mit dem Delisting verknüpfen, nicht mehr möglich. Das Übernahmeangebot wirkt toxisch. Der normale Anleger ist gezwungen, aus dem Wert rauszugehen. Wenn anschließend das Delisting droht, kommt er gar nicht mehr raus, weil es gar keinen Markt mehr gibt. Dann muss er an einen kleinen Kreis – wahrscheinlich der Großaktionär – zu einem Preis verkaufen, den dieser bestimmt. Deswegen sehen wir den Kurswert nicht als den richtigen Maßstab an, sondern den Ertragswert.

Wir haben bei der Regelung des Squeeze-out vor vielen Jahren eine schöne Lösung besprochen. Damals ging es darum, ob man immer ein Spruchverfahren braucht. Das ist ja die Frage, die hier im Raum steht. Brauchen wir immer die Überprüfung? Dort hatten wir überlegt, ob es nicht so ist, dass, wenn ein Übernahmeangebot von ungefähr 80 oder 90 Prozent der Anleger angenommen worden ist, der Markt entschieden hat, dass das Angebot richtig war. Dann braucht man kein Spruchverfahren. Wenn der Markt sich aber gegen das Angebot entscheidet, dann müssen wir auf den Ertragswert zurückkommen und auch ein Spruchverfahren vorsehen. Entschuldigung für den langen Beitrag. Vielen Dank, für die Aufmerksamkeit.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nächster Fragesteller für die Fraktion der CDU/CSU ist Herr Abg. Prof. Hirte.

Abg. **Prof. Dr. Heribert Hirte** (CDU/CSU): Ja, Frau Vorsitzende, vielen Dank. Ich möchte gleich anknüpfen an das, was die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz ausgeführt hat, und mal vorsichtig Folgendes in den Raum stellen: Wir haben ja vom Deutschen Aktieninstitut gehört, dass die kapitalmarktrechtliche Regelung durchaus etwas für sich hat. Und Sie haben auf der anderen Seite gesagt, es ist durch die Anknüpfung an das



Übernahmeangebot eine freie Wahl letztlich des Zeitpunkts der Unternehmensbewertung und wir sollten noch den letzten Zentimeter tun. Frage: Könnte man diese beiden Ansätze nicht dadurch zusammenführen, diesen letzten Zentimeter, indem man die Wahl des Zeitraums nicht gesetzlich festlegt, so wie das jetzt der Fall ist, sondern dass man sozusagen durch richterliche Entscheidung - jetzt mal egal, in welchem Verfahren - sagt, ein irgendwie gearteter früherer Zeitraum. Das würde ja das durchaus plausible einfache Bewertungsverfahren kombinieren und den Punkt ausschließen, von dem wir gerade eben mehrfach gehört haben, dass in der Phase vor dem Delisting Unternehmen typischerweise unterbewertet sind und vielleicht auch noch an dieser Unterbewertung „gearbeitet wird“.

Meine zweite Frage richtet sich an Herrn Seibt, denn in dem Vorschlag zum Delisting steht ja nichts explizit zum Rechtsschutz drin. Könnten Sie uns einmal gerade mit dem Blick auf diese Divergenzen, was die Bewertung angeht, erläutern, ob man und wie man durch Rechtsschutz nach dem geltenden Entwurf überprüfen lassen kann und ob man eventuell etwas verbessern muss, um das eigentliche Ziel zu erreichen, dass eine Abfindung der von der Börse gehenden Aktionäre zum echten Unternehmenswert erreicht wird. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Tüngler bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.): Vielen Dank, Herr Prof. Hirte für die Frage. Natürlich haben wir uns damit auseinandergesetzt, ob nicht der Börsenkurs ein anderer als der im gewichteten Drei-Monats-Zeitraum sein kann. Auch da haben wir uns ein paar Fälle angeguckt und wieder da auch vielleicht das Beispiel der GAG Immobilien AG aus Köln, die Sie ja auch sehr gut kennen. Dazu muss man auch ganz klar sagen, dass der Kurs schon sehr lange im Keller ist und auch leider sich nicht dem NAV (Net Asset Value/Nettovermögenswert) anpasst und das auch schon länger als sechs Monate, sogar länger als zwölf Monate, weil die Frage ja auch ist, was dann der richtige Wert entsprechend ist. Es ist natürlich so, dass die BaFin unter Umständen sagen könnte, dass der Kurs nicht der richtige Wert

ist, sondern wir einen Ertragswert brauchen. Das ist ja jetzt schon möglich. Es gibt ja die Öffnung bei den marktengen Werten, dass man schon heute den Ertragswert als relevante Größe heranzieht. Deswegen sind wir eher der Meinung, dass wir doch eine faire Lösung für die Streubesitz- und die Minderheitsaktionäre sehen, wenn wir doch beim Ertragswert bleiben, weil wir verschiedene Ansätze haben beim kalten Delisting, auch im Übernahmerecht. Deswegen sehen wir die Verlängerung des Referenzzeitraums als einen charmanten Weg, aber nicht als den richtigen an.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Prof. Dr. Seibt, bitte.

Sv **Prof. Dr. Christoph H. Seibt**: Herzlichen Dank, Herr Hirte, für die Frage. Ich möchte vorausschicken, dass ich sehr skeptisch bin, ob tatsächlich eine Notwendigkeit für eine Delisting-Regelung erforderlich ist. Ich weise darauf hin, dass in der Tat die zu Recht von der Bundesregierung überlegten Maßnahmen zur Steigerung der Attraktivität des Kapitalmarktes - Stichwort: Neuer Markt 2.0 - konterkariert werden, wenn ich den Exit zu sehr erschwere.

Und zweitens: Es gibt nur eine empirische Grundlage, die feststellt, dass der Börsenkurs sich im Zeitpunkt der Delisting-Ankündigung verringert. An einer solchen fehlt es hingegen für die Betrachtung eines mittelfristigen Zeitpunkts. Diese Folgenabschätzung sollte erst abgewartet werden. Aber wenn man davon ausgeht, dass ein gesetzgeberisches Bedürfnis für das Delisting vorliegt, dann sicherlich nur der kapitalmarktrechtliche Weg. Anders als Herr Tüngler zum Beispiel gesagt hat, liegen ja große Unterschiede zum Beispiel zum Squeeze-Out. Und der große Unterschied besteht eben in dem Verlust der Mitgliedschaftsrechte beim Squeeze-Out und bei der Behaltung der mitgliedschaftlichen Stellung beim Delisting. Wenn wir den kapitalmarktrechtlichen Entwurf nehmen, den ich grundsätzlich mit ein paar Detailänderungen für gelungen halte, dann wäre der Anspruch jedes einzelnen Aktionärs ein zivilrechtlicher Anspruch auf genaue Leistung dieser Vergütung. Und es spricht nichts dagegen, genau den gleichen Rechtsschutz vorzusehen, den wir auch im Übernahmerecht haben, also nach der Postbankentscheidung. Das wäre im Augenblick



der Stand. Also, die Zivilgerichte wären dafür vorgesehen. Es gelte zu überlegen, genauso wie schon im Übernahmerecht, aber wir haben das nicht geändert, ich habe schon vor zehn Jahren vorgeschlagen, dass das im KapMuG (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz) oder in einem kollektiven Verfahren geregelt werden sollte. Womöglich wäre es jetzt Anlass, darüber nachzudenken, nicht nur das Übernahmerecht, sondern auch das Delisting zu verkollektivieren und nicht nur einen individualrechtlichen Zivilrechtsschutz vorzusehen. Aber die Zivilgerichte wären wichtig.

Ich möchte eines noch ergänzen, weil der Beherrschungsvertrag hier erwähnt worden ist. Der typische Fall bei den großen Fällen, und Herr Tüngler hat den Fall Kabel Deutschland erwähnt und vorher war es Celesio, ist auch so, dass eine Übernahme erfolgt und der Vorstand der Zielgesellschaft nicht von sich aus das Delisting veranlasst. Der Vorstand der Zielgesellschaft wird sich überlegen, ob es wirklich im besten Interesse des Unternehmens ist, die Kapitalmarkt-orientierung aufzugeben. Er wird das nur tun, wenn er eine gesicherte alternative Finanzierungsmöglichkeit über seinen neuen Mehrheitsgesellschafter, den Kontrolliererwerber, hat, also eine Konzernfinanzierung. Und nicht durch Zufall wird dadurch immer ein Beherrschungsvertrag vorgeschaltet. Entweder geht man den Weg von Herrn Fey, der sagt, dass wir den Anspruch aus 305 AktG auf Barabfindung haben, also wir brauchen keinen zusätzlichen Anspruch, oder jedenfalls müsste die Frist von sechs Monaten auf zwölf Monate verlängert werden. Denn zwischen dem Übernahmeangebot und der Eintragung des Beherrschungsvertrags im Handelsregister mit dem zwischengeschalteten Freigabeverfahren werden sie mit sechs Monaten nicht auskommen. Das heißt also, wenn für den typischen Fall nach einer Übernahme das Delisting gesucht wird, wird die Sechs-Monate-Frist, die sie vorgesehen haben, zu kurz sein. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die Fraktion DIE LINKE. ist Herr Dr. Troost.

Dr. Axel Troost (DIE LINKE.): Danke schön. Ich habe noch mal zwei Fragen an Herrn Hübers von

ONE Deutschland. Erstens: Die Transparenzrichtlinie soll ja faire Wettbewerbsbedingungen zwischen börsennotierten und nicht mit börsennotierten Unternehmen schaffen. Wie sieht es aus mit diesen gleichen Voraussetzungen für Rohstoff- und Forstunternehmen oder andere Industriezweige?

Und zweitens: Die EU-Vorgaben sehen im Prinzip ja nur sehr begrenzte Spielräume für die Umsetzung der Vorgaben vor. Aber die Frage ist: Gibt es sozusagen noch Spielräume bei der Offenlegung oder Höhe von Sanktionen und wo sollten Ihrer Ansicht nach noch Nachbesserungen stattfinden?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Hübers, bitte.

Sv **Andreas Hübers** (ONE Deutschland): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich fange vielleicht mal mit Ihrer zweiten Frage an. Der Regelungsspielraum ist tatsächlich sehr beschränkt. Ich glaube, das macht bei einem globalisierten Sektor wie der Rohstoffindustrie auch Sinn und ist absolut zielführend. Zu den Bereichen, wo man in der Umsetzung in Deutschland noch etwas nachbessern kann im Bereich der Rohstofftransparenz möchte ich gern die auch von Ihnen genannten oder angeregten Bereiche nennen. Erstens die Offenlegung. Momentan ist vorgesehen, dass alle Unternehmen elektronisch beim Betreiber des Bundesanzeigers diese Zahlen vorlegen. In der Transparenzrichtlinie gilt dann noch zusätzlich für die börsennotierten Unternehmen, dass sie eine eigene Internetadresse angeben, auf der diese Zahlen dann veröffentlicht werden. Als in Brüssel die Trilog-Verhandlungen stattfanden bzw. während der ganzen Verhandlungen zog sich diese Idee ja durch, dass es ja eigentlich eine Regelung für die Zivilgesellschaft in rohstoffreichen Ländern und auch für Journalisten, Gewerkschafter, für Kirchen usw. ist, die halt dadurch erst überhaupt die Möglichkeit bekommen, zu wissen, wie viel Geld an ihre Regierung fließt, und dann dort auch nachzufragen, was denn mit den 100 Mio. Euro, um einen fiktiven Betrag zu nennen, passiert ist und wo denn die Schulen und Krankenhäuser stehen, die mit diesem Geld hätten gebaut werden können. Nun stelle ich mir die Situation in den afrikanischen Ländern ein wenig vor und sehe,



dass sich zwar rapide die Internetzugänge dort vervielfältigen und hochgehen. Allerdings sind allein in Deutschland 60 Unternehmen berichtspflichtig. Dazu kommen dann noch die Rohstoffunternehmen aus den anderen EU-Mitgliedstaaten. Und da einen Überblick zu bekommen, ist für die örtliche afrikanische Zivilgesellschaft dann sehr schwierig oder zumindest mal eine Herausforderung, wenn nicht sogar unmöglich. Wir würden daher vorschlagen, dass es eine zentrale Web-Seite gibt, auf die dann maschinenlesbar, auch das ist wichtig, damit man das weiter nutzen und visualisieren kann, die Daten veröffentlicht werden. Das ist momentan noch nicht vorgesehen und dafür würden wir plädieren. Eine mögliche Website wäre die noch relativ neue zentrale Datenseite der Bundesregierung „GovData.de“, später vielleicht ja auch noch einmal auf europäischer Ebene etwas.

Noch kurz zu den Sanktionen und der Höhe der Sanktionen: Die Richtlinie schreibt vor, dass diese wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein müssen. Und ich glaube, bei der von der europäischen Richtlinie bereits angeregten und jetzt hier im Umsetzungsgesetz übernommenen Höhe von 10 Mio. Euro oder 5 Prozent des Gesamtumsatzes oder das Doppelte des Vorteils des Nichtberichtens, je nachdem, was das Höchste ist, ist schon ein abschreckendes Beispiel gewählt worden. Was auch noch wichtig ist, ist, dass die Ordnungsgeldandrohung in der Richtlinie und im Umsetzungsgesetz auch für natürliche Personen gilt, also auch für die Verantwortlichen in börsennotierten Unternehmen. Das ist auch sehr, sehr wichtig. Nun sind zwei kleine Wörtchen da noch drin „bis zu“, das heißt, der Spielraum der die Sanktion verhängenden Instanz ist auch noch sehr wichtig zu betrachten. Sollte sich dann in der Praxis herausstellen, dass die verhängten Sanktionen noch nicht so hoch sind, dass sie abschreckend sind, besteht über Artikel 28 b Absatz 3 der Richtlinie die Möglichkeit, auch noch nationalrechtlich höhere und zusätzliche Sanktionen zu verhängen. In dem Fall fände ich es interessant, darüber noch einmal nachzudenken.

Zu Ihrer ersten Frage noch ganz kurz. Es ist genau wie Sie sagen, dass durch diese Richtlinie nun ein fairer Wettbewerb, ein level playing field, zwischen

börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen geschaffen wird. Man kann oder sollte sich natürlich auch fragen, ob wir diese fairen Wettbewerbsbedingungen nicht auch dahingehend haben müssten, dass das, was jetzt für die Rohstoffunternehmen und die Forstunternehmen - Herr Henn hatte auch die Banken genannt, die später noch dazu gekommen waren - auch für den Bausektor, wo auch sehr viel Korruption stattfindet, und für weitere Sektoren geschaffen wird. Da kann ich mich eigentlich jetzt etwas kürzer fassen, weil Herr Henn auch schon die country-by-country-reporting-Vorbedingungen genannte hatte. Auch das fänden wir eine sehr richtige, weitere und in dem Sinne auch wettbewerbsrechtlich gebotene zusätzliche Regelung.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN ist Herr Dr. Gambke.

Abg. **Dr. Thomas Gambke** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Vielen Dank. Ich habe zwei Fragen. Die erste geht an Herrn Tüngler noch mal zu dem Thema „Delisting“. Die zweite dann an Herrn Henn. Aber die erste an Herrn Tüngler: Die Problematik ist jetzt – glaube ich – hinreichend dargestellt worden. Ich habe schlicht noch einmal die ganz einfache Frage: Wenn ich auf den Zeitplan schaue, dann soll die 2. und 3. Lesung am 2. Oktober erfolgen. Angesichts der doch – wie ich höre – deutlichen kritischen Anmerkungen, die Sie gemacht haben, halten Sie es für richtig oder für vernünftig, durchaus andoggend an das, was Sie hier dargestellt haben – Ertragsverfahren -, und das sind ja Dinge, die eigentlich bekannt sind, aber dennoch die Frage: Bei diesem Teil, der uns, wenn ich das richtig sehe, erst am letzten Mittwoch per Änderungsantrag vorgelegt wurde, drängt sich bei mir so ein bisschen die Frage auf, ob bei einer so wichtigen Frage im Schweinsgalopp hier zu verfahren ist und ob wir wirklich mit dem Ziel 2. Oktober eine vernünftige Regelung hinkriegen. Das Andoggen solcher Dinge an andere Gesetze ist ja gut erprobte Praxis der Regierungskoalition.

Die zweite Frage geht an Herrn Henn mit einem ganz anderen Hintergrund, und zwar in Richtung länderspezifische Offenlegungspflichten. Da wird ja oft geklagt, und das war auch heute Morgen die erste Frage: Bürokratie. Nun ist es so, dass aus



meiner Kenntnis der Unternehmen, und die ist immerhin schon 25 Jahre lang, länderspezifische Daten in jedem Unternehmen in der Breite vorhanden sind, die hier auch abgefragt werden. Dennoch kommt die Kritik immer wieder. Gibt es Hinweise darauf, dass länderspezifische Offenlegungspflichten nicht zu einer zusätzlichen Bürokratie führen?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.): Vielen Dank. Diese Frage hatte ich befürchtet und ich habe ein wenig Sorge um die Antwort. Wir haben so ein bisschen die Wahl zwischen Pest und Cholera. Wir brauchen dringend eine Regelung, sehr dringend sogar. Deswegen ist auch der Ansatz richtig, dass wir es in diesem Gesetz regeln. Ich bin ja froh, dass es nicht wieder in der Aktienrechtsnovelle auftaucht. Aber die Regelung, wie sie heute hier auf dem Tisch liegt, entspricht ja, wie ich jetzt nicht noch mal erzähle, nicht unserem Ansatz und wird wohl auch keinen Ausgleich schaffen können zwischen dem Interessensübernehmer und den freien Aktionären. Deswegen würden wir dafür plädieren, dass wir es nicht jetzt hier mit dem Gesetz mitnehmen, sondern dass man das auf ganz neue Füße stellt. Ich plädiere aber gleichzeitig dafür, dass man schnell eine Lösung findet. Es soll jetzt keine Lex „K+S“ werden. Das ist mit Sicherheit nicht der richtige Ansatz. Aber wir sehen einfach in der Zeit des billigen Geldes und teilweise auch unterbewerteten Unternehmen, dass die Übernahmefälle sich jetzt in den nächsten Monaten häufen werden. Da werden auch Großunternehmen von betroffen sein. Deswegen ist der Druck da. Gleichzeitig, das ist halt die Wahl zwischen den beiden schlimmen Dingen, können wir nicht gut leben mit dem, was Sie uns vorgeschlagen haben.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Henn, bitte.

Sv **Markus Henn** (WEED): Danke für die Frage. Also, ich kann natürlich jetzt hier nicht für jedes Unternehmen sprechen und denke mal, es gibt sicher Unternehmen, die das auch noch ein bisschen aufbereiten müssen – die Daten. Aber unser Gesamteindruck ist schon, dass dieses Argument der Bürokratie immer ein

vorgeschobenes Argument war, um das abzuwehren, aber es durchaus nicht übermäßige Bürokratie erfordert, um die Daten zu liefern. Wir haben jetzt auch erste Erfahrungswerte aus den Branchen, die wir schon gehört hatten, Rohstoffe und Banken, und hatten da auch nie gehört, dass es jetzt unmöglich war, diese Daten zu liefern. Insofern gehen wir davon aus, dass es mit vertretbarem Aufwand möglich ist. Ich hatte auch einmal am Rande einer Anhörung, die wir bei Ihnen, Herr Dr. Gambke, bei den Grünen hatten, da war Herr Hierstetter, der Steuerchef von General Electric Deutschland, ihn gefragt, ob er denn denkt, dass die Daten, zumindest wie sie hier beim Europäischen Parlament gefordert werden oder wie sie bei BEPS im Aktionspunkt 13 geplant sind, in dem Country-by-country-report, also in dem eher eng beschränkten Report, ob die denn schwer zu liefern seien. Da hat er gemeint, diese Daten wären schon mit vertretbarem Aufwand zu liefern. Was weit schwieriger wäre, wäre, dann noch weitergehende Daten aufzubereiten. Aber diese Kerndaten scheinen nach allem, was ich höre, wirklich lieferbar zu sein. Insofern denken wir, dass das kein Grund sein sollte, das zu unterlassen. Danke schön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die CDU/CSU-Fraktion ist Herr Dr. Harbarth.

Abg. **Dr. Stephan Harbarth** (CDU/CSU): Frau Vorsitzende, vielen Dank. Meine Frage richtet sich an die Sachverständigen Prof. Dr. Seibt und an Herrn Tüngler. Ihnen, Herr Tüngler, zunächst vielen Dank für den zutreffenden Hinweis darauf, dass wir zügig eine Regelung brauchen. Deshalb ist jetzt auch die Integration im vorliegenden Gesetzentwurf vorgesehen, auch in der Zuversicht, dass das die Arbeitsgeschwindigkeit der Oppositionsfaktionen nicht überfordert. Ich will Ihnen die Frage stellen: Wie stellen Sie sich eine Übergangsregelung vernünftigerweise vor? Es stellt sich ja in der Tat die Frage mit Blick auf bereits laufende Verfahren auch die Frage mit Blick auf das, was möglicherweise im Laufe des Septembers noch angekündigt werden könnte, wie man hier sachgerechterweise eine Übergangslösung ausgestaltet. Ich wäre dankbar, wenn Sie in diesem Zusammenhang insbesondere auch den Umstand berücksichtigen könnten, dass die Notwendigkeit



einer Regelung in der Vergangenheit ja mehrfach vorgetragen wurde. Es gibt ja beispielsweise eine offizielle Äußerung des Bundesrates zur Aktienrechtsnovelle, in der er darum gebeten hat zu prüfen, ob man nicht eine Änderung des Rechtszustands im Bereich des Delisting benötigt, so dass sich im Lichte dieser Verlautbarungen schon die Frage stellt, ob es eigentlich legitimerweise ein Interesse der Betroffenen unter Vertrauensgesichtspunkten daran überhaupt geben kann, dass diese Regelung erst im Grunde für neue Delisting-Fälle in Kraft tritt oder ob es nicht sachgerecht wäre, jedenfalls mal alle die Fälle zu erfassen, die jetzt zur Vermeidung einer strengeren Regelung möglicherweise noch schnell durchgepeitscht werden sollen. Dazu wäre ich Herrn Prof. Seibt und Herrn Tüngler für eine Stellungnahme dankbar.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Prof. Dr. Seibt, bitte.

Sv **Prof. Dr. Christoph H. Seibt**: Herzlichen Dank, Herr Dr. Harbarth. Ich habe mich mit dieser Frage noch nicht beschäftigt. Ich bin skeptisch, ob es verfassungsrechtliche Gründe für eine bestimmte Lösung gibt. Ich glaube, das, was Sie vorgetragen haben, Herr Dr. Harbarth, überzeugt mich, dass ein besonderer Vertrauenstatbestand in die Fortsetzung des jetzigen Gesetzeszustands nicht da ist, so dass der Gesetzgeber keine verfassungsrechtlich gebotenen Übergangsfristen bräuchte. Ob das aber sozusagen für das Vertrauen in den Kapitalmarkt und in die Stabilität sozusagen der Regelungen das Richtige ist, das wage ich zu bezweifeln. Ich kann mir aber vorstellen, dass es ausreichen müsste zu sagen, dass diejenigen Unternehmen gegrundfathert sind, also von der neuen Regelung nicht erfasst sind, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des Gesetzes das Delisting-Verfahren bereits begonnen haben. Jetzt stellt sich die Frage: Wann beginnt eigentlich ein solches Verfahren? Ich konnte nur der Presse entnehmen, dass der Großaktionär bei Kabel Deutschland ein Verlangen gestellt hat. Ist das Verlangen an den Vorstand von Kabel Deutschland AG bereits das Eintreten in ein Verfahren? Das scheint mir nicht der Fall zu sein, anders als beim Squeeze-Out. Beim Squeeze-Out ist das Verlangen Teil der gesetzlichen Regelung. Hier beginnt das Verfahren wahrscheinlich mit dem Beschluss der Leitungsorgane der betroffenen

Gesellschaft, ggf. sogar mit Antragstellung bei der Börse. Wenn aber diese Momente getroffen sind, dann – glaube ich – muss sozusagen da der Schnittpunkt stehen. Man kann sich auch überlegen, ob man, um diesem Problem aus dem Weg zu gehen, einen Termin vom 1. Januar 2016 wählt, um sozusagen diese Zweifelsfragen außer Kraft zu stellen. Aber wenn man möglichst einen frühen Zeitpunkt wählen könnte, dann sicherlich die Unternehmen, die bislang noch nicht in dieses Verfahren eingetreten sind.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Tüngler, bitte.

Sv **Marc Tüngler** (Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.): Vielen Dank für die Frage. Eine Rückwirkung, wenn sie irgendwie möglich ist, sollte herbeigeführt werden. Herr Prof. Seibt, Sie haben ja sehr ausgewogen gerade geantwortet. 1.1.2016 ist zu spät, weil wir jetzt sehr viele Unternehmen und sehr viele Großaktionäre in den Startlöchern stehen haben. Da werden auch im Hintergrund Gespräche geführt, teilweise werden wir involviert, was ich dann nie verstehe. Aber da sind einige Dinge noch im Gange. Deswegen sind wir der Meinung, dass wir sofort etwas bräuchten. Und Vertrauensschutz ist auch unserer Ansicht nach nicht mehr gegeben, weil wir jetzt offen darüber diskutieren. Das stand auch in der Presse und Ähnliches. Deswegen sollte man da eigentlich die Möglichkeiten nutzen, die man irgendwie hat, verfassungsrechtlich, dass das ab sofort gilt.

Sie fragen nach einer schnellen Lösung. Das ist natürlich die Frage, welchen Ansatz man wählt. Wenn man eine Übergangsregelung finden möchte, die jetzt noch schnell durchgesetzt werden könnte, wenn denn Konsens besteht, wäre eine Erweiterung des § 29 Umwandlungsgesetz im Endeffekt der richtige Ansatz, um jetzt die Lücke zu schließen, und dann geht man noch mal in ein Verfahren rein und schaut, ob man nicht vielleicht ein wenig über das Ziel hinausgeschossen ist. Sie ahnen, unserer Ansicht nach ist das nicht der Fall. Aber Ihrer Ansicht nach vielleicht schon. Aber wenn wir jetzt darüber beschließen wollen, müssten wir jetzt § 29 Umwandlungsgesetz erweitern, auch um den Fall des Delistings. Dann hätten wir einen Schutz der Aktionäre und vor allen Dingen würden wir auch



den möglichen Ausverkauf der kapitalmarkt-orientierten Industrie in Deutschland halt verhindern können. Sonst, wenn wir jetzt eine Übergangsfrist noch machen, und bis zum 31.12. kann man das noch verkünden und damit ist man geschützt für die Zukunft, dann sehen wir noch einige Fälle in den nächsten Monaten, und das können wir nicht wollen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die SPD-Fraktion ist Kollege Dr. Zimmermann.

Abg. **Dr. Jens Zimmermann** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich würde noch mal zwei Fragen zur MIF-Verordnung an den Bundesverband der Verbraucherzentrale richten. Da haben wir ja bei der Umsetzung die Situation, dass es Optionsmöglichkeiten gibt. Es gibt einmal die Möglichkeit, Maximalbeträge von zum Beispiel 5 Cent einzuführen, dann gibt es die Möglichkeit, da eine Übergangsfrist bis 2020 zu ziehen usw. Da würde mich interessieren, ob Sie die Einschätzung des BMF teilen, dass es aus Gründen der Transparenz und des unverhältnismäßigen Verwaltungsaufwandes geboten ist, diese Option nicht zu ziehen. Dann würde mich ganz besonders interessieren, ob Sie der Meinung sind, ob die Anwendung einer der Optionsregelungen Vorteile für die Verbraucherinnen und Verbraucher bringen könnte. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Pauli von der Verbraucherzentrale, bitte.

Sv **Frank-Christian Pauli** (Verbraucherzentrale Bundesverband e. V.): Vielen Dank Frau Vorsitzende, Herr Dr. Zimmermann, meine Damen und Herren. Die Frage, ob die Optionsrechte angewendet werden sollen, sie sind ja jetzt nicht angewendet worden, ist keine ganz einfache Frage, weil die Optionsrechte versuchen, im Prinzip unterschiedliche Ausgestaltungen dieser Höchstgrenzen festzulegen und damit auch für bestimmte Marktsituationen sozusagen bessere Grenzwerte zu erreichen. Die Schwierigkeit ist, je nachdem für welche Option man sich entscheidet, dass man einerseits Situationen bevorzugt, wo die Zahlungen eher groß sind, andererseits Situationen, wo die Zahlungen eher klein sind. Natürlich ist es in der Vergangenheit ja so gewesen, dass der

Verbraucher gewohnt ist, eher größere Beträge mit Karte zu bezahlen und kleinere Beträge bar zu bezahlen. Andererseits haben wir natürlich Übergänge im Onlinebereich, wo man auch kleinere Beträge – zum Beispiel auch Fahrausweise oder ähnliche Dinge – zu kleineren Beträgen abrechnet, möglicherweise auch in der zukünftigen Entwicklung viele andere kleinere Sachen. Applikationen von Handys zum Beispiel gehen ja dann teilweise wirklich auch in Kleinstbeträge. Dann ist es sehr schwierig, eine Festlegung zu treffen oder vorherzusagen nach dem Motto, welches Optionsrecht jetzt wirklich sinnvoll und wo es für den Verbraucher auch aus seiner Sicht günstiger ist, wenn jetzt einerseits die Banken, andererseits der Handel durch diese Begrenzungswerte besser entlastet werden. Wir haben im Prinzip in der Abwägung auch nur die Feststellung treffen können, auch da es da keine wirklich gute Empirie gibt, wir können es nicht sagen. Insofern ist die Entscheidung des BMF zu sagen, wir nehmen die Optionsrechte nicht wahr, für uns nachvollziehbar, weil man das nicht auf einer verlässlichen Grundlage festlegen konnte.

Die zweite Frage war die nach den Vor- oder Nachteilen für die Verbraucher. Für die Verbraucher ist die Situation immer die: Der Verbraucher profitiert davon, wenn die Händler vor hohen Interbankentgelten geschützt sind, was ja der Regelungsvorschlag ist. Dann sollte es auch so sein, dass der Verbraucher nicht befürchten muss, dass er beim Bezahlen eben durch Preisaufschläge oder durch Zusatzentgelte noch einmal zusätzlich belastet wird. Denn der Verbraucher hat nicht die freie Auswahlmöglichkeit, sämtliche Zahlungsinstrumente, die auf dem Markt verfügbar sind, zu wählen. Das wäre auch kein Wettbewerb mehr, wenn man alles wählen müsste, um überall gleichermaßen zahlen zu können. Die Kostenperspektiven können sich von Händler zu Händler auch durch die ausgehandelten Verträge dann doch wieder sehr unterscheiden. Insofern ist es also für den Verbraucher auf der einen Seite wichtig, was ich bei meinem ersten Statement schon gesagt habe, sicher zu sein vor Zusatzentgelten beim Bezahlen.

Auf der anderen Seite wird auch immer die Perspektive aufgezoogen, okay, wie ist das auf der Seite der ausgebenden Banken bei den Karten. Es



gibt sehr unterschiedliche Preisgefüge bei Karten, die Verbrauchern gemacht werden, von kostenfreien Karten, die allerdings dann die Entgelte manchmal gerne an anderen Stellen generieren, bis hin zu doch relativ teuren Karten. Hier haben wir allerdings eigentlich einen relativ großen Markt und über den Markt auch immer die Chance, diesen größeren Markt als Verbraucher, insbesondere wenn demnächst dann auch das Wechseln des Kontos vereinfacht wird, zu nutzen, so dass wir eigentlich davon ausgehen, dass in dieser Abwägung die Regelung, oder dass man die Option jetzt hier nicht wahrnimmt, vernünftig erscheint. Man kann es – wie gesagt – nicht im Detail voraussagen. Andererseits sind uns so Drohszenarien, die teilweise im Vorfeld auch der Verordnung in Europa gemacht wurden, als übertrieben aufgefallen, also dass man gesagt hat, nach der Interbankenentgeltregelung in Spanien seien alle Kosten drastisch nach oben gestiegen. Das hat sich schon für uns nicht als plausibel erschlossen vor dem Hintergrund, dass es seinerzeit, gerade als das gemessen wurde, 2008 war, und da hatte Spanien auch eine Kreditkartenkrise. Da waren es ganz andere Beweggründe. Und das war nicht sorgfältig auseinander differenziert. Insofern gehen wir davon aus, dass es für die Verbraucher hoffentlich neutral sein sollte. Wenn nicht, werden wir es merken und natürlich noch mal auf die Thematik zurückkommen müssen. Danke.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Die nächsten Fragen kommen von Kollegen Hauer von der CDU/CSU.

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Meine Fragen richten sich nun an Herrn Prof. Seibt und an den Deutschen Anwaltverein. Der Gesetzentwurf sieht ja erhebliche Verschärfungen im Bereich der Bußgeldvorschriften vor. Für juristische Personen sind nun Geldbußen von bis zu 10 Mio. Euro oder 5 Prozent des Jahresumsatzes bzw. des Zweifachen der erlangten Vorteile möglich. Wie bewerten Sie den Gesetzentwurf an dieser Stelle und sehen Sie da Änderungsbedarf?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Entschuldigung, jetzt war ich einen Moment abgelenkt. An wen gingen die Fragen?

Abg. **Matthias Hauer** (CDU/CSU): Die Fragen richteten sich an Herrn Prof. Seibt und an den Deutschen Anwaltverein.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Prof. Dr. Seibt. Entschuldigung.

Sv **Prof. Dr. Christoph H. Seibt**: Herzlichen Dank Herr Hauer. Das Thema der Sanktionen bei Verletzung des Kapitalmarktes, insbesondere der Transparenzvorschriften, beschäftigt ja den deutschen Gesetzgeber schon seit vielen, vielen Jahren. Wir saßen auch hier im Finanzausschuss beim Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz zusammen und haben die Erhöhung der Bußgelder hier besprochen. Ich halte die Erhöhung insgesamt für richtig. Sie ist ja auch unionsrechtlich in gewisser Weise vorgegeben. Ich halte es auch für richtig, dass der Gesetzesvorschlag die umsatzbezogene Bußgeldsanktionierung vorsieht, obwohl das für diesen Akt an sich nicht unionsrechtlich zwingend vorgesehen ist. Aber aufgrund der Strukturkonsistenz mit den anderen Verordnungen, mit denen Sie sich noch beschäftigen müssen – Marktmissbrauchsverordnung – ist das, glaube ich, der richtige Weg. Insofern glaube ich, dass auch durch die Haltung Deutschlands hier für den Kapitalmarkt Richtiges geleistet worden ist.

Ich habe allerdings eine Fundamentalkritik, die äußere ich heute auch nicht zum ersten Mal, und die ist, dass der automatische Stimmrechtsverlust oder der automatische Rechtsverlust kraft Gesetzes, der in der Praxis festgesetzt wird oder festgestellt wird durch den Hauptversammlungsleiter und überprüft wird vor den Zivilgerichten, aus meiner Sicht falsch ist. Derjenige, der sich das neu anguckt – wie zum Beispiel das reiche Königsreich oder Holland, die diesen Stimmverlust nicht hatten -, kommt auf andere Lösungen, sei es eine gerichtliche Anordnung oder sei es eine behördliche Anordnung. Ich glaube, die einzige Stelle, die die Fachkompetenz hat, diese schwierige Frage der Zurechnung zu klären, ist die BaFin. Und wir sollten Vertrauen in die BaFin haben, sie vielleicht auch persönlich und sachlich besser ausstatten, um für die Kapitalmarktteilnehmer Rechtssicherheit zu schaffen. Denn diese Fragen sind schwierig. Es ist ja nicht nur der Stimmverlust, sondern auch vielleicht die Dividendenberechtigung. Und bei diesen sehr, sehr komplizierten Fragen möchte ich



es nicht dem Versammlungsleiter einer Hauptversammlung mit den ganzen Anfechtungsbefugnissen überantworten und ich möchte das auch nicht einem Zivilrichter überantworten, sondern die Fachkompetenz sollte bei der BaFin sein. Ich weiß, es ist sehr spät im Prozess. Aber diese Diskussion gab es ja schon immer. Die Literatur sieht überwiegend die BaFin als richtigen Ort an. Und ich hoffe, dass auch kurz vor Schluss da noch mal Nachdenken erfolgt, so wie das andere europäische Länder auch tun. Herzlichen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Und nun Frau Dr. Apfelbacher, bitte.

Sve **Dr. Gabriele Anna Magdalena Apfelbacher** (Deutscher Anwaltverein e. V.): Vielen Dank für die Frage. Zu dem zweiten Teil - Sanktionsmöglichkeit des Rechtsverlusts - möchte ich mich meinem Vorredner anschließen und auch noch mal darauf hinweisen, dass dieser Automatismus, nämlich Verlust sämtlicher Rechte, keineswegs durch die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie gefordert ist. Vielmehr ist dort gefordert, die Möglichkeit vorzusehen, dass Stimmrechte in schwerwiegenden Fällen entzogen werden können. Genau dieses Konzept, dass eben bei schwerwiegenden Fällen die Stimmrechte entzogen werden können, könnte man beispielsweise eben dadurch lösen, dass die BaFin so einen schwerwiegenden Fall feststellt.

Zu dem Thema „Bußgelder“ stimme ich nicht ganz mit meinem Vorredner überein. Ich glaube, man muss hier doch differenzieren, um welche Bereiche es geht. Konkret geht es eben hier um die Sanktionen unter anderem eben bei der Verletzung von Meldepflichten. Die Materie ist extrem komplex. Es wird – glaube ich – jeder sehen, der sich das durchgelesen hat. Und hier die Möglichkeit, Geldbußen in der angedachten Höhe einzuräumen, hält der Anwaltverein nicht für sachgerecht und auch nicht für verhältnismäßig. Es ist auch nicht von der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie zwingend vorgesehen, dass man beispielsweise eben den halben Jahresumsatz als Maßstab nimmt. Danke schön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die SPD-Fraktion ist Herr Petry.

Abg. **Christian Petry** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich möchte bei dem Themenblock bleiben und habe eine Frage an die Deutsche Kreditwirtschaft und eine an die BaFin. Zunächst die Frage an die Deutsche Kreditwirtschaft. Wir haben ja gerade das Thema der Sanktionen, auch die Höhe der Sanktionen, auch Stimmrechtsentzug, der hier in dem Wertpapierhandelsgesetz in den §§ 39 und folgenden neu geregelt wird. Wie beurteilen Sie die Ausgestaltung der möglichen Geldbußen im Hinblick auf das, was auch jetzt hier an Praktikabilität, an Geeignetheit genannt wurde? Ist die Höhe geeignet, ist auch der Adressat geeignet oder sind die Maßnahmen verhältnismäßig? Das war die Frage an die Deutsche Kreditwirtschaft.

Die Frage an die BaFin bezieht sich auf die Bekanntmachung von Maßnahmen und Sanktionen wegen Verstößen gegen die Transparenzpflicht. Der Gesetzentwurf sieht in § 40 c WpHG vor, dass die BaFin bei der Bekanntmachung von Maßnahmen Sanktionen wegen Verstößen gegen die Transparenzpflichten die für den Verstoß verantwortlichen natürlichen und juristischen Personen oder Personenvereinigungen benennt. Die Deutsche Kreditwirtschaft hätte hier lieber den Begriff der den Verstoß bewirkenden meldepflichtigen Personen anstatt das Vorgenannte. Wie beurteilen Sie diesen Vorschlag der Deutschen Kreditwirtschaft?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Wer antwortet für die Deutsche Kreditwirtschaft?

Sve **Dr. Stefanie Heun** (Die Deutsche Kreditwirtschaft, BdB): Das mache ich noch mal gerne, Frau Heun.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Dann Frau Dr. Heun, bitte.

Sve **Dr. Stefanie Heun** (Die Deutsche Kreditwirtschaft, BdB): Bei den Geldbußen haben wir uns auch dafür ausgesprochen, dass die Höhe hier doch unseres Erachtens unverhältnismäßig ist. Denn, wie Frau Dr. Apfelbacher schon angemerkt hat, die Stimmrechtsmeldung ist eben ein ganz komplizierter, komplexer Vorgang, der auch überaus fehleranfällig ist. Ich glaube, bei vielen, die jetzt denken, oh ja, das ist ganz wichtig, da so eine hohe



Strafe draufzulegen, herrscht der Gedanke vor, dass vielleicht absichtlich Falschmeldungen produziert werden, um ein Anschleichen zu ermöglichen. Mir ist ein derartiger Fall nicht bekannt. Im Gegenteil. Gerade Banken müssen extrem viele Meldungen produzieren. Es geht ja hier nicht nur um den Aktienwerb, sondern es werden jetzt auch Finanzinstrumente gemeldet. Da ist es oft gar nicht so klar, was gemeldet werden muss. Auch die Aufsichtsbehörden ESMA und BaFin haben ja nur nicht abschließende Listen von Finanzinstrumenten veröffentlicht, weil es eben in der Tat gar nicht einfach ist, das Ganze zu beurteilen. Hinzu kommt jetzt, dass durch die Änderung der Transparenzrichtlinie und der dazugehörigen delegierten Verordnung bei der Berechnung der Instrumente von der nominalwertbezogenen Methode auf das Delta übergegangen wird. Da wird auch keine feste Formel vorgeschrieben, sondern hier ist es eben auch so, dass man mit Grundsätzen operiert. Das heißt, hier können sich überall Fehler einschleichen, weshalb wir dafür plädieren, dass man das tatsächlich auf die vorsätzlichen Fälle dann beschränkt, was die Richtlinie ja auch vorsieht.

Es ist zwar jetzt nicht Gegenstand der Frage gewesen, aber ich möchte mich noch mal zu den Stimmrechtsverlusten den beiden Vorredner vollumfänglich anschließen. Insbesondere Herr Prof. Seibt, der sich auf die englische Lösung bezogen hat. Das hatten wir bereits in unserer Stellungnahme vorgetragen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Nun Frau Roegele von der BaFin, bitte.

Sve **Elisabeth Roegele** (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht): Danke schön. Aus unserer Sicht, auch wenn das vielleicht nicht so explizit so im Gesetzentwurf steht, ist das immer nur der Mitteilungspflichtige. Bei einer richtlinienkonformen Auslegung werden wir die Veröffentlichung immer auf die mitteilungspflichtige juristische Person oder die mitteilungspflichtige natürliche Person beziehen und die Veröffentlichung entsprechend vornehmen. Wir werden selbstverständlich dort auch die Vorgaben, die bezüglich der Ermessensentscheidung zu berücksichtigen sind, entsprechend auslegen und berücksichtigen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die CDU/CSU-Fraktion ist Herr Dr. Middelberg.

Abg. **Dr. Mathias Middelberg** (CDU/CSU): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich meine, wir sollten mit dem Sanktionssystem bei der Transparenzrichtlinie schon sehr sorgfältig und ernsthaft umgehen. Eben viel der Begriff: Mir sind da keine Fälle bekannt. Also, ich kann mich noch sehr gut erinnern an die Fälle Porsche/VW und Schaeffler-Continental, in denen es diese Anschleichmanöver gab und nichts gemeldet wurde und dann irgendwie auf einmal gesagt wurde: Guten Tag, wir haben jetzt hier irgendwie 27 Prozent oder so was. Also, ich muss ganz ehrlich sagen, ich fand diese Fälle völlig katastrophal für den deutschen Kapitalmarkt, ein riesiger Schaden für die deutsche Börse, katastrophale Schäden für jeden, der da als Kleinanleger irgendwie agiert, also, diese Zockereien, die dann nachher stattfanden mit der VW-Aktie. Ich muss ganz ehrlich sagen, das möchte ich am Kapitalmarktstandort Deutschland nicht noch mal erleben. Wir haben jetzt ein effizientes Gesetz dafür herzustellen, damit wir diese Fälle in Zukunft vermeiden.

Vor diesem Hintergrund möchte ich noch mal Fragen richten zu dem Sanktionssystem. Der Ansatz, dass man das bei dem Begriff „vorsätzlich“ oder dem Verhalten vorsätzlich anknüpft, finde ich ganz lustig. Ich habe das auch gelesen. Ich frage mich nur, ob sich das in der Praxis wirklich effektiv umsetzen lässt. Lässt sich das wirklich sicherstellen, dass sich das dann auch exekutieren kann? Dazu reicht mir dieses Stichwort noch nicht aus. Da würde ich gerne Herrn Rechtsanwalt Dr. Brellocks und den BVI noch mal fragen, wie Sie zu diesen verschiedenen Sanktionsvorschlägen, also den Bußgeldern, Naming und Shaming ist hier auf der Agenda, und auch zu dem Stimmrechtsverlust stehen und wie Sie das einschätzen vor dem Hintergrund, dass wir am Ende des Tages nicht nur sagen dürfen, was uns alles irgendwie nicht gefällt und was wir nicht so schön finden, sondern dass wir am Ende des Tages auch ein effizientes Sanktionssystem zur Verfügung haben müssen. Da würde ich ganz gerne nicht nur die Kritik hören, was alles nicht geht, sondern was effizient umzusetzen ist.



Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank, Herr Dr. Brellocks, bitte.

Sv **Dr. Michael Brellocks**: Vielen Dank, Herr Dr. Middelberg. Ich denke, der Hinweis ist völlig richtig. Es gab in der Tat Anschleichenfälle und ich glaube auch, dass das, was da zum Teil praktiziert worden ist, aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer sicherlich nicht ideal war und das Vertrauen nicht unbedingt gefördert hat. Wir müssen allerdings sehen, dass das Problem meines Erachtens schon längst behoben ist, nämlich seit dem Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz. Es gibt den § 25 a WpHG, der verbietet genau das bereits heute. Was jetzt mit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie gemacht wird, ist im Grunde nur eine technische Überführung dieser Generalklausel, die wir bislang schon in 25 a haben, in einen neuen Tatbestand 25 Absatz 1 Satz 1, Nummer 2. Künftig heißt es also „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“, bislang war es „Stimmrechtserwerb ermöglichen“. Das ist aber meines Erachtens in der Sache das Gleiche. Das heißt, ein Anschleichen und die Fälle, die Sie beschreiben, das ist vom Tatbestand her meines Erachtens auch künftig auch völlig unproblematisch, nicht möglich. Die Frage ist allerdings, und da haben Sie zu Recht darauf hingewiesen: Was ist eine effektive Sanktion, wenn es einer doch macht? Ich glaube, da muss man sehr genau differenzieren. Wenn man sich anschaut, ich habe die Zahlen nicht genau im Kopf, aber ich glaube, es gibt nach dem Meldetatbestand § 25 a WpHG über Tausend Meldungen im Jahr, die da abgegeben werden. Der größte Teil ist nach meiner Wahrnehmung schlicht Formalismus. Man arbeitet das ab, weil man Sorge hat, ansonsten in eine Meldepflichtverletzung rein zu laufen. Das Ziel, glaube ich, aller Vorschläge von Herrn Prof. Seibt, aber auch des Deutschen Aktieninstituts, der Deutschen Kreditwirtschaft, auch dafür plädiere ich, ist, irgendwo zu versuchen, einen Filter einzuziehen, dass man diesen Formalismus, der aus Sicht der Markttransparenz nicht erforderlich ist, irgendwo vermeiden kann. Und die Frage ist jetzt: Was ist ein Rechtsverlust? Was ist ein effektives System, um in den wirklich gravierenden Fällen den Rechtsverlust herbeiführen zu können, dass man sich eben nicht anschleicht, aber gleichzeitig – sagen wir mal – den Kollateralschaden für alle anderen Marktteilnehmer, die das

jeden Tag abarbeiten müssen, irgendwie reduziert? Da gibt es das Modell von Herrn Prof. Seibt, das ich persönlich sehr sympathisch finde. Wenn es eine gerichtliche oder behördliche Aussetzungsbefugnis gibt, in der Tat, dann ist die Welt sehr viel klarer oder dann ist die Situation sehr viel einfacher. Wenn dieser Systemwechsel zu aufwendig erscheint, dann ist meines Erachtens immer die zweitbeste Lösung und in dem Sinne mein Vorschlag zu verstehen und vielleicht auch der Vorschlag der anderen Kollegen, dass man zumindest den Verschuldensmaßstab anhebt, denn es ist bereits heute anerkannt, dass der Rechtsverlust nicht automatisch verschuldensunabhängig eintritt, sondern dass ein Verschulden erforderlich ist. Die Frage ist dann nur noch: Was ist der richtige Verschuldensmaßstab? Ist es Vorsatz oder Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit? Hier muss man meines Erachtens die Meldetatbestände mit in den Blick nehmen. Wenn ich den Grundtatbestand zu melden habe, also den Erwerb von Aktien zusammen mit den Zurechnungstatbeständen, da kann man mit Vorsatz und grober Fahrlässigkeit meines Erachtens gut arbeiten, weil die noch einigermaßen griffig sind. Bei den Finanzinstrumenten wird das allerdings wirklich schwierig. Insofern plädiere ich an der Stelle für den Maßstab Vorsatz. Ihre Frage ist natürlich richtig. Erwische ich damit die kritischen Fälle? Denn der Nachweis des Vorsatzes ist ja in der Praxis vielleicht nicht immer ganz einfach. Ich meine aber, das muss möglich sein. Denn die Fälle, die Sie zitiert haben, wären nach meiner Auffassung jedenfalls darunter zu subsumieren.

Wenn man vielleicht abschließend die anderen Sanktionsmöglichkeiten einbezieht, Bußgeld und Naming und Shaming, dann denke ich, dass das Gesamtpaket, was an Verschärfungen im Sanktionsbereich kommt, durchaus abschreckende Wirkung hat. Wir verzehnfachen die Bußgelder. Das ist zwingend vorgesehen durch die Richtlinie. Die umsatzbezogene Bußgeldbemessung darüber hinaus, sehe ich nicht, dass das noch einen zusätzlichen Effekt hätte. Bereits die Verzehnfachung ist ohnehin schon eine klare Aussage des Gesetzgebers. Und darüber hinaus haben wir das zwingende Naming und Shaming, also die Bekanntmachung des Rechtsverletzers, bereits vor Rechtskraft. Rechtsstaatlich kann man das durchaus anzweifeln, ob das richtig ist. Aber es ist



so vorgesehen. Und das in Kombination mit dem Rechtsverlust, meine ich, dass das schon ein sehr scharfes Sanktionspaket ist, das genau die Fälle, die Sie zitiert haben, an sich vermeiden sollte. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Frau Dr. Backmann vom Bundesverband Investment und Asset Management, bitte.

Sve **Dr. Julia Backmann** (BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V.): Vielen Dank auch von unserer Seite für die Frage. Herr Dr. Brellocks hat ja schon eine ganze Menge dazu ausgeführt, wie wir – glaube ich – auch unsererseits das Sanktionsregime einschätzen würden. Die Fälle vom Anschleichen, die Sie genannt haben, waren in der Tat sehr problematisch, sind aber natürlich ein Problem gewesen, weil es tatbestandlich nicht erfasst war. Zum Beispiel im Fall Schaeffler-Continental ging es um Instrumente, die letztlich zu der Zeit nicht meldepflichtig waren. Das ist heute vom Gesetz erfasst, wird eben auch durch die künftige Umsetzung der Richtlinie entsprechend nur angepasst formal in die Frage, in welcher Art und Weise ich die Meldepflichten erfüllen muss. Ich glaube schon, dass man sich die Sanktionen insgesamt anschauen muss, damit man ein ausgewogenes Sanktionsregime, auch europaweit konkurrenzfähiges Sanktionsregime, herstellt. Denn wir haben jetzt im Prinzip die Sanktionen, wie sie bislang vom deutschen Gesetzgeber vorgesehen waren. Diese unterscheiden sich wesentlich von den Sanktionen, die jetzt von der Richtlinie vorgegeben werden, umsatzbezogene Geldbußen, Herr Dr. Brellocks hat es ja schon ausgeführt. Ich würde mich dem Vorschlag von Prof. Seibt an der Stelle gerne anschließen, dass man sagt, Stimmrechtsverluste sollten nicht automatisch sein. Da sollte eine Stelle wie zum Beispiel die BaFin dafür verantwortlich sein zu sagen, es gibt jetzt hier einen Verlust von Stimmrechten. Man darf darüber hinaus nicht vergessen, dass es neben dem Verlust von Stimmrechten noch die Verluste weiterer Rechte gibt wie zum Beispiel Bezugsrechte oder eben Dividendenrechte. Da stelle ich mir die Frage, ob das tatsächlich notwendig ist, denn ich habe ja, was das Thema „Geldbuße“ angeht, doch schon einen finanziellen Druck auf den Meldepflichtigen, wenn dieser seiner Meldepflicht nicht nachkommt,

und kann auf diese Weise schon diesen finanziellen Aspekt entsprechend abdecken. Und um dem Ganzen vielleicht noch den Fondsaspekt zuzuführen. Im Rahmen dieses Verstoßes gegen Meldepflichten, wo die Deutsche Kreditwirtschaft schon zu Recht darauf hingewiesen hat, sind komplizierte Meldungen zu vollziehen. Wenn mal ein automatischer Verlust eintritt beispielsweise der Dividendenrechte, dann ist es natürlich schon so, dass man an der Stelle auch Anleger beispielsweise in einem Publikumsfonds treffen würde, wo ich denken würde, dass man für die Sanktionen viel besser ein ausgewogenes System eben über Bußgelder, umsatzbezogene Bußgelder, abdecken kann. Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die Fraktion DIE LINKE. ist Herr Dr. Troost.

Dr. Axel Troost (DIE LINKE.): Ich habe eine allerletzte Frage noch mal an die Schutzgemeinschaft Kapitalanleger. Wir haben jetzt einiges gehört. Die Frage: Gibt es sozusagen bei den Vorschriften noch Möglichkeiten, die Kleinanleger noch sinnvoller sozusagen beim Delisting und anderem zu berücksichtigen? Könnte man da noch irgendwelche Nachbesserungen vornehmen?

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Herr Kienle, bitte.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Ich danke für die Frage. Ich darf gleich mal nachfragen? Sie meinen jetzt bei dem aktuellen Regulierungsvorschlag? Da sehe ich wenige Möglichkeiten für Nachbesserungen, sofern wir uns nicht einer Überprüfung im Rahmen des tatsächlichen Verkehrswertes über ein Ertragswertverfahren oder ähnliches annähern. Ich sehe da schlicht kaum eine Möglichkeit, das aufzubrechen, es sei denn, man ist sich darüber einig, dass der Börsenkurs allenfalls die Untergrenze sein kann. Es muss am Ende des Tages eine gerichtlich nachprüfbare Abfindung zum vollen Verkehrswert stehen. Danke schön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Für die Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN ist der nächste Fragesteller Herr Dr. Gambke.



Abg. **Dr. Thomas Gambke** (BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN): Ich habe keine weiteren Fragen.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Gut. Dann habe ich hier auf der Liste noch für die CDU/CSU Herrn Prof. Hirte zu stehen.

Abg. **Prof. Dr. Heribert Hirte** (CDU/CSU): Frau Vorsitzende, vielen Dank. Ich möchte zunächst noch mal die Frage des Stimmrechtsverlusts aufgreifen und im Anschluss an das, was Herr Prof. Seibt gesagt hat, fragen: Wenn man die Entscheidungszuständigkeit für die Anordnung eines Stimmrechtsverlustes in die Hände der BaFin legen würde, müsste dann nicht 42 VwGO, also die Drittanfechtung, auch gelten? Denn sonst wäre natürlich der Individualrechtsschutz mit dieser Frage sozusagen nicht durchgeführt. Andererseits sozusagen als anderen Gedankengang davon, wenn der Rechtsverlust ja auch das Dividendenrecht umfasst: Wie sind denn Fälle ausgeschlossen, dass, wenn die Dividende nicht gezahlt wird und anschließend eine Übernahme, wir haben ja einige Fälle genannt bekommen, sich vollzieht, dann anschließend sozusagen durch schlichtes Abwarten die nicht gezahlte Dividende im Vermögen des dann Mehrheitsaktionärs verbleibt, der seine Rechte verletzt hat.

Die Frage an Herrn Dr. Brellochs wäre: Wir haben ja ganz am Anfang der Anhörung gehört, dass das Umsteigen auf das Kausalgeschäft als meldepflichtigen Tatbestand durchaus kritisch gesehen wird. Und Sie haben jetzt im Zusammenhang mit den Fällen Schaeffler etc. auf 25 WpHG hingewiesen. Sehen Sie das auch so? Teilen Sie die eben geäußerte Kritik? Vielen Dank.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Zuerst Herr Prof. Dr. Seibt, bitte.

Sv **Prof. Dr. Christoph H. Seibt**: Herr Hirte, Sie haben natürlich vollkommen Recht, dass die Anordnungsbefugnis der BaFin erst mal die kleinste Aussage ist und sich im Rechtsschutz sehr viel abspielt. Aber dazu gibt es rechtsvergleichend einige Beispiele, dass man die Frage der Antragsbefugnis regelt. Man kann zum Beispiel vorsehen, dass die Zielgesellschaft selbst antragsbefugt ist und bestimmte Aktionäre, die bestimmten Schwellenwerte übersteigen, zum

Beispiel 2 Prozent, wären antragsbefugt und alle anderen werden eben gesetzlich ausgeschlossen als eine Modifikation des 42 Absatz 2. So würde ich es auch vorsehen. Ich würde das nicht für jeden Aktionär freigeben, weil ich dann einen Prozess verlagere, den ich bei Zivilgerichten nicht für handhabbar halte, nämlich über die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen nur auf eine Arbeitsbelastung der BaFin. Die kann nicht sein. Aber wenn es begrenzt wird wie zum Beispiel im Schweizer Vorbild und meines Erachtens auch bei den Niederländern jetzt genauso vorgesehen ist, dass eben der Emittent plus bestimmte geballte Aktionärsgruppen nur die Antragsbefugnis haben, dann ist das korrekt. Man muss sich natürlich auch um die Frage „Beschränkung des Rechtszuges“ kümmern, damit das nicht ein langwieriges Verfahren ist. Da wird es Folgefragen geben. Aber dafür ist die Rechtsvergleichung gut. Wir haben einige Länder, insbesondere die Schweiz, die da gute Erfahrung gemacht haben. In anderen Ländern werden sich, wenn auch durch gerichtliche Anordnung, ähnliche Fragen jetzt klären.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Herr Dr. Brellochs, bitte.

Sv **Dr. Michael Brellochs**: Herr Prof. Hirte, Sie hatten nach dem Kausalgeschäft gefragt, § 21 Absatz 1 b WpHG. Ich sehe die Umstellung auch kritisch, und zwar aus folgendem Grund: Die Meldepflichten sind aus Sicht beider Beteiligten, also sowohl der Aktionäre, die diese Meldungen abzugeben haben, als auch aus Sicht der Unternehmen, die die Meldungen im Vorfeld von Hauptversammlungen beispielsweise prüfen müssen, um festzustellen, ob die Aktionäre ihre Rechte haben. Beide Beteiligten dieses Prozesses haben Interesse daran, dass diese Tatbestände möglichst klar und präzise gefasst sind. Jetzt kann man sagen, Absatz 1 b ist eine rein technische Umstellung auf das schuldrechtliche Geschäft. Ich lese sie allerdings so nicht oder jedenfalls kommt es für mich noch nicht hinreichend klar zum Ausdruck. Ich sehe darin eine gewisse Verwischung in dem ansonsten gelten Prinzip, dass ich eben nach 21 Absatz 1 erst dann melden muss, wenn ich dinglich Eigentümer der Aktien bin. Das ist eben das Grundprinzip, weil ich erst dann tatsächlich die Stimmrechte ausüben kann. Es mag sein, dass sich das Thema lösen lässt, indem man



in der Gesetzesbegründung beispielsweise klarstellt, dass der Absatz 1 b tatsächlich nur eine Sonderregel für die Börsengeschäfte ist und dass aber ansonsten die dingliche Anknüpfung unberührt bleibt. Wenn man einen solchen Satz hätte, dann hätte ich damit weniger Probleme, weil ich das dann nicht als generellen Systemwechsel begreifen würde. Im Moment sehe ich aber diesen generellen Systemwechsel, der da vielleicht in Absatz 1 b angedacht ist. Ganz klar ist es meines Erachtens nicht. Den sehe ich in der Tat kritisch, weil eben die Auslegung der Tatbestände erschwert wird. Ich plädiere dafür, diese Tatbestände möglichst klar und präzise und handhabbar zu belassen. Dazu gehört eben auch, dass man das Prinzip wie das Abstraktions- und Trennungsprinzip nicht einfach ohne weiteres über Bord wirft. Danke schön.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Der nächste Fragesteller für die SPD-Fraktion ist Herr Petry.

Abg. **Christian Petry** (SPD): Vielen Dank, Frau Vorsitzende. Ich hätte eine Frage an den Bundesverband Investment und Asset Management, an Frau Franke, und an die Verbraucherzentrale Bundesverband. Und zwar geht es um die Verbesserung der Transparenzregeln durch effektivere Offenlegung von Unternehmensbeteiligungen. Hier ist ja der Begriff der Finanzinstrumente deshalb eingeführt wurden, damit auch neue Anlageformen, das Schaffen neuer Arten von Finanzinstrumenten, die wir heute vielleicht noch nicht im Fokus haben, mit abgedeckt sind und auch künftig letztlich unter der Kontrolle und unter den entsprechenden Transparenzrichtlinien liegen. Deshalb stellt sich mir mit Blick auf die Praxis oder die Geeignetheit die Frage: Was können wir uns darunter vorstellen? Welche Entwicklungen sehen Sie dort möglich, die nun auch dazu führen können, dass diese möglichen neu geschaffenen Instrumentarien zum Erwerb von Aktienbeständen nun auch mitabgedeckt sind oder abgedeckt sein können? Schafft das mehr Transparenz aus Ihrer Sicht oder birgt es vielleicht eher ein Hemmnis am Markt? Das wäre die Frage an Frau Franke und auch an den Bundesverband Verbraucherschutz.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Ich nehme an, Frau Dr. Backmann antwortet?

Sve **Dr. Julia Backmann** (BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V.): Genau, wenn ich darf. Also, aus unserer Sicht ist der Tatbestand, so wie er geschaffen ist, relativ weit oder sehr weit, weil er durchaus eben sämtliche Instrumente erfasst, die wirtschaftlich so wirken, als ob sie einen Zugriff auf Stimmrechte erlauben. Ich glaube, die Herausforderung für die Praxis an der Stelle wird sein, und das gilt sowohl für die Aufsicht als auch für die Marktteilnehmer, herauszufinden, wenn es denn nun neue Entwicklungen im Markt gibt, neue Finanzinstrumente, ob diese unter die Regelung fallen oder nicht. Mit diesen Abgrenzungsschwierigkeiten wird man sich auseinandersetzen müssen. Und auch an der Stelle möchte ich nicht versäumen, noch mal darauf hinzuweisen, dass das natürlich auch eng verknüpft ist mit dem Sanktionsregime. Aber wir sind da zuversichtlich, dass man eben in Zusammenarbeit mit der BaFin an der Stelle eine klare Verwaltungspraxis herausbilden können wird, in welcher Art und Weise welche Instrumente und welche Vereinbarungen denn nun dann meldepflichtig sind.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Vielen Dank. Und von der Verbraucherzentrale nun Herr Pauli.

Sv **Frank-Christian Pauli** (Verbraucherzentrale Bundesverband e. V.): Herr Petry, das Problem ist, dass wir sozusagen von der Arbeitsteilung her, Ihnen die Frage gar nicht so präzise beantworten kann, wie sich das auswirkt. Es gibt ja sehr viele Instrumente, die da in Betracht kommen können. Die Frage wäre, ob die Kollegen von der Schutzgemeinschaft was beisteuern könnten.

Sv **Markus Kienle** (Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V.): Haben wir uns nicht befasst. Können wir leider nicht beantworten.

Vorsitzende **Ingrid Arndt-Brauer**: Gut. Vielen Dank. Ich habe keine weiteren Fragesteller mehr auf meiner Liste, keine Fragen sind hier unbeantwortet geblieben. Von daher danke ich Ihnen sehr herzlich als Sachverständige, dass Sie uns Ihr Wissen zur Verfügung gestellt haben. Sie können sicher sein, wir haben nicht nur eine leistungsfähige Koalition, wir haben auch eine leistungsfähige Opposition. Wir werden Ihre Anregungen aufnehmen, und ich denke einen



guten Gesetzentwurf zustande bringen. Ich wünsche Ihnen noch einen schönen Tag in Berlin und einen guten Heimweg. Vielen Dank.

Schluss der Sitzung: 12.56 Uhr

Ingrid Arndt-Brauer, MdB
Vorsitzende

DR. MICHAEL BRELLOCHS, LL.M. (HARVARD)
RECHTSANWALT

NOERR LLP
BRIENNER STRASSE 28
80333 MÜNCHEN

An den
Finanzausschuss des Deutschen Bundestags
Platz der Republik 1
11011 Berlin

per E-Mail: finanzausschuss@bundestag.de

München, 3. September 2015

**Stellungnahme im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestags am 7. September 2015 zum
Gesetzesentwurf der Bundesregierung "Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung
der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie", BT-Drucks. 18/5010 und zum
Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD
zum Delisting vom 31. August 2015**

I. Vorbemerkung

Die weitere Vereinheitlichung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz (§§ 21 ff. WpHG) in der EU ist zu begrüßen. Der Abbau von Regelungsdifferenzen zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten trägt dazu bei, grenzüberschreitende Transaktionen zu vereinfachen und damit den europäischen Kapitalmarkt zu stärken. Da die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie bei den Meldetatbeständen in weiten Teilen den Grundsatz der Vollharmonisierung einführt, setzt der Regierungsentwurf die Vorgaben der Richtlinie insoweit ohne Abweichungen um.

Einzelne Bestimmungen des Regierungsentwurfs sind allerdings erläuterungs- bzw. korrekturbedürftig. Dabei zeigt sich ein Grundproblem der Umsetzung von vollharmonisierenden Richtlinien: Der Gesetzgeber übernimmt den Richtlinientext nahezu wörtlich, auch wenn der Anwendungsbereich der Bestimmung unklar ist. Zudem ist das Gesamtbild stärker in den Blick zu nehmen. Die §§ 21 ff. WpHG sind seit ihrer

Einführung durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz im Jahr 1994 immer weiter ausgebaut worden und inzwischen eine komplexe und sehr technische Materie. Das Regelungsziel, Transparenz über Beteiligungsverhältnisse an börsennotierten Unternehmen zu schaffen und ein Anschleichen zu verhindern, ist unbestritten. Die Auslegung und Anwendung insbesondere der Zurechnungstatbestände (§ 22 WpHG) und der Meldepflichten für Finanzinstrumente und sonstige Instrumente (§§ 25, 25a WpHG) sind jedoch zum Teil mit erheblichen Rechtsunsicherheiten behaftet. Nach dem Regierungsentwurf sollen nun die Sanktionen bei Meldeverstößen, über die Vorgaben der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie hinausgehend, erheblich verschärft werden. Die Verbindung von unbestimmten und weit gefassten Meldetatbeständen mit äußerst scharfen Sanktionen wirft die Frage der Verhältnismäßigkeit auf.

Vor diesem Hintergrund greift diese Stellungnahme einzelne Punkte des Regierungsentwurfs auf, die aus Sicht des Unterzeichners überdacht werden sollten. Dies betrifft insbesondere:

- (1) § 21 Abs. 1b WpHG-RegE sollte gestrichen werden. Die bisher geltende dingliche Anknüpfung der kapitalmarktrechtlichen Meldetatbestände sollte beibehalten werden (dazu nachfolgend Abschnitt II.1).
- (2) Beim zivilrechtlichen Rechtsverlust gemäß § 28 WpHG-RegE sind Einschränkungen geboten, um unerwünschte Rückwirkungen für börsennotierte Unternehmen zu vermeiden (dazu nachfolgend Abschnitt II.5).
- (3) Die umsatzabhängige Bußgeldbemessung in § 39 Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 und Abs. 5 WpHG-RegE sollte entfallen (dazu nachfolgend Abschnitt II.7).

Die im Änderungsantrag vom 31. August 2015 vorgeschlagene Neuregelung des Delisting durch eine kapitalmarktrechtliche Lösung im Rahmen von § 39 BörsG ist im Ausgangspunkt nachvollziehbar. Zu prüfen ist allerdings, ob das Verfahren vereinfacht werden kann. Ferner sind technische Konkretisierungen und ergänzende Ausnahmetatbestände zu erwägen (dazu nachfolgend Abschnitt III.).

II. Anmerkungen zu einzelnen Bestimmungen des Regierungsentwurfs

1. § 21 Abs. 1b WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 8 c)) – dingliche Anknüpfung der Meldetatbestände vorzugswürdig

§ 21 Abs. 1b WpHG-RegE sollte gestrichen werden. Der Systemwechsel von der bisherigen dinglichen Anknüpfung der kapitalmarktrechtlichen Meldetatbestände hin zu einer schuldrechtlichen Anknüpfung ist vor dem Hintergrund des Trennungs- und Abstraktionsprinzip des deutschen Zivilrechts problematisch.

Im Rahmen der kapitalmarktrechtlichen (§§ 21 ff. WpHG) und der aktienrechtlichen (§§ 20 f. AktG) Beteiligungstransparenz wird derzeit im Grundsatz auf die dingliche Rechtslage und nicht auf den Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts abgestellt. Ein Aktionär, der eine meldepflichtige Zahl von Stimmrechten an einer börsennotierten Aktiengesellschaft hält, muss diese Beteiligung also erst dann gemäß § 21 Abs. 1 WpHG melden, wenn er Eigentum an den Aktien erwirbt. Das ist in der Regel der Zeitpunkt, in dem die Aktien in das Depot des Erwerbers eingebucht werden. Der Abschluss schuldrechtlicher Geschäfte im Hinblick auf börsennotierte Aktien kann allerdings nach §§ 25, 25a WpHG meldepflichtig sein.

Hintergrund ist das Trennungs- und Abstraktionsprinzip des deutschen Zivilrechts: Stimmrechtsmacht und damit Einfluss über eine Aktiengesellschaft kann ein Aktionär erst in dem Moment ausüben, in dem er Eigentümer der Aktien geworden ist. Der Abschluss des schuldrechtlichen Kaufvertrags über börsennotierte Aktien führt nach deutschem Zivilrecht nicht zum Übergang des Eigentums, sondern begründet lediglich einen Anspruch auf Übereignung der Aktien. Erst nachdem dieser Anspruch erfüllt worden ist, die Aktien also an den Erwerber übereignet worden sind, kann dieser die Stimmrechte (und sonstigen Rechte wie z.B. Dividendenbezug, Teilnahme an und Rede in der Hauptversammlung) ausüben. Da die Stimmrechtsmacht nach deutschem Zivilrecht also an das zivilrechtliche Eigentum an den Aktien anknüpft, knüpfen die §§ 21 ff. WpHG an die dingliche Rechtslage an.

Nach § 21 Abs. 1b WpHG-RegE soll künftig das schuldrechtliche Geschäft für die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten maßgeblich sein. Ziel ist offenbar, die Rechtslage in Deutschland an die Rechtslage in anderen Mitgliedstaaten anzugleichen (vgl. Begr. RefE v. 06.02.2015, S. 46 im Vergleich zu Begr. RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 45). Daneben nennt der Regierungsentwurf verschiedene, teils technische Argumente: (i) Die Abgrenzung zwischen § 21 WpHG und § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE soll erleichtert werden. (ii) Der Zeitpunkt, in dem die Meldepflicht ein-

setzt, soll vorverlagert werden, um den Kapitalmarkt früher über einen anstehenden Eigentümerwechsel zu informieren und den Zeitraum für einen möglichen Insiderhandel zu verkürzen. (iii) Aus Sicht des Veräußerers sollen Unklarheiten im Hinblick auf den Zeitpunkt der Einbuchung der Aktien beim Erwerber, also den dinglichen Übergang, vermieden werden.

Diese Erwägungen klingen auf den ersten Blick nachvollziehbar. Bei Licht betrachtet ist die generelle Abkehr vom Trennungs- und Abstraktionsprinzip für die Zwecke der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz jedoch europarechtlich nicht geboten und führt zu erheblichen Komplikationen im Vergleich zum geltenden Recht, die sich durch eine Beibehaltung der dinglichen Anknüpfung leicht vermeiden lassen:

- (1) Zunächst ist festzuhalten, dass die Einführung einer generellen schuldrechtlichen Anknüpfung durch die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie nicht geboten ist. Die Richtlinie macht insoweit keine Vorgaben. Art. 9 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG spricht lediglich von "Erwerb oder Veräußerung von Aktien". Da die meisten Mitgliedstaaten kein Trennungs- und Abstraktionsprinzip kennen, also nicht zwischen schuldrechtlichem und dinglichem Geschäft unterscheiden bzw. der dingliche Anteilsübergang und damit der Übergang der Stimmrechte und der sonstigen Rechte aus den Aktien gleichzeitig mit Wirksamwerden des schuldrechtlichen Grundgeschäfts eintritt, dürfte sich der europäische Gesetzgeber mit der offenen Formulierung "Erwerb oder Veräußerung von Aktien" gerade nicht festgelegt haben. Auch aus der Fristenregelung des Art. 12 Abs. 2 lit. a) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG folgt nichts anderes, weil offenbleibt, ob sich die Wirksamkeit des "Erwerbs" oder der "Veräußerung" auf das schuldrechtliche oder dingliche Geschäft bezieht. In Mitgliedstaaten, die das Trennungs- und Abstraktionsprinzip nicht kennen, erscheint es selbstverständlich, dass die kapitalmarktrechtlichen Meldetatbestände an das schuldrechtliche Geschäft anknüpfen. Als Vorbild für die deutsche Rechtsordnung, in der das Trennungs- und Abstraktionsprinzip gilt, ist die Meldelage in diesen Rechtsordnungen jedoch nicht geeignet.
- (2) Entgegen der Argumentation in der Regierungsbegründung wird die Anwendung der §§ 21 ff. WpHG durch § 21 Abs. 1b WpHG-RegE weder bei Geschäften, die über die Börse abgewickelt werden, noch bei außerbörslichen Geschäften vereinfacht.

Beispiel: Ein Käufer erwirbt 5 % der Aktien an einer börsennotierten AG über die Börse. Der dingliche Vollzug erfolgt zwei Tage nach Geschäftsabschluss (t+2).

Wenn der Käufer bereits bei Abschluss des Kaufvertrags das Überschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE melden muss, stellt sich die Frage, ob der Verkäufer auch bereits bei Abschluss des Kaufvertrags meldepflichtig ist, obgleich er noch Eigentümer der Aktien ist (so wohl RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 44). Wenn dem so ist, würden Käufer und Verkäufer Meldungen nach § 21 Abs. 1 WpHG abgeben, die der materiellen Rechtslage, also dem Eigentum an den Aktien und der daraus folgenden Stimmrechtsmacht, widersprechen. Der Markt würde während des Abwicklungszeitraums also falsch informiert.

Wenn der Verkäufer hingegen erst mit Ausbuchung der Aktien aus seinem Depot, also mit Verlust des Eigentums, das Unterschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE melden müsste, würde dem Markt suggeriert, dass Käufer und Verkäufer jeweils über 5% der Stimmrechte verfügen, obgleich die Stimmrechte aus diesen Aktien entweder nur vom Käufer oder nur vom Verkäufer ausgeübt werden können. Der Markt würde bei dieser Auslegung von § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE also ebenfalls in die Irre geführt.

Weitere Schwierigkeiten entstehen, wenn der Vollzug des Kaufvertrags scheitert. Der Käufer hätte nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE bereits bei Abschluss des Kaufvertrags das Überschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle gemeldet, obgleich er die Aktien noch nicht dinglich erworben hat. Je nachdem, wie man § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE für den Verkäufer auslegt, hätte dieser möglicherweise ebenfalls bereits das Unterschreiten der 5 %- und der 3 %-Schwelle gemeldet. Nun müssten Käufer und gegebenenfalls auch Verkäufer eine Korrekturmeldung veröffentlichen, weil es doch nicht zum Vollzug gekommen ist.

Die dargestellten Auslegungsprobleme und die Notwendigkeit von Korrekturmeldungen lassen sich vermeiden, indem man auf die dingliche Rechtslage abstellt.

- (3) Auch die Abgrenzung zwischen § 21 WpHG und § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE wird durch § 21 Abs. 1b WpHG-RegE nicht erleichtert, sondern bei außerbörslichen Geschäften – die in der Praxis eine große Rolle spielen – sogar erschwert.

§ 21 Abs. 1b WpHG-RegE scheint in erster Linie Geschäfte, die über die Börse abgewickelt werden, im Blick zu haben. Nach der bisherigen Praxis der BaFin ist bei Erfüllung eines Kaufvertrags innerhalb von drei Handelstagen nach Geschäftsabschluss eine Mitteilung nach § 25 Abs. 1 WpHG entbehrlich und stattdessen nur eine Mitteilung nach § 21 Abs. 1 WpHG bei Vollzug erforderlich (Emittentenleitfaden

2013, S. 135). In methodischer Hinsicht nimmt die BaFin in diesen Fällen eine einschränkende Auslegung von § 25 Abs. 1 WpHG vor. Diese einschränkende Auslegung wäre nach § 21 Abs. 1b WpHG-RegE entbehrlich, weil bereits nach dem Gesetzeswortlaut das schuldrechtliche Geschäft nach § 21 Abs. 1 WpHG zu melden wäre. Die Beseitigung dieses Auslegungsproblems, das in der Praxis keine größeren Schwierigkeiten bereitet, wird jedoch um einen hohen Preis erkaufte: Bei außerbörslichen Geschäften und insbesondere bei Streckengeschäften ist die Abgrenzung von § 21 WpHG und § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE unklar.

Beispiel: Ein Käufer erwirbt außerhalb der Börse ein Aktienpaket von 15 % von einem Großaktionär. Im Kaufvertrag wird vereinbart, dass der Vollzug erst einige Wochen nach Abschluss des Kaufvertrags erfolgt (nachdem z.B. bestimmte Bedingungen erfüllt sind).

Nach geltendem Recht wäre der Abschluss des Kaufvertrags nach § 25 Abs. 1 WpHG zu melden, bei Vollzug wäre eine Meldung nach § 21 Abs. 1 WpHG erforderlich. Dies gilt für Käufer und Verkäufer gleichermaßen. Abgrenzungsschwierigkeiten bestehen insoweit nicht.

Welche Meldungen künftig von Käufer und Verkäufer abzugeben sind, ist offen. Der Abschluss des Kaufvertrags wäre nicht nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE meldepflichtig, weil der Kaufvertrag nicht unbedingt und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllen ist. Dafür dürfte der Abschluss des Kaufvertrags nach § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. a) WpHG-RegE zu melden sein.

Fraglich ist aber, welche Meldungen anschließend bei Vollzug erforderlich sind. § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE greift dem Wortlaut nach nicht ein, weil die Aktien dem Käufer bei Erwerb des Eigentums nicht "gehören". Gehören wird in § 21 Abs. 1b WpHG-RegE als "Bestehen eines auf die Übertragung von Aktien gerichteten unbedingten und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllenden Anspruchs" definiert, was bei einer Abwicklung spätestens am zweiten Geschäftstag nach Geschäftsabschluss (t+2) gegeben sei (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 44). Dem Wortlaut nach "gehören" die Aktien dem Käufer im Sinne von § 21 Abs. 1b WpHG-RegE also zwei Tage vor dem dinglichen Vollzug: In diesem Moment besteht ein "auf die Übertragung von Aktien gerichteter unbedingter und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllender Anspruch". Sollen Käufer und Verkäufer also zwei Tage vor dem dinglichen Vollzug nach § 21 Abs. 1 i.V.m. Abs. 1b WpHG-RegE den Eigentumswechsel im Hinblick auf die 15% melden? Oder muss man § 21 Abs. 1 WpHG bei Streckengeschäften dahinge-

hend auslegen, dass die Vollzugsmeldung erst bei dinglichem Vollzug erfolgt? Inhaltlich überzeugend wäre letzteres Ergebnis. Aus dem Gesetz ergibt sich diese Lösung allerdings nicht ohne weiteres. Insofern wäre eine Erläuterung in der Gesetzesbegründung wünschenswert, wenn § 21 Abs. 1b WpHG-RegE beibehalten werden sollte. In diesem Fall sollte in der Begründung das Verhältnis von § 21 Abs. 1 zu Abs. 1b WpHG dahingehend präzisiert und klargestellt werden, dass mit Abs. 1b lediglich eine Sonderregel für Geschäfte, die innerhalb von t+2 abgewickelt werden, geschaffen wird, die dingliche Anknüpfung in Abs. 1 in allen anderen Fällen jedoch unverändert beibehalten bleibt. Damit wäre dann allerdings auch die generelle Abkehr von der dinglichen Anknüpfung vom Tisch.

- (4) Schließlich wären die Rechtsunsicherheiten, die durch einen Systemwechsel zu einer schuldrechtlichen Anknüpfung ausgelöst würden, auch vor dem Hintergrund der erheblichen Verschärfung der Sanktionen problematisch. Dies gilt sowohl für die Meldepflichtigen, als auch für börsennotierte Unternehmen als Empfänger der Meldungen. Rechtssicherheit ist bei der Auslegung der §§ 21 ff. WpHG von zentraler Bedeutung (näher *Brellocks*, ZIP 2011, 2225 ff.). Deshalb sollten die Meldetatbestände möglichst präzise und rechtssystematisch stimmig abgefasst sein. Eine generelle Abkehr vom Trennungs- und Abstraktionsprinzip für die Zwecke der §§ 21 ff. WpHG ist auch aus diesem Grund nicht überzeugend.

2. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 und 8 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 9 a) aa) bbb)) – Aufgabe der alternativen Zurechnung nicht überzeugend

§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE setzt Art. 10 lit. c) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG weitgehend wörtlich um. Unklar ist allerdings der Anwendungsbereich. Zudem sollte die alternative Stimmrechtszurechnung bei Sicherungsgeschäften im Rahmen der §§ 21 ff. WpHG beibehalten werden.

Bislang regelt § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG die dingliche Sicherungsübereignung und ordnet an, dass die Stimmrechte aus den übereigneten Aktien bis zum Eintritt des Sicherungsfalls weiterhin dem Sicherungsgeber zuzurechnen sind. Gleichzeitig ist der Sicherungsnehmer nicht nach § 21 Abs. 1 WpHG meldepflichtig, obwohl er Eigentümer der Aktien ist (sog. alternative Stimmrechtszurechnung, präziser: alternative Stimmrechtserfassung oder Meldepflicht). Dahinter steht die Überlegung, dass der Sicherungsnehmer bis zum Eintritt des Sicherungsfalls in der Regel kein Interesse an der Stimmrechtsausübung hat und der Sicherungsgeber bis zu diesem Zeitpunkt wirtschaftlich Berechtigter bleibt. Sicherungsübereignung und Rückfall des Aktieneigentums bei Wegfall des Sicherungs-

zwecks sind nach Nr. 3 bislang also nicht meldepflichtig. Die übernahmerechtliche Parallelvorschrift des § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG wird nach teilweise vertretener Auffassung zwar anders – nämlich im Sinne einer doppelten Stimmrechtserfassung bei Sicherungsgeber und Sicherungsnehmer – ausgelegt (etwa von *Bülou* in: Kölner Kommentar WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 30 Rn. 156). Allerdings gibt es im Übernahmerecht ein spezielles Befreiungsverfahren, um eine Angebotspflicht des Sicherungsnehmers nach §§ 35 ff. WpÜG zu vermeiden.

Schuldrechtliche Vereinbarungen im Hinblick auf Aktien als Sicherungsgegenstand waren bisher nicht ausdrücklich geregelt, können aber etwa unter § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 WpHG fallen. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE regelt nun einen neuen Zurechnungstatbestand, dessen Anwendungsbereich nicht ganz klar ist: Einerseits sollen die Stimmrechte beim Sicherungsnehmer "verwahrt" werden, was man so verstehen kann, dass das Eigentum nicht übertragen wird, also rein schuldrechtliche Sicherungsgeschäfte erfasst werden. Andererseits soll der Sicherungsnehmer die Stimmrechte "halten", was für einen Eigentumsübertragung sprechen könnte. Rechtsfolge soll offenbar sein, dass die Stimmrechte des Aktieneigentümers (d.h. Sicherungsgebers) dem Verwahrer der Aktien (d.h. dem Sicherungsnehmer) zugerechnet werden, wenn letzterer die Absicht bekundet, die Stimmrechte auszuüben. Das scheint dafür zu sprechen, dass schuldrechtliche Sicherungsgeschäfte ohne Eigentumsübergang erfasst werden. Auch wenn die Auslegung des neuen Zurechnungstatbestands aufgrund der Vollharmonisierung letztlich durch den EuGH bestimmt wird, wäre es wünschenswert, den praktischen Anwendungsbereich von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE in der Gesetzesbegründung zu erläutern.

Problematisch ist ferner, dass im Zusammenhang mit der Einführung von § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE das Konzept der alternativen Meldepflicht aufgegeben werden soll (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 45). Begründung und Reichweite dieser Aussage in der Gesetzesbegründung sind allerdings nicht eindeutig.

Zur Begründung wird auf den Grundsatz der Maximalharmonisierung verwiesen. Art. 10 lit. c) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG gebietet eine Stimmrechtszurechnung an eine natürliche oder juristische Person, bei der Aktien "als Sicherheit verwahrt werden, sofern [sie] die Stimmrechte hält und ihre Absicht bekundet, sie auszuüben". Dass die alternative Zurechnung bei Sicherungsgeschäften generell aufzugeben ist, lässt sich den Richtlinienvorgaben nicht entnehmen. Zur Umsetzung würde es also genügen, § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 WpHG-RegE ins Gesetz aufzunehmen. Eine Äußerung in der Gesetzesbegründung, ob alternativ oder kumulativ zu melden ist, ist entbehrlich.

Unklar bleibt ferner, ob sich die Aussage zur Aufgabe der alternativen Meldung nur auf Nr. 3 oder auch auf Nr. 8 bezieht. Sinnvollerweise sollte in beiden Fällen alternativ gemeldet werden, auch wenn der Wortlaut von Nr. 8 das nicht zum Ausdruck bringt. Gleiches gilt letztlich auch für § 30 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG. Auch dort sollte alternativ zugerechnet werden, eine Befreiung vom Pflichtangebot wäre dann entbehrlich. Dies entspricht der Logik von Sicherungsgeschäften: Bis zum Eintritt des Sicherungsfalls soll gerade keine Änderung der materiellen Befugnis im Hinblick auf die Stimmrechte eintreten. Erst mit Eintritt des Sicherungsfalls erlangt der Sicherungsnehmer Zugriff auf die Stimmrechte, erst in diesem Moment ist also eine Information des Kapitalmarktes erforderlich. Wenn hingegen bei § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG und bei der neuen Nr. 8 sowohl Sicherungsgeber als auch Sicherungsnehmer bereits vor Eintritt des Sicherungsfalls meldepflichtig sein sollten, würde dies zu einer Vielzahl von Meldungen im Zusammenhang mit dem Abschluss und der Rückzahlung von Darlehensverträgen, die durch börsennotierte Aktien besichert werden, führen. Damit würden zugleich zahlreiche Kreditbeziehungen vor Eintritt des Sicherungsfalls öffentlich, was weder im Interesse der Parteien liegt noch aus Sicht der Kapitalmarkttransparenz erforderlich ist.

3. § 22a Abs. 2 bis 6 WpHG-RegE und Folgeänderungen in der Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung (Art. 1 Nr. 10 und Art. 12) – Unterbrechung der Tochterzurechnung

Die Zusammenfassung der Vorschriften zur Unterbrechung der Eigenschaft eines Unternehmens als Tochterunternehmen in § 22a Abs. 2 bis 6 WpHG-RegE ist zu begrüßen. Damit erhöht sich die Übersichtlichkeit im Vergleich zu den bisherigen Regelungen, die über verschiedene Bestimmungen im WpHG und KAGB verteilt waren.

Fraglich ist allerdings, wie die neue Formulierung, die auf die Unabhängigkeit "vom Mutterunternehmen" abstellt (vgl. etwa § 22a Abs. 2 Nr. 1 und Abs. 3 Nr. 1 WpHG-RegE im Unterschied zu § 22 Abs. 3a Satz 1 Nr. 2 WpHG, wonach es auf die Unabhängigkeit "vom Meldepflichtigen" ankommt) in Konzernverhältnissen zu verstehen ist. Wenn man den Begriff auf das unmittelbare Mutterunternehmen beschränkt, wäre es künftig möglich, einen kapitalmarktrechtlichen "Konzern im Konzern" zu bilden, d.h. die Tochterzurechnung nach § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG z.B. von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen an seine unmittelbare Muttergesellschaft zu unterbrechen, sofern die Unabhängigkeitsvoraussetzungen in diesem Verhältnis erfüllt sind, auch wenn die unmittelbare Muttergesellschaft selbst nicht unabhängig von der Konzernmutter ist. Die bisherige Praxis der BaFin ist an dieser Stelle restriktiver, weil sie auch den Nachweis verlangt, dass die unmittelbare Muttergesellschaft ihrerseits unabhängig von ihren Muttergesellschaften ist.

Im Übrigen soll mit der regelungstechnischen Zusammenfassung der Bestimmungen zur Unterbrechung der Tochterzurechnung offenbar keine Änderung im Vergleich zum geltenden Recht verbunden sein. Deshalb ist davon auszugehen, dass die Anträge, die nach den bisherigen Vorschriften gestellt wurden, unter den neuen Vorschriften fortgelten. Es wäre wünschenswert, wenn dies in der Gesetzesbegründung klargestellt würde.

4. § 25 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 12) – Meldepflichten für "Instrumente"

Die Meldepflichten für "Instrumente" (bisher "Finanzinstrumente" und "sonstige Instrumente") werden in § 25 WpHG-RegE vollständig neugefasst. Grundsätzliche inhaltliche Änderungen sollen damit nicht verbunden sein (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46).

§ 25 WpHG-RegE wird – wie die Gesetzesbegründung (RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 46) richtig feststellt – in der Praxis gleichwohl eine Reihe von Auslegungsfragen aufwerfen. Dies liegt an der Regelungstechnik von § 25 WpHG-RegE, die sich im Hinblick auf den Normzweck kaum vermeiden lässt: § 25 WpHG-RegE kombiniert einen Grundtatbestand (§ 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG-RegE) mit einer Generalklausel (§ 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE), die mit unbestimmten Rechtsbegriffen arbeitet ("vergleichbare wirtschaftliche Wirkung"), um Umgehungen zu vermeiden. Damit soll ein Anschleichen an börsennotierte Unternehmen durch Verwendung von "Instrumenten" anstelle von Aktien vermieden werden.

Dies wäre an sich nicht problematisch, wenn nicht § 28 Abs. 2 WpHG-RegE den zivilrechtlichen Rechtsverlust auf Verletzungen von § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE ausdehnen würde. Zu befürchten ist, dass die Rechtsunsicherheiten, die insbesondere mit der Auslegung von § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE verbunden sind, über § 28 Abs. 2 WpHG-RegE zu einem Problem der börsennotierten Unternehmen selbst werden, also diejenigen treffen, die durch die Regelungen auch geschützt werden sollen. Deshalb sollte § 28 Abs. 2 WpHG-RegE enger gefasst werden (dazu unten Abschnitt II.5c).

Unabhängig davon ist zu § 25 WpHG-RegE folgendes anzumerken:

- (1) Unklar ist, was unter "Ermessen in Bezug auf sein Recht auf Erwerb dieser Aktien" in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. b) WpHG-RegE zu verstehen ist. Damit wird Art. 13 Abs. 1 lit. a) der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie – wohl aufgrund der Vollharmonisierung – nahezu wörtlich umgesetzt. Inhaltlich könnte man § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. b) WpHG-RegE jedoch als Spezialregelung

zu § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. a) WpHG-RegE auffassen, für die Fälle, in denen der Inhaber eines Instruments Einfluss auf den Eintritt der Bedingung für den Stimmrechtserwerb hat. Wenn der Inhaber die Bedingung ausübt, wird das Instrument fällig und es entsteht ein unbedingtes Recht auf Erwerb der Stimmrechte. Ein Instrument, das dem Inhaber ein "Ermessen" einräumt, ist also zugleich auch ein Instrument, das bei "Fälligkeit ein unbedingtes Recht" gibt. § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. b) WpHG-RegE erscheint neben § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 lit. a) WpHG-RegE insofern überflüssig.

- (2) Der Begriff der "vergleichbaren wirtschaftlichen Wirkung" in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE scheint etwas enger gefasst als die bisherige Formulierung in § 25a Abs. 1 WpHG, die an die rein tatsächliche Möglichkeit des Stimmrechtserwerbs durch das "Finanzinstrument" oder "sonstige Instrument" anknüpft. Dies ist jedoch unschädlich. Betrachtet man den Normzweck von § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE, eine Umgehung des Grundtatbestands der Nr. 1 zu vermeiden, also einen verdeckten Beteiligungsaufbau an einem börsennotierten Unternehmen zu unterbinden, spricht vieles dafür, dass eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung nur vorliegt, wenn das Instrument wirtschaftlich geeignet und bestimmt ist, eine Beteiligung an einem börsennotierten Unternehmen aufzubauen. Eine entsprechende Konkretisierung durch die ESMA und die BaFin wäre zu begrüßen, da der Tatbestand des § 25a WpHG in seinen Randbereichen aufgrund der erheblichen Unschärfe in der Praxis immer wieder Fragen aufgeworfen hat. Es wäre wünschenswert, wenn meldepflichtige und meldefreie Instrumente durch die Listen von ESMA und BaFin klarer abgegrenzt würden und nur solche Instrumente meldepflichtig sind, die über eine gewisse Aussagekraft im Hinblick auf die Beteiligungsverhältnisse an börsennotierten Unternehmen verfügen.
- (3) Die Liste in § 25 Abs. 2 WpHG-RegE ist nur eingeschränkt hilfreich für die Konkretisierung von § 25 Abs. 1 WpHG-RegE. Die dort genannten Fälle können, abgesehen von Zinsausgleichsvereinbarungen, eindeutig unter § 25 Abs. 1 WpHG-RegE fallen. Bei reinen Zinsausgleichsvereinbarungen (in der englischen Fassung: "*forward rate agreements*") ist ein Bezug zu einem Aktienwerb hingegen nicht erkennbar. Aufgrund der Vorgaben in Art. 13 Abs. 1b lit. e) der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie ist die Aufnahme von Zinsausgleichsvereinbarungen in die Liste jedoch nachvollziehbar. Da insoweit die Vollharmonisierung greift, wäre eine Korrektur nur auf europäischer Ebene möglich.

5. § 28 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 17) – zivilrechtlicher Rechtsverlust

a) Praktische Bedeutung

Die Bestimmungen zur kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz sind nicht nur vor dem Hintergrund der vor einigen Jahren geführten Diskussion um das "Anschleichen" an börsennotierte Unternehmen zu sehen. Ein Anschleichen (im Sinne eines meldefreien Beteiligungsaufbaus) ist seit Erweiterung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (BGBl. 2011 I Nr. 14 v. 07.04.2011, S. 538) ohnehin nicht mehr möglich und wird auch künftig nach § 25 WpHG-RegE nicht möglich sein. Vielmehr rückt die Compliance-Komponente der §§ 21 ff. WpHG immer stärker in den Vordergrund. Betroffen sind insbesondere börsennotierte Unternehmen und institutionelle Investoren, also nicht nur Aktionäre, die zu Übernahmезwecken eine Beteiligung aufbauen. Dieser Aspekt wird sich durch den Regierungsentwurf erheblich verschärfen.

Ursache ist die Kombination aus den neugefassten Meldetatbeständen mit einer erheblichen Verschärfung der Sanktionen. Die neuen Meldetatbestände werfen Rechtsunsicherheiten auf, insbesondere wenn der Wechsel zur schuldrechtlichen Anknüpfung beibehalten werden sollte. Hinzu tritt die vollständige Neuregelung der Meldepflichten für Instrumente gemäß § 25 WpHG-RegE, die in den Randbereichen vermutlich – ähnlich wie nach Einführung von § 25a WpHG – zahlreiche Auslegungsfragen aufwerfen wird. Während die Meldetatbestände aufgrund der Vollharmonisierung weitgehend vorgegeben sind, hat der Gesetzgeber bei den Sanktionen mehr Flexibilität. Die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie erlaubt es, den zivilrechtlichen Rechtsverlust auf "schwerwiegendste" Verstöße und auf den Verlust von Stimmrechten zu beschränken (Art. 28b Abs. 2 Satz 2). Der Regierungsentwurf nutzt diese Flexibilität nicht, sondern verschärft § 28 WpHG erheblich. Diese Verschärfung ist nicht notwendig und könnte kontraproduktiv sein. Zu befürchten ist, dass der deutlich erweiterte § 28 WpHG-RegE zu einem Vehikel wird, um die Reichweite der neuen Meldetatbestände im Rahmen von Hauptversammlungen börsennotierter Unternehmen "zu testen". Damit wären erhebliche Mehrbelastungen der Unternehmen verbunden (vgl. bereits Begr. RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 13 im Zusammenhang mit der Einführung der sog. Investorenerklärung, § 27a WpHG). Sie müssten im Vorfeld von Hauptversammlungen vermutlich häufiger als bisher prüfen, ob einzelne Aktionäre teilnahme- und stimmberechtigt sind. Im Nachgang von Hauptversammlungen wären sie vermutlich häufiger Anfechtungsklagen ausgesetzt. Dieser Zusatzaufwand müsste, auch wenn er schwer zu beziffern ist, als "Erfüllungs-

aufwand für die Wirtschaft" (vgl. Abschnitt E.2 des RegE, BT-Drucks. 18/5010, S. 3) berücksichtigt werden.

Vor diesem Hintergrund sollte § 28 WpHG-RegE eingeschränkt und rechtssicherer ausgestaltet werden. Dabei ist zwischen beiden Absätzen zu differenzieren.

b) § 28 Abs. 1 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 17 a)) – Rechtsverlust bei Verstoß gegen § 21 Abs. 1 oder 1a WpHG sollte auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit beschränkt und Rechtsverlust zu Lasten Dritter vermieden werden

§ 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE sollte auf vorsätzliche und grob fahrlässige Verletzungen der Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a WpHG beschränkt werden.

Nach herrschender Auffassung in Rechtsprechung und Literatur tritt der zivilrechtliche Rechtsverlust nach § 28 Satz 1 WpHG nur ein, wenn der Meldepflichtige mindestens fahrlässig handelt (vgl. etwa KG, Beschl. v. 09.06.2008 – 2 W 101/07, ZIP 2009, 1223, 1232; OLG München, Urt. v. 09.09.2009 – 7 U 1997/09, WM 2010, 265, 268; *Kremer/Oesterhaus* in: Kölner Kommentar WpHG, 2. Aufl. 2014, § 28 Rn. 34 ff.; *U. H. Schneider* in: Assmann/Schneider, WpHG, 6. Aufl. 2012, § 28 Rn. 20; *Brellocks*, ZIP 2011, 2225, 2230 m.w.N.). Fahrlässigkeit entfällt nach richtiger Auffassung, wenn der Meldepflichtige den zugrundeliegenden Sachverhalt aufgeklärt hat, sich fachkundig beraten lässt und mit der BaFin abstimmt. In diesen Fällen ist nicht ersichtlich, welche weiteren Maßnahmen der Meldepflichtige hätte ergreifen sollen, um einen Rechtsverlust zu vermeiden. Hintergrund ist die Schwere der Sanktion: Aus rechtsstaatlichen Gründen ist es nach herrschender Auffassung nicht zumutbar, zivilrechtliche Rechte, die mit dem Aktieneigentum verbunden sind, verschuldensunabhängig kraft Gesetzes zu entziehen (vgl. die vorgenannten Nachweise).

Bereits die geltende Rechtslage zu § 28 WpHG, die lediglich einfache Fahrlässigkeit voraussetzt, erscheint unbefriedigend, weil die Schwelle bei professionellen Marktteilnehmern nach Auffassung mancher Gerichten sehr schnell erreicht ist. Sinnvoller und rechtssicherer wäre es, den Verschuldensmaßstab auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit anzuheben. Das gilt erst recht, wenn der Rechtsverlust auf sämtliche Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG ausgeweitet wird. Zum einen ist die Auslegung der Zurechnungstatbestände mit erheblichen Unsicherheiten verbunden (etwa beim abgestimmten Verhalten nach § 22 Abs. 2 WpHG). Zudem anderen hat der Meldepflichtige bei den Zurechnungstatbeständen bis auf Nr. 1 (Tochterzurechnung) keinen direkten Zugriff auf den Eigentümer der Aktien. Er muss also versuchen, vertraglich sicherzustellen, dass der unmittelbare Aktieneigentümer die erforderlichen Meldungen

abgibt, kann dies jedoch nicht gewährleisten. Gleichwohl soll er das Risiko tragen, dass die Rechte aus den Aktien – dem Wortlaut nach verschuldensunabhängig – verloren gehen. Das ist unverhältnismäßig. § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE sollte deshalb auf vorsätzliche und grob fahrlässige Verletzungen der Mitteilungspflichten beschränkt werden. Konsequenterweise könnte dann der verlängerte Rechtsverlust nach § 28 Abs. 1 Satz 3 WpHG-RegE, der nach derzeitiger Gesetzesfassung nur bei Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit eintritt, zum Regelfall erhoben werden. Zudem wäre eine Beschränkung des Rechtsverlusts auf Stimmrechte zu erwägen.

Auch in § 59 WpÜG-RegE (Art. 4 Nr. 4) sollte eine entsprechende Beschränkung auf vorsätzliche oder grob fahrlässige Verletzungen der Angebotspflicht vorgenommen werden (zumal dort sogar ein Rechtsverlust zu Lasten gemeinsam handelnder Personen gemäß § 2 Abs. 5 WpÜG vorgesehen ist).

Hinzu tritt ein weiteres Problem bei § 28 Abs. 1 WpHG-RegE. Durch die Erweiterung auf sämtliche Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG kann es dazu kommen, dass Dritte Stimmrechte aus Aktien verlieren, obgleich sie selbst ihren Mitteilungspflichten genügt haben. Dies gilt bereits heute für Tochterunternehmen und Treuhänder (§ 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG). Dort lässt sich der Rechtsverlust zu Lasten Dritter jedoch mit dem Kontrollgedanken (bei Nr. 1) bzw. mit dem Umgehungsgedanken (bei Nr. 2) rechtfertigen. § 28 Abs. 1 WpHG-RegE erweitert die zivilrechtliche Erfolgshaftung für das Verhalten Dritter jedoch erheblich und ist in der vorgeschlagenen Weite nicht überzeugend.

Beispiel: Drei Aktionäre haben eine Pool-Vereinbarung über die von ihnen gehaltenen Stimmrechte abgeschlossen. Damit liegt ein abgestimmtes Verhalten im Sinne von § 22 Abs. 2 WpHG vor. Wenn nur einer der Aktionäre seine Mitteilungspflichten nach §§ 21 Abs. 1, 22 Abs. 2 WpHG verletzt, würden die anderen beiden Aktionäre die Rechte aus ihren Aktien nach dem Wortlaut von § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE ebenfalls verlieren, auch wenn sie ihre Meldepflichten erfüllt haben.

Um einen solchen Rechtsverlust zu Lasten pflichtgemäß handelnder Dritter auszuschließen, sollte § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE dahingehend umformuliert werden, dass lediglich der Meldepflichtige seine eigenen und zugerechneten Rechte nicht ausüben kann. Die Rechtsausübung durch den unmittelbaren Eigentümer der Aktien sollte hingegen zulässig bleiben. Anknüpfungspunkt für die Sanktion sollte also der pflichtwidrig handelnde Aktionär und nicht "die Aktie" selbst sein. Dies wäre von Art. 28b Abs. 2 der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie gedeckt.

§ 28 Abs. 1 WpHG-RegE könnte demnach lauten:

"Der Meldepflichtige kann Rechte aus Aktien, die ihm gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 zugerechnet werden, in der Zeit nicht ausüben, in der er vorsätzlich oder grob fahrlässig Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a nicht erfüllt hat. [Satz 2 wie bisher, sofern man den Rechtsverlust nicht ohnehin auf Stimmrechte beschränkt]. Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist nach Satz 1 um sechs Monate. [Satz 4 wie bisher]."

c) § 28 Abs. 2 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 17 b)) – Rechtsverlust bei Verstoß gegen § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE sollte auf Vorsatz beschränkt werden

§ 28 Abs. 2 WpHG-RegE sollte auf vorsätzliche Verletzungen der Mitteilungspflichten nach § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE beschränkt werden.

Durch die Erweiterung des zivilrechtlichen Rechtsverlusts auf die Meldetatbestände für Instrumente und auf den neuen Zusammenrechnungstatbestand besteht die Gefahr einer erheblichen Übersanktionierung. Bislang führten Verstöße gegen §§ 25, 25a WpHG nicht zu einem Rechtsverlust nach § 28 WpHG. Die gesetzgeberische Zurückhaltung an dieser Stelle war richtig, weil die Meldepflichten für Instrumente zahlreiche komplexe Auslegungsfragen aufwerfen. Insbesondere hat sich gezeigt, dass der Auffangtatbestand des § 25a WpHG in seinen Randbereichen erhebliche Unschärfen aufweist (vgl. bereits Abschnitt II.4). Der zivilrechtliche Rechtsverlust ist ein scharfes Schwert. Deshalb hat der Gesetzgeber des Risikobegrenzungsgesetzes z.B. bei Einführung des verlängerten Rechtsverlusts in § 28 Satz 3 WpHG zur Wahrung der Verhältnismäßigkeit eine Beschränkung auf Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit angeordnet (RegE Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/7438, S. 13; Bericht des Finanzausschusses zum Risikobegrenzungsgesetz, BT-Drucks. 16/9821, S. 12).

Anders jedoch § 28 Abs. 2 WpHG-RegE: Danach soll der zivilrechtliche Rechtsverlust verschuldensunabhängig bei sämtlichen Verstößen gegen § 25 WpHG-RegE einsetzen, sogar wenn gegen den weiten und als Auffangtatbestand konzipierten Absatz 1 Satz 1 Nr. 2 verstoßen wird. Das lässt sich mit dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz nicht vereinbaren. Zudem steht zu befürchten, dass es künftig vermehrt zu Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse von börsennotierten Unternehmen kommt, auch wenn die zugrundeliegenden Verstöße gegen § 25 WpHG-RegE oftmals eher technischer Natur sind und aus Sicht des Marktes nicht zu einem Transparenzverlust geführt haben.

Dabei ist auch zu beachten, dass selbst eine gesicherte Verwaltungspraxis der ESMA und der BaFin zur Auslegung von § 25 WpHG-RegE nicht vor einem Rechtsverlust nach § 28 Abs. 2 WpHG-RegE schützen würde. Über die Auslegung der §§ 21 ff. WpHG entscheiden im Rahmen von Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse, die auf § 28 WpHG gestützt sind, nämlich die Zivilgerichte, die an die Rechtsauffassung der Verwaltung nicht gebunden sind. Dies hat in der Vergangenheit immer wieder zu instanzgerichtlichen Urteilen geführt, die mit dem Normzweck der §§ 21 ff. WpHG nicht im Einklang stehen und deshalb für Verunsicherung unter den Marktteilnehmern gesorgt haben. Durch die Ausweitung von § 28 Abs. 2 WpHG-RegE auf § 25 Abs. 1 WpHG-RegE würden sich dieses Problem vermutlich verschärfen.

Deshalb ist es geboten, den zivilrechtlichen Rechtsverlust bei Verletzung von § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE auf vorsätzliche Handlungen zu beschränken. Wenn ein Investor unter bewusster Missachtung der Meldevorschriften für Instrumente eine verdeckte Beteiligung aufbaut, ist ein Rechtsverlust unproblematisch und nachvollziehbar. Wenn ein Instrument hingegen irrtümlich nicht gemeldet wurde (z.B. weil ein ausländischer Inhaber des "Instruments" nicht im Blick hat, dass überhaupt eine Meldepflicht in Betracht kommt, weil es um ein Andienungsrecht in einer Gesellschaftervereinbarung geht), mag eine Ordnungswidrigkeit vorliegen, ein Rechtsverlust sollte hingegen ausscheiden. Auf diese Weise dürfte das Missbrauchsrisiko im Zusammenhang mit § 28 Abs. 2 WpHG-RegE beherrschbarer werden.

6. § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 19a) – Ausschluss von Bezugsrechten sollte ausgenommen werden

Die geplante Ergänzung von § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE durch den Halbsatz "Beschlussfassung über diese Rechte" ist zu begrüßen. Sie kodifiziert die herrschende Auslegung, die auch der BaFin-Praxis entspricht (Emittentenleitfaden 2013, S. 169), wonach Beschlüsse des Vorstands und der Hauptversammlung nach § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE meldepflichtig sein können, auch wenn es sich nicht um "Vereinbarungen" im Sinne des bisherigen Wortlauts handelt.

Problematisch ist allerdings, dass nach Auffassung der BaFin (Emittentenleitfaden 2013, S. 169) auch der Ausschluss von Bezugsrechten zu einer gesonderten Mitteilungspflicht nach § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE führen soll. Dies ist inhaltlich nicht überzeugend und durch Art. 17 Abs. 2 lit. d) der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG nicht veranlasst. Art. 17 Abs. 2 verpflichtet den Emittenten sicherzustellen, dass "alle...Informationen, die die Aktionäre zur Ausübung ihrer Rechte be-

nötigen... zur Verfügung stehen". Deshalb muss nach lit. d) z.B. über die "Zahlung von Dividenden" oder die "Emission neuer Aktien" informiert werden. Da das Bezugsrecht bei einem Bezugsrechtsausschluss gerade nicht wahrgenommen werden kann, ist ein entsprechender Hinweis entbehrlich, zumal bei einem Bezugsrechtsausschluss durch die Hauptversammlung ohnehin im Rahmen der Einladung zur Hauptversammlung zu informieren ist. Der Formalaufwand für die entsprechenden Meldungen der Gesellschaften lässt sich also reduzieren.

Die Auslegung der BaFin könnte sich durch die geplante Ergänzung von § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE durch den Halbsatz "Beschlussfassung über diese Rechte" verfestigen, wenn man argumentiert, dass ein Bezugsrechtsausschluss als Beschlussfassung über das Bezugsrecht anzusehen ist. Deshalb ist eine inhaltliche Korrektur im Gesetzeswortlaut erforderlich.

§ 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG-RegE könnte etwa lauten:

"Mitteilungen über die Ausschüttung und Auszahlung von Dividenden, die Ausgabe neuer Aktien und die Vereinbarung oder Ausübung von Umtausch-, Bezugs-, Einziehungs- und Zeichnungsrechten sowie die Beschlussfassung über diese Rechte; der Ausschluss von Bezugsrechten gilt nicht als Vereinbarung oder Beschlussfassung in diesem Sinn"

7. § 39 Abs. 4 Satz 2 Nr. 2 und Abs. 5 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 30c) – umsatzbezogene Bußgeldbemessung sollte nicht übernommen werden

Die umsatzbezogene Bußgeldbemessung bei juristischen Personen und Personenvereinigungen sollte nicht ins Gesetz übernommen werden.

Wie der Regierungsentwurf zutreffend ausführt, ist eine umsatzbezogene Bußgeldbemessung bei juristischen Personen und Personenvereinigungen von Art. 28b Abs. 1 lit. c) i) der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie nicht vorgeschrieben. Ausreichend wäre es, den Bußgeldrahmen von derzeit EUR 1.000.000,00 (vgl. § 39 Abs. 4 WpHG) auf EUR 10.000.000,00 anzuheben.

Diese Anhebung ist aus drei Gründen ausreichend:

- (1) Der Bußgeldrahmen wird verzehnfacht. Bereits damit wird die ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung deutlich effektuiert.

- (2) Der Umsatz eines Meldepflichtigen ist für den Unrechtsgehalt, der mit einem Verstoß gegen §§ 21 ff. WpHG verbunden ist, in der Regel nicht aussagekräftig. Oftmals handelt es sich um eher technische Verstöße (wie z.B. Unsicherheiten bei der Auslegung der Zurechnungsvorschriften oder der Meldevorschriften für Instrumente). Eine umsatzbezogene Bußgeldbemessung könnte existenzbedrohende Höhen erreichen und wäre in diesen Fällen unverhältnismäßig. Zudem ist der Umsatz als Maßstab für die Bußgeldbemessung bei Verstößen gegen §§ 21 ff. WpHG problematisch, weil sich zwischen der Einhaltung der §§ 21 ff. WpHG und dem operativen Geschäft eines Unternehmens und seinen Bemühungen, Umsatz und Erträge zu erhöhen, in der Regel allenfalls ein sehr entfernter Zusammenhang herstellen lässt.
- (3) Schließlich sind die Bußgeldvorschriften im Zusammenhang mit den Verschärfungen des Sanktionsregimes im Übrigen zu sehen. § 28 WpHG-RegE soll erheblich verschärft werden, gleichzeitig soll ein Verstoß gegen §§ 21 ff. WpHG künftig bereits vor Bestands- bzw. Rechtskraft der Entscheidung der BaFin veröffentlicht werden (sog. "*naming and shaming*", § 40c WpHG-RegE). Trotz der Tendenz des europäischen Kapitalmarktrechts, die Sanktionsregeln auch in anderen Bereichen erheblich zu verschärfen, sollte das Gesamtbild nicht aus dem Blick geraten. Das Haftungs- und Compliance-Risiko für börsennotierte Unternehmen und andere Kapitalmarktteilnehmer ist in den letzten Jahren erheblich gestiegen. Die Organmitglieder müssen in Haftungsfällen mit Regressansprüchen rechnen. Sie tragen also letztlich das Risiko, das mit den Rechtsunsicherheiten und der zunehmenden Komplexität und Regelungsdichte der kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen verbunden ist. Die Kombination aus umsatzabhängiger Bußgeldbemessung und einem scharfen zivilrechtlichen Rechtsverlust, der nach dem Regierungsentwurf sogar verschuldensunabhängig eintreten soll – beides Maßnahmen, die durch die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie nicht vorgeschrieben sind – erscheinen vor diesem Hintergrund nicht angemessen.

8. § 40c WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 31) – Bekanntmachung durch BaFin

Sofern eine juristische Person oder Personenvereinigung für den Verstoß verantwortlich ist, sollte in der Bekanntgabe lediglich die juristische Person oder Personenvereinigung angegeben werden und nicht auch die handelnde natürliche Person. Dies ist aus Gründen des Persönlichkeitsschutzes und der Verhältnismäßigkeit geboten. Die Gesetzesbegründung enthält einen entsprechenden Hinweis (BT-Drucks. 18/5010,

S. 54). Es wäre allerdings wünschenswert, wenn dies auch im Gesetzeswortlaut zum Ausdruck käme.

9. Anlage zu § 17 WpAIV (Art. 9 Nr. 8) – Meldeformular

Das Formular, das künftig zwingend zu verwenden ist (§ 17 Abs. 1 WpAIV-RegE) sollte auch auf Englisch zur Verfügung stehen, um das Ausfüllen durch ausländische Investoren zu erleichtern. Deshalb sollten in § 17 Abs. 1 WpAIV-RegE hinter das Wort "Verordnung" die Worte "oder eine Übersetzung in englischer Sprache" eingefügt werden.

III. Anmerkungen zum Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD vom 31. August 2015 zum Delisting

1. Konzeptionelle und redaktionelle Fragen zu § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E

Die kapitalmarktrechtliche Einordnung des Delisting und eine entsprechende Abfindungsregelung beim Rückzug aus dem regulierten Markt erscheinen im Ausgangspunkt sachgerecht. Die Diskussion nach den Entscheidungen des BVerfG und des BGH zum Delisting hat gezeigt, dass das Delisting zwar vielfältige Berührungspunkte im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht aufweist, die systematische und normative Parallele zum Übernahmerecht aber am größten ist (vgl. etwa *Habersack*, JZ 2014, 147, 149; *Brellocks*, AG 2014, 633, 644 ff.; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 731). Zu begrüßen ist insbesondere auch die Beschränkung auf den regulierten Markt. Sie führt im Vergleich zu manchen Börsenordnungen, die derzeit ein erleichtertes Downlisting vom regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr erlauben, zwar zu einer Erschwerung. Letztlich ist die Beschränkung der gesetzlich zwingenden Abfindungsregelung auf den regulierten Markt jedoch systematisch richtig. Zudem sollte der Freiverkehr als privatrechtlich organisiertes Börsensegment nicht durch eine gesetzlich zwingende Abfindungsregelung belastet werden. Richtig ist schließlich auch, dass das Gesetz nicht vorschreibt, wer das Abfindungsangebot zu unterbreiten hat (etwa Großaktionär, ein Dritter oder die Gesellschaft). Insofern besteht kein Regelungsbedarf, weil Anlegerschutzbelange durch das Ausstiegsrecht gewahrt sind, unabhängig davon, wer das Angebot unterbreitet.

Problematisch erscheint hingegen, dass die vorgeschlagene Regelung die Veröffentlichung eines vollständigen Angebots nach den Vorschriften des WpÜG bei Stellung des Antrags auf Widerruf der Börsenzulassung erforderlich macht. Damit ist unter

anderem auch eine Angebotsunterlage zu erstellen und mit der BaFin abzustimmen, die inhaltlich den Vorschriften des WpÜG und der WpÜG-Angebotsverordnung entspricht. Dadurch wird ein nicht unerheblicher Vorbereitungs- und Dokumentationsaufwand verursacht, noch bevor der Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung überhaupt gestellt werden kann. Es wäre zu prüfen, ob das Verfahren und der Umfang der Angebotsunterlage bei einem reinen Delisting-Abfindungsangebot nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E im Vergleich zu einem regulären Übernahme- oder Pflichtangebot vereinfacht werden kann, z.B. indem der Inhalt der Angebotsunterlage auf die für das Delisting relevanten Elemente wie Berechnung und Sicherstellung der Finanzierung der Abfindungszahlung beschränkt wird (ähnlich *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 734). Zudem wäre zu prüfen, ob eine Veröffentlichung des Delisting-Abfindungsangebots auch nach Stellung des Widerrufsanspruchs ausreichend ist.

In Übrigen sind in § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E folgende Punkte zu erwägen:

- (1) § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG regelt, dass der Widerruf der Zulassung nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf. § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E lässt sich als Konkretisierung dieser Generalklausel begreifen, indem Fälle geregelt werden, in denen der Widerruf nicht dem Schutz der Anleger widerspricht. Sofern eine der genannten Fallgruppen vorliegt, sollte klar sein und im Gesetzeswortlaut zum Ausdruck kommen, dass die Anlegerinteressen ausreichend gewahrt sind. Insbesondere wenn ein Delisting-Abfindungsangebot nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E durchgeführt wird, sollte sichergestellt sein, dass dem Antrag auf Widerruf der Zulassung stattgegeben wird. Ansonsten könnte es möglicherweise schwer fallen, z.B. einen Großaktionär davon zu überzeugen, ein Delisting-Abfindungsangebot noch vor Stellung des Widerrufsanspruchs vorzubereiten.
- (2) In § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E ist unklar, wann die sechsmonatige Frist beginnt. Der Gesetzeswortlaut knüpft an den rechtlich unbestimmten Begriff der "Abwicklung" eines Übernahmeangebots an. Damit dürfte die dingliche Übertragung der Aktien auf den Bieter Zug um Zug gegen Zahlung der Gegenleistung gemeint sein. Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte jedoch eine Regel zur Fristberechnung ergänzt werden. Die Frist könnte mit der letzten Meldung nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 oder Nr. 3 WpÜG, die für das Übernahme- oder Pflichtangebot veröffentlicht wurde, beginnen. Der Antrag auf Widerruf der Zulassung müsste also innerhalb von sechs Monaten nach der letzten Meldung nach § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 oder, wenn es eine weitere Annahmefrist (§ 16 Abs. 2 Satz 1 WpÜG) gibt, nach Nr. 3 WpÜG gestellt werden. § 23 Abs. 1

Satz 1 Nr. 4 WpÜG ist als Anknüpfungspunkt hingegen nicht geeignet, weil der Erwerb einer Mehrheit von 95 % im Anschluss an ein Übernahmeangebot längere Zeit in Anspruch nehmen kann.

- (3) § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E enthält in Nr. 2 und Nr. 3 lediglich zwei Ausnahmetatbestände, die ein Delisting ohne Durchführung eines Angebots nach den Vorschriften des WpÜG erlauben. Da das Verfahren zur Durchführung eines Angebots nach dem WpÜG aufwändig ist, sollte es nur zum Einsatz kommen, wenn es aus Anlegerschutzgründen erforderlich ist.

Das ist z.B. nicht der Fall, wenn die Möglichkeit besteht, Aktien im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms an die Gesellschaft zu verkaufen. Deshalb sollte in § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E ein weiterer Ausnahmetatbestand eingefügt werden, der es der Gesellschaft ermöglicht, unter Beachtung der allgemeinen Vorschriften einen Aktienrückkauf durchzuführen und damit ein Delisting zu ermöglichen. Ansonsten müsste die Gesellschaft bei einem Aktienrückkauf zur Durchführung eines Delisting das deutlich aufwändigere Verfahren nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E durchlaufen. Nach herrschender Meinung und gängiger Praxis unterliegen Aktienrückkäufe über die Börse nicht den Vorschriften des WpÜG (vgl. etwa *Koch* in: Hüffer, 11. Aufl. 2014, § 71 Rn. 191 m.w.N.). Ausreichend ist, wenn auf den Aktienrückkauf bei einem Delisting die allgemeinen Vorschriften und insbesondere die aktienrechtlichen Grenzen angewendet werden. Sofern also eine Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zum Einsatz kommt, gilt die 10 %-Grenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG. Damit lässt sich bei geringem Streubesitz ein vereinfachtes Delisting über einen Aktienrückkauf durchführen. Anders als im Fall des Angebots nach den Vorschriften des WpÜG gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E ist es bei einem Aktienrückkauf in jedem Fall ausreichend, wenn der Rückkauf bis zum Wirksamwerden des Widerrufs der Zulassung durchgeführt wird. Dies könnte durch eine entsprechende Nebenbestimmung in der Widerrufsentscheidung sichergestellt werden.

Eine weitere Ausnahme vom Grundsatz des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E sollte vorgesehen werden, wenn alle Aktionäre dem Delisting zustimmen. Die Fälle mögen in der Praxis äußerst selten sein. Jedoch besteht kein Grund, das aufwändige Verfahren zur Durchführung eines Angebots nach dem WpÜG zu durchlaufen, wenn sämtliche Aktionäre mit dem Delisting einverstanden sind. Ohne eine entsprechende gesetzliche Regelung wäre in diesen Fällen eine teleologische Reduktion von § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E erforderlich.

Ferner wäre zu prüfen, ob in Sanierungssituationen ein erleichtertes Delisting möglich sein sollte.

- (4) § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. b) BörsG-E sollte im Hinblick auf die Voraussetzungen, die in den anderen Mitgliedstaaten für ein Delisting gelten, weiter formuliert werden. Aus Anlegersicht ist entscheidend, dass das materielle Schutzniveau der ausländischen Delisting-Regelung nicht wesentlich hinter die Vorgaben der Fallgruppen des § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E zurückfällt. Eine Übereinstimmung mit diesen Vorgaben im Sinne einer Deckungsgleichheit (so könnte man die Formulierung "entsprechende" verstehen), sollte nicht verlangt werden.

2. Formulierungsvorschlag

Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ~~ist~~widerspricht ein Widerruf insbesondere dann nicht dem Schutz der Anleger~~zur~~zulässig, wenn

1. [...];
2. *nicht länger als sechs Monate vor der Antragstellung ein Übernahme- oder Pflichtangebot nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes abgewickelt wurde, das auf den Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, gerichtet war; die Frist beginnt mit der letzten Meldung nach § 23 Absatz 1 Satz 1 Nummer 2 oder Nummer 3 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, die für das Übernahme- oder Pflichtangebot veröffentlicht wurde;*
3. *der Emittent vor Wirksamkeit des Widerrufs den Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, anbietet;*
4. *sämtliche Aktionäre dem Antrag zugestimmt haben; oder*
5. *die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind*
 - a) *an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder*
 - b) *in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Voraus-*

setzungen gelten, die mit Nummer 1 oder bis Nummer 24 im Wesentlichen vergleichbar sind entsprechende Voraussetzungen gelten.

3. Rechtsschutz

Bei der Frage der Rechtsschutzmöglichkeiten von Anlegern ist zu differenzieren zwischen zivilrechtlichem und verwaltungsrechtlichem Rechtsschutz.

Da sich § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E am Übernahmerecht orientiert, spricht vieles dafür, den zivilrechtlichen Rechtsschutz analog zum Übernahmerecht auszugestalten. Anleger, die ein Delisting-Abfindungsangebot angenommen haben, können die Abfindungshöhe also zivilrechtlich überprüfen lassen. Davon geht auch die Gesetzesbegründung aus, weil auf die entsprechende BGH-Entscheidung verwiesen wird. Um zu vermeiden, dass die zivilrechtlichen Ansprüche in zahlreichen Einzelverfahren geltend gemacht werden müssen, wäre zu überlegen, ob eine verfahrenstechnische Bündelung möglich ist (vgl. auch *Verse*, *Der Konzern* 2015, 1, 4 m.w.N.). Derzeit steht hierfür das Kapitalanlegermusterverfahren zur Verfügung (§ 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG), weil der Gesetzgeber des KapMuG davon ausgegangen ist, dass das Spruchverfahren bei einer Abfindung zum Börsenkurs nicht erforderlich ist (RegE KapMuG, BT-Drucks. 15/5091, 16 f.).

Eine andere Frage ist, ob Anleger gegen die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Widerruf der Zulassung gemäß § 42 Abs. 2 VwGO klagebefugt sind. Dies ist im Nachgang zur *Frosta*-Entscheidung des BGH diskutiert worden und hängt davon ab, ob den Anlegern ein entsprechendes subjektives öffentliches Recht zusteht. Nach den Entscheidungen von BVerfG und BGH zum Delisting erscheint dies fraglich, die Rechtsprechung der Verwaltungsgerichte ist jedoch uneinheitlich (etwa VG Frankfurt a.M. Beschl. v. 25.03.2013 – 2 L 1073/13.F, AG 2013, 847 (verneinend) im Gegensatz zu VG Düsseldorf, Beschl. v. 07.08.2015 – 20 L 2589/15, BeckRS 2015, 49819 (bejahend)). Die Gesetzesbegründung scheint davon auszugehen, dass die Rechtsschutzmöglichkeiten der Anleger auf den Zivilrechtsweg beschränkt sind. Dort heißt es, die Erhebung einer zivilrechtlichen Klage auf angemessene Abfindung lasse die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Widerruf der Börsenzulassung unberührt. Die Durchführung des Delisting-Verfahrens sei also möglich, ohne durch Streitigkeiten über die Höhe der Abfindung belastet zu werden. Inhaltlich ist das überzeugend. Jedenfalls bei Vorliegen eines Delisting-Abfindungsangebots gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG-E besteht kein Bedürfnis für verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz, wenn die Abfindungshöhe zivilrechtlich überprüft werden kann.

Zu klären ist aber, was gelten soll, wenn die Börsengeschäftsführung unter Verstoß gegen § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E den Widerruf erlauben sollte. Die Fälle mögen in der Praxis selten sein. Gleichwohl stellt sich die systematische Frage, weil Anleger in diesen Fällen keine Möglichkeit haben, ein Delisting-Abfindungsangebot anzunehmen und auf diese Weise zivilrechtlichen Rechtsschutz zu erlangen. Zieht man erneut die Parallele zum Übernahmerecht – dort sind Anleger nach herrschender Auffassung im Interesse der Rechtssicherheit und Verfahrensbeschleunigung nicht gemäß § 42 Abs. 2 VwGO klagebefugt – (*Verse* in: Mülbert/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), S. 276, 278 f.; *Döhmel* in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2. Aufl. 2013, § 4 Rn. 25 ff. m.w.N.), wäre verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz auch beim Delisting auszuschließen. Dafür spricht auch § 15 Abs. 6 BörsG. § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG-E hätte demnach einen rein objektiv-rechtlichen Gehalt. Die Normbefolgung müsste also durch die zuständigen Aufsichtsbehörden sichergestellt werden (ähnlich *Mayen*, ZHR 179 (2015), 1, 6).



Michael Brellochs



Frankfurt am Main,
2. September 2015

**Stellungnahme des BVI¹
zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
BT-Drucksache 18/5010**

I. Allgemeine Anmerkungen

Als Vertreter der Fondsbranche begrüßt der BVI grundsätzlich die vorgeschlagenen Änderungen und Klarstellungen für die Meldepflichten bedeutender Stimmrechte im Gesetz zur Umsetzung der geänderten Transparenzrichtlinie. Meldungen über bedeutende Stimmrechte schaffen am Kapitalmarkt die notwendige Transparenz über die Eigentümerstruktur sowie darüber, wer Einfluss auf die jeweiligen Emittenten ausüben kann. Aussagekräftige Meldungen sind daher für alle Marktteilnehmer von hoher Bedeutung. Insoweit begrüßen wir sehr, dass der Gesetzesentwurf einige Unklarheiten beseitigen wird.

Für das Ziel aussagekräftiger Transparenz ist jedoch unabdingbar, dass die Voraussetzungen und die inhaltlichen Anforderungen an die Meldungen für die meldepflichtigen Marktteilnehmer klar und in der Praxis umsetzbar sind. Das gilt umso mehr angesichts der drohenden Sanktionen bei Verstößen gegen die Meldepflichten. Rechtsstaatliche Vorgaben verpflichten den Gesetzgeber, die Voraussetzungen von Bußgeldnormen so konkret zu umschreiben, dass ihr Anwendungsbereich erkennbar ist oder sich durch Auslegung ermitteln lässt. Können Marktteilnehmer den Meldepflichten nicht vollständig oder richtig nachkommen, weil die notwendigen Informationen für die Marktteilnehmer nicht verfügbar oder Einzelheiten der Meldepflichten ungeklärt sind, dürfen aufgrund von Verstößen keine Bußgelder verhängt werden. Bei Derivaten etwa entstehen regelmäßig schwierige melderechtliche Fragen, die nicht ohne weiteres eindeutig geklärt werden können; verletzt der Meldepflichtige aufgrund einer irrigen Einschätzung dieser schwierigen Fragen seine Pflichten, sollen automatisch entsprechende Sanktionen greifen.

Der Gesetzgeber sollte daher das Gesamtkonzept der Sanktionen für Meldungen bedeutender Stimmrechte dringend überarbeiten. Das Wertpapierhandelsgesetz sah bislang traditionell in einem Umfang Sanktionen vor, die weit über die zwingenden Vorgaben der Transparenzrichtlinie hinausgingen, etwa den Verlust von Bezugsrechten aus jungen Aktien. Nach der Transparenzrichtlinie sind nunmehr andere, abschreckende Sanktionen eingeführt worden, die sich jedoch von den national vorgegebenen Sanktionen weitgehend unterscheiden. Damit schöpft Deutschland die Vorgaben der Transparenzrichtlinie nicht nur voll aus, sondern sieht darüber hinaus noch weitere Sanktionen vor (vgl. Tabelle im Anhang). Allein im Hinblick auf die verbleibenden Zweifelsfragen sollten die ohnehin schon weitreichenden Rechtsfolgen bei Verstößen nicht über das von der Richtlinie vorgegebene Maß hinaus verschärft werden. Die über die Richtlinie hinausgehenden Sanktionen sollten daher im Hinblick auf eine europäische Harmonisierung, aber auch aus Gründen der Verhältnismäßigkeit aufgegeben werden.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Investmentindustrie. Seine 90 Mitglieder verwalten über 2,6 Billionen Euro in OGAWs, AIFs und Vermögensverwaltungsmandaten. Mit der Interessenvertretung der Mitglieder engagiert sich der BVI für bessere Rahmenbedingungen für die Investmentanleger. Die Mitgliedsgesellschaften des BVI betreuen direkt oder indirekt das Vermögen von rund 50 Millionen Menschen in rund 21 Millionen Haushalten.

Im Einzelnen bitten wir Sie, folgende Änderungsvorschläge im Gesetzentwurf zu berücksichtigen:

Zu Artikel 1 – Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)

Nr. 2 - Neuregelung der Zurechnung bei Fonds

§ 1 Abs. 4 WpHG-E (siehe auch Art. 3 Nr. 4 – Streichung der Regelung zur Zuweisung von Stimmrechten an die KVG im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB))

Es ist im Gesetz klarzustellen, dass für die Ermittlung der Stimmrechte bei Anlegern in einem Publikumsfonds weder (mit Stimmrechten verbundene) Aktien an einem offenen Investmentvermögen, noch die in einem offenen Investmentvermögen gehaltene Stimmrechte berücksichtigt werden.

Der Gesetzesentwurf schlägt die Streichung der Regelung vor, dass bei Publikumsinvestmentvermögen, bei denen die Vermögensgegenstände im Miteigentum der Anleger stehen, die Stimmrechte als solche der Verwaltungsgesellschaft gelten (§ 94 Abs. 2 Satz 3 KAGB). Anstelle der Vorschrift sollen Anteile und Aktien an offenen Investmentvermögen für die Meldepflichten bedeutender Stimmrechte (§§ 21 ff. WpHG) künftig unberücksichtigt bleiben (§ 1 Abs. 4 WpHG-E). Damit ist nach der Gesetzesbegründung gemeint, dass die Ausgabe und das Halten von Anteilen oder Aktien an offenen Investmentvermögen keine Meldepflichten auslösen.

Im Zusammenhang mit der Gesetzesbegründung verstehen wir die Ausnahme so, dass für die Ermittlung der Stimmrechte bei Fondsanlegern weder (mit Stimmrechten verbundene) Aktien an einem offenen Investmentvermögen, noch die in einem Fonds gehaltenen Stimmrechte berücksichtigt werden. Diese Änderung gegenüber dem Referentenentwurf begrüßen wir sehr, denn Anleger in einem Publikumsinvestmentvermögen können in der Praxis entsprechende Meldepflichten nicht erfüllen; eine Meldepflicht würde zudem nicht zu aussagekräftigen Meldungen beitragen. Die Streichung des § 94 Abs. 2 Satz 3 KAGB darf nicht zu einer Meldepflicht von Anlegern in Publikumsinvestmentvermögen führen. Dies sollte aus Gründen der Rechtssicherheit in den Gesetzestext mit aufgenommen werden.

Unklar ist, ob Spezialinvestmentvermögen ebenfalls von dieser Ausnahmeregelung erfasst werden sollen. Sollte dies gewollt sein, stellt dies eine Änderung gegenüber dem jetzigen System dar, da die Ausnahme von der Zurechnung der Stimmrechte an den Anleger bislang nur für Publikumsinvestmentvermögen galt. Unklar ist zudem, ob eine solche Ausnahmeregelung auch für AIF gelten soll, die dem Kapitalanlagegesetzbuch nicht unterliegen (insbesondere § 2 Abs. 3 KAGB). Aus Gründen der Rechtssicherheit ist hier eine Klarstellung dringend notwendig. Anderenfalls wäre unklar, ob in solche Investmentvermögen investierte Anleger die Stimmrechte melden müssen oder nicht.

Nr. 5 – Veröffentlichung des Herkunftsmitgliedstaats

§ 2c Abs.1 S. 1 WpHG-E ist wie folgt zu fassen:

„(1) Ein Emittent, dessen Herkunftsstaat nach § 2 Absatz 6 Nummer 1 Buchstabe a **oder Nummer 2 Buchstabe a** die Bundesrepublik Deutschland ist, oder der nach § 2b Absatz 1 oder Absatz 2 die Bundesrepublik Deutschland als Herkunftsstaat wählt, hat dies unverzüglich zu veröffentlichen.“

Begründung:

Die Pflicht zur Veröffentlichung des Herkunftsstaats ermöglicht es Meldepflichtigen nachzuvollziehen, für welche Emittenten eine Mitteilungspflicht besteht. Damit schafft sie die für Meldepflichtige notwendige Transparenz, um ihren Mitteilungspflichten nachzukommen. Die Pflicht zur Veröffentlichung sollte daher für alle Emittenten bestehen, unabhängig davon, welche Arten von Finanzinstrumenten sie emittieren und davon, ob sie ihren Herkunftsmitgliedstaat wählen oder dieser gesetzlich besteht.

Nr. 8 – Mitteilungspflichten des Meldepflichtigen

§ 21 Abs.1 S. 5 WpHG-E ist wie folgt zu fassen:

„Kommt es infolge von Ereignissen, die die Gesamtzahl der Stimmrechte verändern, zu einer Schwellenberührung, so beginnt die Frist abweichend von Satz 3, ~~sobald der Meldepflichtige von der Schwellenberührung Kenntnis erlangt, spätestens jedoch~~ mit der Veröffentlichung des Emittenten nach § 26a Absatz 1.“

Der Meldepflichtige muss sich in seiner Meldung auf die Gesamtzahl der Stimmrechte des Emittenten beziehen. Insoweit begrüßen wir ausdrücklich, dass Emittenten Veränderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte grundsätzlich unverzüglich veröffentlichen müssen. Dies erhöht die Rechtssicherheit für Meldepflichtige. Allerdings soll die Frist zur Abgabe der Meldung bei der sogenannten passiven Schwellenberührung zu laufen beginnen, sobald der Mitteilungspflichtige Kenntnis erlangt. Dies halten wir in der Praxis aus folgenden Gründen für problematisch:

1. Sollte der Meldepflichtige Kenntnis von einer Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte erlangen, ist damit nicht sichergestellt, dass er die genaue Gesamtzahl der Stimmrechte kennt. Die genaue Gesamtzahl der Stimmrechte kann er letztlich nur durch die Mitteilung des Emittenten kennen. Ist er zuvor zu einer Meldung verpflichtet, besteht die Gefahr, dass die Meldung nicht korrekt ist. Zudem sind Änderungen bei Bezugsaktien nicht unverzüglich vom Emittenten zu veröffentlichen (vgl. § 26a Abs. 2 WpHG). In diesen Fällen könnte eine Nachforschungspflicht für den Meldepflichtigen die Rechtsunsicherheit besonders erhöhen. Beispielsweise mag im Einzelfall durchsickern, dass ein bestimmtes Vorstandsmitglied in einer bestimmten Höhe Bezugsaktien erhalten hat. Damit ist aber noch nicht klar, in welchem Umfang insgesamt Bezugsaktien seit der letzten Meldung der Gesamtzahl der Stimmrechte ausgegeben wurden.
2. Diese Rechtsunsicherheit zeigt sich bereits heute in der Verwaltungspraxis. Denn nach Auffassung der BaFin trifft den Meldepflichtigen eine gewisse Nachforschungspflicht, ob die zuletzt veröffentlichte Gesamtzahl (noch) richtig ist (vgl. z.B. den Emittentenleitfaden unter Abschnitt VIII.2.3.2, S. 106). Dies führt zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit für Meldepflichtige, da u.a. unklar ist, wie weit die Nachforschungspflichten reichen sollen.

Angesichts der weitreichenden Rechtsfolgen einer in den Augen der Aufsicht nicht korrekten Meldung müssen Meldepflichtige verlässliche Angaben für die Berechnung ihrer meldepflichtigen Bestände und damit auch der Gesamtzahl der Stimmrechte haben. Allein maßgeblich für die Meldungen im Rahmen der sogenannten passiven Schwellenberührungen sollten daher nur die Meldungen der Emittenten sein. Dies ist in § 17 Abs. 3 des Entwurfs der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung auch richtigerweise vorgesehen. Denn eine Meldung auf Basis der Kenntnis von einer Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte, durch die sich für den Meldepflichtigen eine Schwellenberührung ergibt, kann entweder nur auf fehleranfälliger Eigenberechnung oder eben auf Basis der letzten

Meldung erfolgen. Letzteres würde aber im Einzelfall gar nicht zu einer Änderung der Schwelle in der Meldung führen. Auch aus diesem Grunde sollte die Regelung in § 21 Abs. 1 Satz 5 entsprechend angepasst werden. Der Anleger kann nur bei Veröffentlichung durch den Emittenten rechtssicher positive Kenntnis von der Schwellenberührung haben.

Nr. 10 – Tochterunternehmenseigenschaft

§ 22a Abs. 3 WpHG-E ist wie folgt zu fassen:

„Nicht als Tochterunternehmen im Sinne dieses Abschnitts gelten Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des § 17 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs und EU-Verwaltungsgesellschaften im Sinne des § 1 Absatz 17 des Kapitalanlagegesetzbuchs hinsichtlich der Beteiligungen, die zu den von ihnen verwalteten Investmentvermögen gehören **oder die sie im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung verwalten**, wenn

1. (...)
2. die Verwaltungsgesellschaft die zu dem Investmentvermögen gehörenden **oder im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung verwalteten** Beteiligungen im Sinne der §§ 21 und 22 nach Maßgabe der Richtlinie 2009/65/EG **oder der Richtlinie 2014/65/EU** verwaltet,
3. (...)
4. (...)

Begründung:

In der Regelung sollte klargestellt werden, dass eine Verwaltungsgesellschaft auch dann nicht als Tochterunternehmen gilt, wenn sie im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung Stimmrechte hält und die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind. Verwaltungsgesellschaften können Stimmrechte entweder für einen Fonds oder im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung für Kunden halten. Für Kapitalverwaltungsgesellschaften ist dies etwa in § 20 Abs. 2 Nr. 1 und Abs. 3 Nr. 2 KAGB als zulässige Nebendienstleistung vorgesehen. Da die vorgeschlagene Regelung in § 22a Abs. 2 WpHG-E auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen abstellt, zu denen Verwaltungsgesellschaften nicht zählen, ist in Absatz 4 entsprechend klarzustellen, dass unter denselben wie bei einer Verwaltung im Fonds, Verwaltungsgesellschaften bei Erbringung der Finanzportfolioverwaltung nicht als Tochtergesellschaft anzusehen sind.

Nr. 17 – Rechtsverlust

§ 28 WpHG-E ist wie folgt zu fassen:

„**Die Bundesanstalt kann die Ausübung von Stimmrechten Rechte** aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 zugerechnet werden, **bestehen nicht** für die Zeit **aussetzen**, für welche die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a nicht erfüllt werden. ~~**Dies gilt nicht für Ansprüche nach § 58 Abs. 4 des Aktiengesetzes und § 271 des Aktiengesetzes, wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen**~~

~~wurde und nachgeholt worden ist. Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist nach Satz 1 bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Mitteilungspflichten um sechs Monate. Satz 3 gilt nicht, wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als 10 Prozent des tatsächlichen Stimmrechtsanteils beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 genannten Schwellen unterlassen wird.“~~

Begründung:

Das Gesamtkonzept der Sanktionen sollte an die Vorgaben der Transparenzrichtlinie angepasst werden. Die vorgeschlagenen Änderungen sollen zwar der Umsetzung der Transparenzrichtlinie dienen und sollen insbesondere den Vorgaben des Artikels 28b Rechnung tragen. Artikel 28b der Transparenzrichtlinie sieht jedoch nur die Möglichkeit der Behörde vor, Stimmrechte auszusetzen. Der nationale Gesetzgeber kann dies sogar auf schwerwiegende Verstöße beschränken. Ein Verlust von Vermögensrechten, wie Dividenden- oder Bezugsrechte, ist als Sanktion von der Richtlinie nicht vorgesehen und sollte daher aufgegeben werden. Dieser Verlust wurde mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz mit der Begründung eingeführt, dass die Verschärfung angesichts der Bedeutung der Meldepflichten für die Transparenz des Kapitalmarktes und der mit den Meldepflichten in der Praxis gewonnenen Erfahrungen angezeigt sei (vgl. BT-Drs. 13/8933, S. 95). Da das Gesamtkonzept der Sanktionen von der Richtlinie jetzt neu vorgegeben ist und die Sanktionsbefugnisse drastisch ausgeweitet wurden (vgl. Art. 28b, Art. 29 der geänderten Transparenzrichtlinie), sollte der nationale Gesetzgeber sich von „gold plating“ verabschieden und dieses nicht noch ausweiten. Der Verlust von Vermögensrechten ist daher aus dem Gesetz zu streichen und der Verlust der Stimmrechte in das Ermessen der BaFin zu stellen.

Im Einzelnen:

- **Die ohnehin weitreichenden Rechtsfolgen dürfen nicht auf weitere Zurechnungstatbestände erweitert werden, da der tatsächliche Rechtsverlust einen Dritten treffen kann, der gegebenenfalls keinen Anspruch auf eine ordnungsgemäße Meldung durch den Meldepflichtigen hat.**

Die Rechtsfolgen sollen künftig auch gelten, wenn einem Meldepflichtigen die Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 Nr. 3 bis 8 oder Abs. 2 zugerechnet werden. Das ist insofern bedenklich, als in der Praxis mehrere Marktteilnehmer für dieselben Stimmrechte meldepflichtig sein können: Meldet einer von mehreren Meldepflichtigen ordnungsgemäß, dürfte er seine Stimmrechte dennoch nicht ausüben, wenn ein zweiter Meldepflichtiger, auf dessen korrekte Mitteilung der erste Meldepflichtige gar keinen Einfluss hat, seiner Pflicht nicht ordnungsgemäß nachgekommen ist. Ein Mutterunternehmen kann zwar ein Tochterunternehmen anhalten, seinen Meldepflichten nachzukommen, dies ist im Rahmen anderer Rechtsverhältnisse, die zu einer Zurechnung führen können, jedoch nicht zwingend gegeben. Das Verschulden eines Dritten und der Verlust von Stimmrechten, Bezugs- und Dividendenrechten würden in den genannten Fällen den schuldlosen Inhaber der Stimmrechte treffen. Die Rechtsfolge des § 28 WpHG auf diese Fälle zu erweitern, ist daher unverhältnismäßig.

- **Die Rechtsfolgen des Verlusts von u.a. Dividendenansprüchen und Bezugsrechten sollten gestrichen und in keinem Fall auf Verstöße gegen Meldepflichten für meldepflichtige Instrumente ausgedehnt werden.**

Der Verlust von Vermögensrechten ist eine weitreichende Folge für Marktteilnehmer. Dies ist angesichts der vielen umstrittenen Fragen im Rahmen von Meldepflichten für bedeutende Stimmrechte aus rechtsstaatlicher Sicht nicht unproblematisch. In keinem Fall sollte daher die Anwendung der

massiven Rechtsfolge noch auf weitere Meldepflichten ausgeweitet werden, zumal der Verlust von Vermögensrechten von der Transparenzrichtlinie nicht vorgesehen ist. Die Transparenzrichtlinie sieht vielmehr andere Sanktionen vor, etwa Bußgelder oder verwaltungsrechtliche Anordnungen (vgl. die Tabelle im Anhang). Der Gesetzgeber sollte daher davon absehen, deutsche Besonderheiten weiter auszuweiten, die einer Harmonisierung der Sanktionen für Transparenzvorschriften entgegenstehen. Da eine Investitionsentscheidung gegebenenfalls auch von derartigen Rechtsfolgen abhängig gemacht werden kann, benachteiligt dies Emittenten, für die Deutschland der Herkunftsstaat ist.

- **Der automatische Verlust von Stimmrechten auch in Zurechnungsfällen ist unverhältnismäßig.**

Der Verlust von Stimmrechten ist von der Richtlinie als Rechtsfolge vorgesehen, kann jedoch in das Ermessen der Aufsichtsbehörde gestellt und auf schwerwiegendste Fälle beschränkt werden. Eine Ausweitung der Rechtsfolgen auf weitere Zurechnungsfälle führt ebenfalls zu einem Wettbewerbsnachteil für Emittenten, deren Herkunftsstaat Deutschland ist. In den Fällen des § 22 Abs. 1 Nr. 3 bis 8 oder Abs. 2 WpHG kann der Meldepflichtige u.U. gar nicht wissen, ob der Dritte eine Meldepflicht hatte und dieser nachgekommen ist, etwa wenn der Dritte noch eigene Stimmrechte hält und deshalb bestimmte Schwellen erreicht, über- oder unterschreitet. Er kann zudem, wie bereits ausgeführt, keine Möglichkeit haben, auf die Abgabe einer korrekten Meldung Einfluss zu nehmen. Eine Ermessensentscheidung der BaFin könnte die konkreten Fallkonstellationen und die Möglichkeit zur Einwirkung durch den Stimmrechtsberechtigten berücksichtigen.

- **Der automatische Verlust von Stimmrechten erhöht die Anfechtungsrisiken und belastet die übrigen Aktionäre und die Emittenten.**

Das Risiko einer Anfechtung von Beschlüssen der Hauptversammlung würde sich durch Erweiterung des Stimmrechtsverlusts auch auf Zurechnungstatbestände weiter erhöhen. Ist der säumige Meldepflichtige mit dem Aktionär nicht identisch und hat der Aktionär keine Kenntnis von einer Verletzung der Meldepflicht durch den Dritten – was in der Praxis regelmäßig der Fall ist –, ist dennoch sein Stimmrecht automatisch suspendiert. Das bedeutet letztlich, dass die Unsicherheit von Meldepflichten etwa bei Derivaten zu Lasten anderer Aktionäre und des Emittenten geht. Bereits heute besteht auch auf Seiten des Gesetzgebers der Wunsch, Anfechtungsrisiken gering zu halten, da die Rechtsunsicherheit sowohl die Meldepflichtigen, als auch das Unternehmen bzw. die übrigen Aktionäre belastet. Dies sollte vermieden werden.

Es ist daher dringend notwendig, dass der Gesetzgeber das Konzept der Sanktionen für Verstöße gegen Meldepflichten überarbeitet und das Gesetzgebungsverfahren nutzt, um über die Richtlinie hinausgehende Rechtsfolgen zu streichen.

Nr. 31 – Bekanntmachung von Maßnahmen und Sanktionen bei Verstößen

§ 40c Abs. 1 Satz 2 WpHG-E ist wie folgt zu fassen:

„In der Bekanntmachung benennt die Bundesanstalt die Vorschrift, gegen die verstoßen wurde, und die für den Verstoß verantwortliche natürliche oder juristische Person oder Personenvereinigung. **Im Falle einer verwaltungsrechtlichen Maßnahme oder Sanktion, die gegen eine juristische Person oder eine Personenvereinigung verhängt wird, ist die verantwortliche natürliche Person nicht zu benennen.** Bei nicht bestands- oder nicht rechtskräftigen Entscheidungen fügt sie einen Hinweis darauf, dass die Entscheidung noch nicht bestandskräftig oder nicht rechtskräftig ist, hinzu. Die Bundesanstalt ergänzt die Bekanntmachung unverzüglich

um einen Hinweis auf die Einlegung eines Rechtsbehelfes gegen die Maßnahme oder Sanktion sowie auf das Ergebnis des Rechtsbehelfsverfahrens.“

Begründung:

Das Gesetz sieht zwingend die Veröffentlichung der verantwortlichen natürlichen oder juristischen Person vor. Dabei ist nach der Gesetzesbegründung bei juristischen Personen oder Personenvereinigungen eine Bekanntmachung natürlicher Personen nur vorgesehen, wenn gegen diese ebenfalls eine eigenständige Maßnahme oder Sanktion verhängt wurde. Die Gesetzesbegründung geht damit offensichtlich davon aus, dass die Maßnahme in solchen Fällen auch zwingend zu veröffentlichen ist. Dies lässt sich aus der Richtlinie jedoch nicht entsprechend ableiten: Denn zum einen sieht die Richtlinie lediglich die Nennung der natürlichen oder der juristischen Person vor (wie dies auch im Gesetzestext nunmehr abgebildet ist), d.h. abhängig davon, wer der Meldepflichtige ist. Zum anderen geht es hierbei nur um Verstöße nach der Richtlinie. Da die Meldepflichten aber im Fall von juristischen Personen durch diese verletzt werden und die vertretungsberechtigten Personen nur über § 9 OWiG zu einem eigenständigen Verfahren kommen könnten, würde der in der Gesetzesbegründung vorgegebenen Fall über die Richtlinie hinausgehen. Das Anprangern eines Fehlverhaltens durch natürliche Personen sollte angesichts des verfassungsrechtlichen Schutzes des Persönlichkeitsrechts zurückhaltend genutzt werden. Daher ist unbedingt davon abzusehen, bei einer Veröffentlichung von Sanktionen, die gegen juristische Personen oder Personenvereinigungen verhängt werden, die verantwortliche natürliche Person zu benennen. Dies steht auch im Einklang mit der Richtlinie, die ausdrücklich die Benennung der juristischen **oder** der natürlichen Person vorsieht und damit nicht die Benennung der für die juristische Person handelnden Vertreter. Eine Benennung etwa der beim Meldepflichtigen handelnden Angestellten wäre daher unverhältnismäßig und von der Richtlinie nicht gedeckt.

Zu Artikel 4 – Änderung des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes

Nr. 3 – Tochterunternehmenseigenschaft

§ 30 Abs. 4 WpÜG-E ist wie folgt zu fassen:

„Für die Zurechnung nach dieser Vorschrift gelten Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des § 17 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs und EU-Verwaltungsgesellschaften im Sinne des § 1 Absatz 17 des Kapitalanlagegesetzbuchs hinsichtlich der Beteiligungen, die zu den von ihnen verwalteten Investmentvermögen gehören **oder die sie im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung verwalten**, unter den folgenden Voraussetzungen nicht als Tochterunternehmen im Sinne des § 2 Absatz 6:

1. (...)
2. die zum verwalteten Investmentvermögen gehörenden **oder im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung verwalteten** Beteiligungen im Sinne der §§ 29 und 30 werden nach Maßgabe der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32), die zuletzt durch die Richtlinie 2014/91/EU (ABl. L 257 vom 28.8.2014, S. 186) geändert worden ist **oder der Richtlinie 2014/65/EU**, verwaltet,

- 3.
4. (...)
5. (...)

Begründung:

In der Regelung sollte klargestellt werden, dass eine Verwaltungsgesellschaft auch dann nicht als Tochterunternehmen gilt, wenn sie im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung Stimmrechte hält und die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind. Verwaltungsgesellschaften können Stimmrechte entweder für einen Fonds oder im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung für Kunden halten. Für Kapitalverwaltungsgesellschaften ist dies etwa in § 20 Abs. 2 Nr. 1 und Abs. 3 Nr. 2 KAGB als zulässige Nebendienstleistung vorgesehen. Da die vorgeschlagene Regelung in § 30 Abs. 3 WpÜG auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen abstellt, zu denen Verwaltungsgesellschaften nicht zählen, ist in Absatz 4 entsprechend klarzustellen, dass unter denselben Voraussetzungen wie bei einer Verwaltung im Fonds Verwaltungsgesellschaften bei Erbringung der Finanzportfolioverwaltung nicht als Tochtergesellschaften anzusehen sind.

Zu Artikel 8 – Änderung der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung

Die Begrifflichkeiten im Formular stimmen nicht mit denen im WpHG überein. Während im Formular der Begriff „direkt“ und „indirekt“ gehaltener Stimmrechte verwendet wird, ist die Begrifflichkeit im WpHG „unmittelbar“ und „mittelbar“ (vgl. z.B. § 25 Abs. 1). Dies sollte vereinheitlicht werden.

Zu Art. 17 – Inkrafttreten

Es ist darauf zu achten, dass das Gesetz nicht vor dem 27. November 2015 in Kraft treten wird.

Begründung:

Dem Wortlaut nach sollen wesentliche Teile des Gesetzes am Tag nach der Verkündung in Kraft treten. Da die geänderte Transparenzrichtlinie zum 27. November 2015 umgesetzt sein muss, ist dies bislang das Datum, an dem sich die betroffenen Unternehmen orientiert haben. Ein eventuelles früheres Inkrafttreten wäre für die betroffenen Unternehmen schwer umsetzbar.

**Übersicht über wesentliche Verschärfungen der Sanktionen
bei fehlerhaften Stimmrechtsmeldungen
gegenüber der Transparenzrichtlinie**

Gegenstand	Transparenzrichtlinie	§ 28, § 39 und § 40 c WpHG-E
Verlust von Stimmrechten	Möglichkeit für Aufsicht, Stimmrechte auszusetzen (Ermessen); Beschränkung auf nur schwerwiegende Verstöße möglich; keine Vorgabe für Zeitspanne	Automatischer Verlust von Stimmrechten bei jedem Verstoß; ist die Höhe der Stimmrechte (Anzahl der Stimmrechte mit 10 Prozent oder mehr oder Schwellenwert) betroffen, sind Stimmrechte bis sechs Monate nach nachgeholter Meldung suspendiert.
Verlust des Rechts auf Teilnahme an der HV	Nicht vorgesehen	Bei jedem Verstoß
Verlust des Auskunftsrechts	Nicht vorgesehen	Bei jedem Verstoß
Verlust des Rechts auf Erhebung von Ersatzansprüchen	Nicht vorgesehen	Bei jedem Verstoß
Verlust des Rechts zur Anfechtung von HV-Beschlüssen	Nicht vorgesehen	Bei jedem Verstoß
Verlust von Bezugsrechten	Nicht vorgesehen	Bei jedem Verstoß
Verlust von Dividendenrechten	Nicht vorgesehen	Bei vorsätzlichen Verstößen; bei sonstigen Verstößen, wenn die Mitteilung nicht nachgeholt oder korrigiert worden ist.
Bekanntgabe der verantwortlichen Personen	Zwingende Bekanntgabe mit folgenden Ausnahmen: <ul style="list-style-type: none"> - Unverhältnismäßigkeit bei personenbezogenen Daten; - Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems; - Gefährdung der laufenden Ermittlung; - Zufügung eines unverhältnismäßigen Schaden 	Grundsätzlich 1:1 Umsetzung; Klarstellung notwendig, dass Benennung der für die juristische Person handelnden Vertreter nicht erfolgt.
Unterlassungsanordnung	Befugnis zur Unterlassungsanordnung	Allgemeine Anordnungsbefugnis nach § 4 Abs. 2 S. 1
Bußgelder für juristische Personen	Bis zu entweder 10 Mio. EUR, 5 % des jährlichen Konzernumsatzes oder das Zweifache des wirtschaftlichen Vorteils aus dem Verstoß.	1:1 Umsetzung

Deutsche
Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e.V.

Postfach 35 01 63
D-40443 Düsseldorf

DSW e.V. Postfach 35 01 63 D-40443 Düsseldorf

Deutscher Bundestag
Finanzausschuss
Die Vorsitzende
Frau Ingrid Arndt-Brauer, MdB
Platz der Republik

11011 Berlin

per Email: finanzausschuss@bundestag.de



Düsseldorf, den 03. September 2015

**Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzesentwurf der
Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“
BT-Drucksache 18/5010
hier: Stellungnahme der Deutsche Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e.V. (DSW)**

Sehr verehrte Frau Arndt-Brauer,

die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) bedankt sich für die Einladung zur öffentlichen Anhörung zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie am 07. September 2015.

Zugleich danken wir Ihnen für die Möglichkeit, dass wir als Deutschlands älteste und mitgliederstärkste Anlegervereinigung bereits im Vorfeld zu einzelnen Aspekten Stellung beziehen können.

Bei dem Aufbau unserer Stellungnahme haben wir das Ziel verfolgt, unsere Hinweise und Verbesserungsvorschläge in wenige Themenblöcke einzuordnen, was hoffentlich unsere Sichtweise direkter zu vermitteln mag. Insofern haben wir uns auch nur auf die aus unserer Sicht wichtigen Aspekte konzentriert. Dies sind:

1. Neuregelung der Meldefristen für Stimmrechtsmitteilungen
2. Sanktionsregime bei fehlerhaften oder unterbliebenen Stimmrechtsmitteilungen
3. Quartalsberichterstattung und Fristenregelung für Halbjahresberichte
4. Neuregelung des Delisting

Postanschrift:

Postfach 35 01 63
40443 Düsseldorf

Büroanschrift:

Peter-Müller-Straße 14
D-40468 Düsseldorf
Telefon 0211/6697-02
Telefax 0211/6697-60
Internet:
www.dsw-info.de
e-mail:
dsw@dsw-info.de

Präsident:

Ulrich Hocker
Vizepräsidenten:
Daniela Bergdolt
Klaus Nieding
Geschäftsführung:
Marc Tüngler
Jella S. Benner-Heinacher
Thomas Hechtfisher

Bankverbindung:
Postbank Essen
BLZ 360 100 43
Konto 68994430

Wir haben uns bemüht, in Teil 4 den erst unter dem 1. September 2015 vorgestellten informellen Änderungsantrag hinsichtlich einer Regelung des Delisting intensiv zu würdigen.

Wir hätten uns sehr gefreut, wenn dieses doch sehr einschneidende und für alle Beteiligten wichtige Thema nicht erst so kurzfristig vor Ablauf der Stellungnahmefrist eingebracht worden wäre. Dies gilt hier ganz besonders, da die vorgeschlagene Regelung unserer Ansicht nach sogar eine Verschlechterung der derzeitigen, gesetzlich nicht regulierten Situation darstellt.

Bereits an dieser Stelle möchten wir unterstreichen, dass die vorgeschlagene Regelung zum Delisting für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz keinen gangbaren Weg darstellt, um einen Interessenausgleich sachgerecht herzustellen. Dazu folgen weitere Ausführungen in Teil 4 unserer Stellungnahme.



Folgende Hinweise möchten wir zu den einzelnen Regelungsvorschlägen vortragen:

1. Neuregelung der Meldefristen für Stimmrechtsmitteilungen

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz begrüßt grundsätzlich ein höchstmögliches Transparenzniveau bei der Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse über die verschärfte Normierung von Stimmrechtsmitteilungen.

Wir erkennen sicher auch den Mehrwert, wenn – wie im Entwurf vorgesehen – nicht erst auf die Erfüllung, sondern bereits auf das Kausalgeschäft der Transaktion abgestellt wird. Dies gilt sicherlich erst recht, wenn die Bedingungen für einen Übergang der Stimmrechte alleine von dem Erwerber bestimmt werden bzw. der Übergang allein von ihm ausgelöst werden kann.

Die DSW fragt sich jedoch zugleich, ob darüber hinaus ein regelmäßiges Abstellen auf das schuldrechtliche Kausalgeschäft immer der richtige Anknüpfungspunkt ist.

Die in dem Regierungsentwurf als Begründung angeführte Harmonisierung der entsprechenden Regelung im europäischen Raum ist insofern differenziert zu betrachten, da das Abstraktionsprinzip nicht allen Rechtssystemen bekannt ist.

Zudem geben wir zu bedenken, dass durch die Anknüpfung der Meldepflicht an das Kausalgeschäft die im deutschen System bestehende Harmonie mit übernahmerechtlichen Meldepflichten durchbrochen wird. Hier könnte es zu Mehrfachmeldungen aufgrund des gleichen Sachverhaltes kommen, was den Markt eher irritieren sollte. Dies gilt es zu vermeiden.

2. Sanktionsregime bei fehlerhaften oder unterbliebenen Stimmrechtsmitteilungen

Auch das Sanktionsregime bei fehlerhaften oder unterbliebenen Stimmrechtsmitteilungen soll neu geregelt werden.

Grundsätzlich ist die DSW der Ansicht, dass entsprechende Meldepflichten nur dann ihre Wirkung voll werden entfalten können, wenn auch das Sanktionsregime entsprechend nachhaltig ausgestaltet ist.

Hinsichtlich der Wirkung der Sanktionen vertreten wir grundsätzlich den Ansatz, dass diese immer auch nur die Adresse treffen sollten, die fehlerhaft oder gar nicht ihrer Mitteilungspflicht nachgekommen ist.

Vor diesem Hintergrund sollte die Drittwirkung des Sanktionsregimes nochmals genauer untersucht werden und insbesondere geklärt werden, ob wirklich immer nur derjenige von den Sanktionen getroffen wird, der sich pflichtwidrig verhält.

So sind durchaus Fallkonstellationen denkbar, bei denen Sanktionen gegenüber natürlichen oder juristischen Personen wirken, die ihrerseits den Meldepflichten vollständig nachgekommen sind. Das aktuelle System hinsichtlich der Meldepflichten stellt auf die Aktie als Anknüpfungspunkt ab. Gegebenenfalls sollten hier Regelungen getroffen werden, die mehr oder ausschließlich den Meldepflichtigen im Fokus haben und nicht das Wertpapier.

Eine weitere Drittwirkung tritt bei der Verletzung von Meldepflichten unter Umständen bei der Emittentin von Aktien und damit den börsennotierten Aktiengesellschaften auf.

Die Flut an Stimmrechtsmitteilungen in den letzten Jahren hat dazu geführt, dass auch auf Hauptversammlungen die Frage diskutiert wird, ob jeder Aktionär, der auf der Hauptversammlung sein Stimmrecht ausübt, auch tatsächlich dazu berechtigt ist. Diese Fragen werden deutlich lauter gestellt werden, wenn nunmehr gemäß dem vorliegenden Gesetzesentwurf auch eine Strahlwirkung aus nur teilweise falsch gemeldeten Beständen normiert wird.

Hier ergeben sich erhebliche Risiken für die Emittenten der Wertpapiere, die sie unmittelbar ins Mark treffen können, ohne dass sie eine Kontrolle gegenüber ihren meldepflichtigen Aktionären ausüben oder aber überhaupt ein System implementieren könnten, die Veränderung von Stimmrechten eigenständig zu überwachen.

Die Anfechtungsgefahr würde also durch die Neuregelung nochmals deutlich ansteigen. Dies empfinden wir nicht als ausgewogen, da damit auch die Interessen der von Meldepflichten befreiten oder aber ihren Meldepflichten nachgekommenen Aktionären erheblich beeinträchtigt werden können. Die Folgen der Sanktionen gegenüber einem pflichtwidrig handelnden Aktionär würden also das gesamte Unternehmen und vor allem auch die ordnungsgemäß handelnden Aktionäre treffen.



Die Einschränkung des Anfechtungsrechts würde hier zunächst auf der Hand liegen. Würde man dieses jedoch pauschal ausschließen, würde man damit auch zugleich die Möglichkeit eröffnen, dass Beschlüsse, die mit Stimmen, die eigentlich einem Stimmrechtsverbot unterliegen, die Mehrheit erlangt haben und vielleicht zum Nachteil der Gesellschaft gereichen, nicht aus der Welt geräumt werden können.

Hier muss ein Ausgleich gefunden werden, der dem Unternehmensinteresse und dem Interesse der ordnungsgemäß handelnden Aktionäre gerecht wird.

Nach Ansicht der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz sollte ein solcher Ausgleich aber nicht durch das weitere Einschränken des Anfechtungsrechts ermöglicht werden. Vielmehr geht es darum, hier wie bei den etablierten Freigabeverfahren im Wege eines einstweiligen Rechtsschutz zur Klärung beizutragen.



Der teilweise vorgetragene Ansatz, dass eine Anfechtung nur dann möglich sein soll, wenn der Gesellschaft oder dem Versammlungsleiter bekannt oder fahrlässig unbekannt war, dass Stimmrechtsmitteilungen fehlerhaft abgegeben oder gänzlich unterlassen wurden, wirkt auf den ersten Blick ebenfalls angemessen, da durch die Bösgläubigkeit des Unternehmens in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Stimmrechtsmitteilung der Emittent nicht schützenswert erscheint. Allerdings deckt diese Lösung gerade nicht den Fall ab, dass ein Aktionär bewusst, gewollt und vor allen Dingen verdeckt unrechtmäßig seine Stimmrechte ausübt und damit eine Beschlusslage herbeiführt, die für das Unternehmen und die sonstigen Aktionäre nachteilig wirkt.

Die DSW präferiert daher den Weg über den einstweiligen Rechtsschutz, im Rahmen dessen zügig geklärt werden kann, ob tatsächlich gegen Meldepflichten verstoßen worden ist.

3. Quartalsberichterstattung und Fristenregelung für Halbjahresberichte

In dem Entwurf wird geregelt, dass zukünftig keine gesetzliche Verankerung und Vorgabe zu der Veröffentlichung von Quartalsberichten im Regulierten Markt mehr besteht. Faktisch entfällt damit die Quartalsberichterstattung. Die Anleger erhalten nur noch zum Halbjahr entsprechende Berichte.

Die Diskussion über die Sinnhaftigkeit und die Wirkung von Quartalsberichten wird nun schon sehr lange geführt und nicht zuletzt hat die Deutsche Börse AG im Zusammenhang mit der Einstellung der Quartalsberichterstattung durch die Porsche AG vor vielen Jahren deutlich betont, dass ein hohes Maß an Transparenz (auch mittels Quartalsberichten) entscheidend für die Qualitätssegmente der Deutsche Börse zu sein scheint.

Der allgemeine Trend und Wille, die Investoren mehr zu langfristig und nachhaltig orientierten Anlegern zu erziehen, kann aus Sicht der DSW jedoch nicht dadurch erreicht werden, dass ihnen wichtige Informationsquellen genommen werden. So sind es nicht die Quartalsberichte, die ein kurzfristig orientiertes Denken bei den Anlegern fördern. Auch sind es nicht Quartalsberichte, die Vorstände allein von Quartal zu Quartal denken lassen. Vielmehr geben Quartalsberichte den Anlegern im Mehrjahresvergleich wertvolle Anhaltspunkte dafür, wie gut sich ein Unternehmen entwickelt und welchen Zyklen die Geschäftsentwicklung unterliegt.

Nach Wertung der DSW sind also nicht die Quartalsberichte als solche als Problem zu werten, sondern vielmehr und allein die Ausrichtung verschiedener Anleger, die gegebenenfalls die Quartalsberichte fehlerhaft oder zum Schaden anderer als Anlass nehmen, ihre Anlageentscheidung kurzfristig auszurichten. Unseres Erachtens wird aber die Abschaffung von Quartalsberichten nicht dazu führen, gerade diese Anleger zu bekehren und zu langfristig orientierten Investoren umzuschulen.



Dies vorweg gestellt, sieht die DSW grundsätzlich kritisch, dass die gesetzliche Verankerung der Quartalsberichterstattung mit dem Gesetzesentwurf in Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie entfällt.

Richtig ist, dass zu erwarten ist, dass die Börsen gerade im Bereich der Qualitätssegmente weiterhin eine Quartalsberichterstattung oder eine Mitteilungspflicht unterjährig in den Börsenordnungen vorsehen werden. Ohne gesetzliche Verankerung der Quartalsberichterstattung kann dies von uns oder auch von anderen Marktbeteiligten aber allein als Wunsch oder Appell verstanden werden.

Insofern hoffen wir auf die Weitsicht insbesondere der Deutsche Börse AG bei einer möglichen Neugestaltung der Börsenordnung und dass sie dabei nicht nur die vermeintlichen Interessen der Emittenten, sondern auch der Anleger sachgerecht in einen Ausgleich bringt und weiterhin eine Quartalsberichterstattung vorschreibt. Diese sollte mit qualifizierten Anforderungen ausgestattet werden, damit die Anleger auch weiterhin unterjährig vergleichbare Informationen erhalten.

In diesem Zusammenhang kann die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz aber nicht nachvollziehen, warum zugleich das Fristenregime für die Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen und damit Halbjahresberichten von zwei auf drei Monate verlängert wird.

Derartige Zugeständnisse sind aus Anlegersicht nicht nachvollziehbar, zumal die Praxis zeigt, dass die Einhaltung der Zwei-Monats-Frist ohne weiteres möglich ist. Erst recht sollten die Halbjahresberichte aber früher veröffentlicht werden müssen, wenn die Anleger auf der anderen Seiten auf Quartalsberichte zu verzichten haben.

4. Neuregelung des Delisting

Bereits zu Beginn dieser Stellungnahme haben wir unsere ablehnende Haltung gegenüber der vorgeschlagenen gesetzlichen Regelung des Delisting vorgetragen. Im Folgenden möchten wir unsere Wertung konkretisieren.

Unabhängig davon, dass wir uns bemüht haben, trotz der kurzfristigen Einbringung des wohl noch informellen Ergänzungsantrages, eingehend Stellung zu beziehen, fragen wir uns zugleich, ob die beteiligten Interessengruppen nochmalig die Gelegenheit erhalten werden, sich intensiv mit der Thematik und vor allen Dingen einem gesetzlichen Vorschlag auseinanderzusetzen oder ob aufgrund der zeitlichen Dichte hinsichtlich der Umsetzung des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie dazu keine weitere Möglichkeit mehr bestehen wird. Dies würden wir als ausgesprochen bedenklich befinden und regen daher an, eine gesetzliche Regelung des Delisting zunächst zurückzustellen und hier eher Sorgfalt vor Geschwindigkeit walten zu lassen.



Dies möchten wir auch deshalb unterstreichen, da wir der Ansicht sind, dass der derzeit vorliegende Antrag bzw. Vorschlag nicht vermag, die Problematik sach- und interessengerecht zu regeln bzw. zu lösen.

Zusammenfassend möchten wir zu dem eingebrachten Vorschlag Folgendes vorbringen:

Ein einem Delisting vorgeschaltetes, aber nicht justiziables und zudem nicht am Ertragswert orientiertes Übernahmeangebot kann die freien Aktionäre nicht angemessen schützen. Zwar erkennt die DSW den Willen der CDU/CSU- sowie der SPD-Fraktion, einen Ausgleich der Interessen herbeizuführen. Die vorgeschlagene Lösung vermag aber schon im Ansatz nicht, die Vermögensinteressen der freien Aktionäre sachgerecht zu berücksichtigen, da ein Übernahmeangebot und die Preisfindungsmechanismen für ein solches Angebot gemäß WpÜG nicht ausreichen, um das für die freien Aktionäre sehr einschneidend wirkende Delisting zu kompensieren.

Positiv werten wir, dass die Fraktionen von CDU/CSU und SPD die freien Aktionäre als schutzbedürftig ansehen und damit zugleich erkennen, dass aktuell eine zu schließende Lücke im Anlegerschutz besteht. Diese nach der Frosta-Entscheidung entstandene Lücke allerdings damit zu schließen, dass nunmehr der Schutz über ein dem Börsenrückzug vorgeschaltetes Übernahmeangebot als ausreichend gesehen wird, ist nicht nachvollziehbar. Ein Schutz über das WpÜG beim Delisting sieht die DSW als schlichtweg unzureichend an. Dies kann die Interessen der freien schützenswerten Aktionäre nicht sachgerecht abbilden.

Wir möchten grundsätzlich daran erinnern, dass im Rahmen der Einschränkung des Anfechtungsrechts die freien Aktionäre bewusst auf ihr Vermögensinteresse reduziert wurden. Und es war genau diese Reduzierung auf das Vermögensinteresse, die seinerzeit bei der Abwägung von subjektivem Rechtsschutz und objektiver Rechtskontrolle zu erheblichen Einbußen bei den Kontrollrechten und damit Mitgliedschaftsrechten des einzelnen Aktionärs geführt hat. Wenn dies weiterhin als systematisch richtig angesehen wird, darf bei der Findung einer (Neu-)Regelung für das Delisting das Vermögensinteresse dann nicht auch noch in den Hintergrund gedrängt werden.

Hat der Anleger ein berechtigtes und damit schützenswertes Vermögensinteresse, hat sich der Anlegerschutz beim Delisting auch daran zu orientieren. So kann man den Anleger nicht zunächst bei der Anfechtung auf seine Vermögensinteressen reduzieren, diese Vorgabe dann aber beim Delisting ignorieren.



Dies gilt erst recht für die unter Nummer 2 über den Ergänzungsantrag eingebrachte Variante, dass im Nachgang eines Übernahmeangebotes innerhalb von sechs Monaten ein Delisting ohne weitere Maßnahmen bzw. Bedingungen möglich sein soll.

Dieser neue Regelungsvorschlag verschlimmert nach Ansicht der DSW die aktuelle, bereits arg missliche Situation für die Streubesitz-Aktionäre nochmals erheblich gegenüber den aktuell geltenden Regeln (Fristenregelung gemäß Börsenordnungen). So haben die allermeisten Börsenordnungen zum Inhalt, dass über eine Fristenregelung dafür Sorge getragen wird, dass die Streubesitz-Aktionäre ausreichend Zeit erhalten, ihre Aktien – möglichst kursschonend – über den Markt zu veräußern. Selbst dieser Schutz wird den freien Aktionären nunmehr genommen, wenn im Nachgang eines Übernahmeangebotes ein Delisting ohne Weiteres möglich sein soll. Hier werden die Fristen unnötig und unzumutbar zum Nachteil der freien Aktionäre verkürzt.

In der Realität werden wir den Vorschlag für eine Neuregelung so umgesetzt sehen, dass nach jedem halbwegs gelungenen Übernahmeangebot ein Delisting als möglich gewertet wird.

Als „gelungen“ wird ein Übernahmeangebot von dem Übernehmer allerdings im Fall eines geplanten Delistings vor allem dann empfunden werden, wenn er möglichst wenige Stücke zu einem möglichst noch geringeren Preis erhalten hat, wobei ja selbst die Verweigerung der Angebotsannahme durch die Aktionäre ein Delisting möglich machen würde. Besonders misslich erachten wir insofern dabei den Umstand, dass bereits bei einer sehr geringen Beteiligungsquote ein Delisting möglich sein soll.

DSW-Lösungsvorschlag:

Hier wäre für die DSW durchaus denkbar, dass die Möglichkeit eines Delisting an die Erreichung einer qualifizierten Annahmequote des Übernahmeangebotes gekoppelt wird. Eine ähnliche Lösung wurde bereits im Rahmen der Diskussionen um das Spruchverfahrensgesetz erörtert. Seinerzeit sollte ein Übernahme- bzw. Abfindungsangebot als für alle freien Aktionäre bindend und nicht gerichtlich überprüfbar gelten, wenn sich eine überwältigende Mehrheit der freien Aktionäre (90 Prozent) für die Annahme des Angebotes entschieden hatte.

Eine solche Lösung sehen wir auch beim Delisting als grundsätzlich gangbar und angemessen an.

Sollte die qualifizierte Mehrheit aber nicht erreicht werden, ist aus Sicht der DSW ein Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung zwingend geboten.



Insgesamt kann die DSW nicht nachvollziehen, warum es übernahmebereiten Adressen so einfach gemacht werden soll, den Ausverkauf der deutschen, kapitalmarktorientierten Industrie zu ermöglichen.

Schon jetzt wird allgemein bemängelt, dass es zu wenige Börsengänge an deutschen Börsenplätzen gibt. Erleichtert man nunmehr die Möglichkeit eines Delisting, anstelle dieses stärker zum Schutze der freien Aktionäre einzuschränken, wird sich die Zahl der börsennotierten Unternehmen nochmals deutlich reduzieren. Zudem wird verhindert, dass gerade kleinere und mittelgroße Unternehmen überhaupt auf eine investitionsbereite Anlegerschaft treffen. Letztendlich wird durch die Regelung des Delisting in der vorgeschlagenen Art und Weise die Tür für neue Börsengänge in dem Small- und Midcap-Bereich zugeschlagen.

Damit steht der Vorschlag der Bundesregierung auch dem Bestreben der Europäischen Kommission, eine Kapitalmarktunion in Europa zu etablieren, diametral entgegen.

Die Erfahrungen der DSW zeigen, dass die allermeisten Delisting nach Übernahmen beziehungsweise größeren Wechseln bei den Hauptaktionären stattfinden. Da diese Wechsel meistens mittels Übernahmeangeboten erfolgen, würde die neue Regelung gemäß Nummer 2 zwangsläufig dazu führen, dass die Aktionäre in ihrer Entscheidung über die Annahme oder aber das Ablehnen eines Übernahmeangebotes nicht mehr frei sind, da der Druck beziehungsweise die Sorge vor einem Delisting deutlich die Entscheidungsfindung dominieren wird.

Eine freie Entscheidung, die es unseres Erachtens gerade durch den Gesetzgeber zu schützen gilt, würde dann nicht mehr möglich sein, so dass die neue, vorgeschlagene Regelung den Anlegerschutz reduziert und nicht – wie eigentlich gewollt – erhöht.

Die besonders negative Wirkung einer Anknüpfung an ein vorausgehendes Übernahmeangebot zeigt sich ungeschminkt, wenn man sich die freiwilligen oder aber auch pflichtigen Übernahmeangebote der letzten Jahre genauer anschaut. So besteht der erhebliche Nachteil eines Übernahmeangebotes – nicht nur, aber in erster Linie bei freiwilligen Angeboten – für die Angebotsadressaten darin, dass der Zeitpunkt für ein solches Angebot von dem Übernehmer bewusst und gewollt zu seinem Vorteil bestimmt werden kann. Dies gilt natürlich nur, wenn ein solches Angebot beziehungsweise das gesamte Prozedere gut orchestriert und damit gut vorbereitet wird. Hiervon dürfen wir jedoch gerade bei den größeren Fällen, wie wir sie mit Hochtief oder Celesio gesehen haben, in der Nachschau stark ausgehen. Zudem erkennen wir nicht, warum gerade der Übernehmer hier schützenswerter sein soll als die freien Aktionäre.

Denn wenn der Übernehmer in der Situation ist, den Zeitpunkt des Übernahmeangebotes zu bestimmen, bestimmt er damit auch letztendlich die Höhe des Preises für die Übernahmeofferte, die nach den Vorgaben des zur Diskussion stehenden Antrages auch noch die Tür öffnen soll für den Rückzug von der Börse.

Dass die Börsenkurse nicht zwangsläufig einen fairen Wert darstellen, hat insbesondere in den letzten Wochen der merkliche Einbruch der Märkte durch die Gerüchte um ein Abschwächen der chinesischen Wirtschaft gezeigt. Noch intensiver offenbart sich die Diskrepanz, wenn man sich den Verfall der Börsenkurse im Rahmen der Finanzkrise genauer anschaut. So waren es bei den voranstehenden Fällen eben nicht die unternehmensspezifischen Daten und Fakten, die den Börsenkurs beeinflussten, sondern die Marktstimmung und die makroorientierten Faktoren, die die Kurse deutlich nach unten trieben.

Die nicht zur Abgabe ihrer Anteile bereiten Aktionäre wären dann faktisch gezwungen, ihre Anteile zu einem Kurs abzugeben, der noch nicht einmal im Ansatz dem eigentlichen Wert ihres Investments entspricht. Nun mag man anführen, dass ein Delisting ja gerade nicht bedeutet, dass das Eigentum an den Aktien verlustig geht. Bei lebensnaher Betrachtung muss man aber sehr wohl eingestehen, dass eine Aktie ohne Börsennotiz für viele Investoren schlichtweg kein geeignetes Investment darstellt. Dies gilt aus Sicht der DSW eigentlich bereits für Unternehmen, die sich nicht den hohen Transparenzstandards des Prime Segments verpflichtet haben. Ohne Transparenz kann keine sachgerechte Kontrolle stattfinden. Damit entfällt zugleich die Möglichkeit, überhaupt eine nachhaltige und den individuellen Bedürfnissen angepasste Anlageentscheidung treffen zu können. Letztendlich sieht sich der Anleger bereits aufgrund der mangelnden Transparenz gezwungen, sich aus dem Investment zurückzuziehen. Freiwillige Zugeständnisse hinsichtlich der Transparenz mag es zwar auch bei nicht börsennotierten Unternehmen geben. Entscheidend ist aber, dass die Unternehmen verpflichtet sind, ein gewisses oder besser zuverlässiges Maß an Transparenz zu bieten. Aus dieser Pflicht resultieren dann wiederum entsprechende Sanktionen, um die Transparenz einzufordern und durchzusetzen.



Durch die Möglichkeit, ein Delisting bis zu sechs Monate nach einem Übernahmeangebot umzusetzen, wird zudem ein unnötiger „Deckel“ auf den Kurs der Aktie der Zielgesellschaft gelegt. Das Damoklesschwert namens Delisting wird in der Form wirken, dass es nach einem Übernahmeangebot keinerlei Partizipation der Aktionäre an positiven Entwicklungen - seien diese operativ oder aber marktgetrieben - geben wird. Auch dies ist schlichtweg nicht nachvollziehbar und ermöglicht allein dem Übernehmer die preisgünstige Fortsetzung seines Übernahmeplans. Auch diesbezüglich kann die DSW nicht nachvollziehen, warum der Übernehmer als schützenswerter gesehen wird als die Aktionäre, die bereits im Unternehmen investiert waren oder aber ggf. erst nach dem Übernahmeangebot eingestiegen sind.

Wenn davon ausgegangen wird – wie auch die Begründung des Ergänzungsantrages dies klar erkennen lässt –, dass nach der Ankündigung eines Delisting die Kurse deutlich absinken, und diesem „künstlich“ herbeigeführten Absinken zukünftig ein Übernahmeangebot entgegengestellt werden soll, so stellt sich für uns die Frage, warum dieses nicht zugleich justiziabel ausgestaltet sein sollte.

Nur über ein am Ertragswert orientiertes, der Höhe nach gerichtlich überprüfbares Übernahmeangebot wird es möglich sein, einen sachgerechten, verfassungsrechtlich gebotenen Ausgleich der höchst unterschiedlich ausgestalteten Interessenlagen von Übernehmer und freien Aktionären herbeizuführen.

Sollte eine solche gerichtliche Überprüfung nicht vorgesehen werden, würde die Neuregelung allein die Schwächen des seit der Frosta-Entscheidung vorherrschenden Status und die der Entscheidung zugrundeliegenden falschen Tatsachenwertung perpetuieren.

Wir hatten bisher den Eindruck, dass der Anspruch einer Neuregelung gerade darin liegt, die unbefriedigende Ist-Situation nach dem Frosta-Urteil einer für alle Beteiligten gerechteren Lösung zuzuführen. Diesen Anspruch sehen wir als nicht erfüllt an.

Abschließend möchten wir in Erinnerung rufen, dass unseres Erachtens eine Regulierung des Delisting in den letzten zehn Jahren unterblieben ist, da die freien Aktionäre über die Entscheidung in Sachen Macrotron von der Bundesregierung als ausreichend geschützt angesehen wurden. Dieser Schutz ist nun durch die Frosta-Entscheidung nicht mehr gegeben. Aus Sicht der DSW ist nur konsequent, diese Lücke im Sinne der Macrotron-Entscheidung zu schließen. Der eingebrachte Antrag geht leider einen anderen Weg mit der Konsequenz, dass das Anlegerschutzniveau absinkt.

Ohne ein der Höhe nach gerichtlich überprüfbares Übernahme- oder Abfindungsangebot sehen sich die von einem Delisting betroffenen freien Aktionäre schutzlos den Übernahmeplänen eines Dritten ausgesetzt.

Wir freuen uns auf den Austausch sowie die Diskussion mit Ihnen und den weiteren Mitgliedern des Finanzausschusses.

Mit freundlichen Grüßen

DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ e.V.



Marc Tüngler
Hauptgeschäftsführer



Stellungnahme

des Deutschen Anwaltvereins durch den Ausschuss Handelsrecht

zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie

Stellungnahme Nr.: 31/2015

Berlin, im Juni 2015

Mitglieder des Ausschusses

- Prof. Dr. Michael Hoffmann-Becking, Düsseldorf (Vorsitzender)
- Dr. Gabriele Apfelbacher, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatlerin)
- Dr. Christian Decher, Frankfurt/Main
- Dr. Hans Friedrich Gelhausen, Frankfurt/Main
- Dr. Peter Hemeling, München
- Dr. Hilke Herchen, Hamburg
- Dr. Hans-Christoph Ihrig, Mannheim
- Dr. Thomas Kremer, Bonn
- Prof. Dr. Gerd Krieger, Düsseldorf
- Dr. Marc Löbbe, Frankfurt/Main
- Prof. Dr. Reinhard Marsch-Barner, Frankfurt/Main
- Dr. Dr. h.c. Georg Maier-Reimer, LL.M., Köln
- Dr. Andreas Pentz, Mannheim
- Dr. Bodo Riegger, Stuttgart
- Dr. Gabriele Roßkopf, LL.M., Stuttgart
- Prof. Dr. Frank A. Schäfer, LL.M., Düsseldorf (Berichterstatter)
- Dr. Alexandra Schluck-Amend, Stuttgart
- Dr. Bernd Singhof, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- Dr. Jost Wiechmann, Hamburg
- Dr. Hans-Ulrich Wilsing, Düsseldorf

Deutscher Anwaltverein

Littenstraße 11, 10179 Berlin
Tel.: +49 30 726152-0
Fax: +49 30 726152-190
E-Mail: dav@anwaltverein.de

Büro Brüssel

Rue Joseph II 40
1000 Brüssel, Belgien
Tel.: +32 2 28028-12
Fax: +32 2 28028-13
E-Mail: bruessel@eu.anwaltverein.de
Transparenz-Registernummer:
87980341522-66

www.anwaltverein.de

Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

- Rechtsanwalt Thomas Marx

Verteiler

Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz

Bundesministerium der Finanzen

Vorsitzende des Ausschusses für Recht und Verbraucherschutz des Bundestages

Vorsitzende des Ausschusses für Finanzen des Bundestages

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex

Europäische Kommission - Vertretung in Deutschland

Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins

Landesgruppen und -verbände des DAV

Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV

Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV

Handelsrechtsausschuss des DAV

Bundesrechtsanwaltskammer

Bundesnotarkammer

Deutscher Notarverein

Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)

Deutscher Richterbund

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)

Deutscher Steuerberaterverband

Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft

Bundesverband Deutscher Banken

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung –

Deutsches Aktieninstitut

Die Aktiengesellschaft

GmbH-Rundschau

NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

WM Wertpapiermitteilungen

ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Börsenzeitung

Handelsblatt

Juris

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit ca. 66.000 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

- 1 Die Bundesregierung hat am 29. April 2015 den Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie beschlossen, zu dem der Deutsche Anwaltverein nachfolgend Stellung nimmt. Dabei beschränkt er sich auf die geplanten Änderungen zum Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und hier vor allem auf Regelungen, die über die Vorgaben der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie („Richtlinie“) hinausgehen.

I. Zu Art. 1 Nr. 8 b) aa) und bb) (Neufassung von Satz 4 und neuer Satz 5 in § 21 Abs. 1 WpHG-E)

- 2 Neu gefasst wird die Sonderregelung für den Beginn der Frist, innerhalb derer ein Meldepflichtiger das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer relevanten Schwelle mitzuteilen hat. Denn der derzeitige Gesetzestext trägt nicht dem Umstand Rechnung, dass Art. 12 Transparenzrichtlinie 2004 und Art. 9 Richtlinie 2007/14/EG zwischen „aktiven Schwellenberührungen“ (aufgrund Erwerbs oder Veräußerung durch den Meldepflichtigen) und „passiven Schwellenberührungen“ (aufgrund der Änderung der Gesamtstimmrechtsanzahl beim Emittenten) unterscheiden. Für Letztere soll die Veröffentlichung nach § 26a Abs. 1 für die Berechnung des Fristbeginns maßgeblich sein, sofern nicht bereits zuvor positive Kenntnis des Meldepflichtigen über die Änderung der Gesamtzahl der Stimmrechte besteht (s. dazu unten Rn.14 ff.). Diese Korrektur ist grundsätzlich nachvollziehbar. Überdacht werden sollte allerdings, ob in dem vorgeschlagenen neuen Satz 5 des § 21 Abs. 1 WpHG der neue möglicherweise missverständliche Begriff der „Schwellenberührung“ eingeführt werden soll. Es erscheint vorzugswürdig, es in dem ohnehin schwierigen Gesetzeswortlaut bei den etablierten Begriffen des „Erreichens, Überschreitens oder Unterschreitens“ der relevanten Schwellen zu belassen.

II. Zu Art. 1 Nr. 8 c) (Neuer Absatz 1b in § 21 WpHG-E)

- 3 Der Regierungsentwurf führt eine gesetzliche Fiktion des „Gehörens“ für Zwecke der §§ 21 bis 30 WpHG (Abschnitt 5) ein. Danach gilt das Bestehen eines auf die Übertragung von Aktien gerichteten unbedingten und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllenden Anspruchs oder einer entsprechenden Verpflichtung als „Gehören“ im Sinne der genannten Vorschriften. Damit soll künftig für das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der Meldeschwellen der Abschluss eines entsprechenden Kausalgeschäfts genügen, während es bisher auf den dinglichen Vollzug als auslösendes Ereignis ankam.
- 4 Diese Änderung ist durch die Richtlinie nicht geboten und führt entgegen der Begründung nicht zu weitergehender Harmonisierung des Stimmrechtsmelderegimes in Europa. Die Richtlinie enthält keinerlei Konkretisierung dazu, wann ein die Meldepflicht auslösender Erwerb oder eine entsprechende Veräußerung vorliegt. Selbst wenn es zutreffen sollte, dass in der Mehrzahl der europäischen Länder auf den Erwerbs- oder Veräußerungsvertrag abgestellt wird, so hat dies für Rechtsordnungen, die kein Trennungsprinzip kennen, keine Aussagekraft. Der Deutsche Anwaltverein plädiert daher für eine Streichung der vorgeschlagenen Änderung.
- 5 Neben dem genannten Bedenken gegen die geplante Neuregelung ergeben sich aus § 21 Abs. 1b WpHG-E auch Auslegungsschwierigkeiten. Nach der Regierungsbegründung (S. 62) soll rechtstechnischer Anknüpfungspunkt das „Gehören“ im Sinne von § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG, § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 2 und § 28 WpHG sein. § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG stellt aber anders als etwa § 20 Abs. 1 AktG gar nicht ausdrücklich auf das „Gehören“ ab. Zudem ist die Fiktion des „Gehörens“ des Veräußerers bei bloßem Bestehen einer Verpflichtung schwer verständlich.
- 6 Sollte der Gesetzgeber die Vorverlagerung der Meldepflichten beibehalten, regt der Deutsche Anwaltverein eine Klarstellung des Wortlauts von § 21 Abs. 1b WpHG-E wie folgt an: *„Aktien, die Gegenstand eines auf die Übertragung von Aktien gerichteten unbedingten und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllenden Anspruchs sind, gelten im Sinne dieses Abschnitts bereits bei Bestehen des Anspruchs als vom Anspruchsberechtigten erworben und diesem gehörend und als vom Anspruchsverpflichteten übertragen und diesem nicht mehr gehörend.“*

- 7 Die Regierungsbegründung (S. 64) weist darauf hin, dass es durch die Vorverlagerung der Mitteilungspflicht gem. § 21 Abs. 1b WpHG-E zu einem Auseinanderfallen der Pflicht zur Veröffentlichung des übernahmerechtlichen Kontrollerwerbs und der wertpapierhandelsrechtlichen Mitteilungspflichten kommen kann. In jedem Fall, so heißt es in der Begründung weiter, bleibe aber die Möglichkeit der gleichzeitigen Mitteilung des Beteiligungserwerbs nach § 21 WpHG und des Kontrollerwerbs nach § 35 WpÜG erhalten. Dagegen spricht jedoch, dass die Veröffentlichung nach § 35 WpÜG, die erhebliche Rechtsfolgen auslöst, nicht vorzeitig, sondern erst dann erfolgen kann, wenn der Kontrollerwerb eingetreten ist.

III. Zu Art. 1 Nr. 9 a) aa) bbb) (§ 22 Abs. 1 Nr. 7 und 8 WpHG-E)

- 8 Der Regierungsentwurf sieht einen neuen Zurechnungstatbestand für Stimmrechte vor, „aus denen der Meldepflichtige Stimmrechte ausüben kann aufgrund einer Vereinbarung, die eine zeitweilige Übertragung der Stimmrechte ohne die damit verbundenen Aktien gegen Gegenleistung vorsieht“ (§ 22 Abs. 1 Nr. 7 WpHG-E). Dass dies aufgrund des Abspaltungsverbots nach deutschem Recht nicht relevant ist, führt die Gesetzesbegründung selbst aus. Nur mit Rücksicht auf abweichendes ausländisches Recht soll der auf Art. 10 lit. b Transparenzrichtlinie 2004 zurückgehende Wortlaut zur Herstellung der „Maximalharmonisierung“ nun in deutsches Recht übertragen werden. Nicht zu verkennen ist indessen, dass der neue Zurechnungstatbestand eine gewisse sachliche Nähe zur Legitimationsübertragung von Aktien aufweist. Bei Letzterer geht es zwar nicht um die Übertragung des Stimmrechts; vielmehr wird der Dritte zur Ausübung des Stimmrechts in eigenem Namen ermächtigt (§ 185 BGB). Angesichts der erst jüngst durch das Kleinanlegerschutzgesetz beseitigten Rechtsunsicherheit um die Meldepflicht von Legitimationsaktionären nach §§ 21 ff. WpHG wäre es jedoch hilfreich, wenn klargestellt würde, dass die neue Nr. 7 ohne Einfluss auf die Beurteilung des Legitimationsaktionärs ist.
- 9 Zudem sollte der Wortlaut der neuen Nr. 7 redaktionell überarbeitet werden: Bislang ist von „Stimmrechten aus Aktien“ die Rede, „aus denen der Meldepflichtige Stimmrechte ausüben kann“. Diese scheinbare Tautologie könnte durch folgenden Wortlaut vermieden werden: *„die der Meldepflichtige aufgrund einer Vereinbarung ausüben*

kann, die eine zeitweilige Übertragung der Stimmrechte ohne die damit verbundenen Aktien gegen Gegenleistung vorsieht“.

- 10 Der Regierungsentwurf sieht ferner einen neuen Zurechnungstatbestand für die Fälle vor, in denen die Aktien „bei dem Meldepflichtigen als Sicherheit verwahrt werden, sofern dieser die Stimmrechte hält und die Absicht bekundet, sie auszuüben“ (§ 22 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-E). Diese Anpassung ist nicht etwa durch die Änderungsrichtlinie veranlasst, sondern setzt Art. 10 lit. c Transparenzrichtlinie 2004 um, der im Zuge des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes noch nicht in deutsches Recht überführt wurde. Die jetzt vorgesehene Anpassung ist offenbar einer engeren Anlehnung an den Richtlinienentwurf aufgrund der von der Richtlinie angestrebten „Maximalharmonisierung“ geschuldet. Im Unklaren lässt die Begründung des Regierungsentwurfs dabei jedoch, welche Sicherungsinstrumente genau erfasst werden sollen, bei denen die Stimmrechte von dem Sicherungsnehmer „verwahrt werden“, ihm aber „nicht schon aufgrund dessen Stellung als Eigentümer“ zustehen. Aufgrund des Abspaltungsverbots ist nach deutschem Recht eine Trennung von Eigentum an den Aktien und Halten der Stimmrechte nicht möglich, sondern deren Ausübung bedarf der rechtsgeschäftlichen Ermächtigung durch den Eigentümer. Die Pfandverwahrung, an die in diesem Zusammenhang zu denken ist, dürfte bereits durch Nr. 6 abgedeckt sein. Eine gewisse Anleitung durch die Gesetzesbegründung zum Anwendungsbereich des neuen Tatbestands wäre daher wünschenswert.
- 11 Nicht nachvollziehbar ist, dass der Regierungsentwurf den neuen Tatbestand zum Anlass nimmt, in der Begründung (S. 64) den Abschied von der „alternativen Stimmrechtszurechnung“ zu verkünden. Danach ist – auch entsprechend der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin (vgl. Emittentenleitfaden 2013, S. 117) – für den Zurechnungstatbestand des Sicherungseigentums an Aktien bislang anerkannt, dass die Zurechnung der Stimmrechte entweder bei dem Sicherungsgeber oder (ausnahmsweise) dem Sicherungsnehmer vorzunehmen ist. Dies ist letztlich auch in dem Wortlaut des Tatbestands des § 22 Abs. 1 Nr. 3 WpHG angelegt („es sei denn“), der unverändert bleiben soll. Anders als bei den übrigen Zurechnungstatbeständen wäre eine doppelte Erfassung der Stimmrechte auch nicht sinnvoll. Sie würde angesichts der nur vorübergehenden und untergeordneten Stellung des Sicherungsnehmers die tatsächlichen Stimmrechtsverhältnisse nicht zutreffend

wiedergeben. Dies kann auch nicht im Sinne der intendierten „Maximalharmonisierung“ sein. Der Deutsche Anwaltverein plädiert daher dafür, das Konzept der alternativen Zurechnung nicht aufzugeben, zumal eine Aufgabe des Konzepts sich auch im Gesetzeswortlaut niederschlagen müsste. Die Begründung sollte sich allenfalls darauf beschränken darzulegen, dass die alternative Zurechnung bei dem neuen Tatbestand der Nr. 8 im Gegensatz zum Tatbestand der Nr. 3 ausnahmsweise nicht gilt.

IV. Zu Art. 1 Nr. 10 (§ 22a WpHG-E)

- 12 Die Schaffung von § 22a WpHG-E mit der Definition der Tochterunternehmen im Rahmen der Zurechnung von Stimmrechten ist zu begrüßen. Dies gilt grundsätzlich auch für die Überführung der Regelungen des § 94 Abs. 2 bis 5 KAGB in das WpHG.
- 13 Festzuhalten ist jedoch, dass der Entwurf § 94 Abs. 2 Satz 3 KAGB ersatzlos streicht. Durch diese Regelung werden bislang Stimmrechte aus Aktien, die zu einem von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten Sondervermögen gehören, welches kein Spezialsondervermögen ist und dessen Vermögensgegenstände im Miteigentum der Anleger stehen, als Stimmrechte qualifiziert, die der KVG zustehen. Diese Regelung sollte nach der Begründung des Referentenentwurfs (S. 48) entfallen, weil sie „keine Entsprechung in der Transparenzrichtlinie“ findet. Diese Begründung führt der Entwurf der Bundesregierung nicht mehr an und begründet die ersatzlose Streichung überhaupt nicht mehr. Die ersatzlose Streichung von § 94 Abs. 2 Satz 3 KAGB hat jedoch zur Konsequenz, dass den Anlegern selbst eine Meldepflicht obliegt. Diese Regelung ist unangemessen. Den Anlegern des Fonds ist das Überschreiten von meldepflichtigen Schwellen i.d.R. nicht bekannt. Zudem können die Stimmrechte nur durch die KVG und nicht durch den Anleger ausgeübt werden. Wenn § 94 Abs. 2 Satz 3 KAGB nicht in § 22a WpHG überführt wird, sollte zumindest für Anleger eine zusätzliche Meldeschwelle eingeführt werden, z.B. ab einer Beteiligung von 30 % des Anlegers an dem Fondsvermögen.

V. Zu Art. 1 Nr. 14 (§ 26a Abs. 2 WpHG-E)

- 14 Nicht unmittelbar durch die Änderung der Transparenzrichtlinie oder durch den ursprünglichen Text der Transparenzrichtlinie 2004 veranlasst ist die im Regierungsentwurf vorgeschlagene Änderung des § 26a WpHG. Danach sollen die

Emittenten bei einer Änderung der Gesamtzahl der Stimmrechte – außer bei der Ausgabe von Bezugsaktien aus bedingtem Kapital – nicht mehr erst am Ende eines Kalendermonats, sondern zukünftig „unverzüglich“ (spätestens nach zwei Handelstagen) zu einer entsprechenden Veröffentlichung verpflichtet sein. Diese Veröffentlichung soll auch das Datum des Wirksamwerdens der Veränderung angeben. Bislang ist dies nach der Verwaltungspraxis der BaFin lediglich freiwillig möglich (Emittentenleitfaden 2013, S. 156).

- 15 Nach der Begründung des Regierungsentwurfs (S. 68) ist die Änderung des § 26a WpHG eine Folge der Änderung des § 21 Abs. 1 Satz 5 WpHG-E. Darin wird (s. dazu oben Rn. 2) in stärkerer Anlehnung an die Transparenzrichtlinie 2004 klargestellt, dass die Veröffentlichung nach § 26a Abs. 1 für die Berechnung des Fristbeginns bei „passiven Schwellenberührungen“ maßgeblich ist, sofern nicht bereits zuvor positive Kenntnis des Meldepflichtigen über die Änderung der Gesamtzahl der Stimmrechte besteht. Richtig an dieser stärkeren Verknüpfung von § 21 und § 26a WpHG ist, dass bislang bei einer nur monatlichen und nicht unverzüglichen Veröffentlichung eine nicht unbeträchtliche Gefahr irreführender und falscher Informationen über Stimmrechtsveränderungen besteht. Zudem ist es ohne die zusätzliche Angabe des Wirksamwerdens der Änderung der Gesamtzahl der Stimmrechte einem Meldepflichtigen nicht möglich, das Datum der „Schwellenberührung“ anzugeben. Für die Emittenten bedeutet diese Ergänzung auch keinen erheblichen Mehraufwand, da sie in den in Betracht kommenden Fällen ohnehin parallelen Mitteilungspflichten unterliegen.
- 16 Gleichwohl bleibt die praktische Notwendigkeit der Änderung, die (zulässigerweise) über den Wortlaut des Art. 15 Transparenzrichtlinie 2004 hinausgeht, zweifelhaft. Wenn es zuträfe, dass es für die positive Kenntnis von der Änderung der Stimmrechte allein auf die Mitteilung nach § 26a WpHG ankommt, blieben Pflichtmitteilungen nach § 30b WpHG außer Betracht. Sie sind „unverzüglich“ nach Eintragung einer durchgeführten Kapitalerhöhung (Ausgabe neuer Aktien) oder einer durchgeführten Kapitalherabsetzung vorzunehmen. Dass sie für die positive Kenntnis außer Betracht bleiben können, erscheint zweifelhaft, zumal Art. 12 Abs. 2 lit. b) Transparenzrichtlinie, auf den die Gesetzesbegründung zu Nummer 8 Bezug nimmt, insoweit von einer Information über das die Gesamtzahl der Stimmrechte ändernde *Ereignis* ausgeht. Zur

Vermeidung einer weiteren Doppelung von Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der Emittenten für ein und dasselbe, die Gesamtzahl der Stimmrechte ändernde Ereignis könnte auch eine Bezugnahme auf § 30b in § 21 WpHG in Betracht kommen. Die Notwendigkeit einer tiefgreifenden Änderung des § 26a WpHG sollte daher überdacht, jedenfalls aber auf das Verhältnis von § 30b und § 26a WpHG in der Begründung eingegangen werden.

- 17 Missverständlich ist in jedem Fall, dass eine Veröffentlichung gemäß § 26a WpHG nach der Regierungsbegründung (S. 69) nicht mehr unverzüglich sein soll, wenn der Emittent die „Bekanntmachung im Handelsregister oder Benachrichtigung durch das Handelsregister“ abwartet. Kommt es für das Wirksamwerden der Änderung der Gesamtzahl der Stimmrechte auf die Eintragung im Handelsregister an, muss der Emittent selbstverständlich die übliche Eintragungsnachricht des Handelsregisters abwarten dürfen, bevor er die Veröffentlichung frei gibt.

VI. Zu Art. 1 Nr. 17 a) (§ 28 Abs. 1 WpHG-E)

- 18 Der Regierungsentwurf sieht vor, dass für die Zeit, für die Meldepflichten aus § 21 Abs. 1 oder Abs. 1a WpHG nicht erfüllt werden, Rechte aus Aktien, die dem Meldepflichtigen gehören, sowie aus Aktien, aus denen dem Meldepflichtigen Stimmrechte nach einem der Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG zugerechnet werden, entfallen. Bisher war der Rechtsverlust betreffend Aktien, aus denen Stimmrechte zugerechnet werden, auf die Zurechnungstatbestände des § 22 Abs. 1 Satz Nr. 1 und 2 beschränkt, also auf Aktien, die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören oder von einem Dritten für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden.
- 19 Die Ausweitung des umfassenden Rechtsverlusts auf sämtliche Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG ist europarechtlich nicht gefordert und im Hinblick auf die dadurch hervorgerufene erhebliche Rechtsunsicherheit in Bezug auf Hauptversammlungsbeschlüsse auch nicht sachgerecht. Art. 28 Abs. 2 der Transparenzrichtlinie erfordert nur, dass die Mitgliedstaaten die **Möglichkeit** der Aussetzung der **Stimmrechte** bei Verstößen gegen die Meldepflichten durch den Meldepflichtigen vorsehen. Zudem kann die Aussetzung der Stimmrechte auf die schwerwiegendsten Fälle beschränkt werden. Der Regierungsentwurf geht über den geforderten Mindeststandard weit hinaus, indem er bei Verstoß gegen Meldepflichten

den automatischen Verlust sämtlicher Rechte aus den Aktien bei sämtlichen Zurechnungstatbeständen vorsieht. Zudem führt die Neuregelung dazu, dass die Verletzung von Meldepflichten durch einen Meldepflichtigen, dem die Aktien nicht gehören, aber zugerechnet werden, in weit größerem Umfang als bisher einen Rechtsverlust beim Aktionär begründet, auch wenn dieser selbst keine Meldepflicht verletzt hat.

- 20 Der Deutsche Anwaltverein empfiehlt, den Verlust der Rechte in § 28 Abs. 1 WpHG-E entsprechend der Richtlinie auf die **Stimmrechte** aus den betroffenen Aktien zu beschränken (im Einklang mit der Sanktion in § 67 Abs. 2 Satz 3 AktG, wengleich abweichend von § 20 Abs. 7 AktG). Der Verlust aller Rechte geht ohnehin zu weit und ist nicht erforderlich, um den Schutzzweck der Mitteilungspflichten abzusichern. Hinsichtlich des Verlusts der (Stimm-)Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gem. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 bis 8 WpHG-E zugerechnet werden, ihm jedoch nicht gehören, fehlt es sogar an jeglicher Begründung. Wie bereits ausgeführt, verlangt die Umsetzung der Richtlinie gerade nicht den automatischen umfassenden Rechtsverlust bei der Verletzung von Mitteilungspflichten. In der Begründung zum 3. Finanzmarktförderungsgesetz hat der Gesetzgeber im Zusammenhang mit der Erstreckung des Rechtsverlusts auf die Verletzung von Mitteilungspflichten, die sich aus der Zurechnung von Aktien ergeben, die einem Dritten gehören, aber für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden, ausgeführt, dass der Rechtsverlust deshalb gerechtfertigt sei, weil der Meldepflichtige im Innenverhältnis die Chancen und Risiken aus den Aktien trage und mit dieser Position typischerweise auch das Recht oder jedenfalls die faktische Möglichkeit einhergehe, dem Aktionär im Hinblick auf diese Aktien Anweisungen zu erteilen. Daher sei die Position des Meldepflichtigen wirtschaftlich mit der eines Eigentümers vergleichbar (BT-Drucks. 13/8933, S. 95). Dies ist jedoch bei den Zurechnungstatbeständen des § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 bis 8 WpHG-E nicht oder jedenfalls nicht in vergleichbarer Weise der Fall. Vor dem Hintergrund des durch die Ausweitung des Stimmrechtsverlusts erhöhten Anfechtungsrisikos wäre jedenfalls ein abgestufter Sanktionsmechanismus zu erwägen: Während ein automatischer (Stimm-)Rechtsverlust wie bisher bei der Verletzung von Meldepflichten im Hinblick auf Aktien, die dem Meldepflichtigen oder einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören bzw. von einem Dritten für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden, sachgerecht erscheint, sollte ein (Stimm-)Rechtsverlust bei der

Verletzung von Meldepflichten im Hinblick auf Aktien, die aus den sonstigen sehr weitreichenden und teilweise nicht scharf konturierten Zurechnungstatbeständen zugerechnet werden, nur bei vorsätzlicher Verletzung der Meldepflichten (schwerwiegender Fall im Sinne der Richtlinie) eintreten.

VII. Zu Art. 1 Nr. 17 b) (Neuer Abs. 2 in § 28 WpHG-E)

- 21 Mit dem neu eingefügten § 28 Abs. 2 WpHG soll die Rechtsfolge des umfassenden automatischen Rechtsverlusts auch bei der Verletzung von Mitteilungspflichten in Bezug auf „Instrumente“ (gem. § 25 WpHG-E) oder die aggregierte Mitteilungspflicht im Hinblick auf Aktien und Instrumente (gem. § 25a WpHG-E) eintreten, wenn dem Meldepflichtigen Aktien des Emittenten gehören, die den betreffenden Instrumenten zugrunde liegen. Mit den gleichen Argumenten wie oben zur Ausdehnung des Rechtsverlusts auf die Verletzung von Meldepflichten auf Aktien, die nach einem der Zurechnungstatbestände zugerechnet werden, sollte auch der Rechtsverlust bei der Verletzung von Meldepflichten aus Instrumenten oder der aggregierten Meldepflicht auf den Verlust der **Stimmrechte** bei einer vorsätzlichen Verletzung der Meldepflichten (schwerwiegender Fall im Sinne der Richtlinie) beschränkt werden.

VIII. Zu Art. 1 Nr. 19 (§ 30b WpHG-E)

- 22 Zu begrüßen ist die Änderung des § 30b Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG. Denn bislang war umstritten, ob das Tatbestandsmerkmal der „Vereinbarung“ auch ein einseitiges Handeln der Gesellschaftsorgane durch Beschlussfassung umfasst, das in der Regel für die Begründung von Umtausch-, Bezugs-, Einziehungs- oder Zeichnungsrechten allein maßgeblich ist. Durch die Einfügung der Worte „oder Beschlussfassung“ spiegelt der Wortlaut des Gesetzes nun zweifelsfrei das wieder, was schon bislang Verwaltungspraxis der BaFin war (Emittentenleitfaden 2013, S. 169). Wünschenswert wäre darüber hinaus, wenn klargelegt würde, dass der Ausschluss von Bezugsrechten keine Vereinbarung von Bezugsrechten oder eine entsprechende Beschlussfassung darstellt. Wie der Deutsche Anwaltverein bereits dargelegt hat, ist die derzeitige Auslegung der BaFin (Emittentenleitfaden 2013, S. 169) weder vom Wortlaut des Gesetzes gedeckt noch mit den Grundsätzen richtlinienkonformer Auslegung vereinbar (DAV-Stellungnahme Nr. 33/2013, Tz. 33, NZG 2013, 658/663).

- 23 Neu angefügt werden soll außerdem in Absatz 3 ein Satz 2, wonach die Übermittlung (der Mitteilung über die Einberufung einer Hauptversammlung) ohne Rücksicht auf anderweitige Satzungsregelungen des Emittenten auf schriftlichem Wege erfolgt, wenn die Voraussetzungen für eine Datenfernübertragung nach Absatz 3 nicht vorliegen. Dies verschiebt das – nicht vollständig geklärte – Zusammenwirken von § 30b Abs. 3 WpHG und den §§ 125 Abs. 2 Satz 2 und 128 Abs. 1 Satz 2 AktG.
- 24 Schon bislang wird § 30b Abs. 3 WpHG als *lex specialis* zu § 125 Abs. 2 Satz 2 AktG angesehen mit der Folge, dass für die Zulässigkeit der elektronischen Übermittlung von Informationen *durch die Gesellschaft* (mit Namensaktien) neben der entsprechenden Satzungsregelung insbesondere die (ggf. fingierte) Zustimmung jedes einzelnen Aktionärs erforderlich ist. Fehlt Letztere, folgt daraus nach überwiegender Ansicht aber nur die Unzulässigkeit der Datenfernübertragung in dem individuellen Fall, nicht hingegen eine Pflicht der Gesellschaft zur Übermittlung der Informationen in anderer Form. Dass dies im Einzelfall dazu führen kann, dass einzelne Aktionäre gar keine Mitteilungen erhalten, ist vom ARUG-Gesetzgeber bewusst hingenommen worden. Dies mag unbefriedigend sein, steht aber auch in Einklang mit den Vorstellungen des europäischen Gesetzgebers, den Emittenten die Möglichkeit zu geben, eine ausschließlich elektronische Übermittlung vorzusehen. Andererseits sind auch dessen Vorstellungen wenig konsistent, da sich eine subsidiäre papierhafte Übermittlung durchaus auf Art. 17 Transparenzrichtlinie 2004 a.E. zurückführen lässt: „*[Die Aktionäre] können zu jedem späteren Zeitpunkt beantragen, dass ihnen die Informationen wieder schriftlich übermittelt werden.*“ Für börsennotierte Gesellschaften mit Namensaktien dürfte die Gesetzesänderung nur geringe Auswirkungen haben, da sie wegen der nachteiligen Auswirkungen auf die Hauptversammlungspräsenz – soweit ersichtlich – ganz überwiegend kein Interesse an einer ausschließlich elektronischen Informationsübermittlung haben und daher freiwillig einen Postversand an die Aktionäre vornehmen, bei denen die Voraussetzungen des § 30 Abs. 3 WpHG nicht vollständig erfüllt sind.
- 25 Nicht zu folgen ist der Regierungsbegründung (S. 71), dass sich die Neuregelung auch auf § 128 Abs. 1 Satz 2 AktG auswirkt. Nach zutreffender Ansicht betrifft § 30b Abs. 3 WpHG nur das unmittelbare Verhältnis zwischen der Gesellschaft und ihren (Namens-) Aktionären, während § 128 Abs. 1 Satz 2 AktG nur die Informationspflicht im Verhältnis

(Inhaber-)Aktionär (als Depotkunde) und Kreditinstitut regelt. Beschränkt die Satzung die Informationsübermittlung auf die elektronische Kommunikation, ist daher im Verhältnis Aktionär zu Depotbank nicht zusätzlich die Zustimmung des Aktionärs erforderlich. Die Gesetzesbegründung zum ARUG (BT-Drucks. 16/11642, S. 31) ging sogar ausdrücklich davon aus, dass sich die Satzungsregelung gegen entgegenstehende Vertragsansprüche des Depotkunden durchsetzt. Wenn der Gesetzgeber dies nun anders sieht, wäre eine systematisch stimmige Korrektur nur durch eine Ergänzung von § 128 Abs. 1 Satz 2 AktG, nicht aber von § 30b Abs. 3 WpHG zu erreichen („es sei denn, der Aktionär widerspricht gegenüber dem Kreditinstitut der elektronischen Übermittlung“). Indessen ist auch insoweit die praktische Notwendigkeit einer Änderung als eher gering einzustufen. Da Gesellschaften mit Inhaberaktien bei *ausschließlich* elektronischer Kommunikation auf Grundlage der §§ 125 Abs. 2 Satz 2 und 128 Abs. 1 Satz 2 AktG im Zweifel die Mehrzahl ihrer Aktionäre nicht mehr erreichen würden, haben sie daran kein Interesse und von der eingeräumten Gestaltungsfreiheit in der Satzung ganz überwiegend keinen Gebrauch gemacht.

- 26 Eine Auflösung des Spannungsverhältnisses zwischen der möglichst papierfreien Informationsübermittlung einerseits und der möglichst vollständigen Erreichung des Aktionärskreises andererseits sollte daher erst dann in Angriff genommen werden, wenn absehbar ist, welche Änderungen durch die Aktionärsrechte-Änderungsrichtlinie im Zusammenhang mit der Information der Aktionäre im Vorfeld der Hauptversammlung erforderlich werden. Bis dahin sollte § 30b Abs. 3 WpHG unverändert bleiben.

IX. Zu Art. 1 Nr. 30 c) (Einfügung eines neuen Abs. 4 in § 39 WpHG-E)

- 27 Der Regierungsentwurf sieht bei Verstoß durch eine juristische Person oder Personenvereinigung gegen die Meldepflichten des § 21 Abs. 1 und 1a WpHG-E, des § 25 WpHG-E sowie einiger weiterer Tatbestände der Nichtvorlage von Finanzberichten vor, optional ein Bußgeld von bis zu 5% des Gesamtumsatzes auf Basis des Jahres- bzw. bei Mutter- oder Tochterunternehmen des Konzernabschlusses oder bis zum Zweifachen des durch die Zuwiderhandlung erzielten Gewinns oder vermiedenen Verlusts zu verhängen. Derartige Geldbußen sind im deutschen Recht bei Verstößen gegen kapitalmarktrechtliche Vorschriften und insgesamt außerhalb des Kartellrechts

ein Novum, und es ist schwer vorstellbar, dass die Größenordnungen des Bußgelds, die auf Basis dieser Bemessungsgrundlagen erreicht werden können, unter dem Gesichtspunkt der Verhältnismäßigkeit gerechtfertigt sind. Der Deutsche Anwaltverein hält diese Bemessungsgrundlagen daher nicht für sachgerecht. Da die Einführung nach der Richtlinie auch nicht zwingend geboten ist, schlägt der Deutsche Anwaltverein vor, diese optionalen Bemessungsgrundlagen zu streichen.

X. Zu Art. 9 Nr. 2 (Neufassung des § 17 WpAIV-E)

28 § 17 Abs. 1 WpAIV-E sieht vor, dass Stimmrechtsmitteilungen gem. §§ 21, 25 und 25a WpHG-E verpflichtend auf dem einheitlichen, der WpAIV als Anlage beigefügten Formular abzugeben sind. Die mit der Vorgabe eines verpflichtenden Formulars verfolgten Ziele des Ordnungsgebers, insbesondere Erleichterung der Abfassung der Stimmrechtsmitteilung für die Meldepflichtigen und Verbesserung der Transparenz durch Standardisierung, sind zu begrüßen. Um auf Praxiserfahrungen mit dem Formular flexibel reagieren zu können, wäre es wünschenswert, wenn die BaFin ermächtigt würde, Richtlinien zur Benutzung des Formulars zu erlassen. Eine entsprechende Ermächtigung könnte beispielsweise in § 29 WpHG eingefügt werden.

XI. Zu Art. 9 Nr. 8 (Anlage Stimmrechtsmitteilung zur WpAIV)

- 29 Bisher hat die BaFin drei gesonderte (nicht verbindliche) Formulare für Stimmrechtsmitteilungen nach §§ 21 Abs. 1, 25 Abs. 1 und 25a Abs. 1 WpHG zur Verfügung gestellt. Das Format dieser Formulare stand ersichtlich „Pate“ für das einheitliche Stimmrechtsmitteilungsformular gem. Anlage zur WpAIV. Im Hinblick auf die nicht unerhebliche Komplexität der Mitteilungspflichten und des vergleichsweise kryptischen Wortlauts des Formulars regt der Deutsche Anwaltverein an, dass das Formular, wie bisher die BaFin Formulare, mit Erläuterungen versehen wird.
- 30 Zur Vermeidung von Missverständnissen sollte die Terminologie des Formulars konsistent sein und mit der Terminologie der entsprechenden gesetzlichen Vorschriften des WpHG-E übereinstimmen. Entsprechend sollte „Mitteilungspflichtiger“ durchgängig durch „*Meldepflichtiger*“ ersetzt werden. In Teil II. Ziff. 7 sollte „direkt“ durch „*gehörend*“ und „indirekt“ durch „*zugerechnet*“ ersetzt werden. In Teil II. Ziff. 8 sollte „i. S. d.“ durch „*(*“ ersetzt und vor „:“ „*(unmittelbar und mittelbar)*“ eingefügt werden. In Teil II. Ziff. 10

müsste wohl statt auf „kontrollierte“ Unternehmen auf „*Tochterunternehmen*“ im Sinne von § 22a WpHG-E Bezug genommen werden.

31 Inhaltlich regt der Deutsche Anwaltverein Klarstellungen bei folgenden Punkten an:

- Teil I/Ziff. 4: Es müsste wohl „*Schwellenberührung(en)*“ heißen.
- Teil I/Ziff. 5: Hier ist unklar, welche Angabe abgefragt wird. Sollen Angaben zu den betroffenen Meldeschwellen sowohl für Aktien, Instrumente und ggf. die Summe daraus oder nur für die Summe gemacht werden?
- Teil II/Ziff. 8: Hinter „Ausübungszeitraum“ sollte „*Laufzeit*“ ergänzt werden.
- Teil II/Ziff. 10: Hier sollte klargestellt werden, dass es um die Zurechnung gem. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr.1 bzw. indirekt gehaltene Instrumente geht.
- Teil II/Ziff. 11: Sofern hier Angaben erfolgen sollen, von wem eine Zurechnung von Stimmrechten aus Aktien bzw. Instrumenten an den Meldepflichtigen erfolgt, sollte Ziff. 11 wie folgt umformuliert werden: „*Namen (a) der Aktionäre, denen 3% oder mehr Stimmrechte gehören und (b) der direkten Inhaber von Instrumenten, die sich auf 5% oder mehr der Stimmrechte beziehen*“.

32 Für internationale Investoren sollte – ggf. durch die BaFin – eine unverbindliche englische Übersetzung des Formulars zur Verfügung gestellt werden.

Umsetzung der geänderten EU- Transparenzrichtlinie braucht weiterhin Feinschliff

Anfechtungssicherheit bei fehlerhaften
Beteiligungsmeldungen verbessern und
Meldeweg vereinfachen

Stellungnahme zum Regierungsentwurf des Gesetzes zur Umsetzung der
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, 23. Juli 2015

Zusammenfassung

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt, dass der Gesetzgeber mit dem Regierungsentwurf (RegE) die geänderte Transparenzrichtlinie 2004/109/EG in der Fassung der Richtlinie 2013/34/EU (im Folgenden: TRL III) weitgehend 1:1 umsetzt. Den europäischen Vorgaben entspricht dabei vor allem die Streichung bestehender Pflichten sowie die Zusammenlegung der Meldetatbestände der bisherigen §§ 25 und 25a WpHG in einer einzigen Meldung nach dem neuen § 25 WpHG-E. Darüber hinaus bemüht sich der RegE, die Anforderungen an die Stimmrechtsmitteilungen zu entbürokratisieren.

Wir begrüßen außerdem, dass einige unserer Anregungen zum Referentenentwurf (RefE) im RegE aufgegriffen wurden. Dies gilt insbesondere für die Überarbeitung von § 22a WpHG-E bzw. § 1 Abs. 4 WpHG-E, der Inhaber von Publikumsaktienfonds nun nicht mehr in bestimmten Konstellation einer Meldepflicht von Stimmrechten unterwirft. Jedoch verbleiben Unklarheiten in Bezug auf Spezialfonds (die bislang zurecht zugerechnet wurden) und AIF (Alternative Investmentfonds) gemäß § 2 Abs. 3 KAGB. Auch stellt § 25 WpHG-E jetzt auch im Gesetzestext klar, dass die Liste der zu meldenden (Finanz-)Instrumente nicht abschließend ist, wie es auch die TRL III fordert.

An anderen Stellen scheint der RegE jedoch nach wie vor über die europäischen Vorgaben hinauszugehen oder andere, nicht geforderte Änderungen vorzunehmen. Außerdem sollte die Umsetzung der TRL III dazu genutzt werden, einige grundsätzliche Fragen im Zusammenhang mit Beteiligungsmeldungen neu zu diskutieren.

Das Deutsche Aktieninstitut regt daher insbesondere an:

- Es erscheint uns nicht ausreichend begründet, warum für den Beginn der Meldefrist für Stimmrechtsmitteilungen nach § 21 WpHG-E nunmehr auf das Kausalgeschäft abgestellt wird. Das läuft der bisherigen Systematik der Meldetatbestände zuwider und wirft praktische Fragen auf. Wir plädieren daher für die Beibehaltung des bisherigen Grundsatzes.
- Wir unterstützen zwar die neue Gestaltung des § 26a WpHG, plädieren aber für einen Gleichlauf der „Emittentenfristen“ in § 26 WpHG und § 26a WpHG-E. Es sollte daher auch bei § 26a WpHG-E eine Drei-Tage-Frist bestehen. Ferner sollte klargestellt werden, dass die aktienrechtliche Entstehung bzw. Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte maßgebend für den Fristbeginn ist.



- Die Sanktion des Rechtsverlustes nach § 28 WpHG-E für fehlerhafte Stimmrechtsmitteilungen geht weiter als vom europäischen Gesetzgeber gefordert und würde auch den rechtstreu handelnden Meldepflichtigen sanktionieren. Die vorgeschlagene Ausweitung auf derivative Finanzinstrumente wirft zudem noch Zweifelsfragen zum Umfang des Rechtsverlustes auf. Die neue Ausgestaltung von § 28 WpHG-E führt ferner zu erheblichen Unsicherheiten beim Emittenten über die Stimmrechtsausübung in Hauptversammlungen. Der Rechtsverlust sollte deshalb anfechtungssicher(er) ausgestaltet werden. Außerdem sollte sichergestellt werden, dass der Rechtsverlust prinzipiell nur bei demjenigen eintritt, der eine Meldepflicht verletzt.
- Es sollte im Zuge der Umsetzung der TRL III auch das Meldeverfahren für Stimmrechtsmitteilungen vereinfacht werden. Emittenten sind durch die große Zahl an Stimmrechtsmitteilungen, die sie von Investoren erhalten, mittlerweile personell und finanziell erheblich belastet, denn sie müssen die entsprechenden Mitteilungen selbst kostenpflichtig veröffentlichen und dem Unternehmensregister zur Speicherung zuleiten. Außerdem entsteht oft ein erheblicher Abstimmungsbedarf mit der BaFin. Nach der Transparenzrichtlinie zulässig und effektiver wäre daher, wenn die BaFin für die Veröffentlichung zuständig wäre.
- Die Erhöhung des Bußgeldrahmens in § 39 WpHG-E sollte sich auf das nach der TRL III geforderte Mindestmaß beschränken. Insbesondere umsatzabhängige Sanktionen sind nicht zwingend gefordert, so dass hierauf verzichtet werden sollte.



1 Umstellung des § 21 WpHG vom Erfüllungs- auf das Kausalgeschäft

§ 21 WpHG verlangt, dass Anteilseigner öffentlich mitteilen müssen, wenn sie eine bestimmte Anzahl von mit Stimmrechten verbundenen Aktien erworben haben oder wieder verlieren. Die relevanten Schwellen sind 3, 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 und 75 %. Der Regelungshintergrund ist, dass der Kapitalmarkt umgehend erfahren soll, wenn sich die Aktionärsstruktur börsennotierter Unternehmen substantiell ändert oder sich eine solche Änderung anbahnt.

Der Meldetatbestand von § 21 WpHG knüpft bislang an das Aktieneigentum an. Folglich ist (auch nach Auffassung der BaFin¹) der Tag der Schwellenberührung derjenige, an dem das Eigentum an der Aktie erlangt oder verloren wurde. Das ist der Tag der Ein- oder Ausbuchung in oder aus dem Wertpapierdepot. Damit wird auf die dingliche Rechtslage abgestellt, weshalb grundsätzlich erst die Einbuchung im Depot den Beginn der Meldefrist auslöst.

1.1 Vorgeschlagene Regelung im Regierungsentwurf

Nach dem RegE soll dieser Zeitpunkt auf das schuldrechtliche Geschäft vorverlegt werden.

Nach einem neuen Abs. 1b soll als „Gehören“ im Sinne der Regelung bereits das Bestehen eines auf die Übertragung von Aktien gerichteten unbedingten und ohne zeitliche Verzögerung zu erfüllenden Anspruchs oder einer entsprechenden Verpflichtung gelten.

Erfasst werden damit laut der Entwurfsbegründung sowohl der Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts als auch ein späterer Bedingungseintritt, ab dem der Anspruch dann unbedingt besteht. Damit sollen u.a. Abgrenzungsschwierigkeiten zum derzeitigen § 25 WpHG aufgehoben werden. Auf den Zeitpunkt des Schuldgeschäfts abzustellen, führe zudem zu einem Gleichlauf mit der Meldepraxis anderer europäischer Staaten.²

¹ BaFin-Emittentenleitfaden 2013, S. 109, VIII.2.3.6.

³ vgl. Schneider in WpHG, 6. Aufl. 2012, § 22 Rn. 109 f.



1.2 Position des Deutschen Aktieninstituts: Weiterhin auf dingliche Rechtslage abstellen

Positiv an der geplanten neuen Rechtslage ist sicherlich, dass die Emittenten und der Kapitalmarkt zwei Tage früher als bislang von Veränderungen der Stimmrechtsanteile erfahren. Zudem ergibt sich für internationale Investoren eine Vereinfachung des Meldewesens, weil sie nun europaweit einheitlich auf den Tag des Geschäftsabschlusses abstellen können. Auch die sprachlichen Konkretisierungen gegenüber dem RefE begrüßen wir.



Dennoch empfiehlt das Deutsche Aktieninstitut, weiterhin auf die dingliche Verfügung, also den Tag des dinglichen Eigentumserwerbs oder –verlusts abzustellen und nicht auf das Schuldgeschäft.

Die TRL III verlangt nicht, auf die schuldrechtliche Position abzustellen. Im Gegenteil stellt Art. 9 Abs. 1 der Richtlinie auf das „Halten“ und damit auf eine Rechtsposition ab, in der der Meldepflichtige die Stimmrechte ausüben kann.

Auf einen schuldrechtlichen Anspruch abzustellen, ist zunächst einmal systemfremd, weil § 21 WpHG derzeit im Unterschied zu § 25 WpHG gerade auf der dinglichen Rechtslage gründet. Das kommt auch in § 22 Abs. 2 Nr. 5 WpHG zum Ausdruck, der nach herrschender Meinung in Abgrenzung zu § 25 WpHG gerade auf die dingliche Rechtsposition abstellt, weil schuldrechtliche Ansprüche von § 25 WpHG umfasst würden.³

Ein Abstellen auf den schuldrechtlichen Kaufvertrag anstatt der sachenrechtlichen Übereignung ist vor dem Hintergrund des in Deutschland geltenden Abstraktionsprinzips zudem eine wesentliche Veränderung, die jedenfalls nicht ohne ausführliche Diskussion der Konsequenzen vorgenommen werden sollte.

Die Begründung der Neuregelung wirkt außerdem inkonsistent. In § 21 WpHG wurde das Wort „gehören“ gerade erst durch das Kleinanlegerschutzgesetz aufgenommen - mit dem Ziel klarzustellen, dass es auf das Eigentum und damit die dingliche Rechtslage ankommt.⁴

Rein praktisch droht außerdem der konkrete Fall, dass ein Aktionär dem Emittenten eine Stimmrechtsmitteilung aufgrund eines Aktienkaufvertrags zukommen lässt, der Emittent diese Mitteilung nach § 26 WpHG veröffentlicht, es

³ vgl. Schneider in WpHG, 6. Aufl. 2012, § 22 Rn. 109 f.

⁴ BT-Drs. 18/3994, S. 53, Regierungsentwurf eines Kleinanlegerschutzgesetzes v. 11.02.2015.⁵ BT-Drs. 18/5010, S. 70, Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie v. 26.05.2015.



aber bei der Übereignung der Aktien zu Problemen oder Rechtsstreitigkeiten kommt und das Geschäft letztlich gar nicht vollzogen wird. Dann besteht die Gefahr, dass der Kapitalmarkt und der Emittent davon ausgehen, dass die Stimmrechte bei dem Meldepflichtigen liegen, obwohl der die Stimmrechte gar nicht ausüben darf. Eine Vorverlagerung des Anknüpfungszeitpunktes birgt daher das Risiko einer Irritation des Kapitalmarkts in sich.



2 Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte

Damit ein Meldepflichtiger Stimmrechtsmitteilungen abgeben kann, muss er die Gesamtzahl der Stimmrechte kennen, auf die sich sein Aktienbesitz bezieht. Die Gesamtzahl der Stimmrechte kann sich jedoch bspw. durch eine Kapitalerhöhung verändern, weshalb es zu passiven Schwellenüberschreitungen oder –unterschreitungen beim Aktieninhaber kommen kann.

Um den Aktionär über eine Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte zu informieren, hat der Emittent daher nach heutiger Rechtslage **am Ende** eines jeden Kalendermonats, in dem es zu einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten gekommen ist, eine entsprechende Veröffentlichung vorzunehmen (§ 26a WpHG).

2.1 Geplante Regelung im Regierungsentwurf

Der neue § 26a Abs. 1 WpHG-E sieht grundsätzlich vor, dass die Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte und das Datum der Wirksamkeit der Zu- oder Abnahme unverzüglich, spätestens aber innerhalb von zwei Handelstagen, veröffentlicht werden muss.

Eine Ausnahme soll nach § 26a Abs. 2 WpHG-E für Bezugsaktien gelten, die im Rahmen von bedingten Kapitalerhöhungen nach § 192 AktG beansprucht werden können. Danach sind Veränderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte durch die Ausgabe von Bezugsaktien entweder im Zusammenhang mit einer ohnehin erforderlichen Veröffentlichung nach § 26a Abs. 1 WpHG-E vorzunehmen, spätestens jedoch am Ende des Kalendermonats. Da bei Bezugsaktien eine Vielzahl von Veränderungen zu erwarten ist, soll das Abstellen auf einen späteren Zeitpunkt eine Vereinfachung für den Emittenten darstellen. Der einzelne Ausgabetag muss in diesen Fällen nicht genannt werden.⁵

⁵ BT-Drs. 18/5010, S. 70, Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie v. 26.05.2015.

2.2 Position des Deutschen Aktieninstituts: Anpassungen vornehmen

Unverzüglich = 3 statt 2 Handelstage

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die Intention des Gesetzgebers, die Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte zügiger zu kommunizieren. Damit kann prinzipiell vermieden werden, dass Investoren auf Basis falscher Annahmen über die wahre Anzahl der Stimmrechte ihre Meldungen abgeben.

Diese Neuregelung ist auch für die Emittenten grundsätzlich handhabbar, vor allem weil für die Fälle häufiger Änderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte in § 26a Abs. 2 WpHG-E ein Ausnahmetatbestand geschaffen wird, der Emittenten vor einem Zuviel an Bürokratie schützt.

Das Deutsche Aktieninstitut hält die Änderungen des § 26a WpHG-E daher prinzipiell für ausgewogen, regt aber zwei Änderungen an:

1. Die Fristen von § 26 WpHG und § 26a WpHG-E sollten gleichlaufen. Nach § 26 WpHG haben Emittenten Mitteilungen von Meldepflichtigen über Stimmrechtsveränderungen unverzüglich, spätestens jedoch drei Handelstage nach Zugang der Mitteilung, zu veröffentlichen. § 26a WpHG-E sollte für die Fälle der Veränderung der Gesamtzahl der Stimmrechte ebenfalls eine Frist von drei Handelstagen und nicht – wie im RegE – von zwei Handelstagen vorsehen. So dauert typischerweise allein die Abstimmung von Entwurfstexten mit der BaFin bereits einen Tag. Die im Vorfeld stattfindende interne Abstimmung des Emittenten dürfte dann nur noch wenige Stunden dauern, um die Frist von zwei Tagen halten zu können. Das überstrapaziert die Kapazitäten der Emittenten. Ihnen sollte deshalb ein weiterer Tag zustehen.
2. Unklar ist auch, wie die Formulierung im letzten Satz der Begründung gemeint ist, dass „ein Abwarten auf die Bekanntmachung [einer veränderten Zahl an Stimmrechten] im Handelsregister oder Benachrichtigung durch das Handelsregister“ nicht mehr zulässig ist.⁶ Stimmrechte entstehen erst mit der Eintragung einer Kapitalerhöhung in das Handelsregister. Es sollte daher zweifelsfrei klargestellt werden, dass Emittenten erst mit der Eintragung von Kapitalerhöhungen (bzw. –herabsetzungen) eine Veränderung der Stimmrechte nach § 26a WpHG melden müssen. Alles andere würde nur zu verwirrenden Marktsignalen und Rechtsunsicherheit führen. Der entsprechende Satz aus der

⁶ BT-Drs. 18/5010, S. 70, Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie v. 26.05.2015.



Begründung sollte das auch ausdrücken – etwa indem er wie folgt formuliert wird: „Ein Abwarten des Emittenten auf die ~~Bekanntmachung im Handelsregister~~ oder Benachrichtigung durch das Handelsregister über die erfolgte Kapitalveränderung ist nicht zulässig.“ Eine entsprechende Formulierung in der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses wäre daher wünschenswert.



3 Meldungen für Derivate

Nach aktueller Rechtslage müssen neben Stimmrechten aus Aktien (§ 21 f. WpHG) auch Derivate (z.B. Call-Optionen) gemeldet werden, die später in Aktien gewandelt werden können. § 25 WpHG erfasst dabei solche Derivate, die einen Anspruch auf Erwerb von Aktien vermitteln. Der als Auffangtatbestand konzipierte § 25a WpHG erfasst grundsätzlich alle weiteren Instrumente und Praktiken, die zwar keinen Erwerbsanspruch vermitteln, aber dem wirtschaftlich vergleichbar sind. Diese Erweiterung war die Reaktion auf einige prominente Fälle des Anschleichens in der jüngeren Vergangenheit.

3.1 Geplante Regelung im Regierungsentwurf

Die bisherigen §§ 25 und 25a WpHG sollen fortan in einem neuen § 25 WpHG-E zusammengefasst werden. Ein neuer § 25a WpHG-E regelt nur noch die Aggregation der Meldetatbestände von § 21 und § 25 WpHG-E. Die §§ 25 und 25a WpHG-E setzen dabei Art. 13 und 13a der Transparenzrichtlinie um.

Dabei soll allerdings auch § 25 Abs. 2a WpHG gestrichen werden. Nach dieser Regelung musste nicht gemeldet werden, wenn sich die Anzahl der Stimmrechte bereits aus einem Übernahmeangebot nach § 23 WpÜG ergibt.

3.2 Position des Deutschen Aktieninstituts: Rücktritt der WpHG-Pflichten gegenüber Offenlegung nach WpÜG klären

Das Deutsche Aktieninstitut begrüßt die geplante Vereinfachung des Melderegimes durch die Zusammenlegung der bisherigen Meldungen nach § 25 und § 25a WpHG. Auch den klarstellenden Hinweis aus der Begründung, dass sich dadurch materiell nichts an den Meldetatbeständen ändert, begrüßen wir. Dies gilt auch für die Überarbeitung von § 25 Abs. 2 WpHG-E, die nun sicherstellt, dass die dort aufgeführten Instrumente eine offene Liste bilden, wie es Art. 13 Abs. 1b der TRL III fordert.

Wir bitten aber um Erläuterung, warum der bisherige Vorrang von Meldungen nach WpÜG (§ 25 Abs. 2a WpHG a.F.) – also das nicht gemeldet werden muss, wenn sich die Anzahl der Stimmrechte bereits aus einem Übernahmeangebot ergibt –



gestrichen wurde. Die Streichung könnte zu einer Verdoppelung der Meldepflichten im Falle eines öffentlichen Übernahmeangebots führen. Unterschiedliche Meldungen zum selben Sachverhalt werden den Markt allerdings eher irritieren und weniger der Markttransparenz dienen.

Darüber hinaus bitten wir um Klarstellung zumindest in der Begründung, wie die Meldungen von § 21 f., § 25 und § 25a WpHG-E zusammenspielen. Insbesondere sollte klargestellt werden, wann im Falle von § 25a WpHG eine Meldepflicht ausgelöst wird. Ist dies erst dann der Fall, wenn sich aus der Addition der beiden „Körbe“ eine weitere Schwellenberührung ergibt oder auch dann, wenn nur ein einziges zusätzliches Instrument nach § 25 WpHG-E hinzuerworben wird? Diese Fragen sind von erheblicher praktischer Relevanz, denn fehlerhafte Meldungen können sowohl zu deutlich verschärften Bußgeldern als auch zu dem Entzug der Stimm- und Vermögensrechte beim Meldepflichtigen führen.



4 Die Sanktion des Rechtsverlustes

§ 28 WpHG regelt, dass die Stimmrechte aus Aktien, die dem Meldepflichtigen im Sinne von § 21 WpHG gehören oder aus denen ihm Stimmrechte nach § 22 Abs. 1 Nr. 1 (Tochterunternehmenseigenschaft) und Nr. 2 (bspw. Treuhand) WpHG zugerechnet werden, nicht ausgeübt werden dürfen, solange die Mitteilungspflichten nach § 21 WpHG nicht erfüllt wurden. Bei fehlerhafter Mitteilung der Stimmrechtshöhe verlängert sich der Zeitraum des Stimmrechtsentzugs um 6 Monate, sofern die Mitteilungspflicht vorsätzlich oder grob fahrlässig verletzt wurde. Auch der Dividendenanspruch nach § 58 Abs. 4 AktG wird suspendiert, wenn die Stimmrechtsmitteilung vorsätzlich unterlassen und nicht nachgeholt wurde.

Zu beachten ist, dass § 28 WpHG sprachlich die Sanktion nicht an den Meldepflichtigen anknüpft, sondern an die Rechte aus Aktien, also letztlich Sanktionssubjekt das Wertpapier und nicht der Meldepflichtige ist (§ 28 WpHG beginnt mit den Worten „Rechte aus Aktien“). Dies ist derzeit bei Fehlern in Bezug auf die Zurechnungstatbestände des § 22 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG relevant, denn es bedeutet, dass in solchen Fällen nicht nur der Meldepflichtige, sondern auch der eigentliche Aktieneigentümer keine Stimmrechte mehr ausüben darf. § 28 WpHG sanktioniert demzufolge nicht nur den pflichtwidrig handelnden Meldepflichtigen, sondern auch den ggf. rechtmäßig handelnden eigentlichen Eigentümer (sog. Drittwirkung).

Fehler bei Meldungen von Derivaten nach §§ 25, 25a WpHG können dagegen bisher nicht zu einem Stimmrechtsverlust führen. Davon hat der Gesetzgeber beim Risikobegrenzungs-gesetz bewusst abgesehen.⁷

4.1 Geplante Regelung im Regierungsentwurf

Nach Art. 28b Abs. 2 TRL III sollen die Mitgliedstaaten nun sicherstellen, dass ihre Rechts- und Verwaltungsvorschriften die Möglichkeit vorsehen, die Ausübung der Stimmrechte aus Aktien im Falle der Verletzung von Beteiligungsmeldungen auszusetzen. Art. 28b Abs. 2 TRL III unterscheidet dabei nicht zwischen Stimmrechtsmitteilungen, einzelnen Zurechnungstatbeständen des Art. 10 TRL III und Meldungen für derivative Instrumente nach Art. 13 und 13a TRL III.

⁷ vgl. BT-Drucks. 16/7438, S. 13.

Die Mitgliedstaaten können allerdings vorsehen, dass die Stimmrechte nur bei schwerwiegenden Verstößen ausgesetzt werden.

Der RegE will diese Vorgaben nun durch Anpassung des § 28 WpHG wie folgt umsetzen:

§ 28 Abs. 1 WpHG-E:

Rechte aus Aktien, die einem Meldepflichtigen gehören oder aus denen ihm Stimmrechte gemäß § 22 zugerechnet werden, bestehen nicht für die Zeit, für welche die Mitteilungspflichten nach § 21 Abs. 1 oder 1a nicht erfüllt werden. Dies gilt nicht für Ansprüche nach § 58 Abs. 4 AktG und § 271 AktG, wenn die Mitteilung nicht vorsätzlich unterlassen wurde und nachgeholt worden ist. Sofern die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, verlängert sich die Frist nach Satz 1 bei vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verletzung der Mitteilungspflichten um sechs Monate. Satz 3 gilt nicht, wenn die Abweichung bei der Höhe der in der vorangegangenen unrichtigen Mitteilung angegebenen Stimmrechte weniger als 10 Prozent des tatsächlichen Stimmrechtsanteils beträgt und keine Mitteilung über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer der in § 21 genannten Schwellen unterlassen wird.

§ 28 Abs. 2 WpHG-E:

Kommt der Meldepflichtigen seinen Mitteilungspflichten nach § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 nicht nach, so ist Abs. 1 auf Aktien desselben Emittenten anzuwenden, die dem Meldepflichtigen gehören.

§ 28 WpHG-E soll demzufolge deutlich erweitert werden. Im neuen Abs. 1 wird die Beschränkung auf § 22 Abs. 1 Nr.1 und Nr. 2 WpHG gestrichen und durch § 22 WpHG ersetzt. In der Folge droht der Rechtsverlust nunmehr bei allen Zurechnungstatbeständen mit entsprechend erweiterter Drittwirkung.

So würden z.B. auch Aktien, die wegen eines „Acting in Concert“ zugerechnet werden, dem Rechtsverlust des § 28 WpHG-E unterfallen. Wenn die Aktionäre A und B mit einem Anteil von jeweils mit 2,5 % Aktien bislang ein „Acting in Concert“ nach § 22 Abs. 2 WpHG verwirklichen, werden beiden die gegenseitigen Beteiligungshöhen zwar zugerechnet und sie sind meldepflichtig. Wenn aber A das Erreichen der Meldeschwelle von 5 % korrekt meldet, bleiben seine Aktien in Höhe von 2,5 % vom Rechtsverlust verschont, selbst wenn B einen Meldefehler begeht. Dies liegt daran, dass § 28 Abs. 1 WpHG gegenwärtig nur auf Aktien abstellt, die dem Meldepflichtigen gehören oder nach § 22 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 WpHG – und gerade nicht nach § 22 Abs. 2 WpHG – zugerechnet werden.

Dies soll sich jetzt ändern, so dass der gleiche Meldefehler des B künftig auch die Aktienbestände von A „infiziert“, ein Rechtsverlust für beide also erst vermieden werden kann, wenn auch beide ordnungsgemäß melden.

Der neue § 28 Abs. 2 WpHG-E sanktioniert zudem nun auch Meldefehler in Bezug auf derivative (Finanz-)Instrumente nach § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-E. Anders als bei Meldefehlern in Bezug auf Aktien nach § 21 WpHG soll es hier aber keine Drittwirkung geben, denn der Rechtsverlust trifft lediglich Aktien, die dem Meldepflichtigen gehören, nicht jedoch auch zugerechnete Aktien. Gedanklich knüpft der RegE damit an die zuvor bestehende Situation bei Meldefehlern im Sinne der §§ 22 Abs. 1 Nr. 3-6 bzw. Abs. 2 WpHG an. Diese lösten auch nur einen Rechtsverlust bei Aktien aus, die dem Meldepflichtigen gehören (oder nach § 22 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 zugerechnet wurden), fanden aber keine Anwendung auf darüber hinausgehend zugerechnete Stimmrechte.

4.2 Position des Deutschen Aktieninstituts: Drittwirkung überprüfen, Zweifelsfragen vermeiden, Anfechtungsrisiko minimieren

Drittwirkung überprüfen

Die Ausweitung des Rechtsverlusts auf alle zugerechneten Stimmrechte nach § 22 WpHG-E (Streichung der Wörter „Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 und 2“ in Satz 1 von § 28 WpHG) bedeutet – wie oben beschrieben –, dass es nun auch eine Drittwirkung bei allen weiteren Zurechnungstatbeständen geben soll. Würde ein Meldepflichtiger nach § 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG bspw. eine (dingliche) Option nicht melden, liest sich der Wortlaut von § 28 WpHG-E so, als würden dadurch auch die Stimmrechte desjenigen gesperrt, der Stillhalter der Option ist – und zwar selbst dann, wenn er seine eigene Beteiligungsmeldung richtig vornimmt. Auch im Falle eines „Acting in Concert“ kann der Rechtsverlust einen Meldepflichtigen betreffen, der keinen eigenen Fehler zu verantworten hat, sondern sich rechtstreu verhält (siehe S. 13).

Das Deutsche Aktieninstitut hält diese Ausdehnung des Rechtsverlustes für zu weitgehend. Aus rein sachlichen Gründen lässt sich diese Drittwirkung bei sich rechtstreu verhaltenden Meldepflichtigen nicht rechtfertigen. Zwar sieht § 28 WpHG bereits heute eine Drittwirkung vor. Allerdings bezieht sie sich nur auf Zurechnungstatbestände, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass der Meldepflichtige eine gewisse Kontrolle über die Meldungen derjenigen hat, deren Bestände ihm zugerechnet werden (Tochterunternehmen, Treuhand). Diese Kontrolle ist bei den anderen Zurechnungstatbeständen aber nicht mehr gegeben.



Notwendig ist daher aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts die Klarstellung, dass der Stimmrechtsentzug immer „nur“ bei demjenigen eintritt, der eine Meldepflicht verletzt.

Im Unterschied zum heutigen System könnte man dazu nicht mehr auf die Aktie als Sanktionsgegenstand abstellen, sondern auf den Meldepflichtigen selbst.

Das Deutsche Aktieninstitut schlägt deshalb die folgende Formulierung von § 28 Satz 1 WpHG-E vor: *Der Meldepflichtige darf Rechte aus Aktien, die ihm gehören oder aus denen ihm Stimmrechte nach § 22 zugerechnet werden, solange nicht ausüben, bis die Mitteilungspflichten nach §§ 21 Abs. 1 oder 1a erfüllt werden.*

Da die TRL III nicht vorschreibt, ob an das Wertpapier oder den Meldepflichtigen angeknüpft werden muss, wäre dieser Weg auch europarechtlich zulässig⁸ und würde auch vor dem Hintergrund etwaiger Anfechtungsrisiken (s. dazu auch später) erhebliche Rechtssicherheit bringen.

Als weitere Einschränkung könnte man gesetzlich festschreiben, dass jeglicher Stimmrechtsverlust ein eigenes Verschulden des Meldepflichtigen voraussetzt, das heißt mindestens leichte Fahrlässigkeit. Dies entspricht der h.M. in der juristischen Literatur.⁹

Als weitere Alternative oder ergänzend könnte man auch überlegen, die Option der TRL III zu nutzen, den (Stimmrechts-)verlust nur auf schwerwiegende Fälle zu beschränken. Vor allem in Bezug auf fehlerhafte Meldungen nach § 25 und § 25a WpHG könnte man den Rechtsverlust z.B. daran knüpfen, dass die Mitteilung vorsätzlich oder grob fahrlässig falsch abgegeben wurde.

Zweifelsfragen von § 28 Abs. 2 WpHG-E vermeiden

Gleichzeitig sollten Zweifelsfragen bei der Auslegung des § 28 Abs. 2 WpHG-E vermieden werden. Nach diesem folgt ein Rechtsverlust auch bei Verletzung der Meldepflichten für derivative Instrumente. Allerdings ist er nur auf Aktien anzuwenden, die dem Meldepflichtigen gehören.

Laut Entwurfsbegründung käme zudem eine Verlängerung des Rechtsverlusts unter den Voraussetzungen des Abs. 1 S. 3 – also bei grober Fahrlässigkeit oder Vorsatz – in Betracht. Die Entwurfsbegründung legt jedoch auch dar, dass eine Pflichtverletzung in dem Moment endet, in dem der Meldepflichtige die fraglichen Instrumente nicht mehr im Bestand hat, beispielsweise bei Ausübung des

⁸ vgl. Nartowska/Walla in AG 2014, 891, 901.

⁹ vgl. nur Piroth in AG 2015, 10, 14 – Fußnote 46 m.w.N.

Instruments. Dies wirkt widersprüchlich und dürfte gerade in den Fällen, bei denen ein verlängerter Rechtsverlust angebracht scheint, Zweifelsfragen aufwerfen. Mit dieser Formulierung wird nämlich der Eindruck erweckt, dass sich ein verlängerter Rechtsverlust nicht auf diejenigen Aktien erstreckt, die durch die Ausübung des Derivats erst erworben wurden. Die Pflichtverletzung endet schließlich mit der Ausübung des Derivats und könnte demzufolge nur den „bis dahin“ bestehenden Rechtsverlust verlängern.

Zur Veranschaulichung ein Beispiel: A hat über einen längeren Zeitraum verschiedene Call-Option abgeschlossen, die ihm insgesamt einen Zugriff auf 10 % der Aktien der X-AG gewähren. Vorsätzlich nimmt er keine Meldung nach § 25 WpHG vor, weil er die Beteiligung verdeckt aufbauen möchte. Er hat auch 1 % der Aktien der X-AG im Eigentum. Nun übt er am selben Tag alle seine Optionen aus, nimmt eine Meldung nach § 21 WpHG über 11 % der Aktien der X-AG vor und erfüllt damit seine Verpflichtungen in Bezug auf die „gewandelten“ Aktien. Man könnte in diesem Fall die Begründung so lesen, dass sich der verlängerte Rechtsverlust nur auf die 1 % Aktien auswirkt, die der Meldepflichtige bereits zum Zeitpunkt des Erwerbs der Call-Optionen im Bestand hatte, denn die Pflichtverletzung endet schließlich mit der Ausübung der Call-Optionen. Zu diesem Zeitpunkt „gehören“ ihm die weiteren 10% Aktien aber noch nicht.

Würde auch in Bezug auf § 25 und § 25a WpHG auf den Meldepflichtigen abgestellt, würde dieses Problem vermieden. Indem man auf den Meldepflichtigen als Sanktionssubjekt abstellt, wäre dieser bei Ausübung der Call-Option vom verlängerten Rechtsverlust betroffen. Alternativ könnte man die Begründung entsprechend deutlicher formulieren.

§ 28 WpHG-E anfechtungssicher ausgestalten

Mit der Erstreckung des Rechtsverlustes auf fehlerhafte Meldungen nach §§ 25 und 25a WpHG-E sowie weitere Zurechnungstatbestände nach § 22 WpHG-E steigt das Risiko fehlerhafter Meldungen erheblich an.

Die Einbeziehung derivativer Instrumente wird zudem einige Zweifelsfragen mit sich bringen, die es dem Meldepflichtigen in der Praxis schwer machen in rechtssicherer Weise zu bestimmen, wann eine Meldepflicht besteht und wann nicht. Das antizipiert der RegE auch schon in seiner Begründung, denn dort wird dargelegt, dass es der Praxis obliegen wird, die Reichweite im Detail zu bestimmen.¹⁰

Eine unterlassene Beteiligungsmeldung zu behaupten und auf dieser Grundlage Hauptversammlungsbeschlüsse anzufechten, wird damit in Zukunft erheblich

¹⁰ BT-Drs. 18/5010, S. 68, Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie v. 26.05.2015.

leichter werden. Die Sanktion des Rechtsverlustes kann damit im Vergleich zum Status Quo stärker auf den Emittenten zurückwirken.

Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass bereits jetzt fehlerhafte Stimmrechtsmitteilungen ein häufiger Grund sind, Hauptversammlungsergebnisse in missbräuchlicher Weise anzufechten.¹¹

Weil der Emittent selbst bzw. der Versammlungsleiter der Hauptversammlung über den Rechtsverlust entscheiden muss (ihm das aber auch möglich sein sollte, ohne jedes Mal Anfechtungsklagen befürchten zu müssen), müssen die Anforderungen an Stimmrechtsmitteilungen anfechtungssicher ausgestaltet werden.

Eine Erleichterung würde es bedeuten, wenn sich der Versammlungsleiter bei der Beurteilung der Zulassung von Stimmrechten auf seine eigene subjektive Kenntnis über die Richtigkeit vorliegender Meldungen verlassen dürfte. Das würde die Rechtssicherheit für den Emittenten verbessern. Eine Einschränkung des Anfechtungsrechts in dieser Weise würden den Emittenten bzw. den Versammlungsleiter dann nicht schützen, wenn er von einem Fehlverhalten des Meldepflichtigen weiß.

Diese Änderung würde die Anfechtungsbefugnis der Aktionäre einschränken. Damit aber keine Beschlüsse unanfechtbar werden, die auf rechtswidrig ausgeübten Stimmrechten beruhen, sollte die positive Kenntnis des Versammlungsleiters nicht die Anfechtungsbefugnis des Vorstands (§ 245 Nr. 4 AktG) begrenzen. Durch diese Konstellation blieben Vorwürfe anderer Aktionäre auch nicht ungehört. Der Emittent kann an ihrer statt die Beschlüsse dann anfechten. Bewusst könnte er keine rechtswidrig gefassten Beschlüsse durchsetzen, weil die anderen Aktionäre die Anfechtungsklage bei positiver Kenntnis des Versammlungsleiters gerade erheben können.

Das Deutsche Aktieninstitut schlägt daher konkret eine Änderung von § 245 AktG vor. Der bisherige Wortlaut sollte zu einem Absatz 1 und ein neuer Absatz 2 mit dem folgenden Wortlaut eingefügt werden:



Ein Aktionär, der die Anfechtung mit einem Verstoß gegen die Meldepflichten nach den §§ 21 Abs. 1 oder 1a, 25, 25a des Wertpapierhandelsgesetzes begründet, ist nur zur Anfechtung befugt, wenn er darlegen kann, dass der Versammlungsleiter den die Anfechtung begründenden Verstoß kannte.

¹¹ vgl. Scholz in AG 2012, 313; Baums/Drinhausen/Keinath in ZIP 2011, 2329, 2351; Schneider in WpHG, 6. Aufl. 2012, § 28 Rn. 28.

5 Effizientere Gestaltung des Meldewegs bei Stimmrechtsmitteilungen

Das Deutsche Aktieninstitut regt an, die Umsetzung der TRL III dazu zu nutzen, den Meldeweg für Stimmrechtsmitteilungen zu vereinfachen. Dazu sollte die Veröffentlichung und Speicherung von Stimmrechtsmitteilungen künftig durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erfolgen. Mindestens sollte jedoch der elektronische Abgleich von Meldungen zwischen der BaFin und dem Emittenten erleichtert werden.

Der Meldeweg für Beteiligungsmeldungen ist kompliziert. Der Investor hat das Berühren der Beteiligungsschwellen nach §§ 21, 25, 25a WpHG dem Emittenten und der BaFin unverzüglich mitzuteilen. Der Emittent wiederum hat eine solche Information unverzüglich zu veröffentlichen, dem Unternehmensregister zu übermitteln und die Veröffentlichung der BaFin mitzuteilen (§ 26 WpHG).

Die Kosten für die Veröffentlichung und die Übermittlung zum Unternehmensregister liegen dabei beim Emittenten. Die Ausweitung der Meldetatbestände der vergangenen Jahre hat dazu geführt, dass die Emittenten mittlerweile mit einer Flut von Meldungen konfrontiert sind, die kostenpflichtig weitergegeben werden müssen. Gerade rund um die Hauptversammlung kommt es verstärkt zu Beteiligungsmeldungen von Investoren.

Die Umsetzung der TRL III sollte deshalb dazu genutzt werden, den Meldeprozess insgesamt effizienter zu gestalten.

Umweg über Emittenten vermeiden – Verlagerung der Veröffentlichungspflicht auf BaFin

Ideal wäre, wenn die Veröffentlichung der Stimmrechtsmitteilungen und deren Zuleitung zum Unternehmensregister künftig von den Investoren selbst übernommen werden könnten. Dem stehen jedoch Art. 9, Art. 12 und Art. 21 der Transparenzrichtlinie entgegen, die grundsätzlich festschreiben, dass der Emittent für die Veröffentlichung verantwortlich ist.

Allerdings eröffnet Art. 12 Abs. 7 den Mitgliedstaaten die Möglichkeit, die Emittenten von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Weiterleitung der Mitteilungen an das Speichermedium zu entbinden, wenn die zuständige Behörde (die BaFin) die Veröffentlichung übernimmt.



Diese Möglichkeit sollte genutzt werden. Für die BaFin und die Emittenten würde dieses Verfahren auch eine Reduktion des Prüfungsaufwands bedeuten. So würden beispielsweise Korrekturmitteilungen des Investors direkt der BaFin mitgeteilt und nicht jedes Mal auch eine Korrekturmitteilung beim Emittenten auslösen, die ihrerseits wieder von der BaFin geprüft werden muss. Außerdem würden auf diese Weise Fälle vermieden, in denen die BaFin den Emittenten bittet, die Veröffentlichung von Meldungen aufzuschieben, weil sie selbst auf einen Meldefehler aufmerksam geworden ist (siehe zu der heutigen Praxis unten). Der Emittent wiederum könnte stärker auf die Richtigkeit der Meldungen vertrauen, weil die BaFin zumindest bei offensichtlichen Fehlern eine Veröffentlichung nicht vornehmen, sondern auf deren Korrektur hinwirken würde. Ein solcher Veröffentlichungsprozess würde indirekt die Sicherheit im Umgang mit Beteiligungsmeldungen in der Hauptversammlung verbessern.

Mindestens elektronischen Abgleich mit der BaFin vereinfachen¹²

Unabhängig von der grundsätzlichen Veränderung des Meldewegs sollte zumindest der elektronische Abgleich der unterschiedlichen Mitteilungen/Veröffentlichungen, die BaFin und Emittent vom Investor erhalten, ermöglicht werden. Dieser würde Emittenten von erheblicher Bürokratie entlasten.

Heute muss der Emittent, die Meldungen die er nach den §§ 21 ff. WpHG vom Meldepflichtigen als Fax erhält, umständlich manuell in die Online-Portale eingeben, die Dienstleister für die Vorbereitung der Veröffentlichung zur Verfügung stellen. Die BaFin gleicht diese Veröffentlichung dann mit dem ihrerseits vom Meldepflichtigen erhaltenen Formular Feld für Feld ab und setzt sich bei möglichen Diskrepanzen mit dem Emittenten in Verbindung, der dann eine Korrekturmeldung veröffentlichen muss. Das Ergebnis ist also ein doppelter Erfassungs- und Prüfungsaufwand und eine Hin- und Her-Konvertierung von Formulardaten in Fließtext und wieder zurück. Gerade wegen der angestiegenen Zahl an Meldungen ist dies mit erheblichem Aufwand verbunden.

Es wäre ein System wünschenswert, bei dem der Meldepflichtige seine Meldung auch elektronisch (auf zu definierendem Weg, ggf. auch als Email-Attachment) in einem Format übermitteln kann (z.B. XML), das von Emittenten oder Dienstleistern unmittelbar in einen entsprechenden Meldetext konvertiert werden kann. Die neue WpAIV (§ 18 WpAIV-E) eröffnet ein solches Verfahren nun offenbar zumindest für die Meldung des Investors an die BaFin.

¹² Diesen Punkt hatte das Deutsche Aktieninstitut bereits im Rahmen der Stellungnahme zur Konsultation zu Inkonsistenzen in der Finanzmarktregulierung vom 28. November 2014 aufgeworfen, https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-11-28%20Inkonsistenzen%20in%20der%20Finanzmarktregulierung.pdf.

Fraglich ist indes, ob dieser Weg auch für die Meldung an den Emittenten besteht bzw. ob die an die BaFin übermittelte Information in geeigneter Weise wieder dem Investor zur elektronischen Weiterleitung an den Emittenten zur Verfügung gestellt wird. Das würde den Emittenten die Erfassung ersparen und der BaFin die Überprüfung erleichtern, denn sie könnte ja die erhaltene Meldung ebenfalls in Text konvertieren und den so erhaltenen Text (elektronisch) mit dem vom Emittenten veröffentlichten Text abgleichen. Zudem würde vermieden, dass per Fax übermittelte Stimmrechtsmitteilungen nicht den direkten Ansprechpartner erreichen, etwa indem die Faxnummern falsch zugeordnet und dadurch Verzögerungen ausgelöst wurden. Für alle Beteiligten ergäbe sich eine Vereinfachung.

Erforderlich wären dafür:

- Die Definition eines Dateiformats. Technisch muss das möglich sein, sonst könnten die Provider nicht die Generierung von Text aus den entsprechenden Formularinformationen anbieten. Auch für andere zu veröffentlichende Dokumente sind elektronische Formate definiert, z.B. XML für im Bundesanzeiger zu veröffentliche Abschlüsse.
- Die Zulassung (ggf. alternativ) eines elektronischen Meldewegs. § 18 WpAIV fordert derzeit Schriftform oder Fax. Zumindest Textform, also E-Mail, sollte zulässig sein.
- Das System sollte außerdem providerneutral sein.



6 Verpflichtendes Meldeformular nach WpAIV

Grundsätzlich begrüßt das Deutsche Aktieninstitut die Einführung standardisierter Meldeformulare nach § 17 Abs. 1 WpAIV-E, da diese Meldepflichtigen und Emittenten die Compliance mit den Anforderungen der §§ 21ff. WpHG erleichtern und Fehler vermeiden helfen.

Gleichwohl sollte sich der Gesetzgeber bewusst sein, dass angesichts der Komplexität der Meldetatbestände standardisierte Meldeformulare an ihre Grenzen stoßen können. Komplexen Meldetatbeständen sollte daher angesichts der Rechtsfolgen unbedingt Rechnung getragen werden. Dies kann entweder dadurch geschehen, dass das Meldeformular weitgehende Individualisierungen etwa über Freitextfelder zulässt, das Formular nur optional zur Verfügung steht oder zumindest in Rücksprache mit der BaFin ausnahmsweise nicht genutzt werden muss. Meldepflichtige hätten dann die Freiheit, das Formular in besonders komplexen Fällen nicht nutzen zu müssen.

In Ergänzung dazu wäre es zudem wünschenswert, dass – fakultativ – auch ein Formular für die Veröffentlichung erhaltener Stimmrechtsmitteilungen durch den Emittenten zur Verfügung gestellt wird. Ein solches würde zur Vereinfachung und der angestrebten Standardisierung erheblich beitragen.

Die hier empfohlene Möglichkeit des elektronischen Abgleichs sollte dabei berücksichtigt werden.



7 Inkonsistenz der Berichtspflichten für Unternehmen des Rohstoffsektors

Die neu in §37x WpHG-E aufgenommene Pflicht zur Erstellung von Zahlungsberichten durch bestimmte Unternehmen des Rohstoffsektors stellt gegenüber der geplanten Regelung der §§ 341q ff. HGB-E (im Rahmen des BilRUG) eine Verschärfung dar: Das BilRUG führt die Pflicht zur Erstellung von Zahlungsberichten nur für große Kapitalgesellschaften ein. Im WpHG soll diese Verpflichtung auf alle in §341r HGB-E definierten Unternehmen unabhängig von deren Größe ausgedehnt werden. Das Deutsche Aktieninstitut empfiehlt daher, den Anwendungsbereich des § 37x WpHG-E auf große Kapitalgesellschaften zu beschränken.



8 Einführung umsatzabhängiger Geldbußen

Mögliche Sanktion für die Verletzung von Pflichten des WpHG können grundsätzlich auch Geldbußen sein. Nach dem bisherigen § 39 WpHG sind für einzelne Tatbestände sogar Geldbußen bis zu EUR 1 Mio. möglich.

Art. 28b Abs. 1 c) TRL III verpflichtet die Mitgliedstaaten, juristische Personen mit finanziellen Sanktionen bei Verstößen gegen die Meldepflichten zu belegen. Das ist

- entweder eine Geldbuße bis zur zweifachen Höhe der infolge des Verstoßes erzielten Gewinne oder vermiedenen Verluste ...
- ... oder eine Geldbuße von bis zu EUR 10 Mio. oder eine Geldbuße in Höhe von 5% des jährlichen (Konzern-)Gesamtumsatzes.

Die beiden Varianten, Geldbuße von bis zu 10 Mio. oder in Höhe von 5% des (Konzern-)Umsatzes, sind in der Richtlinie so ausgestaltet, dass der Mitgliedstaat wählen kann, nur eine dieser Varianten zu implementieren.

Mit § 39 Abs. 4 und 5 WpHG-E sollen allerdings beide Varianten eingeführt werden. Geldbußen bis EUR 10 Mio. oder in Höhe von 5% des (Konzern-)Umsatzes oder bis zur zweifachen Höhe der infolge des Verstoßes erzielten Gewinne oder vermiedenen Verluste sollen demnach möglich sein.

Insgesamt plädiert das Deutsche Aktieninstitut dafür, die Umsetzung der Richtlinie im Bereich der Bußgelder auf das notwendige Mindestmaß zu beschränken. Konkret bedeutet dies, auf die Einführung umsatzabhängiger Geldbußen zu verzichten und nur die Bereiche verschärften Sanktionen zu unterwerfen, bei denen die TRL III eine solche Maßnahme zwingend vorschreibt.

Das Deutsche Aktieninstitut hatte sich während der Verhandlungen zur TRL III stets dafür ausgesprochen, die Vereinheitlichung und drastische Verschärfung von Sanktionen zu unterlassen. Aus unserer Sicht sollten EU-Mitgliedstaaten allein das Recht haben, im Rahmen gewachsener Rechtstraditionen, angemessene Sanktionen zu definieren.

Deshalb sollte der Gesetzgeber die wenigen Optionen, die die TRL III zum Erhalt des Status Quo bietet, nutzen. Insbesondere umsatzabhängige Geldbußen – zumal an den Umsätzen auf Konzernebene anknüpfend – können schnell Größenordnungen

erreichen, die nicht mehr im Verhältnis zu sonstigen Rechtsverstößen abseits des Kapitalmarktrechts stehen.

Abgesehen davon schlägt der RegE vor, auch Rechtsverstöße dem verschärften Sanktionsrahmen zu unterwerfen, die nach der TRL III nicht zwingend erfasst sein müssten. Konkret betrifft das Verstöße gegen § 26a S. 1, § 29a Abs. 2 S. 1, § 30f Abs. 2 WpHG. Auch hier wäre zu überlegen, von dieser über die TRL III hinausgehenden Umsetzung Abstand zu nehmen.



Kontakt

Dr. Gerrit Fey
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 41
Fax + 49 69 92915 - 12
fey@dai.de
www.dai.de

Holger Lehnen
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 27
Fax + 49 69 92915 - 12
lehnen@dai.de
www.dai.de



Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V.
 Bundesverband deutscher Banken e. V.
 Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands e. V.
 Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.
 Verband deutscher Pfandbriefbanken e. V.

Die Deutsche
Kreditwirtschaft

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. |
 Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin

Deutscher Bundestag
 Finanzausschuss
 Die Vorsitzende
 Frau Ingrid Arndt-Brauer, MdB
 Platz der Republik
 11011 Berlin

E-Mail: finanzausschuss@bundestag.de

Kontakt: Dr. Damaris Nicodem
 Telefon: +49 30 20225- 5349
 Fax: +49 30 20225- 5345
 E-Mail: damaris.nicodem@dsgv.de
 Unsere Zeichen:

AZ DK: EU-413-Transp
 AZ DSGVO: 7106

Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ BT-Drucksache 18/5010 hier: Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft

20. August 2015

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,

Anlage 1

wir bedanken uns für die Einladung zur öffentlichen Anhörung zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ (BT-Drucksache 18/5010) am 7. September 2015. Unsere Anmerkungen zu dem Gesetzesentwurf haben wir in der beigefügten Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft zusammengefasst (**Anlage**). Unsere Anmerkungen zu den Änderungsanträgen 2 bis 6 betreffend die Umsetzung der Verordnung (EU) 2015/751 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über Interbankenentgelte für kartengebundene Zahlungsvorgänge werden wir mit einer gesonderten Stellungnahmen übermitteln.

Wir möchten Sie und Ihre Kolleginnen und Kollegen auf zwei aus unserer Sicht besonders wichtige Punkte der vorliegenden Stellungnahme hinweisen:

1. Keine Meldepflicht ohne Eigentumsübergang (Art. 1 Nr. 8 - § 21 Abs. 1b WpHG-RegE)

Der neu eingefügte § 21 Abs. 1b WpHG-RegE sollte unbedingt wieder gestrichen werden, denn es ist nicht sachgerecht, dass in Zukunft die Meldepflicht bereits durch das Kausalgeschäft ausgelöst werden soll, also zu einem Zeitpunkt, in dem der Käufer noch nicht Eigentümer der Aktien und damit auch nicht Inhaber der Stimmrechte ist bzw. der Verkäufer das Eigentum an den Aktien und damit seine Stimmrechte noch nicht verloren hat.

Federführer:
 Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.
 Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin
 Telefon: +49 30 20225-0
 Telefax: +49 30 20225-250
www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

Die vorgeschlagene Gesetzesänderung entkoppelt die Meldetatbestände nach dem WpHG von den zivilrechtlichen Grundsätzen des Eigentumsübergangs. Dies führt dazu, dass etwas gemeldet wird, was nach zivilrechtlicher Beurteilung schlicht nicht den Tatsachen entspricht und daher falsch ist. *Damit erfolgt ohne Not – denn die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie sieht diese Änderung nicht vor – eine Abkehr vom zivilrechtlichen Abstraktionsprinzip.* Die Begründung, dass andere EU-Mitgliedstaaten auch auf den Kaufvertrag abstellen und eine Anpassung der deutschen Rechtslage eine Vereinfachung darstelle, überzeugt demgegenüber nicht. Denn in vielen anderen Mitgliedstaaten gehen die Stimmrechte bereits mit dem Kausalgeschäft über. *Eine Vereinheitlichung der Beteiligungsmeldungen im Sinne des Regierungsentwurfes setzt daher eine Vereinheitlichung der zivilrechtlichen Grundsätze zum Eigentumsübergang voraus.* Solange dies nicht erfolgt ist, muss es dabei bleiben, dass die Frage, wann ein Aktionär Stimmrechte des Emittenten hält (so der Wortlaut von Art. 9 der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG)) nach den jeweils in den Mitgliedstaaten geltenden zivilrechtlichen Grundätzen zu beurteilen ist.

2. Beschränkung der Umsetzung der Transparenzrichtlinie im Bereich der Sanktionen auf das europarechtlich Notwendige (Art. 1 Nr. 17 - § 28 WpHG-RegE und Art. 1 Nr. 30 - § 39 WpHG-RegE)

a. Rechtsverlust nach § 28 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 17)

Der neue § 28 Abs. 1 WpHG-RegE ordnet den umfassenden Rechtsverlust bei Verstoß gegen Meldepflichten aus § 21 Abs. 1 und § 22 WpHG an. Diese Ausweitung des Rechtsverlusts auf *alle* Zurechnungstatbestände des § 22 WpHG-RegE ist von der *Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie nicht gefordert und wegen der damit einhergehenden erheblichen Rechtsunsicherheit in Bezug auf Hauptversammlungsbeschlüsse nicht sachgerecht.* Dasselbe gilt für den neuen § 28 Abs. 2 WpHG-RegE, der bei *jedlichem Verstoß* gegen eine Meldepflicht nach § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 WpHG-RegE *automatisch einen Stimmrechtsverlust* für Aktien, die dem Meldepflichtigen "gehören", vorsieht.

Beide Neuerungen sollten wieder rückgängig gemacht werden. *Zumindest* aber sollte ein Stimmrechtsverlust bei der Verletzung von Meldepflichten von Stimmrechten aus Aktien, die aus den sonstigen, teilweise tatbestandlich nicht genau abgrenzbaren Zurechnungstatbeständen (§ 22 Abs. 3 – 8 WpHG-RegE) resultieren, und bei der Verletzung von Meldepflichten von Stimmrechten aus Instrumenten (§ 25 Abs. 1 WpHG-RegE) und aggregierten Beständen (§ 25a Abs.1 WpHG-RegE) nur bei *vorsätzlicher Verletzung der Meldepflichten* erfolgen. Dies steht im *Einklang mit* den Vorgaben in Art. 28b Abs. 2 S. 2 *Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie* („schwerwiegender Fall“) und ist aus unserer Sicht *sachgerecht.* Denn gerade die Meldung von Instrumenten (Delta-Berechnung) und aggregierten Beständen ist komplex und dementsprechend fehleranfällig. Der umfassende *Stimmrechtsverlust* wäre daher in diesen Fällen *unverhältnismäßig* und würde zu neuen *Anfechtungsrisiken* bei *Hauptversammlungsbeschlüssen* führen. Dies würde die Bemühungen des Gesetzgebers konterkarieren, das Wirken sog. „räuberischer Aktionäre“ einzudämmen.

b. Bußgeldrahmen nach § 39 WpHG-RegE (Art. 1 Nr. 30)

Auch im Bereich der Bußgeldtatbestände sollte die Umsetzung der Transparenzrichtlinie unbedingt auf das europarechtlich tatsächlich Notwendige beschränkt bleiben. Daher sollte auf die optional zwar möglichen, aber nicht unbedingt erforderlichen *umsatzabhängigen Geldbußen*, die zudem auf die Umsätze auf Konzernebene referieren, *verzichtet werden*. Aus unserer Sicht besteht sonst die Gefahr, dass die Bußgelder nicht mehr im Verhältnis zum Rechtsverstoß stehen. Denn die komplizierten Beteiligungsmeldungen sind besonders fehleranfällig.

Mit freundlichen Grüßen
für Die Deutsche Kreditwirtschaft
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.

i. A.



Dr. Henning Bergmann

i. A.



Dr. Damaris Nicodem

Anlage 1

Stellungnahme

zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur
Umsetzung der Transparenzrichtlinie-
Änderungsrichtlinie

Kontakt: Dr. Henning Bergmann
Dr. Hagen Christmann
Telefon: +49 30 30225-5350
E-Mail: henning.bergmann@dsgv.de

Berlin, 17. Juni 2015

AZ DK: EU-413-Transp
AZ DSGVO: 7106

Federführer:
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.
Charlottenstraße 47 | 10117Berlin
Telefon: +49 30 20225-0
Telefax: +49 30 20225-250
www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

I. Anmerkungen zu Artikel 1 – Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes

1. Zu Art. 1 Nr. 2 (§ 1 Abs. 4 WpHG-RegE)

Die im Gesetzesentwurf vorgeschlagene Streichung der Regelung, dass bei Publikumssondervermögen, bei denen die Vermögensgegenstände im Miteigentum der Anleger stehen, die Stimmrechte als solche der Kapitalverwaltungsgesellschaft gelten (§ 94 Abs. 2 Satz 3 KAGB), erscheint sachgerecht, soweit die Ergänzung des § 1 Abs. 4 WpHG-RegE und des § 29 Abs. 2 WpÜG-RegE die bisherige Sonderregelung fortführt (vgl. Begründung zu Art. 3 Nummer 4 (§ 94 KAGB)). Entscheidend ist, dass die Anleger keinen Stimmrechtsmitteilungen (gemäß §§ 21 ff. WpHG) oder Pflichten nach dem WpÜG unterliegen. Diese Verpflichtungen wären praktisch undurchführbar, insbesondere weil der Anleger in Publikumssondervermögen keinen Einfluss auf Erwerb und Veräußerung sowie Ausübung der Stimmrechte hat (vgl. DK-Stellungnahme zum Referentenentwurf).

2. Zu Artikel 1 Nr. 5 (§ 2c WpHG-RegE)

Wir schlagen vor, den ergänzten § 2c WpHG-RegE im Hinblick auf die Stellen, gegenüber denen der Emittent die Mitteilung, dass Deutschland der Herkunftsstaat ist, zu machen hat, dahingehend zu ergänzen, dass dazu auch ein gängiger Datenprovider wie die Wertpapier-Mitteilungen (WM) gehört. Hintergrund ist die heute nicht vorhandene Transparenz bzgl. des Herkunftsstaates, da diese Information von gängigen Daten Providern nicht bereitgestellt wird, aber die Grundlage für die Stimmrechtsmeldung ist.

3. Zu Art. 1 Nr. 8 (§ 21 Abs. 1b WpHG-RegE)

Der neu eingefügte § 21 Abs. 1b WpHG-RegE sollte unbedingt wieder gestrichen werden, denn **es ist nicht sachgerecht, dass in Zukunft die Meldepflicht bereits durch das Kausalgeschäft ausgelöst werden soll, also zu einem Zeitpunkt, in dem der Käufer noch nicht Eigentümer der Aktien und damit auch nicht Inhaber der Stimmrechte ist.** Die durch die Gesetzesänderung vorgeschlagene Entkopplung der Meldetatbestände von den zivilrechtlichen Grundsätzen des Eigentumsübergangs führt dazu, dass etwas gemeldet wird, was nach zivilrechtlicher Beurteilung schlicht nicht den Tatsachen entspricht und daher falsch ist. Damit erfolgt ohne Not – denn die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie sieht diese Änderung nicht vor – eine Abkehr vom zivilrechtlichen Abstraktionsprinzip. Die Begründung, dass andere EU-Mitgliedstaaten auch auf den Kaufvertrag abstellen und eine Anpassung der deutschen Rechtslage eine Vereinfachung darstelle, überzeugt demgegenüber nicht. Denn in anderen Mitgliedstaaten gehen die Stimmrechte bereits mit dem Kausalgeschäft über. Eine Vereinheitlichung der Beteiligungsmeldungen im Sinne des Regierungsentwurfes setzt daher eine Vereinheitlichung der zivilrechtlichen Grundsätze zum Eigentumsübergang voraus. Solange dies nicht erfolgt ist, muss es dabei bleiben, dass die Frage, wann ein Aktionär *Stimmrechte des Emittenten hält* (so der Wortlaut von Art. 9 der Transparenzrichtlinie

Stellungnahme RegE TransparenzRL-ÄnderungsRL-UmsG, 17. Juni 2015

(2004/109/EG)) nach den jeweils in den Mitgliedstaaten geltenden zivilrechtlichen Grundätzen zu beurteilen ist.

Die im Regierungsentwurf mit § 21 Abs. 1b WpHG vorgeschlagene gesetzliche Fiktion, wonach bereits das Verpflichtungsgeschäft für den Eigentums- und damit den Stimmrechtsübergang maßgeblich sein soll, widerspricht auch dem eindeutigen Wortlaut von Art. 9 der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG). Dort heißt es, dass „ein Aktionär einem Emittenten mitteilt, welchen Anteil an den Stimmrechten des Emittenten er hält“. Nach deutschen Rechtsgrundsätzen ist dies der Fall, wenn der Aktionär Eigentümer der Aktien ist. Nur dann kann er auch die Stimmrechte ausüben. Entsprechend gilt im Aktiengesetz das Abspaltungsverbot, d.h. die Stimmrechte können nicht separat übertragen werden, sondern werden mit der Aktie erworben oder veräußert. Dies erkennt der Regierungsentwurf selbst in der Begründung zu Art. 1 Nr. 9 (§ 22 WpHG-RegE) an.

Die mit § 21 Abs. 1b WpHG-RegE beabsichtigte Vorverlagerung der Beteiligungsmeldung auf das Kausalgeschäft ist zudem nicht Sinn und Zweck der Art. 9 ff. Transparenzrichtlinie bzw. §§ 21 ff. WpHG zu vereinbaren. Die genannten Vorschriften bezwecken die Herstellung der sogenannten kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz. Vor allem den Anlegern, aber auch den Emittenten soll ein Bild über die Beteiligungsverhältnisse gegeben werden, um ersteren bei der eigenen Investitionsentscheidung zu helfen und – das betrifft sowohl Anleger als auch Emittenten – mögliche Unternehmensübernahmen zu antizipieren und dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegenzuwirken. Transparenz über Beteiligungsverhältnisse wird allein über die sachenrechtliche Zuordnung der Aktien und damit der Stimmrechte hergestellt. Eine Vorverlagerung der Pflicht zur Stimmrechtsmeldung nach § 21 WpHG auf das Kausalgeschäft führt indes zu einer Transparenz über Handelsaktivitäten. Dies mag für den einen oder anderen auch interessant sein, ist aber nicht erforderlich, um Transparenz über Beteiligungsverhältnisse herzustellen, und damit nicht vom Regelungszweck erfasst.

Nach deutschem Recht würde dies zudem unnötig die Trennlinie zwischen § 21 und § 25 WpHG-RegE aufweichen. Der Lieferanspruch aus einem Kaufvertrag ist eben nicht mit dem Innehaben des Stimmrechts gleichzusetzen. Der börsenmäßige Anspruch auf Lieferung innerhalb von zwei Handelstagen (T+2) ist nach richtiger Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) wiederum nach § 25 WpHG nicht meldepflichtig. Würde man für § 21 WpHG an das Kausalgeschäft anknüpfen, so müsste der Käufer am Tag T eine Position nach § 21 WpHG melden, während der Verkäufer erst bei Abwicklung des Geschäfts diese Position an T+2 nach § 21 WpHG melden würde. **Die Markttransparenz wäre damit zumindest für den Abwicklungszyklus von 2 Handelstagen gestört.** Bei verzögerten Wertpapiergeschäften/Termingeschäften (forward) oder bei Unternehmensverschmelzungen könnte dieser Zeitraum entsprechend länger sein. Schließlich ist nach dem konkret vorgeschlagenen Wortlaut in § 21 Abs. 1 S. 5 WpHG-RegE unklar, wie ein „sofort zu erfüllendes Kausalgeschäft“ in zeitlicher Hinsicht definiert ist.

Stellungnahme RegE TransparenzRL-ÄnderungsRL-UmsG, 17. Juni 2015

Sofern an der Aufgabe des Abstraktionsprinzips dennoch festgehalten wird, halten wir jedenfalls eine klare Definition mit Blick auf im Ausland bestehende Settlementzyklen (zumeist T+3) oder privatvertraglich gewählte Fristen von länger als T+2 und die weiter verschärften Sanktionen für erforderlich.

4. Zu Art. 1 Nr. 9 (§ 22 WpHG-RegE)

Die Ergänzung der Zurechnungsregelung in § 22 Abs. 1 Nr. 8 WpHG dient der Anpassung an Art. 10 lit. c der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie und der Klarstellung für diejenigen Fälle, bei denen das Sicherungsinstrument rechtlich ohne Eigentumsübertragung konstruiert ist. Hier wäre bislang unklar, ob allein der Sicherungsgeber (aufgrund seines fortbestehenden Eigentums) meldepflichtig bleibt oder ob auch der Sicherungsnehmer meldepflichtig werden kann, sofern er von Stimmrechten Gebrauch machen möchte. Fraglich ist aber, ob § 22 Abs. 1 Nr. 8 WpHG-RegE eine Besitzverschaffung an den Sicherungsnehmer voraussetzt („als Sicherheit verwahrt“) und ob die Formulierung „bekunden“ gerade auch mit Blick auf die Zurechnung im Übernahmerecht hinreichend präzise ist.

Im Zusammenhang mit der Einfügung des neuen Nr. 8 in § 22 WpHG erläutert die Gesetzesbegründung, dass das **Konzept der alternativen Stimmrechtszurechnung** aufgehoben wird. Der Grundsatz der alternativen Stimmrechtszurechnung entspricht aber der gegenwärtigen Verwaltungspraxis der BaFin (vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, 4. Aufl., Juli 2013, Seite 117) und besagt, dass im Rahmen von § 22 Abs. 1 Nr. 3 WpHG Aktien (Stimmrechte), an denen der Sicherungsnehmer (Kreditgeber) Eigentum erworben hat, unter den Voraussetzungen der Nr. 3 allein vom Sicherungsgeber (als dem wirtschaftlich Berechtigten) zu melden sind. Daher sind anders als bei den übrigen Zurechnungstatbeständen des § 22 WpHG die Stimmrechtsposition entweder vom Sicherungsgeber oder vom Sicherungsnehmer zu melden, nicht aber von beiden. Wir weisen darauf hin, dass dies für die Kreditpraxis ein sehr relevanter Aspekt ist. **Die Umstellung der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin wird zu einer Vielzahl von Doppelmeldungen führen, weil nun bei mit Aktien besicherten Krediten (insb. bei Akquisitionsfinanzierungen) neben dem Kreditnehmer auch der Kreditgeber (aufgrund des Sicherungseigentums) meldepflichtig sein wird.** Die parallele Behandlung im Übernahmerecht (§ 30 WpÜG) verschärft diesen Aspekt; Kreditgeber müssten rechtzeitig bei der BaFin ggf. Befreiungsanträge stellen. Wir bitten zu hinterfragen, ob diese Anpassung erforderlich ist. **Es wäre zu begrüßen, wenn es bei der bisherigen, geübten Praxis bleiben könnte.** Jedenfalls sollte die Gesetzesbegründung sowohl zu § 22 WpHG als auch zu § 30 WpÜG zu diesem Aspekt ausdrücklich Stellung beziehen.

5. Zu Art. 1 Nr. 17 (§§ 28 WpHG-RegE)

In Umsetzung der Vorgaben aus der Transparenzrichtlinie wird der in § 28 WpHG angelegte Stimmrechtsverlust erweitert; der neue § 28 Abs. 2 WpHG-RegE sieht weiterhin vor, dass bei jeglichem Verstoß gegen eine Meldepflicht nach § 25 Abs. 1 oder § 25a Abs. 1 automatisch ein Stimmrechtsverlust für Aktien, die dem Meldepflichtigen "gehören", eintritt. Wir weisen ausdrücklich auf erhebliche Unsicherheiten hin, die hierdurch für börsennotierte Gesellschaften

Stellungnahme RegE TransparenzRL-ÄnderungsRL-UmsG, 17. Juni 2015

entstehen. Zwar ist bereits heute die Gefahr von Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse gegeben, weil Aktionäre behaupten, bei der Abstimmung wären nach § 28 WpHG ungültige Stimmen berücksichtigt worden. Dieses Problem würde allerdings in Zukunft durch die vorgesehene Erweiterung des automatischen Stimmrechtsverlusts nach § 28 Abs. 2 WpHG sowohl in der Quantität als auch in der Qualität erheblich verschärft.

Wir schlagen daher vor, zumindest den Rechtsverlust wegen fehlerhafter Meldung nach §§ 25/25a (§ 28 Abs. 2 WpHG-RegE) unter den Vorbehalt der Anordnung seitens der BaFin zu stellen. Sofern der mit dem Anordnungsverfahren verbundene Verwaltungsaufwand unangemessen erscheint, könnte ein Schutz der Emittenten alternativ auch darin verankert werden, dass - im Einklang mit den Vorgaben in Art. 28b Abs. 2 S. 2 Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie - ein automatischer Stimmrechtsverlust nur bei vorsätzlichem Verstoß gegen Stimmrechtsmitteilungen nach § 25 WpHG eintritt.

In diesem Zusammenhang machen wir darauf aufmerksam, dass die entsprechende Umsetzung in Großbritannien (HM Treasury, FCA - Consultation Paper CP15/11, Implementation of the Transparency Directive Amending Directive (2013/50/EU) and other Disclosure Rule and Transparency Rule Changes, March 2015 - Ende der Konsultationsfrist: 20. Mai 2015) derzeit vorsieht, dass ein Stimmrechtsverlust eines Antrags der FCA auf gerichtliche Entscheidung bedarf, wobei der Antrag nur bei schwerwiegenden Verstößen zulässig sein soll. Ziff. 2.12 ff. der Konsultation CP15/11 lauten:

"To meet the requirement of Article 28b(2) to provide for the possibility of suspension of voting rights, we are proposing an amendment to Part 6 of FSMA giving the FCA power to apply to the courts for a suspension. This approach follows Article 24 of the TDAD, which envisages that this power can be exercised through application to the competent judicial authorities. This is an appropriate means of ensuring the FCA has the necessary powers to meet the requirements of the Directive but without unnecessarily extending the powers of the FCA. The TDAD gives Member States discretion in terms of how they apply the power to suspend voting rights for breaching notification requirements. Specifically, Member States may provide that suspension of voting rights applies only to 'the most serious breaches'. We do not believe there is justification for applying the suspension of voting rights power beyond these most serious breaches: the FCA can utilise other sanctions as it feels appropriate for lesser breaches. In terms of transposing into UK law the limitation that the power to apply to the court can only be exercised for the most serious breaches, the Treasury is considering options including defining the "most serious breaches". We are discussing the most appropriate definition with the FCA, and seeking views in this consultation as to the best approach to transposition for this aspect. We welcome any comments on the topic.)"

6. Zu Art. 1 Nr. 19 (§ 30b Absatz 1 Nummer 2 WpHG-RegE)

Die erfolgte Klarstellung bezieht sich darauf, dass neben Vereinbarungen auch (einseitige) Beschlüsse in Bezug auf Umtausch-, Bezugs-, Einziehungs- und Zeichnungsrechte Gegenstand der Regelung sind. Es sollte aber außerdem klargestellt werden, dass sich diese Vereinbarungen und Beschlüsse nicht auf den Ausschluss von Bezugsrechten beziehen. Dies ergibt sich aus der Transparenzrichtlinie (Art. 17 Abs. 2 Satz 1 als Grundtatbestand im

Stellungnahme RegE TransparenzRL-ÄnderungsRL-UmsG, 17. Juni 2015

Verhältnis zu Art. 17 Abs. 2 Satz 3 Buchstabe d)), da die Aktionäre eine Information über den Bezugsrechtsausschluss – anders als z. B. bei einer Information über die Ausgabe neuer Aktien – gerade nicht zur Ausübung ihrer Rechte im Sinne der Vorschrift benötigen. Durch eine entsprechende Klarstellung würde eine Vielzahl von zusätzlichen Veröffentlichungen vermieden, die keinen praktischen Mehrwert der Investoren bieten, da deren Inhalt bereits mit den Tagesordnungspunkten der Hauptversammlung des Emittenten veröffentlicht werden.

7. Zu Artikel 1 Nr. 25 Buchstabe b) aa) und bb) (§ 37v WpHG-RegE)

Nach § 17 TranspRLDV gelten die Regeln eines Drittstaates als gleichwertig zu den Anforderungen des § 37v Abs. 2 Nr. 1 des Wertpapierhandelsgesetzes, wenn seine Rechtsvorschriften vorschreiben, dass ein Emittent mit Sitz in dem Drittstaat, der keinen Konzernabschluss zu erstellen hat, seinen geprüften Jahresabschluss nach den in § 10 genannten internationalen Rechnungslegungsstandards oder gleichwertigen Rechnungslegungsgrundsätzen des Drittstaates aufstellt. Andernfalls ist ein an die Anforderungen der in § 10 genannten internationalen Rechnungslegungsstandards oder gleichwertige Rechnungslegungsgrundsätze angepasster und geprüfter Abschluss vorzulegen.

Die in Art. 1 Nr. 25 Buchstabe c) vorgeschlagenen Änderungen sehen vor, dass der Jahresfinanzbericht von Emittenten mit Sitz in einem Drittstaat einen nach den Vorgaben des HGB aufgestellten und geprüften Jahresabschluss sowie den Bestätigungsvermerk oder den Vermerk über dessen Versagung zu enthalten hat, wenn keine Ausnahme nach § 37z Abs. 4 WpHG vorliegt.

Wir sprechen uns dafür aus, bei der Änderung des § 37v Abs. 2 WpHG die Regelung des § 17 TranspRLDV zu berücksichtigen.

8. Zu Art. 1 Nr. 30 (§ 39 WpHG-RegE)

Art. 28b sieht Sanktionen gegen Emittenten nur in Fällen des Erwerbs eigener Aktien (Art. 14) vor, nicht jedoch für Versäumnisse bei der Veröffentlichung erhaltener Stimmrechtsmitteilungen (Art. 12 Abs. 6; vgl. § 26 Abs. 1 S. 1 WpHG) oder bei der Mitteilung der Stimmrechtsgesamtzahl (Art. 15; vgl. § 26a WpHG). Dieser überschießende Regelungsgehalt wird auch in der Gesetzesbegründung S. 60 hervorgehoben und damit begründet, dass in diesen Fällen ein „vergleichbarer Unrechtsgehalt“ vorliege. Dies sollte jedoch nochmals überprüft werden, weil es sich bei den Mitteilungen im Sinne von Art. 12 Abs. 6 und Art. 15 um technische Aufgaben handelt, die im Fall des Art. 12 Abs. 6 in anderen Mitgliedstaaten von der Aufsichtsbehörde selbst wahrgenommen werden (vgl. ESMA/2011/194, S. 14). Dies ergibt sich allein schon aus dem Umstand, dass die Transparenzrichtlinie die Sanktionsbefugnisse gerade nicht für Versäumnisse in Bezug auf die in Art. 12 Abs. 6 und 15 enthaltenen Informationspflichten vorsieht. Schon der derzeitige Bußgeldrahmen von bis zu 200.000 Euro (§ 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. c, Nr. 6 und Abs. 4 WpHG) geht über die Transparenzrichtlinie hinaus und sollte im Ergebnis beibehalten werden.

Stellungnahme RegE TransparenzRL-ÄnderungsRL-UmsG, 17. Juni 2015

Darüber hinaus sprechen wir uns grundsätzlich dafür aus, die Umsetzung der Transparenzrichtlinie im Bereich der Bußgeldtatbestände tatsächlich auf das europarechtlich Notwendige zu beschränken. Entsprechend sollte auf umsatzabhängige Geldbußen, die zudem auf die Umsätze auf Konzernebene referieren, verzichtet werden. Sonst besteht die Gefahr, dass die Bußgelder nicht mehr im Verhältnis zum Rechtsverstoß stehen. Denn die komplizierten Beteiligungsmeldungen sind besonders fehleranfällig.

9. Zu Art. 1 Nr. 31 (§ 40c WpHG-RegE)

Die Transparenzrichtlinie sieht eine Veröffentlichung von Sanktionen in Art. 29 vor („[...] unverzüglich bekanntmachen und dabei zumindest die Art und den Charakter des Verstoßes und die Identität der dafür verantwortlichen natürlichen oder juristischen Personen anführen.“). Aus Art. 29 Unterabsatz 2 leitet sich ab, dass hier die Identität des Meldepflichtigen offenzulegen ist. Für § 40c WpHG-RegE sollte dies klargestellt werden, indem in Absatz 1 die Benennung „der den Verstoß bewirkenden meldepflichtigen Person“ vorgeschrieben wird (anstatt „die für den Verstoß verantwortlichen natürlichen oder juristischen Personen oder Personenvereinigung“). Jedenfalls sollte die Aufzählung zum Ausdruck bringen, dass neben der meldepflichtigen Person keine weiteren natürlichen Personen benannt werden. Denn eine Benennung der beim Meldepflichtigen handelnden Angestellten wäre unverhältnismäßig und von der Richtlinie nicht gedeckt.

10. Zu Artikel 1 Nr. 33 (§ 41a WpHG-RegE)

Wir schlagen vor, den ergänzten § 41a entsprechend unseres Vorschlages zu § 2c WpHG-RegE im Hinblick auf die Stellen, gegenüber denen der Emittent die Mitteilung zu machen hat, dass Deutschland der Herkunftsstaat ist, um einen gängigen Datenprovider zu ergänzen. Hintergrund ist auch hier die heute nicht vorhandene Transparenz bzgl. des Herkunftsstaates, da diese Information von gängigen Daten Providern nicht bereitgestellt wird, aber die Grundlage für die Stimmrechtsmeldung ist.

II. Zu Art. 9 (Änderung der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverordnung)

Zu Art. 9 Nr. 2 (§ 17 Abs. 1 WpAIV-RegE - Meldeformular)

Wir begrüßen die vorgeschlagene Neufassung von § 17 Abs. 1 WpAIV-RegE, mit der ein verbindliches Meldeformular für Stimmrechtsmeldungen eingeführt wird. Die Benutzung der schon derzeit von der BaFin zur Verfügung gestellten Vorlagen ist geübte Praxis bei den meisten Kreditinstituten.

Zu dem erstmals konsultierten verbindlichen Formular für Stimmrechtsmeldungen haben wir folgende Anmerkungen (analog der Punkte des Meldeformulars der Anlage zu § 17 Absatz 1 bis 3 aus § 24 Nr. 8 WpAIV):

Stellungnahme RegE TransparenzRL-ÄnderungsRL-UmsG, 17. Juni 2015

Zu A. Veröffentlichungspflichtiger Teil

Nr. 3: Es wird nicht klar, wie man eine Meldung nur nach § 25a WpHG kenntlich machen kann. Möglicherweise könnte dies durch das kumulative Ankreuzen mehrerer Kästchen geschehen. Hier erbitten wir eine Klarstellung ggf. auch durch die Bereitstellung eines separaten Kästchens für Meldungen nach § 25a WpHG.

Zu Nr. 5: Es ist unklar, auf welche Vorschriften (§§ 21, 25 oder 25a WpHG) sich die Meldeschwellen jeweils beziehen. Im Übrigen hat eine Angabe aller, irgendwie berührter Meldeschwellen in Hinblick auf die Angaben unter 6. keinen zusätzlichen Informationsgehalt, sondern scheint überflüssig zu sein. Auf I. 5. kann daher verzichtet werden. Alternativ könnte auch festgelegt werden, dass nicht immer alle Felder des Formulars ausgefüllt werden müssen.

Zu Nr. 6: Gefordert ist die Angabe des Anteils der „letzten Mitteilung“. In anderen europäischen Ländern muss hingegen der Anteil/die Situation am Vortag angegeben werden. Aus Gründen der Vereinheitlichung sollten die Meldeformulare der europäischen Aufsichtsbehörden einander angeglichen werden.

Zu Nr. 7: Unter „Einzelheiten“ der Nr. 7 müssen nun, entgegen der bisherigen Praxis, auch die direkten Stimmrechte angegeben werden. Wir sehen hierfür keinen sachlichen Grund. Andernfalls bitten wir um Klärung der Sachfrage, wie dies bei Gruppenmeldungen in der Praxis, beispielsweise durch die „Mutter“, angewendet werden soll.

Zu Nr. 8: Zukünftig sollen „Instrumente i.S.d. § 25 Absatz 1“ WpHG einzeln aufgeführt werden. Neben der noch zu klärenden Fragen, ob sich tatsächlich alle Instrumente klar den Punkten a., b. und c. zuordnen lassen können, sehen wir hier einen unverhältnismäßigen Mehraufwand, der durch nichts, erst Recht nicht durch eine wie auch immer geartete Markterwartung, gerechtfertigt ist. Im Ergebnis würde die Nennung aller Instrumente inklusive der Angaben in %, Fälligkeit und Verfall zur Erstellung und Meldung seitenlanger Listen führen, ohne dass damit ein Mehr an Transparenz hergestellt würde. Die Nr. 8 des Formulars sollte daher gestrichen werden. Hilfsweise sollten zumindest gleichartige Instrumente zusammengefasst dargestellt werden können.

Zu Nr. 10 und Nr. 11: Hier ist nicht klar, wann nach Punkt 10 und wann nach Punkt 11 gemeldet werden muss. Insbesondere bei den Angaben zu Punkt 11 bleibt zu fragen, wer damit gemeint sein soll: denn jemand, der beispielsweise ausschließlich „Instrumente“ hält, ist kein Aktionär. Daher stellt sich die Frage, was sonst sollte hier gemeldet werden soll. Das Formular sollte in diesen Punkten nochmals überarbeitet werden.

Wir regen zudem an, dem Formular ein Freitext-Feld anzufügen, um im Einzelfall etwaigen Besonderheiten – auch im Interesse der Transparenz – gerecht werden zu können.

1. Zu Art. 9 Nr. 2 (§ 17 Abs. 3 WpAIV-RegE – Berechnung der Stimmrechtsanteile)

Die Neufassung von § 17 WpAIV und § 26 a WpHG sollte zum Anlass genommen werden, die Pflichten des Meldepflichtigen bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils zu konkretisieren.

Stellungnahme RegE TransparenzRL-ÄnderungsRL-UmsG, 17. Juni 2015

Nach § 17 Abs. 3 WpAIV-RegE ist für die Zwecke der Berechnung des Stimmrechtsanteils die letzte Veröffentlichung nach § 26a WpHG zugrunde zu legen. Schon die gegenwärtigen Fassung von § 26 WpHG, wonach der Emittent Änderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte erst am Ende eines jeden Kalendermonats, in dem es zu einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten gekommen ist, veröffentlichen muss, führt zu Rechtsunsicherheiten.

Zwar ermöglicht die Verwaltungspraxis der BaFin, für Zwecke der Stimmrechtsmeldungen auf die aktuell materiell richtige Gesamtzahl von Stimmrechten Bezug nehmen zu dürfen. Das heißt, weicht das Grundkapital von der letzten § 26a WpHG Meldung ab, so solle der Meldepflichtige dies berücksichtigen dürfen. Gleichzeitig fordert die BaFin aber auch, dass der Meldepflichtige die tatsächlich richtige Stimmrechtsanzahl zugrunde legen muss, wenn er hiervon Kenntnis haben musste (vgl. Emittentenleitfaden unter Abschnitt VIII.2.3.2, S. 106). Die damit von der BaFin angenommene Nachforschungspflicht führt zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit für Meldepflichtige, denn es ist unter anderem unklar, wieweit die Nachforschungspflichten reichen sollen.

Diese Rechtsunsicherheit gewinnt nun nochmals an Brisanz, wenn § 26a Abs. 1 WpHG-RegE nun eine unverzügliche Veröffentlichungspflicht der Emittenten bei Änderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte vorsieht. Die gegenwärtig von der Aufsicht geforderte Nachforschungspflicht würde dazu führen, dass die Meldepflichtigen täglich, wenn nicht gar untertägig prüfen müssten, ob sich die Gesamtzahl der Stimmrechte des Emittenten, an dem sie Stimmrechtsanteile halten, erwerben oder veräußern wollen verändert haben. Dies erscheint unverhältnismäßig. Daher sollte entweder in § 17 WpAIV oder in § 26a WpHG verankert werden, dass eine eingehende Nachforschungspflicht nicht besteht. Es kommt also nur auf die Kenntnis der wahren Stimmrechtsanzahl an, nicht aber auf ein „Kennenmüssen“. Jedenfalls müsste gesetzlich klar geregelt werden, welche Pflichten den Meldepflichtigen bei der Berechnung der Stimmrechtsanteile treffen und ggf. eine Pflicht der BaFin verankert werden, wonach sie die Mitteilungen nach § 26a WpHG-RegE auf ihrer Website veröffentlichen muss.

Angesichts der weitreichenden Folgen einer in den Augen der Aufsicht nicht korrekten Meldung müssen Meldepflichtige verlässliche Vorgaben für die Gesamtzahl der Stimmrechte haben. Diese muss daher bereits entweder in § 17 WpAIV oder in § 26a WpHG und nicht erst im Rahmen eines Bußgeldverfahrens berücksichtigt werden.

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. |
Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin

Vorsitzende des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestages
Frau Ingrid Arnd-Bauer, MdB
Platz der Republik 1
11011 Berlin

finanzausschuss@bundestag.de

Kontakt: Karin Göbel
Telefon: +49 30 20225- 5362
Fax: +49 30 20225- 5345
E-Mail: karin.göbel@dsgv.de

AZ DK: MIF, EU-413-Transp
AZ DSGVO: 4469/04, 7106

**Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung
„Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ BT-Drucksache 18/5010
hier: Stellungnahme der Deutschen Kreditwirtschaft zu den
Änderungsanträgen Nr. 2 – 6 der Fraktionen CDU/CSU und SPD**

25. August 2015

Anlagen -

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,

für die Einladung zur öffentlichen Anhörung zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ (BT-Drucksache 18/5010) am 7. September 2015 und für die Gelegenheit zur Stellungnahmen dürfen wir uns bedanken.

Im Rahmen dieses Gesetzesvorhabens soll mittels der Änderungsanträge Nr. 2- 6 der Fraktionen CDU/CSU und SPD auch die nationale Umsetzung der Verordnung der Europäischen Kommission über Interbankenentgelte für kartengebundene Zahlungsvorgänge, VO 2015/751, erfolgen („MIF VO“). Wir möchten Ihnen und Ihren Kolleginnen und Kollegen zu diesen Änderungsanträgen gerne unsere Auffassung darlegen:

Die Verordnung der Europäischen Kommission über Interbankenentgelte für kartengebundene Zahlungsvorgänge, VO 2015/751 sieht vor, dass ab dem 9. Dezember 2015 die Interbankenentgelte bei Zahlungen mit Debitkarten auf höchstens 0,2 % und bei Kreditkarten auf maximal 0,3 % des Transaktionswertes begrenzt werden.

Die Bundesregierung hatte sich auf EU-Ebene dafür eingesetzt, dass das deutsche girocard-System bzw. „verhandelte Entgelte“ nicht vom Anwendungsbereich der Verordnung erfasst sein sollen.

Federführer:
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.
Charlottenstraße 47 | 10117 Berlin
Telefon: +49 30 20225-0
Telefax: +49 30 20225-250
www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de

Im deutschen girocard-System werden die Entgelte zwischen Händlern und Kartenherausgebern seit dem 1. November 2014 nur noch frei verhandelt. Würden die Entgelt-Obergrenzen der Verordnung auch auf das girocard-System Anwendung finden, bestünde die paradoxe und in Europa einmalige Situation, dass in Deutschland bis zu den vorgesehenen Obergrenzen zusätzlich Entgeltverhandlungen durchgeführt werden müssten. Eine vergleichbare Belastung bestünde für andere nationale Systeme (z. B. in Frankreich) oder auch insbesondere für die großen internationalen Kartensysteme wie MasterCard und Visa nicht. Diese dürfen Entgelte im Rahmen der geltenden Obergrenzen weiterhin einseitig vom System vorgeben.

Zur nationalen Umsetzung der MIF VO hat die Bundesregierung u. a. in der Begründung zum Änderungsantrag Nr. 5 die Anwendbarkeit der Entgelt-Obergrenzen auch für das deutsche girocard-System festgeschrieben und zwar auch dann, wenn es sich um mit den Händlern bilateral verhandelte Entgelte handelt. Dies entspreche dem politischen Willen der EU-Kommission. Eine derartige weite Regelung ist nach Auffassung der Deutschen Kreditwirtschaft weder juristisch durch den Wortlaut der Verordnung abgedeckt noch wettbewerbspolitisch gerechtfertigt. Eine Einbeziehung des girocard-Systems unter die Verordnung wäre bloßer Ausdruck eines „faktischen Regierungswillens“, der sich jeglicher Rechtsgrundlage entziehen würde:

- Rechtlich unterfällt das deutsche girocard-System bereits nach dem eindeutigen Wortlaut nicht der Verordnung. Dabei kann es dahinstehen, ob das deutsche girocard-System überhaupt ein Drei-Parteien-Kartenzahlverfahren entsprechend der Definition in Art. 2 Nr. 18 VO 2015/751 ist. Entscheidend ist vielmehr, dass das Händlerentgelt kein Interbankenentgelt im Sinne der Definition in Art. 2 Nr. 10 VO 2015/751 und auch kein sonstiges „implizites“ Interbankenentgelt i. S. v. Erwägungsgrund 28 VO 2015/751 ist. Denn im girocard-System erhebt die Händlerbank kein Händlerentgelt vom Händler und leitet auch kein Händlerentgelt im Interbankenverkehr an den Kartenherausgeber weiter. Vielmehr wird das Händlerentgelt zwischen dem Kartenherausgeber und dem Händler vereinbart und vom Händler an den Kartenherausgeber gezahlt.

Bei der Anwendbarkeit der Obergrenzen für Interbankenentgelte auch auf das girocard-System, bestehen erhebliche wettbewerbspolitische Implikationen für unser nationales girocard-Kartensystem:

- Die Notwendigkeit für die Kartenherausgeber im girocard-System Entgelte mit der Akzeptanzseite zu verhandeln, ist mit erheblichem Aufwand verbunden, der von den internationalen Kartengesellschaften Visa und MasterCard nicht zu tragen ist. Der wirtschaftliche Betrieb des für die Kunden kostengünstigen girocard-Systems der Deutschen Kreditwirtschaft wäre dadurch auf Dauer erheblich gefährdet, beziehungsweise könnte unseres Erachtens nur mit höheren Kartenpreisen für die Verbraucher fortgeführt werden. Höhere Kartenpreise könnten jedoch dazu führen, dass Verbraucher Bargeld den Vorzug vor Kartenzahlungen geben und somit das gemeinsame Ziel der Förderung bargeldloser Alternativverfahren nicht erreicht würde.

- Das kostengünstige und sichere nationale girocard-Verfahren würde gegenüber den Angeboten der amerikanischen Duopolisten MasterCard und Visa kaum mehr wettbewerbsfähig sein. Folglich würden sich nationale Verfahren am Markt nicht mehr durchsetzen können und der Eintritt neuer Marktteilnehmer würde aufgrund mangelnder ökonomischer Anreize ausbleiben. Die Forderung der Kommission nach mehr Markt und Wettbewerb würde somit nicht erfüllt werden. Vielmehr wären Kartenherausgeber (und damit auch Verbraucher) gezwungen, die tendenziell kostenintensiven Verfahren der internationalen Kartenorganisationen zu nutzen.

Die Deutsche Kreditwirtschaft setzt sich daher dafür ein, dass die vorgesehenen Obergrenzen bei Interbankenentgelten für das deutsche girocard-System keine Anwendung finden, da es ansonsten zu einer erheblichen Beeinträchtigung des Wettbewerbs auf dem deutschen Zahlungsverkehrsmarkt führen würde. Eine weite nationale Umsetzung eines vermeintlichen politischen Willens der EU-Kommission, der keinen Ausdruck im Wortlaut der verabschiedeten Regulierung gefunden hat, sollte vor diesem Hintergrund unterbleiben.

Daher schlagen wir vor, die folgenden Satz in der Begründung zum Änderungsantrag (Umdruck Nr. 5) zu Artikel 16e Änderung des Zahlungsdienststeuergesetzes wie folgt zu modifizieren:

„Das ~~EC-Cashelectronic cash-System (Ggirocard-System) und frei-verhandelte Entgelte fallen~~ fällt unter Artikel 3 Absatz 1 der Verordnung, es sei denn die Entgelte werden zwischen Kartenherausgebern und Händlern frei verhandelt. Wie sich aus Erwägungsgrund 18 der Verordnung ergibt, soll für alle debitzkartengebundenen Zahlungsvorgänge ein Höchstsatz für das Interbankenentgelt gelten. Die Verordnung begrenzt die Preissetzungsfreiheit der Zahlungsdienstleister in Kartenzahlungssystemen, gibt aber kein bestimmtes Entgeltsystem vor.“

Ergänzend schlagen wir vor, dass in der Gesetzesbegründung und im Ordnungswidrigkeitenkatalog der §§ 56 KWG folgendes klar gestellt wird:

„Nicht sanktioniert wird das Aufrunden von Entgelten, die von Kartenzahlverfahren im Rahmen der Vorgaben der Verordnung abgerechnet werden, auf einen Eurocent, falls das errechnete und zu rundende Entgelt unter einem Eurocent liegt.“

Begründung:

Die MIF-VO sieht kein Mindestentgelt vor, sondern es gilt pauschal die 0,2 %-Grenze für Interchange Fee bei Debitkarten. Die kleinste Verrechnungseinheit in den Kartensystemen ist 1 Eurocent entsprechend der kleinsten Währungseinheit. Vom System können keine Centbruchteile verarbeitet werden. Es ist davon auszugehen, dass dieses technische Spezialproblem bei der Fassung des Art. 3 so nicht bedacht worden ist. Aus diesem Grunde ist eine praxistaugliche Lösung mit einem Entgelt von 1 Cent erforderlich, dergestalt dass Kleinbetragstransaktionen mit einem Entgelt von 1 Cent abgerechnet werden können und

ein entsprechendes Aufrunden kein Verstoß gegen die VO bedeutet, wenn der errechnete Entgeltbetrag kleiner als 1 Eurocent ist.

Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie uns in diesen wichtigen Anliegen unterstützen könnten.

Mit freundlichen Grüßen
für Die Deutsche Kreditwirtschaft
Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V.

i. V.



Dr. Olaf Langner

i. A.



Hans-Dieter Lahmann

ONE

Stellungnahme zu den Auswirkungen des „Entwurfes eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ auf die Transparenz im Rohstoffsektor

Viele Entwicklungsländer, gerade auch in Subsahara-Afrika, verfügen über große Vorkommen an natürlichen Rohstoffen. Damit haben sie beste Chancen, die Entwicklung ihrer Länder zu finanzieren. Das aus diesem Ressourcenreichtum entstehende Vermögen wird allerdings häufig von verantwortungslosen Regierungen für fragwürdige Zwecke missbraucht; der Lebensstandard der Bevölkerung wird damit nicht verbessert. Oft haben die Bürger wenig oder gar keine Informationen darüber, wie hoch die Einnahmen sind, die ihre Regierung aus den Rohstoffgeschäften erhält. Dieser Mangel an Transparenz bedingt oftmals schlechte Regierungsführung und Misswirtschaft, was wiederum Armut und gewaltsame Konflikte befördert. Die Europäische Union verlangt im Rahmen der Transparenzrichtlinie 2013/50/EU verbesserte Zahlungstransparenz für Unternehmen der Rohstoff- und der Holzwirtschaft, die an EU-Börsen notiert sind. Dies geschieht durch Verweis auf die Transparenzvorgaben, die für nicht-börsennotierte Unternehmen bereits in der Bilanzrichtlinie (2013/34/EU) eingeführt wurden. Somit schafft diese Änderung gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen unterschiedlichen Unternehmensformen.

Im Rahmen der Umsetzung in deutsches Recht nimmt ONE zu den folgenden Fragen Stellung:

- 1) Welchen Nutzen hat die Zahlungstransparenz für börsennotierte Unternehmen der Rohstoff- und der Holzwirtschaft?**
- 2) Welche rechtlichen und wettbewerblichen Fragen haben die EU-Institutionen geprüft, bevor die Richtlinie in der jetzigen Form angenommen wurde?**
- 3) Welche wesentlichen Regelungen der Richtlinie sind umzusetzen?**
- 4) Welchen Regelungsspielraum lässt die Richtlinie und wie sollte der deutsche Gesetzgeber diesen nutzen?**



1) Welchen Nutzen hat die Zahlungstransparenz für börsennotierte Unternehmen der Rohstoff- und der Holzwirtschaft?

Der afrikanische Kontinent verfügt über umfassende natürliche Ressourcen wie Holz, diverse Mineral- und Erzvorkommen und fruchtbare Böden. Die 5 wichtigsten Exportgüter Afrikas sind Gold, Eisenerze, Kohle, Kupfer und Kakaobohnen und es wird ein steigender Export von Öl und Gas prognostiziert. Die OPEC schätzt, dass etwa 10 Prozent ihrer Produktionszuwächse bis 2040 auf Westafrika stammen werden.¹ Die EU ist der größte Abnehmer von Ölexporten aus Subsahara-Afrika (insbesondere Nigeria).

Und insbesondere die Einnahmen durch den Export von Öl und Mineralien steigen stark. Betragen die Exporterlöse von Öl und Mineralien aus Afrika 2009 noch 246 Milliarden US-Dollar, stiegen sie in 2012 schon auf 438 Milliarden US-Dollar. Dies ist mehr als das Neunfache der jährlichen internationalen Entwicklungszusammenarbeit 2012 (45,3 Milliarden US-Dollar).

Die Rohstoffvorräte Afrikas rücken verstärkt in den Fokus von Investoren. Bei ihrer Suche nach Rohstoffen werden Förderunternehmen zunehmend bisher unentdeckte Vorkommen ausbeuten. In den Ländern mit einem Grundinteresse an Transparenz hat die freiwillige EITI gewisse Fortschritte gebracht und die Wirksamkeit von Zahlungstransparenz als Mittel gegen den Rohstoffluch gezeigt. Ergänzend zu EITI wird mit der Änderung der Transparenzrichtlinie die Zahlungstransparenz nun auch in anderen Ländern erhöht.

Länderbeispiele:

Das EITI Programm in **Nigeria** gilt als Erfolgsgeschichte. Das Land hat 2007 als eines der ersten Länder EITI in nationales Recht umgesetzt, was Nigerias EITI umfassende industrielle Audits im Öl und Gassektor durchzuführen ermöglichte.² Der Audit des Sektors von 1999 bis 2008 zeigte, dass Nigeria 9,8 Milliarden US-Dollar vorenthalten worden sind. Dadurch konnten zumindest 2,4 Milliarden US-Dollar rückwirkend eingefordert werden.³

Ghana, ein relativ junger Ölproduzent (2010) und EITI-Mitglied, gilt mit seinem *Petroleum Revenue Management Act* (2011) als Paradebeispiel⁴ für eine transparente Ölwirtschaft. Zivilgesellschaftliche Kontrolle wird durch das *Public Interest and Accountability Committee* (PIAC), mit Mitgliedern verschiedener zivilgesellschaftlicher Gruppierungen, möglich. Die Erträge werden nach dem norwegischen Modell in drei Fonds eingezahlt - einen „Stabilization Fund“ (um Preisschwankungen ausgleichen zu können), einen „Heritage Fund“ (um für die Wohlfahrt kommender Generationen vorzusorgen) und einen „Budget Fund“ (dessen Mittel dem jährlichen Staatshaushalt zur Verfügung stehen). Sowohl die makroökonomische Stabilität, als auch die Demokratie haben durch das gute politische Management bisher nicht durch die Ölexporte gelitten.⁵

¹ http://www.eia.gov/pressroom/presentations/howard_08012013.pdf

² <http://www.worldbank.org/en/results/2013/04/15/extractive-industries-transparency-initiative-results-profile>

³ <http://www.worldbank.org/en/news/feature/2013/12/19/from-transparency-to-accountability>

⁴ <http://www.africaneconomicoutlook.org/theme/structural-transformation-and-natural-resources/the-primary-sector-in-africa-past-and-present/>

⁵ Dovi, Efam (2013) 'Ghana's 'new path' for handling oil revenue - Seeking to avoid the ill effects of Africa's resource "curse"' in: Africa Renewal, January 2013, Accra (p. 12)



2) Welche rechtlichen und wettbewerblichen Fragen haben die EU-Institutionen geprüft, bevor die Richtlinie in der jetzigen Form angenommen wurde?

Verschiedene rechtliche und wettbewerbliche Fragen wurden im Vorfeld der Verabschiedung der Richtlinie ausführlich von der EU-Kommission, dem EU-Parlament und dem EU-Rat geprüft, bevor die Richtlinie verabschiedet wurde. Im Parlament bestand parteiübergreifender Konsens, dass wettbewerbsrechtliche Auswirkungen nicht bestehen oder minimal sind.

Im Einzelnen:

Bedenken, dass Unternehmen mit der Richtlinie zum Rechtsbruch gezwungen werden sind unbegründet.

Ein Argument gegen die Berichtspflichten war, dass in manchen Ländern die Veröffentlichung solcher Zahlungen illegal sei und Unternehmen daher durch die Richtlinie zu Rechtsbrüchen gezwungen seien. Es gibt keine Hinweise darauf, dass solche Regeln überhaupt existieren. Zwar wurden von Unternehmen immer wieder Kamerun, Katar, Angola und China als Beispiele angeführt. Petrobras beispielsweise erklärte jedoch in einem Brief an die SEC, dass in keinem der 29 Länder, in denen das Unternehmen tätig sei, solche Gesetze existierten. Zu diesen Ländern gehören die vier genannten.

Eine solche Bestimmung würde die Regulierungsabsicht untergraben, verbindliche Offenlegungspflichten für die extraktive Industrie einzuführen. Es würde ein Schlupfloch gerade für korrupte Staaten geschaffen, die Regelungen zu umgehen.

Die Richtlinie enthält damit aus gutem Grund keine solche Ausnahmeregelung.

Bei der Umsetzung der Richtlinie in Großbritannien wurde diskutiert, dass bei Verstoß gegen die Berichtspflichten Strafen dann nicht zu zahlen sind, wenn nationale Vorschriften in den Abbauländern diese verbieten. Hierdurch würde eine vom EU-Gesetzgeber verworfene Ausnahmeregelung durch die Hintertür wieder eingeführt. Dies würde die Regulierungsabsicht untergraben.

Die Regulierung stellt keinen Wettbewerbsnachteil dar.

Ein weiterer Einwand lautet, dass Unternehmen aus Ländern, für die solche Regeln nicht gelten, strukturell bevorzugt seien.

Hierzu ist festzuhalten, dass die großen Rohstoffunternehmen aus Schwellenländern auch an EU-Börsen notiert sind. Für sie gelten damit zukünftig die Offenlegungspflichten genauso wie für europäische Unternehmen. Diese würde beispielsweise auf die Unternehmen Gazprom, Rosneft, Lukoil (Russland), China Petroleum & Chemical-a (China) und Petroleo Brasileiro S.A.-adr (Brasilien) zutreffen.

Transparenz hat nur einen sehr begrenzten Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit von Firmen. Viel eher spielen Gründe wie höhere Lizenzzahlungen oder bessere Kreditkonditionen die



entscheidende Rolle bei Lizenz- und Schürfrechtsvergaben. Gerade Auftraggeber würden ihre eigene Verhandlungsposition schwächen, würden sie „transparente“ Unternehmen grundsätzlich von der Vertragsvergabe ausschließen – verblieben die weniger transparenten Unternehmen doch in einer deutlich gestärkten Verhandlungsposition.

Die Veröffentlichungspflichten umfassen keine vertraulichen Informationen, die von Wettbewerbern zum Nachteil europäischer Firmen genutzt werden könnten.⁶ Es können aus den berichtspflichtigen Angaben keine Informationen über Vertragsklauseln, erwartete Gewinne oder Reserven, Betriebskosten usw. herausgelesen werden. Zu dem Ergebnis, dass die verlangten Informationen kein Geschäftsgeheimnis darstellen, kommt auch ein von ONE in Auftrag gegebenes Rechtsgutachten: *„Angaben über Steuerzahlungen / Lizenzgebühren / Abgaben an staatliche Stellen sind als Betriebs- bzw. Geschäftsgeheimnis unter der Geltung des deutschen Grundgesetzes bei Einbettung in den rechtlichen Regelungskontext des § 325 HGB nicht in einer Weise geschützt, dass die Preisgabe derartiger Informationen verweigert werden kann.“*⁷

3) Welche wesentlichen Regelungen der Richtlinie sind umzusetzen?

Im Vergleich zu vielen anderen Richtlinien ist das Kapitel 10 der Bilanzrichtlinie – dort sind die Regelungen die die Transparenzrichtlinie nun übernimmt enthalten- sehr detailliert geregelt. Das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie übernimmt daher die engen Definitionen und Vorgaben der EU-Richtlinie. So wird im Hinblick auf die Berichterstattung geregelt, an welche Empfänger Zahlungen veröffentlicht werden müssen (als „staatliche Stelle“ gelten zum Beispiel auch staatliche Unternehmen), für welche Tätigkeiten Zahlungen offen gelegt werden (zum Beispiel auch für Exploration) und welche Zahlungsarten offen gelegt werden müssen (zum Beispiel auch Zahlungen zur Verbesserung der Infrastruktur).

Speziell hingewiesen sei auf **drei wesentlichen Regelungen**:

a) Es gibt keine Ausnahmen.

Es gibt keine Ausnahmeregelungen für Zahlungen an Regierungen, die diese Transparenz eventuell zukünftig durch nationale Gesetzgebung verbieten. Auch andere Ausnahmen (zum Beispiel keine Berichtspflicht für bestehende Verträge oder für Joint Ventures o.ä.) würden der Richtlinie, und damit bestehendem EU-Recht, zuwiderlaufen.

⁶ Zu beachten ist auch, dass die üblichen Vertraulichkeitsklauseln in Rohstoffverträgen standardmäßig dann nicht greifen, wenn rechtliche Offenlegungspflichten ihnen entgegenstehen.

⁷ Hüsken, Christian Bernd (2011): Rechtsgutachterliche Stellungnahme: „Sind Angaben über Steuerzahlungen / Lizenzgebühren / Abgaben an staatliche Stellen als Betriebs- bzw. Geschäftsgeheimnis bei Einbettung in den rechtlichen Regelungskontext des § 325 HGB grundgesetzlich in einer Weise geschützt, dass die Preisgabe derartiger Informationen verweigert werden kann?“. ONE.



b) Projektgenaue Offenlegung

Projekte werden definiert als „die Zusammenfassung operativer Tätigkeiten, die die Grundlage für Zahlungsverpflichtungen gegenüber einer staatlichen Stelle bilden und sich richten nach:

a) einem Vertrag, einer Lizenz, einem Mietvertrag, einer Konzession oder einer ähnlichen rechtlichen Vereinbarung oder

b) einer Gesamtheit von operativ und geografisch verbundenen Verträgen, Lizenzen, Mietverträgen oder Konzessionen oder damit verbundenen Vereinbarungen mit einer staatlichen Stelle, die im Wesentlichen ähnliche Bedingungen vorsehen“

Mehrere solcher Vereinbarungen - sofern sie "materiell miteinander verbunden" sind - können auch als einzelnes Projekt betrachtet werden. Diese Vereinbarungen "kann durch einen einzigen Vertrag, Joint Venture, Production Sharing Agreement oder andere übergeordnete rechtliche Vereinbarung geregelt werden."

c) Wesentlichkeitsschwellenwert

Jede Zahlung, die innerhalb eines Geschäftsjahres, ob als einmalige Zahlung oder als Reihe von verbundenen Zahlungen (z.B. Mieten) geleistet wird, muss berichtet werden, insofern sie 100 000 Euro oder mehr beträgt.

4) Welchen Regelungsspielraum lässt die Richtlinie und wie sollte der Gesetzgeber diesen nutzen?

Der Regelungsspielraum ist sehr beschränkt; insbesondere ein Bereich ist zu nennen:

Offenlegung: Nach § 341w HGB ist der Zahlungsbericht elektronisch beim Betreiber des Bundesanzeigers einzureichen. Für börsen-notierte Unternehmen regelt zusätzlich der § 37w des vorliegenden Gesetzentwurfes die Veröffentlichung auf einer von dem Rohstoffunternehmen zu benennenden Webseite. Die Zivilgesellschaft weltweit und insbesondere in den ressourcenreichen Ländern soll von der Offenlegung der Zahlungen profitieren. Dafür wäre es wichtig, dass Benutzer auf einer zentralen Webseite auf maschinenlesbare Daten zugreifen können. Schon daraus, dass die Zahlungsberichte sich je nach Geschäftsjahr auf unterschiedliche Zeiträume beziehen können, ergeben sich Schwierigkeiten bei der Datennutzung. Nach Ziff. 4 der G8 Open Data Charter von Lough Erne 20 sollen offene Daten gerade auch dazu dienen, das Bewusstsein der Bürger darüber zu schärfen, wie ihre Länder Einkommen aus der mineralgewinnenden Industrie verwenden. ONE fordert die Einführung eines offenen und auf einheitlichen Standards beruhenden Systems von maschinenlesbaren Daten. Dazu sollte der Zahlungsbericht in maschinenlesbarem Format beim Betreiber des Bundesanzeigers eingereicht werden, der eine Veröffentlichung unter <https://www.govdata.de> unter der Datenlizenz „Deutschland Namensnennung 2.0 (2)“ vornehmen sollte.

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

PER E-MAIL: finanzausschuss@bundestag.de

An den
Deutschen Bundestag
- Finanzausschuss –
z. Hd. Frau Vorsitzende Ingrid Arndt-Brauer
Platz der Republik 1
11011 Berlin

Betr.: Stellungnahme der SdK zum Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, Bundestagsdrucksache 18/5010, kurz „Delisting“

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,

wir dürfen nachfolgend unsere Stellungnahme zur geplanten Regelung zum Delisting abgeben.

I. Vorbemerkung

1. Zunächst danken wir ausdrücklich für die Möglichkeit, eine Stellungnahme abgeben und an der hierzu angesetzten Anhörung teilnehmen zu dürfen.
2. Wir begrüßen es ausdrücklich, daß sich der Gesetzgeber des Themas „Delisting“ annehmen, die vom Gesetzgeber identifizierte Regelungslücke schließen und sich damit seiner gesetzgeberischen Verantwortung stellen möchten.
Dabei sehen wir es schon als einen Fortschritt an, daß mittlerweile Konsens darüber herrscht, daß bezüglich der Behandlung des Delistings eine Regelungslücke vorliegt.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533
Steuernummer
143/221/40542
USt-ID-Nr.
DE174000297
Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

II. Zusammenfassende Würdigung des vorgelegten Regelungsvorschlages

Der vorliegende Regelungsentwurf stellt unserer Auffassung nach keine angemessene Regelung und Behandlung der Thematik dar, da die Interessen der vom Delisting betroffenen Aktionäre nur unzureichend berücksichtigt werden und die Rechtsstellung dieser Aktionäre im Vergleich zum Status Quo sogar noch verschlechtert.

1. Hierbei ist als grundlegender Konstruktionsfehler die Verknüpfung des Delistings mit einem Übernahmeangebot festzumachen.
Es fehlt unserer Auffassung nach jegliche sachliche/sachlogische Verknüpfung zwischen einem Übernahmeangebot und einem Delisting.
2. Ein Delisting anlässlich einer „Übernahme“ zwingt die wesentlichen institutionellen Investoren, namentlich Versorgungswerke, Rentenkassen, Versicherer und große Kapitalanlagegesellschaften dazu, unter Hinnahme von Kursabschlägen und damit unter Akzeptanz von Vermögenseinbußen von anvertrauten Geldern zu desinvestieren.
Solche Investoren dürfen regelmäßig nur in liquide Titel respektive Titel, die im regulierten Markt oder diesem Segment vergleichbaren/ entsprechenden Segmenten notiert sind, investiert sein.
Mit Wegfall dieser Qualifikation und aufgrund des fehlenden Exitszenarios nach Delisting werden diese faktisch gezwungen, den Angebotspreis des Übernehmers zu akzeptieren, uabhängig davon, ob dieser auch nur annähernd – gerade in schwachen Börsenumfeldzeiten – den vollen Verkehrswert repräsentiert.
3. Ebenso werden die klassischen Privataktionäre, namentlich auch der Belegschaftsaktionäre – einen Typus, den der Gesetzgeber zur Erhöhung des Anteiles privater Aktionäre an anderen Stellen unter „Artenschutz“ stellt, faktisch zur Annahme des Übernahmeangebotes gezwungen, weil aufgrund der schlechteren Liquidität der Aktie durch das Delisting die Desinvestition erheblich erschwert wird und mit Abschlägen verbunden ist. Darüber hinaus verfügen diese Privataktionäre regelmäßig nicht über alternative Handelsmöglichkeiten, über außerbörsliche Plattformen (OTC-Geschäfte).
4. Die Begründung zum Änderungsantrag/Delisting weist auf Seite 3 aus, daß allein die Ankündigung der Durchführung eines Delistings zu erheblichen Kursverlusten führen kann.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500

BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

5. Umso unverständlicher wirkt eine Verbindung zwischen Übernahmeangebot und Delisting. Das WpÜG sollte den Anleger bei und vor Übernahmen schützen. Bei einem solchen Verständnis hätte es nahegelegen, Delistings bei und im Zusammenhang mit Übernahmen eher zu untersagen und somit den Übernahmeschutz zu erhöhen. Stattdessen soll nunmehr das Delisting im Rahmen von Übernahmeangeboten ausdrücklich nicht mehr dem Schutz der Anleger widersprechen, selbst bei den Delistings, die zeitlich einem Übernahmeangebot nachfolgen und bei denen somit nicht einmal mehr der Angebotspreis zu bezahlen ist.

Diese Regelung wird dem Ziel des Anlegerschutzes nicht gerecht, sondern verringert das Niveau des Aktionärsschutzes nochmals, in dem durch die willkürliche Verknüpfung von Übernahmeangebot und Delisting das Entstehen und Ausbauen von Machtpositionen gefördert werden. Durch den faktischen Zwang in Ansehung des Delistings desinvestieren zu müssen, wird dem Übernehmern erst die Möglichkeit gegeben, sich die Mehrheiten zu verschaffen, die dieser ohne die Verknüpfung mit dem Delisting gar nicht hätte.

Damit mutiert das vom Gesetzgeber als „Schutzgesetz“ der Aktionäre der Zielgesellschaft gedachte WpÜG von einer Übernahmehürde zu einem Einfallstor.

Es bedient damit namentlich die Interessen der Finanzinvestoren und Hedgefonds, deren Anlagerichtlinien und sonstigen Regularien keinerlei Restriktionen aufweisen wie dies dagegen bei den großen institutionellen Investoren (Versorgungswerke, Rentenkassen, Versicherungen, große Kapitalanlagegesellschaften) der Fall ist.

6. Vergegenwärtigt man sich darüber hinaus, daß die zuvor beschriebenen Übernahmeakteure üblicherweise in Gesellschaften investieren, deren Aktien unterbewertet sind, wird auch deutlich, daß die Möglichkeit zum sog. Angebotspreis des Übernahmeangebotes durch Annahme zu desinvestieren, nicht die geeignete Bezugsgröße sein kann, um den Schutz der Anleger nach § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG nicht zu widersprechen, weil dieser Preis eben nicht den vollen Verkehrswert darstellt.
7. Dies führt in der Folge zu einer schweren Schädigung der deutschen Aktienkultur und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, da eine gesamt Asset-Klasse für weite Teile des „Investitionskapitals“ ungeeignet wird.
8. Darüber hinaus verschlechtert die vorgeschlagene Regelung die Stellung der betroffenen Aktionäre gegenüber dem Status Quo. In dem der Regelungsvorschlag mit dem einzuführenden Satz 3 in § 39 Abs. 2 BörsG fest schreibt, daß ein Widerruf der Zulassung bei gewissen Übernahmeangebo-

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

ten zulässig ist, wird damit auch zugleich ausgesagt, daß in diesen zulässigen „Widerruffsituationen“ der Schutz der Aktionäre nicht entgegensteht, ein Postulat, das in dem diesem neu einzufügenden Satz 3 vorausgehenden Satz 2 verankert ist.

Damit sind aber für die Aktionäre bessere, abweichende Regelungen in Börsenordnungen oder Satzungen versperrt ebenso wie die Möglichkeit der Gerichte, die Macrotron-Rechtsprechung wieder aufzunehmen, wenn das Delisting regelmäßig zu einem Kursverfall führt, der die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums betrifft. In diesem Falle hat das BVerfG in seiner Entscheidung ausdrücklich offengelassen, ob nicht doch der Schutzbereich von Art. 14 GG berührt sein könnte.

9. Die Festlegung, daß die Möglichkeit, zum Aktienkurs zu desinvestieren, für den Schutz der Aktionäre bei einem Delisting ausreichend ist, muß zudem als Einstieg in den Ausstieg einer Abfindung aufgrund einer Unternehmensbewertung, bei dem der Börsenkurs nur die Untergrenze darstellt, klassifiziert werden und als Einstieg in die ausschließliche Maßgeblichkeit des Börsenkurses für eine angemessene Barabfindung klassifiziert werden.

III. Einstufung des Delistings

Ogleich das Delisting wohl keine gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme im konventionellen Sinne ist, muß unserer Auffassung nach aufgrund der für die betroffenen Aktionäre durchaus vergleichbaren Konsequenzen eine gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen vergleichbare Behandlung auf der Rechtsfolgenseite erfolgen.

Dies folgt auch aus der Regelung in § 29 UmwG, die einen Fall des Delistings regelt.

1. Jenseits der formaljuristischen Diskussionen um die Eigentumsfähigkeit kann wohl nicht ernstlich bezweifelt werden, daß die Notierung im regulierten Markt, also die Börsennotierung im Sinne von § 3 Abs.2 AktG ein wesentliches Qualitätsmerkmal ist, daß die Kursbildung und die Liquidität einer Aktie entscheidend bestimmt, sprich verbessert.

Dies stuft der Gesetzgeber unserer Auffassung nach auch selbst so ein und knüpft an diese Börsennotierung vielfältige erhöhte Anforderungen namentlich im Bereich der Rechnungslegung, der Kapitalmarktkommunikation und dem Schutz bei/vor Übernahmen nach dem WpÜG.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:

COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Diese vielfältigen Sondervorschriften erhöhen unserer Auffassung nach die Liquidität einer Aktie und damit auch die Möglichkeit zur Desinvestition.

Mit diesem Qualitätsprofil sind die Aktien regelmäßig im Rahmen des Börsenganges auch platziert worden.

Im Rahmen einer Platzierung wird bewußt die Notierung im regulierten Markt genutzt, um möglichst breite Kreise potentieller Anleger zu erreichen.

In diesem Vertrauen auf diese Art der Verkehrsfähigkeit haben die betroffenen Aktionäre zumindest auch – sicherlich nicht ausschließlich – das Investment getätigt.

Wenn aber das Börsensegment so entscheidend für eine erfolgreiche Platzierung ist, will nicht einleuchten, daß die Frage des Delistings für die dann betroffenen Aktionäre eher nebensächlich sein soll.

Eine Aktie im Freiverkehr oder gar ohne Listing ist einfach eine andere Aktie als eine solche, die zum Handel im regulierten Markt zugelassen ist. Diese Wertung nimmt der Gesetzgeber in § 29 UmwG im Falle des „verschmelzungsrechtlichen Delistings“ selbst vor.

Die Vergleichbarkeit eines Delistings insbesondere mit einer Beherrschung nach §§ 291 ff. AktG in Bezug auf die Auswirkungen auf die Handelbarkeit ist damit unseres Erachtens durchaus gegeben.

2. Die richtige Verortung einer Regelung zum Delisting ist dann auch das Aktiengesetz.

Der Einwand, daß das Delisting keinen konventionelle/klassische gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme ist, vermag nicht zu überzeugen. Zum einen enthält das Aktienrecht nicht nur Regelungen zu Strukturmaßnahmen, sondern auch zu anderen Gegenständen.

Zum anderen hielt der Gesetzgeber aber die Börsennotierung für das Aktienrecht so wichtig, daß im Aktiengesetz die Börsennotierung in § 3 Abs.2 AktG legal definiert und an diese Definition vielfältige Sondervorschriften gerade zum Schutz von Aktionären regelte.

Das Argument, daß die Regelungen über ein „Listing“ sich nicht im AktG, sondern im BörsG finden, vermag nicht zu überzeugen und überspielt die unterschiedlichen Regelungs- und Entscheidungsebenen.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500

BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Die Regelungen über die Einbeziehung von Aktien in den regulierten Markt, hierbei namentlich § 33 BörsG legen nur fest, welche Anforderungen die Gesellschaft „börsenseits“ erfüllen muß, um das beantragte Listing zu erlangen.

Das BörsG trifft mangels Sachzusammenhang aber keine Aussage dazu, wie die Entscheidung, ob ein derartiger Antrag gestellt wird, gesellschaftsseits zustande kommt, und welche Verfahren hierbei eingehalten werden müssen.

Die Regelung also, unter welchen Voraussetzungen eine Antrag auf Delisting auch gesellschaftsrechtlich, nicht etwa börsenrechtlich zulässig ist, ist nicht im Börsenrecht, sondern im Gesellschaftsrecht zu verorten.

Die Vertreter der Auffassung, daß Listing und Delisting rein kapitalmarktrechtlich zu verorten seien, behaupten zumindest nach unserer Kenntnis nicht, daß sich die Rechtmäßigkeit der Beschlussentscheidung für einen Antrag auf Listing oder Delisting, insbesondere die Einhaltung von Verfahrensvorschriften zur Fassung eines derartigen Beschlusses nach dem BörsG beurteilt. Die Rechtmäßigkeit derartiger Akte würden wohl auch die Vertreter einer rein kapitalmarktorientierten Sichtweise dem AktG entnehmen wollen.

Somit läßt sich aus der Regelung von Listing und Delisting im BörsG gesellschaftsrechtlich, namentlich aktienrechtlich nicht ableiten, daß das Gesellschaftsrecht, namentlich das Aktienrecht nicht andere und weitere Anforderungen für die Zulässigkeit eines Delistings formulieren kann.

Mit der fokussierten Betonung des kapitalmarktrechtlichen Aspektes werden die unterschiedlichen Regelungsebenen von BörsG und AktG schlicht überspielt.

3. Die weitere Einstufung des Listings oder Delistings als Maßnahme der Geschäftsführung verstellt den Blick auf die Realitäten.

Eine Verwaltung, namentlich der Vorstand, wird im Vorfeld einer derartigen Maßnahme eine Abstimmung mit dem wesentlichen Aktionär/wesentlichen Aktionären herbeiführen, um die Mehrheitsverhältnisse auszuloten.

Wir halten es für nicht realitätskonform, zu unterstellen, daß der Vorstand vollkommen selbständig den Beschluss für eine derartige Maßnahme trifft.

Beredtes Beispiel für das Gegenteil, nämlich daß der oder die Mehrheitsaktionäre die Entscheidung hierüber treffen, ist die am 03.09.2015 veröffentlichte ad-hoc-Mitteilung der Kabel Holding Deutschland AG, wonach

SdK-Geschäftsführung

Hackenstr. 7b

80331 München

Tel.: (089) 20 20 846 0

Fax: (089) 20 20 846 10

E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender

Dipl.-Kfm.

Hansgeorg Martius

Publikationsorgane

AnlegerPlus

AnlegerPlus News

Internet

www.sdk.org

www.anlegerplus.de

Konto

Commerzbank

Wuppertal

Nr. 80 75 145

BLZ 330 403 10

IBAN:

DE38330403100807514500

BIC:

COBADEFFXXX

Vereinsregister

München

Nr. 202533

Steuernummer

143/221/40542

USt-ID-Nr.

DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.

DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

diese Gesellschaft auf Weisung des herrschenden Gesellschafters das Delisting beantragt hat.

Es wäre am Gesetzgeber, die gesetzlichen Regelungen an die Empirie anzupassen und das AktG dahingehend zu ändern, daß Listing und Delisting eines HV-Beschlusses bedürfen; diesbezüglich böte sich eine Aufnahme des Delistings in den Beschlusskatalog der Hauptversammlung von § 119 Abs.1 AktG an.

Aber selbst wenn man an der Auffassung festhielte, daß das Listing eine reine Verwaltungsmaßnahme ist, bedeutet dies nicht zwingend, daß das Delisting nach der sog. „actus-contrarius-Theorie“ auch eine ebensolche sein müßte, schon gar nicht wird damit eine Prädisposition darüber getroffen, ob eine derartige Maßnahme ein Abfindungsangebot zur Folge haben muß.

Mit dem Listing wird nach unserer Auffassung die Rechtsstellung der Aktionäre gerade in Bezug auf Informationsvielfalt, -dichte und Liquidität der Aktie und damit der Möglichkeit, den wahren Wert durch Desinvestition zu heben, deutlich verbessert.

Wer im Vertrauen hierauf Aktien platziert oder den Handel im regulierten Markt zuläßt, kann diese Vertrauensposition nicht ohne weiteres wieder entziehen.

Dies schließt es nicht aus, ein Delisting zu beantragen, sondern führt dazu, daß das Delisting aufgrund des seitens der Verwaltung selbst generierten und in Anspruch genommenen Vertrauens anderen Regelungen folgt als das Listing, und somit insbesondere eines HV-Beschlusses und eines gerichtlich nachprüfbaren Abfindungsangebotes bedarf.

4. **Ergebnis:** Aufgrund der multilateralen Aspekte, insbesondere Folgen eines Delistings ist eine Qualifizierung des Delistings als gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen zumindest ver gleichbare Maßnahme sachgerecht und dringend geboten.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500

BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

IV. Stellungnahme zum Änderungsantrag

Wie bereits unter II. dieser Stellungnahme ausgeführt, wird der nunmehr vorgelegte Regelungsvorschlag als ausschließlich an den Interessen von Übernehmern ausgerichtet unsererseits abgelehnt.

1. Allein schon die Verknüpfung von Übernahme und Delisting läßt eine Sachlogik nicht erkennen.

Während die Übernahme eine Maßnahme ist, die ausschließlich den Gesellschafterkreis, nicht aber die Gesellschaft als solche betrifft, soll doch das Delisting eine reine Gesellschaftsmaßnahme sein.

Warum nun also nunmehr gerade ein Übernahmeangebot dazu führen soll, daß ein Delisting dem Schutz der Anleger nicht widerspricht, erschließt sich nicht.

Dies umso weniger, wenn man berücksichtigt, daß derartige Übernahmeangebote gar nicht den Erwerb der Mehrheit der Stimmrechte erfordern. Nach § 29 WpÜG setzt die Übernahme einen sog. Kontrollerwerb voraus, der bereits dann vorliegt, wenn der Übernehmer über 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügt.

Das Übernahmerecht (WpÜG) bezweckt nicht den Schutz des Übernehmers, sondern der Aktionäre der Zielgesellschaft, in dem diese frei entscheiden können sollen, ob der Angebotspreis dem Verkehrswert entspricht.

Genau diese Entscheidungsfreiheit wird nunmehr durch die mögliche Koppelung mit einem Delisting faktisch aufgehoben.

Aufgrund der allein mit einem Delisting einhergehenden schlechteren Liquidität und Kursverlusten werden die bereits benannten großen institutionellen Anleger (Versorgungswerke, Rentenkassen, Versicherer, große Kapitalanlagegesellschaften) sowie die Privatanleger, zu denen auch Belegschaftsaktionäre gehören, die Aktien andienen, um eine noch größere Vermögenseinbuße nach einem erfolgten Delisting zu vermeiden.

Es ist zu erwarten, daß dieser Kursverfall nunmehr sogar zeitlich vorgezogen bereits mit Vorlage des Übernahmeangebotes aufgrund der Befürchtung eines parallel oder nachfolgenden Delistings eintreten wird.

Damit wird die Koppelung von Delisting und Übernahmen nur den Übernehmern nützen und gerade durch das Delisting dafür sorgen, daß der Übernehmer aufgrund der Möglichkeit des Delistings die Aktienanzahl/

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

UST-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Mehrheiten aus Angst vor einem Delisting erhält, die der Übernehmer ohne daß Instrument „Delisting“ nicht erhalten hätte.

So wird ein „Schutzgesetz“ vor Übernahmen geradezu degeneriert zum einem Einfallstor für Übernahmen.

In der Folge wird einer Minderheit –im Falle, daß der Übernehmer zuvor noch gar nicht investiert ist, sogar einem Außenstehenden – die Möglichkeit zur Dominierung und Disziplinierung der Mehrheit eingeräumt. Dies ist nicht nur schlicht unsachgerecht, sondern ist auch einer Rechtfertigung nicht zugänglich.

2. Darüber hinaus ist aber auch der im Rahmen eines Übernahmeangebotes zugrundezuliegende Börsenkurs kein angemessener Ausgleich, der die Interessen und damit dem Schutz des Anlegers entspricht.

Macht man sich einmal die wirtschaftliche Ausgangssituation klar, werden Übernahmen regelmäßig in sog. unterbewertete Aktien, also Aktien, deren Kurs gerade nicht den Unternehmenswert widerspiegeln, erfolgen.

Diese unzureichende Abbildung des Verkehrswertes im Börsenkurs wird noch dadurch verschärft, daß nicht etwa auf den Börsenkurs bei Veröffentlichung des Angebotes oder der Absicht, ein Angebot zu unterbreiten, abzustellen ist, sondern nach § 5 Abs.1 WpÜG-AngebotsVO auf einen drei-Monats-Zeitraum davor.

Dies führt gerade in Zeiten eines schwachen Börsenumfeldes dazu, daß ein Übernehmer genau dieses Szenario unter Zuhilfenahme des Delistings ausnutzen kann, ohne daß die großen institutionellen Investoren und Privatanleger wegen des Deilistings die Gelegenheit haben, die Erholung des Aktienkurses abzuwarten und dann den vollen Wert durch eine Desinvestition zu realisieren.

Damit wird die rechtliche Funktion des Börsenkurses als Wertuntergrenze schlicht ausgehebelt.

Aufgrund der eklatanten Verschlechterung des institutionellen Umfeldes bei einem Delisting sind die vorstehend beschriebenen Aktionäre der Zielgesellschaft faktisch nicht in der Lage, ein Übernahmeangebot, selbst bei fundamentaler Unterbewertung auszuschlagen, da diesen teilweise aufgrund regulatorischer Restriktionen teilweise aufgrund fehlenden Zuganges zu alternativen Handelssystemen – namentlich OTC – die zukünftige Exit-Strategie fehlt.

Derartigen Restriktionen ist der Übernehmer gerade nicht unterworfen.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Ein Abwarten auf die dann nächst folgende formale Strukturmaßnahme löst dieses Problem nicht, da für diese Strukturmaßnahmen gerade der Börsenkurs als Mindestwert/Untergrenze als Ausdruck freier Desinvestitionsentscheidung nicht mehr gilt.

Daß dieser Mechanismus dem Schutz der Anleger nicht widersprechen soll, ist noch nicht einmal im Ansatz ersichtlich.

Noch sehr viel unverständlicher ist die Feststellung/Behauptung in der Begründung zum Änderungsantrag (Seite 4), daß aufgrund des Übernahmeangebotes jeder Anleger die Möglichkeit habe, sich zu einem angemessenen Preis(!) von seinem Investment zu trennen.

Vorstehender Gesichtspunkt scheint von einem fehlerhaften Verständnis der Begrifflichkeit der Angemessenheit im WpÜG auszugehen. Diese Angemessenheit setzt voraus, daß der Aktionär frei von weiteren Repressalien und Restriktionen entscheiden kann und entscheidet, ob das Angebot des Übernehmers angenommen wird oder aber ob der Aktionär in der Gesellschaft verbleibt.

Genau diese Freiheit der Entscheidung hat der Aktionär bei einer Kopplung von Übernahme und Delisting aufgrund der mit dem Delisting einhergehenden, bereits beschriebenen Nachteilen, die faktisch zur Annahme des Übernahmeangebotes zwingen, nicht mehr.

Genau diesen faktischen Zwang räumt der Änderungsantrag in seiner Begründung auf Seite 4 selbst ein, wenn ausgeführt wird, daß Anleger, die das Übernahmeangebot nicht annähmen, hinsichtlich eines späteren Kursverlustes nicht schutzbedürftig seien.

Diese „Koppelungssituation“ ist somit mit der Entscheidungssituation eines isolierten Übernahmeangebotes nicht vergleichbar, sondern eher mit der Entscheidungslage bei einem squeeze-out.

- Die Argumentation zur mangelnden Schutzbedürftigkeit ist aus unserer Sicht rein konstruktivistisch, ohne daß die Konstrukteure die wirklichen Prämissen und Wertungen benennen.

Warum sollen denn Aktionäre, die einen Angebotspreis in Form des Börsenkurses, der nicht dem Verkehrswert entspricht, unterworfen werden, nicht schutzwürdig sein?

Denn Übernahme und Delisting stehen in keinem inneren Zusammenhang. Die Vermögenseinbuße aufgrund eines Kursverfalles findet ihre Ursache nicht in der geplanten Übernahme, sondern im Delisting.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10

IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:

COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Eine mangelnde Schutzbedürftigkeit vermag nur der zu erkennen, der Subventionen an die „Übernahmeindustrie“ verteilen möchte.

Die Disfunktionalität dieser Argumentation wird deutlich, wenn man berücksichtigt, daß die Aktionäre nicht schutzbedürftig sind, die Aktien erst nach einem Übernahmeangebot gekauft haben.

Es bleibt offen, warum dem einfachen Aktionär die Möglichkeit, den wahren Verkehrswert zu heben, versperrt werden, dem Übernehmer aber ermöglicht werden soll.

Hieran wird offensichtlich, daß Übernahme und Delisting nichts miteinander zu tun haben, sondern diese willkürliche Verknüpfung nur dazu dient, die Interessen der „Übernahmelobby“ zu bedienen.

Gänzlich unverständlich wird der „Ansatz von der mangelnden Schutzbedürftigkeit“, wenn zum Zeitpunkt des Übernahmeangebotes der Übernehmer selbst nicht die Absicht eines Delistings gehabt haben sollte oder sich schlicht darüber noch keine Gedanken gemacht haben sollte.

Dann verlangt die Begründung des Änderungsantrages respektive setzt voraus, daß das Übernahmeangebot nur auf generell bestehende Gefahr eines Delistings hin in geradezu vorauseilemdem Gehorsam, das Angebot von den Aktionären der Zielgesellschaft selbst dann angenommen wird, auch wenn dieses nicht dem Verkehrswert entspricht.

4. Bleibt man einmal in der gedanklichen Logik des Änderungsantrages hat die Koppelung von Übernahmeangebot und Delisting zur Folge, daß über das Instrument „Delisting“ der Vorstand einem Übernahmeangebot auch gegen den Willen der Mehrheit oder aller Aktionäre zum Erfolg verhelfen kann. Dies widerspricht den Regelungen und den Grundgedanken des WpÜG.
5. **Zwischenergebnis:** Eine Koppelung von Übernahmeangebot und Delisting mit der Argumentation, daß ein derartiges Delisting dem Schutz der Anleger nicht widerspricht respektive die Aktionäre nicht schutzwürdig sind, ist als schlicht unangemessene Benachteiligung abzulehnen.
6. Die geplante Regelung nach § 39 Abs. 2 **Satz 3 Nr.1** Entwurf Börsengesetz ist schon allein deswegen nicht sachgerecht, da ein Erfolg dieses Übernahmeangebotes keine Voraussetzung ist. Selbst wenn keiner das Angebot annehmen sollte, soll dann allein dieses Angebot ausreichend sein, damit ein Delisting nicht dem Schutz der Anleger widerspricht.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500

BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Ein potentieller, irgendwie gearteter Mehrheitsgedanke wurde bei diesem Tatbestand vollkommen aufgegeben, wenn dieser jemals ein Motiv/eine Überlegung gewesen sein sollte.

Dem mißbräuchlichen Zusammenwirken von Unternehmer und Vorstand, auf die Zusammensetzung des Aktionariats durch mißbräuchliche Beantragung des Delistings, dem dann nach der geplanten Regelung, Interessen der Aktionäre nicht (mehr) entgegenstehen sollen, wird damit Vorschub geleistet.

Im übrigen darf auf die vorstehenden Ausführungen Bezug genommen werden.

7. Noch weitgehender ist die geplante Regelung in § 39 Abs.2 **Satz 3 Nr.2** Entwurf Börsengesetz, die kein paralleles Angebot mehr voraussetzt, sondern nur einen zeitlichen Zusammenhang mit einem vorhergehenden Übernahmeangebot. Damit wird die Möglichkeit eröffnet, ein Delisting vorzunehmen, ohne einen angemessenen Preis zu bieten. Besonders gravierend wird dieser Rechtseingriff, wenn es im Rahmen des Übernahmeangebotes noch keine entsprechende Absicht auf ein Delisting gab, und die Aktien nicht angedient wurden. Es dürfte auf der Hand liegen, daß bei Umsetzung der geplanten Regelung, das Verfahren nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr.2 Entwurf Börsengesetz zum Regelverfahren werden dürfte.

Dies zeigt, daß die gesamte Regelung darauf angelegt ist, den Aktionären nicht mehr die freie Entscheidung über die Annahme des Übernahmeangebotes zu belassen, sondern diese zur Annahme aus Angst vor weitergehenden Nachteilen aufgrund eines Delistings zu zwingen.

Ergänzend wird die vorstehenden Ausführungen Bezug genommen.

8. Nach unserer Einschätzung zeitigt die Umsetzung der geplanten Regelung schwerwiegende nachteilige Folgen:
- Beherrschungssituationen werden privilegiert und attraktiv gemacht auf Kosten der Aktionäre der Zielgesellschaft durch das Instrument des Delistings.
 - Institutionelle Investoren werden faktisch gezwungen, unter Wert zu desinvestieren und somit ihre Kunden und Anleger sehenden Auges zu schädigen, da diese Investoren größtenteils nur in liquide Titel respekti-

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500

BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

ve in Titel im regulierten Markt investieren dürfen und nach einem Delisting ein Exit nicht gewährleistet ist. Dies wird in der weiteren Folge dazu führen, daß sich institutionelle Investoren nicht nur bei IPOs, sondern generell bei Investitionen in deutsche Aktien zurückhalten werden. Das stellt auch Start-up-Finanzierungen und Finanzierungen neuer Technologien über die Börse in Frage.

- Ebenso unattraktiv dürften damit Investments in Aktien für Privatanleger werden. Während es hier weniger regulatorische Erwägungen sind, kann auch der Privatanleger den wahren Wert (=Verkehrswert) nicht mehr oder nur deutlich erschwert heben. Da allein die Ankündigung eines Delistings bereits zu deutlichen Kursabschlägen führt, ohne daß sich der Ertragswert der Gesellschaft verändert hat, hat der Privatinvestor bereits aufgrund des nur angekündigten Delistings Vermögenseinbußen ohne jegliche Begründung oder Erforderlichkeit hinzunehmen.
- Die einzige Erforderlichkeit ist darin zu sehen, daß es Lobbyistenkreise gibt, die es Übernehmern als ihrer Klientel nicht nur so leicht wie möglich, sondern auch so billig wie möglich machen wollen. Besonders pikant an der geplanten Regelung ist, daß man den Angriff auf das Aktionariat der Zielgesellschaft ausgerechnet über das WpÜG als Schutz für das Aktionariat der Zielgesellschaft einsetzt, um nicht zu sagen mißbraucht.
- Dies dürfte in der weiteren Folge dazu führen, daß eine gesamte Assetklasse – die Aktienanlage als Investitionsmöglichkeit auf Dauer verspermt ist und dann im Nachgang zu beklagen, daß die „Deutschen“ aktienavers seien.
- Darüber hinaus dürfte die geplante Regelung zu einer schweren Schädigung und Beeinträchtigung des Kapitalmarktes führen. Gerade für erfolgreiche IPOs ist das Engagement von Privatanlegern direkt oder gemittelt über „Anlagegesellschaften“ von zentraler Bedeutung. Aber genau dies Gruppen dürften aufgrund der nunmehr beabsichtigten Regelung infolge der Beliebigkeit und Willkürlichkeit, mit der unter anderem Handelsmöglichkeiten und damit auch Investitionswerte entzogen werden, zumindest zurückhaltend agieren.

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500

BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

- Die geplante Regelung führt zu einer Verschlechterung des gegenwärtigen Status Quo, da durch die gesetzliche Fiktion, daß derartige Delistings nicht dem Schutz der Anleger widersprechen, die Möglichkeit für weitergehenden Regelungen in Börsenordnungen oder Satzungen versperrt ist.
- Wie dies alles mit der immer wieder kommunizierten Förderung des privaten Aktienbesitzes und der Erhöhung der Attraktivität des Aktieninvestments gerade für den Privatanleger vereinbar sein soll, erschließt sich nicht nur auf den ersten Blick nicht.
- Wer die Aktie attraktiv machen will, sollte eine ernst gemeintes Bekenntnis zum effektiven Eigentumsschutz ablegen, und nicht auf Hinterwegen versuchen, dieses Aktieneigentum zu entwerten.
Ein erster Schritt dahin ist es, daß Delisting neben dem Hauptversammlungsbeschluss mit einem gerichtlich nachprüfbareren Abfindungsangebot „auszustatten“ (vgl. Ziffer V.)

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500

BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ0000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

V. Alternativer, eigener Ansatz

Auch wenn die SdK einem Delisting ohne sachlich zwingenden Grund kritisch ablehnend gegenübersteht, müssen aus Sicht der SdK für einen effektiven Aktionärsschutz zumindest folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sein:

1. Beschluss der Hauptversammlung, um willkürliche, beliebige Delisting-Anträge nach Möglichkeit auszuschließen.
2. Angemessenes Abfindungsangebot zum vollen Verkehrswert, bei dem der Börsenkurs nur die Untergrenze bilden kann.
3. Gerichtliche Nachprüfbarkeit des Abfindungsangebotes. Nur eine derartige gerichtliche Nachprüfbarkeit vermag die Abfindung zum vollen Verkehrswert institutionell abzusichern.
4. Zur Umsetzung eines solchen Regelungskomplexes könnte entweder die Regelung nach § 29 UmwG übernommen respektive für entsprechend anwendbar erklärt werden oder aber die Grundsätze der Macrotron-Entscheidung des BGH in das AktG übernommen werden.

Mit freundlichen Grüßen


Markus Kienle
Mitglied des Vorstands
- Rechtsanwalt -

SdK-Geschäftsführung
Hackenstr. 7b
80331 München
Tel.: (089) 20 20 846 0
Fax: (089) 20 20 846 10
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender
Dipl.-Kfm.
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane
AnlegerPlus
AnlegerPlus News

Internet
www.sdk.org
www.anlegerplus.de

Konto
Commerzbank
Wuppertal
Nr. 80 75 145
BLZ 330 403 10
IBAN:
DE38330403100807514500
BIC:
COBADEFFXXX
Vereinsregister
München
Nr. 202533

Steuernummer
143/221/40542

USt-ID-Nr.
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.
DE83ZZZ00000026217

Per E-Mail: finanzausschuss@bundestag.de
Geschäftszeichen: PA 7 - 18/5010

3. September 2015

**Stellungnahme in Thesenform
für die Öffentliche Anhörung im Deutscher Bundestag-Finanzausschuss
am 7. September 2015**

**zum (Regierungs-)Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 26. Mai 2015 (BT-Drucks. 18/5010)
nebst Änderungsanträgen**

A. Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie („TRL 2013“)

- I. Grundsatz der unionsrechtlichen Vollharmonisierung und begrenzter nationaler Gesetzgebungsspielraum; Ziel der Strukturkonsistenz
 1. Die TRL 2013 verfolgt eine weitgehende (allerdings nicht vollständige) Vollharmonisierung der materiellen Regelungen der Beteiligungstransparenz (*Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 547 f.).
 2. Im Sanktionsbereich regelt die TRL 2013 hingegen eine bloße Mindestharmonisierung, so daß die Mitgliedstaaten zusätzliche Sanktionen (oder alternative Sanktionsumsetzungsmaßnahmen beim Stimmrechtsverlust) und Maßnahmen vorsehen können (*Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 551). Das Sanktionsrecht der TRL 2013 fügt sich in ein nun ausdifferenziertes, in wesentlichen Elementen inhaltsgleiches unionsrechtliches Kapitalmarktsanktionsrecht ein, das seine Ausprägung auch in der Marktmissbrauchsverordnung 2014 („MMVO 2014“) und in den Finanzmarktregulierungsakten der MiFID II 2014 und MiFIR 2014 gefunden hat.
 3. Der RegE (wie bereits der RefE) beschränkt sich im Grundsatz darauf, die Vorgaben der TRL 2013 umzusetzen, ohne die den Mitgliedstaaten eingeräumten

Regelungsbefugnisse in ausreichendem Maße auszunutzen (dazu Ziffern II. und III.); Nachbesserungen am RegE sind daher wünschenswert.

4. Die nationale Umsetzung der TRL 2013 hat im Hinblick auf das Sanktionsrecht allerdings zutreffender Weise im Blick, dass die hier gefundenen Lösungen (z.B. umsatzbezogene Geldbußenbemessung) gleichlaufend zur MMVO 2014 und den Umsetzungsregelungen zur MiFID II sein sollten (selbst wenn das an sich nicht zwingend unionsrechtlich vorgegeben ist). Damit wird ein strukturkonsistentes Kapitalmarktsanktionsrecht erreicht.
5. Der RegE setzt – wie bereits der RefE – auf eine abschreckende Vorwirkung der Rechtseinholung durch legislatorische Rechtsunsicherheit, z.B. durch (i) das Absehen einer Anordnungsbefugnis zugunsten der BaFin bzw. von Gerichten für den Stimmrechtsverlust (hierzu III.2.1), (ii) das Absehen einer Konturierung des Merkmals der „vergleichbaren wirtschaftlichen Wirkung“ im Sinne von § 25 WpHG-RegE (hierzu II.5) oder (iii) durch den Pauschalverweis beim Rechtsverlust auf alle Tatbestände des § 22 WpHG (hierzu III.2.5). Dieser Regulierungsansatz ist abzulehnen: Der Gesetzgeber sollte schon mit Blick auf die drakonischen Sanktionsandrohungen weiter rechtssichere und konturenscharfe Regelungen vorsehen.

II. Materielle Meldepflichten

1. Veränderung der Meldesäulenarchitektur

- 1.1 Die TRL 2013 unterscheidet nur zwei – anders als das bisherige deutsche Recht mit drei – Meldesäulen, und zwar einerseits eigene und zuzurechnende Stimmrechte (Art. 9 und 10), andererseits Instrumente, wobei allerdings bei letzterer Kategorie eine Aufschlüsselung zwischen Instrumenten mit einem Recht auf Aktienlieferung und solche mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung verlangt ist. Die Zusammenfassung der bisher getrennten Meldesäulen des § 25 und § 25a WpHG in einem neuen § 25 WpHG-RegE wird – ohne materielle Einschränkungen an der Beteiligungstransparenz - die Häufigkeit bloßer Formalfehlerverstöße mindern, für die Meldepraxis Erleichterungen zur Folge haben und ist daher unterstützenswert.
- 1.2 Die durch den RegE vorgesehene Streichung von § 25 Abs. 2a WpHG, derzufolge bei Derivaten (z.B. Call-Optionen) nicht gemeldet werden muss, wenn sich die Anzahl der Stimmrechte bereits aus der übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflicht nach § 23 WpÜG ergibt. Diese Streichung ist weder unionsrechtlich durch die TRL 2013 vorgegeben noch sinnhaft, sondern diese Streichung kann zu kapitalmarktirritierenden Doppelmeldungen im Vorfeld und Verlauf eines Übernahmeangebots führen. Es sollte weiter ein Vorrang des Übernahmerechts vor dem Transparenzrecht gelten.

2. Intervallverdichtung in den Stimmrechtsbereichen zwischen 30% und 75%

Die TRL 2013 gestattet ausdrücklich die Einführung niedriger und weiterer Mitteilungsschwellen neben den in der TRL 2013 erwähnten Schwellenwerte. Es ist

rechtspolitisch zur weiteren Steigerung der Kapitalmarkteffizienz und Informationstransparenz zu empfehlen, eine Intervallverdichtung

- (i) zwischen 30% und 50% zum Schutz von Minderheitsaktionären und zur Information des möglichen weiteren Beteiligungsaufbaus nach sog. Creeping-in-Fällen bzw. Low-Balling-Übernahmeangeboten (hierfür *Baums*, ZIP 2010, 2374, 2387 ff.; *Veil*, ZHR 177 (2013), 427, 438 f.; *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 548); sowie
- (ii) zwischen 50% und 75% zum Schutz von Minderheitsaktionären und zur Information über mögliche Strukturmaßnahmen des Kontrollinhabers sowie über möglichen Fungibilitätseinschränkungen (einschließlich des Verlustes bestimmter Börsenindexbeziehungen) (hierfür *Veil*, ZHR 177 (2013), 427, 438; *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 548)

zu regeln.

3. Fortbestand strengerer deutscher Zurechnungstatbestände (§ 22 WpHG-RegE)

Der Ausnahmetatbestand des Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 (iii) TRL 2013 erlaubt strengere nationale Stimmrechtszurechnungstatbestände (so bereits *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 549). Die im Wesentlichen inhaltliche Nicht-Änderung von § 22 WpHG (insbesondere der sog- Acting-in-Concert-Zurechnungsbestimmung des § 22 Abs. 2 WpHG) wird unterstützt (so bereits *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 548 f.).

4. Abgabe von Konzernmitteilungen (§ 24 WpHG-RegE)

Die Neuregelung des § 24 WpHG-RegE, derzufolge die Meldepflicht in einem Konzern alleine durch die Abgabe einer einzigen Meldung des Mutterunternehmens erfüllt wird, ist unterstützenswert. Ein Verlust der Informationstransparenz ist nicht zu erwarten (siehe § 17 Wertpapierhandelsanzeige- und InsiderverzeichnisVO), aber das Meldeaufkommen („noise“) wird eingeschränkt.

5. Begrenzende Konkretisierung meldepflichtiger Instrumente (§ 25 Abs. 1 WpHG-RegE)

§ 25 Abs. 1 WpHG-RegE beschränkt sich auf die Widergabe von Art. 13 Abs. 1 TRL 2013 und vermeidet eine Konkretisierung des Tatbestandes der Instrumente „mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung“ (Satz 1 Nr. 2). Es gibt bereits heute in Literatur und Unternehmenspraxis im Hinblick auf die Auslegung von Art. 13 Abs. 1 TRL 2013 betreffend bestimmte (Finanz-)Instrumente (z.B. Vorkaufs-, Vorserwerb- und Mitveräußerungsrechte auf der Grundlage von Gesellschaftervereinbarungen; Pfandrechte) Streit (für eine enge Auslegung *Heinrich/Krämer*, CFL 2013, 225, 227; krit. zur Auslegungsmethodik *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 550 f.) und damit Rechtsunsicherheit bei Kapitalmarktteilnehmern über die Reichweite dieser Vorschrift. Wenngleich nicht verkannt wird, dass der nationale Gesetzgeber keine verbindliche unionsrechtliche Auslegung von Art. 13 Abs. 1 TRL 2013 vornehmen kann und eine weitere Konkretisierung der veröffentlichungspflichtigen (Finanz-)Instrumente

in erster Linie von der ESMA zu leisten sein wird, sollte der Gesetzgeber in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG weitere, offenkundig unionsrechtsgemäße Konkretisierungen mit ausdrücklicher Herausnahme von Vorkaufs-, Vorerwerb- und Mitveräußerungsrechte auf der Grundlage von Gesellschaftervereinbarungen (hierfür bereits mit Begründung *Seibt*, CFL 2010, 502, 505 [zu § 25a WpHG-RegE]; ebenso *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681, 686) vornehmen, hilfsweise gleichsinnige Erläuterungen in den Gesetzesmaterialien. Der Hinweis in der Gesetzesbegründung (S. 46), dass sich „im Allgemeinen“ (im RefE, S. 50: „im Kern“) keine inhaltlichen Änderungen gegenüber dem bisherigen Rechtszustand zu § 25a WpHG ergeben ist nicht hinreichend konkret (was heißt das genau?) und in Bezug auf Vorkaufs-, Vorerwerb- und Mitveräußerungsrechte auf der Grundlage von Gesellschaftervereinbarungen auch unzutreffend.

III. Sanktionsregime

1. Bußgeld (§ 39 Abs. 4 und Abs. 5 WpHG-RegE)

1.1 Die TRL 2013 sieht eine (Mindest-)Höchstbuße bei juristischen Personen von bis zu EUR 10 Mio. oder bis zu 5% des jährlichen Umsatzes vor; im Konzern ist auf den Gesamtumsatz abzustellen, der im konsolidierten Abschluss der Muttergesellschaft an der Gruppenspitze ausgewiesen ist. Die Regelungen in § 39 Abs. 4 Satz 1 Nr. 2 und Sätze 3 und 4 WpHG-RegE setzen diese Vorgabe mit Blick auf die Schaffung eines strukturkonsistenten Kapitalmarktsanktionsrechts (siehe insbesondere MMVO 2014) im Grundsatz zutreffend um (entgegen *Heinrich/Krämer*, Börsen-Zeitung vom 7.3.2015, S. 9). Allerdings ist die Umsatzbezugnahme – trotz der gegenüber dem RegE vorgenommenen Änderungen und Präzisierungen – weiter klar zu stellen bzw. unzutreffend: (1) Bei § 39 Abs. 5 WpHG-RegE (Definition des Gesamtumsatzes) wird auf den „Jahres- oder Konzernabschluss“ verwiesen; es ist klarzustellen (insbesondere nach der fehlerhaften Bezugnahme auf die „Aufstellung“ im RefE), dass damit der festgestellte Jahresabschluss bzw. gebilligte Konzernabschluss gemeint ist. Hierfür reicht auch eine Aussage in den Gesetzesmaterialien aus. (2) Es kann nicht auf den Umsatz „im der Behördenentscheidung vorangegangenen Geschäftsjahr“ ankommen, sondern es ist auf dasjenige Jahr abzustellen, in dem die Gesetzesverletzung stattgefunden hat.

1.2 Für die Praxis wird eine sehr zügige Neubearbeitung der BaFin-Bußgeldleitlinien von herausragender Bedeutung sein, um eine rechtssichere, systemgerechte (auch unter Berücksichtigung der zukünftig unmittelbar geltenden MarktmissbrauchsVO) und einem dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz angemessene Bebußung signalisieren zu können.

2. Stimmrechtsaussetzung /-verbot (§ 28 WpHG-RegE)

2.1 Die TRL 2013 schreibt den Stimmrechtsverlust als Sanktion für die Verletzung von Mitteilungspflichten fest, überlässt aber den Mitgliedsstaaten, die konkrete Ausgestaltung zu regeln (*Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 553 f.). Es sollte nicht bei der bisherigen Rechtslage des Stimmrechtsverlustes qua Gesetzes bleiben, sondern es sollte eine ausschließliche Anordnungsbefugnis der BaFin geregelt werden (hierzu ausführlich *Seibt*, ZIP 2012, 797, 802 m.w.Nw.; siehe auch

Seibt/Wollenschläger, Börsen-Zeitung vom 13.7.2013, S. 13). So wird beispielsweise im Vereinigten Königreich zur Umsetzung der TRL 2013 geregelt werden, dass Stimmrechte nur von Gerichten auf Antrag der FSA im Falle schwerwiegendster Verstöße ausgesetzt werden können (Amendment zu Part 6 FSMA). Ähnlich werden die Niederlande vorsehen, dass ein Rechtsverlust nur von Gerichten von Anträgen auf Basis des Emittenten und deren Anteilseignern angeordnet werden kann (Art. 5:52 Financial Supervision Act). Für das Regelungskonzept einer Anordnungsbefugnis zu Gunsten der BaFin sprechen die folgenden Erwägungen:

- Dieses Regelungskonzept schafft die bestmögliche Rechtssicherheit und Transparenz für (i) die Emittenten (insbesondere für den Versammlungsleiter bei einer Hauptversammlung), (ii) die von der Meldepflicht möglicherweise betroffenen Anleger (insbesondere bei gleichzeitiger Schaffung eines Vorabstimmungs- und Rechtsklärungsverfahrens bei der BaFin) und (iii) die Anleger in ihrer Gesamtheit.
- Es wird der „wirtschaftliche Nährboden“ für sog. Berufskläger weitgehend entzogen, da über den Bestand der Stimmrechte auf der Hauptversammlung kein Streit (mehr) besteht; es bedarf damit auch nicht zwingend der Hilfskonstruktion eines Anfechtungsbeschlusses analog § 30g WpHG (dafür *Brouwer*, AG 2012, 78, 83; zum Anfechtungsbeschluss bei nicht offensichtlich fehlerhaften Stimmrechtsmitteilungen BDI, Stellungnahme zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz v. 25.10.2010, S. 4; DAI, Stellungnahme zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz v. 12.11.2010, S. 7 f.; *Merkner*, AG 2012, 199, 208; vgl. auch *Baums/Drinhausen/Keinath*, ZIP 2011, 2329, 2351).
- Es wird der hohen Komplexität des Meldesystems durch die Verlagerung der Prüfungsaufgabe vom Versammlungsleiter der Hauptversammlung auf die BaFin Rechnung getragen.
- Die Überwachungs-, Untersuchungs und Sanktionsentscheidungen werden bei der BaFin als Most Lost-Efficient Supervisor gebündelt, und dies führt zur einheitlichen Anwendung des Sanktionsgesamtreghimes und zum kontinuierlichen Aufbau von Fallkompetenz, damit mittelbar auch zur Stärkung des Anlegervertrauens und folglich auch der Kapitalmarkteffizienz. Zudem liegt in der Kompetenzerweiterung der BaFin das wertungspolitische Signal an die Kapitalmarktteilnehmer, dass das reformierte und eingriffsintensivere Sanktionssystem „ernst gemeint“ ist.
- Über das der BaFin zugestehende Ermessen lassen sich nicht sanktionswürdige Fallgestaltungen (z.B. Verletzung bestimmter Fälle der § 22 Abs. 1 Nr. 3 – 6 WpJIG) aussondern.

2.2 Die Frist des Stimmrechtsverlustes nach § 28 Abs.1 Satz 3 WpJIG (Fälle der vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Verletzung der Mitteilungspflichten) ist von bislang „sechs Monaten“ auf „12 Monate“ zu verlängern, um die Sanktionswirkung sicher im Hinblick auf eine anstehende Hauptversammlung zu er-

strecken und damit gegenüber dem bisherigen Rechtsstand zu verstärken (hierzu bereits *Seibt*, CFL 2010, 502, 507; ebenso Stellungnahme des Bundesverbands der Deutschen Industrie e.V. zum Diskussionsentwurf des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes vom 27.5.2010).

- 2.3 Der Stimmrechtsverlust qua Gesetzes ist mit dem RegE nicht auf „schwerste Rechtsverstöße“ zu beschränken (entgegen: *Veil*, ZHR 177 (2013), 427, 444; *ders.*, ZHR 175 (2011), 83, 101 ff.; *Nartowska/Walla*, AG 2014, 891, 903; *Heinrich/Krämer*, Börsen-Zeitung vom 7.3.2015, S. 9; i.E. auch *Merkner*, AG 2012, 199, 207). Dies führte nur zur Rechtsunsicherheit der Sanktionsfolge und im Übrigen zur unangebrachten Absenkung der Sanktionsandrohung. Etwas anderes könnte nur dann gelten, wenn eine Anordnungsbefugnis der BaFin – wie hier gefordert – geregelt werden würde (Ziffer 2.1).
- 2.4 Für die Fälle der Nichterfüllung der Mitteilungspflichten bezüglich Instrumenten nach § 25 Abs. 1 WpHG-RegE regelt § 28 Abs. 2 WpHG-RegE – im Hinblick auf die „sehr unterschiedliche Ausgestaltung [der] Instrumente“ (Gesetzesbegründung, S. 48) - nur den Stimmrechtsverlust des Meldesäumigen und nicht zusätzlich auch des Wertpapierinhabers; ein solcher Stimmrechtsverlust tritt erst mit dem nachgelagerten Wertpapiererwerb ein. Damit wird die Sanktionswirkung gerade in Übernahmesachverhalten bei „Anschleichstrategien“ (und unter Nutzung der nachfolgenden Hauptversammlung zur Änderung der personellen Zusammensetzung des Aufsichtsrates mit Stimmen der „Gegenseite“ des Instruments) wesentlich und ohne vernünftigen Grund eingeschränkt (so bereits *Seibt*, CFL 2010, 502, 507).
- 2.5 Durch § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE wird der Rechtsverlust auf alle zugeordneten Stimmrechte nach § 22 WpHG-RegE ausgeweitet (Streichung der Wörter „Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 2“). Diese Ausdehnung des Rechtsverlustes ist jedenfalls insoweit zu weitgehend, als sie auch Personen treffen kann, die ihre Beteiligungsmeldepflichten zutreffend erfüllt haben (zutreffend DAI, Stellungnahme zum Regierungsentwurf des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, Entwurf vom 15.7.2015, Ziffer 4.3 „Drittwirkung überprüfen“, S. 14 f.).

3. Naming and Shaming

- 3.1 Der RegE beschränkt sich mit § 40c WpHG-RegE auf die Widergabe von Art. 29 TRL 2013, ohne – auch nicht in der Begründung (S. 54) – einen ausdrücklichen Vorbehalt der grundrechtskonformen Auslegung vorzusehen, der durchaus in Einzelfällen zum Absehen einer Veröffentlichung führen muss, etwa wenn eine Anonymisierung des Betroffenen keinen ausreichenden Persönlichkeitsschutz gewährleistet (so bereits *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 553; entgegen (wohl) *Canzler/Hammermaier*, AG 2014, 57, 73); ein solcher ausdrücklicher Verweis auf die im Einzelfall notwendige grundrechtskonforme Auslegung sollte jedenfalls in der Gesetzesbegründung erfolgen.
- 3.2 Die von der TRL 2013 abweichende Regelung in § 40c Abs. 2 Satz 3 WpHG-RegE, der zufolge auch das Ergebnis des Rechtsbehelfsverfahrens durch die

BaFin veröffentlicht werden muss, ist unionsrechtlich zulässig und sehr unterstützenswert.

B. Delisting (Änderungsantrag Koa AA Nr. 8)

I. Mangel einer Folgenabschätzung einer Delisting-Zusatzregulierung

Vor einer über die bisherigen börsenrechtlichen Vorschriften hinausgehende Regulierung des Delisting sollte eine makroökonomische Folgenabschätzung vorgenommen werden. Dabei ist insbesondere in den Blick zu nehmen, dass mit der Erschwerung des Delistings und Downlistings ein weiterer Attraktivitätsverlust des deutschen Kapitalmarktes, insbesondere bei wachstumsstarken Technologieunternehmen sowie Mittelstandsunternehmen eintreten wird. Denn die Attraktivität des Kapitalmarktzugangs wird nicht nur durch die hohen Transparenz- und Informationspflichten des Kapitalmarktrechts beschränkt, sondern auch durch die Erschwernis der Wertliquidation seitens von Ankerinvestoren durch Kontrollpaketverkäufe bei börsennotierten Unternehmen und von sogenannten *Take Private*-Transaktionen der Kontrollerwerber. Die jetzt vorgeschlagene Zusatz-Regulierung des Delisting steht offenkundig in einem Wertungswiderspruch zu den im Koalitionsvertrag niedergelegten und vom Bundeswirtschaftsministerium verfolgten Ziel einer Attraktivitätssteigerung des Kapitalmarktes (Stichwort: „Neuer Markt 2.0“).

II. Regulierungskonzept

1. Kapitalmarktregulierung im BörsG

Der Änderungsantrag setzt – unbeschadet der Kritik unter Ziffer I. – konzeptionell zutreffend auf eine anlegerschützende Kapitalmarktregulierung im BörsG, und nicht auf eine die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre schützende Verbandsrechtsregulierung im AktG. Denn – wenn überhaupt – sind nicht die aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechte von Aktionären durch Delisting und Downlisting betroffen, sondern die Fungibilität der Aktie und ihres Wertes. Darüber hinaus passt zur Delisting-Regulierung auch nur das kapitalmarktrechtliche Bewertungsmodell des Börsen-Durchschnittskurses (anstelle einer ertragswertorientierten Unternehmensbewertung) und damit die Entbehrlichkeit eines Spruchverfahrens (so bereits *Habersack*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 29.4.2015, S. 6 f.; *Noack*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 5.5.2015, S. 7 ff.; im Ergebnis auch *Koch*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 3.5.2015, S. 6; vgl. auch *Brellocks*, AG 2014, 633, 644 f.).

2. Ausschluss des Downlisting

Aus dem Umkehrschluss zu § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. a) BörsG-RegF ergibt sich, dass auch das Downlisting (also der Wechsel vom regulierten Markt z.B. in qualifizierte Segmente des Freiverkehrs [Entry Standard / m:access]) von dem Angebotserfordernis erfasst sein soll (dafür auch: *Habersack*, Stellungnahme

gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 29.4.2015, S. 7; *Noack*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 5.5.2015, S. 8; *Koch*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 3.5.2015, S. 6). Jedenfalls bei einem Wechsel vom regulierten Markt in qualifizierte Segmente des Freiverkehrs besteht allerdings kein vergleichbares Schutzbedürfnis der Anleger wie beim Delisting (Prüfungsanforderung der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit). Denn einerseits sind in diesen Fällen keine Werteinbußen nach Downlistingankündigung nachweisbar und andererseits liegt die Erfassung dieser Fälle auch quer zur unionsrechtlichen Ausweitung des Anlegerschutzes auf im Freiverkehr gehandelte Gesellschaften: So unterwirft die MMVO 2014 solche Unternehmen im Freiverkehr zukünftig zwingend z.B. der unionsrechtlichen Ad hoc-Publizität; bereits heute unterliegen im Freiverkehr notierte Unternehmen in Deutschland den Insiderverboten sowie dem Verbot der Marktmanipulation (vgl. § 12 Satz 1 Nr. 1 und § 20a Abs. 1 Satz 1 WpHG) (*Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 595 f.). Daher ist die Ausnahme vom Angebotserfordernis in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. a) BörsG-RegE jedenfalls um die Fälle des Downlisting in qualifizierte Segmente des Freiverkehrs zu erweitern.

3. US-Börsen NYSE und Nasdaq

Aus § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. b) BörsG-RegE ergibt sich, dass fortbestehende Notierungen an außereuropäischen Märkten, vor allem an den US-amerikanischen Börsen NYSE oder Nasdaq, einem Angebotserfordernis nicht entgegenstehen, obwohl der dortige Anlegerschutz [jdf. bei NYSE und Nasdaq] auch von der BaFin mit denjenigen der regulierten EU-Märkte als gleichwertig angesehen ist (Beispiel: FWB-Entscheidung zu Archer Daniels Midland 2015). In den Fällen einer fortbestehenden Notierung an der NYSE oder Nasdaq ist ein Angebotserfordernis weder erforderlich noch verhältnismäßig. Die Ausnahme unter lit. b) ist daher um den Zusatz „oder entsprechenden Markt in einem Drittstaat“ (vgl. § 46 Abs. 1 BörsO FWB) zu erweitern.

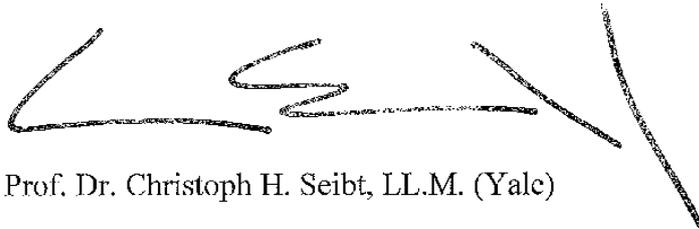
Das Zusatzerfordernis in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. b) BörsG-RegE „sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nr. 1 oder Nr. 2 entsprechende Voraussetzungen gelten“ ist auf den kapitalmarktrechtlich üblichen Standard eines „gleichwertigen Anlegerschutzes“ (ohne dass dies zwingend durch eine Angebotspflicht erreicht werden müsste) herabzusetzen.

III. Fristverlängerung bei § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG-RegE auf 12 Monate

Nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot wird der Vorstand der Zielgesellschaft (regelmäßig mit Zustimmung des Aufsichtsrates) ein Delisting nur als Ergebnis einer sorgfältigen Abwegungsentscheidung in Erwägung ziehen können, wenn er nicht nur kurz- sondern auch mittelfristig eine Eigenkapitalfinanzierung über den Kapitalmarkt nicht benötigt, z.B. weil er auf eine (neue) Konzernfinanzierung des Kontrollerwerbers vertrauen kann. Ein solches Vertrauen in eine neue (Konzern-)Finanzierung werden die Unternehmensorgane der Zielgesellschaft im Regelfall erst dann bilden können, wenn ein Beherrschungs- und Ge-

winnabführungsvertrag mit einer Verlustausgleichspflicht (vgl. § 302 AktG) wirksam geworden ist. Da die Implementierung eines Unternehmensvertrages mit Unternehmensbewertung und Bestimmung der Ausgleichs- und Abfindungsansprüche (§§ 304, 305 AktG), Beschlussfassung auf der Hauptversammlung, typischerweise Durchführung eines Freigabeverfahrens und Handelsregistereintragung regelmäßig länger als 6 Monate in Anspruch nimmt, ist die 6-Monats-Frist in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG-RegE zu kurz bemessen. Die Frist ist auf 12 Monate festzusetzen, da ansonsten im typischen Fall des Übernahmeangebots mit nachfolgender Konzernintegration das zutreffende Absehen von einem erneuten Angebotserfordernis leerlaufen würde.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, consisting of several fluid, connected strokes. The signature is positioned above the printed name of the sender.

Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M. (Yale)



**Verband
Deutscher
Reeder**

ANSCHRIFT

Burchardstr. 24
D-20095 Hamburg

BRIEF

Postfach 30 55 80
D-20317 Hamburg

TELEFON

+49.40.35097-0

WWW

reederverband.de

VERBAND DEUTSCHER REEDER · POSTFACH 305580 · 20317 HAMBURG

Frau
Ingrid Arndt-Brauer, MdB
Vorsitzende
Deutscher Bundestag
Finanzausschuss
Platz der Republik 1
11011 Berlin

finanzausschuss@bundestag.de

Hamburg,
3. September 2015

Wal/Gk – E140.0
wallrabenstein@
reederverband.de
Durchwahl -231

Ihr Geschäftszeichen: PA 7 – 18/5010

Gesetzentwurf der Bundesregierung
**„Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-
Änderungsrichtlinie“ – BT-Drucksache 18/5010**
- Stellungnahme des VDR -

Sehr geehrte Frau Vorsitzende Arndt-Brauer,

wir bedanken uns für Ihr freundliches Schreiben vom 5. August 2015 nebst Anlagen, die Einladung zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 7. September 2015 und die Gelegenheit zur Stellungnahme zum „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“ – BT-Drucksache 18/5010 vom 26. Mai 2015.

Wir möchten die Gelegenheit nutzen, um zum **Änderungsantrag Nr. 1** der Fraktionen CDU/CSU und SPD zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie – Stichwort: **Befreiung von Erlöspools von der Versicherungssteuer** – „Zur Inhaltsübersicht, zu Artikel 17 neu (**§ 4 Nr. 11 Versicherungsteuergesetz**) und Artikel X (Inkrafttreten)“ Stellung zu nehmen. Weiterhin erlauben wir uns, bei dieser Gelegenheit auch einige grundsätzliche Anmerkungen zur Thematik zu übermitteln, die unseres Erachtens nach von Bedeutung sind.

Der VDR begrüßt die im Änderungsantrag Nr. 1 (Artikel 17 neu) vorgesehene Änderung des Versicherungsteuergesetzes (VersStG) in § 4 Nr. 11 VersStG durch Einführung einer unbefristeten Befreiung von Erlöspools von Versicherungsteuerzahlungen auf Umlagen bzw. Ausgleichszahlungen zwischen den Poolmitgliedern uneingeschränkt.

Erlöspools sind in der Seeschifffahrt national und international seit Jahrzehnten weit verbreitet. Ausgleichszahlungen im Rahmen solcher Pools sind bislang nie mit Versicherungssteuer belegt worden – weder auf nationaler noch auf EU-Ebene oder in Drittstaaten.

Die einschlägige gesetzliche Grundlage für Versicherungsteuerforderungen im Bereich der Seeschifffahrt bzw. der maritimen Wirtschaft hat sich in Deutschland seit Jahrzehnten nicht wesentlich geändert, gleichwohl gab es seit dem Jahr 2012 plötzlich Bestrebungen der Finanzverwaltung, Erlöspools teilweise als versicherungsteuerpflichtig einzustufen. Diese Bestrebungen haben den Bestand des Schifffahrtsstandortes gefährdet. Sofern Versicherungsteuer in Höhe von 19 % auf Umlagen von Poolerträgen erhoben würde, wäre dies mit dem Ende der Wettbewerbs- und der Zukunftsfähigkeit des hiesigen Schifffahrtsstandortes gleichzusetzen. Die nunmehr vorgesehene dauerhafte gesetzliche Regelung zur Freistellung aller (nach Auffassung von Teilen der Finanzverwaltung) steuerbaren Erlöspools ist unbedingt notwendig. Sie muss wie in Artikel X (Inkrafttreten) des Gesetzesentwurfes richtigerweise vorgesehen zum 1. Januar 2016 in Kraft treten, damit sie zeitlich nahtlos an die zum 31. Dezember 2015 auslaufende befristete Regelung im bisherigen § 4 Nr. 11 VersStG anknüpfen kann und damit bei dieser äußerst wichtigen, existenzbedrohenden Thematik Rechtssicherheit für den Schifffahrtsstandort geschaffen wird.

A. Zur versicherungsteuerrechtlichen Behandlung von Erlöspools

1. Erlöspools in der Seeschifffahrt

Ein Großteil der deutschen Handelsflotte wird von mittelständischen und familiengeführten Reedereien in der sog. Trampschifffahrt eingesetzt. Dabei handelt es sich um Schiffe, die kurz- bis mittelfristig zum Transport von Gütern weltweit eingesetzt werden und Ladungen nach Bedarf abfahren. Reedereien in der Trampschifffahrt betreiben vielfach Schiffe, die in geschlossenen Fonds finanziert worden sind. Die für die Bereederung der einzelnen Schiffe zuständige Reederei fasst sehr häufig baugleiche oder technisch vergleichbare Schiffe in sog. Pools zusammen.

Im Rahmen solcher Poolvereinbarungen beschließen die einzelnen Schiffsfonds, ihre Schiffe gemeinsam am Markt zu vertreiben. Die gemeinsam erzielten Chartererlöse aller bereederten Schiffe eines Pools werden unter allen Poolmitgliedern in einem vorher vereinbarten Verhältnis aufgeteilt. Die gemeinsame Vermarktung der im Pool vereinten Schiffe führt zu einem flexibleren und somit wettbewerbsfähigerem Marktauftritt. Es ist den Mitgliedern des Pools dadurch möglich, auf die saisonalen Schwankungen in den einzelnen Frachtmärkten zu reagieren. Außerdem ist es den Schiffsgesellschaften so möglich, einige Schiffe im sog. Spotmarkt fahren zu lassen, während andere Schiffe kurz- oder mittelfristig verchartert sind. Der Spotmarkt bietet gegenüber längerfristigen Charterern den Vorteil einer zumeist deutlich höheren Charrate. Die finanzierenden Banken fordern jedoch regelmäßig, dass ein Schiff, das im Spotmarkt fahren soll, zugleich auch in einem Pool fährt. Auf diese Weise kann das Schiff die Marktchancen der im Spotmarkt höheren Einnahmen realisieren und zugleich durch die Erlösteilung im Pool gleichmäßige Einnahmen sicherstellen. Wirtschaftlich ist der Sinn eines Erlöspools daher eine Erlösmaximierung durch das strategische Positionieren der Schiffe im Markt und die Mischung von Chartereinnahmen aus dem Spotmarkt und der mittelfristigen Vercharterung zum Nutzen aller am Pool teilnehmenden Schiffe.

Die allermeisten Schiffe, die von Reedereien im Bereich der Trampschifffahrt betrieben werden, fahren daher in einem Pool. Dies ist im Übrigen keine deutsche Besonderheit, sondern auch international sind Pools seit Jahrzehnten üblich, etwa im Tankerbereich. Erlöspools werden daher auch explizit in Art. 8 Abs. 4 des OECD-Muster-Doppelbesteuerungsabkommens (DBA) ertragsteuerlich behandelt.

2. Das Versicherungsteuergesetz (VersStG) und die Seeschifffahrt

Grundsätzlich wird Versicherungsteuer – im Gegensatz zur Situation in Deutschland – innerhalb von Europa und auch außerhalb der EU nur sehr selten für Versicherungsverhältnisse im Bereich der Seeschifffahrt bzw. maritimen Wirtschaft erhoben. Der generelle Steuersatz für Versicherungen beträgt in Deutschland gemäß § 6 Abs. 1 VersStG bekanntlich 19% des Versicherungsentgeltes, und dies gilt bis auf den speziellen Bereich der Seeschiffkaskoversicherung (hier gilt gemäß § 6 Abs. 2 Nr. 5 VersStG ein Steuersatz von 3%) auch für die Seeschifffahrt. In anderen wichtigen europäischen maritimen Standorten wie den Niederlanden, Norwegen, Vereinigtes Königreich, Griechenland, Frankreich, Malta, Italien, Schweden oder auch Luxemburg existiert entweder gar keine Versicherungsteuer oder die maritime Wirtschaft ist von einer entsprechenden Steuerpflicht ausdrücklich ausgenommen oder der Steuersatz ist für den Bereich der Seeschifffahrt jedenfalls deutlich niedriger ausgestaltet worden als in Deutschland (z.B. beträgt der Versicherungsteuersatz für in Italien registrierte Schiffe lediglich 0,05%).

Daraus folgt, dass die Seeschiffahrtsunternehmen in Deutschland im Bereich der Versicherungsteuer für Versicherungsverhältnisse generell eine erheblich höhere Belastung zu tragen haben als in den anderen wesentlichen EU-Schiffahrtsstandorten.

Voraussetzung für die Erhebung von Versicherungsteuer ist jedoch stets, dass überhaupt ein Versicherungsverhältnis im Sinne von § 1 VersStG vorliegt. Dass Pools in der Seeschifffahrt zur Einnahme-/Erlösverteilung der Versicherungsteuer unterliegen sollen, ist auch in Deutschland, trotz der seit Jahrzehnten wesentlich unveränderten einschlägigen gesetzlichen Bestimmungen im Versicherungsteuergesetz bis zum Jahr 2012 noch nie gefordert worden. Teile der Finanzverwaltung haben dann gleichwohl ohne erkennbaren Anlass und ohne dass ein entsprechendes Urteil der Finanzgerichte ergangen wäre die Auffassung vertreten, dass bei Pools allein aufgrund der Poolung von Erlösen steuerpflichtige Versicherungsverhältnisse im Sinne von § 2 Abs. 1 VersStG vorlägen (§ 2 Abs. 1 VersStG lautet: „Als Versicherungsvertrag im Sinne dieses Gesetzes gilt auch eine Vereinbarung zwischen mehreren Personen oder Personenvereinigungen, solche Verluste oder Schäden gemeinsam zu tragen, die den Gegenstand einer Versicherung bilden können“).

B. Entwicklung und Situation nach Änderung des VersStG 2013 (Aufnahme einer befristeten Freistellungsregelung in § 4 Nr. 11 VersStG)

Der VDR hatte Ende 2012 nach Bekanntwerden von entsprechenden Bestrebungen der Finanzverwaltung deutlich gemacht, dass die Einstufung der Aktivitäten von Schiffahrts-pools als versicherungssteuerpflichtig sachlich und steuerrechtlich nicht nachvollziehbar und politisch zudem widersinnig wäre. Mit Pools haben die Schiffahrtsunternehmen ein sinnvolles Instrument für eine Erlösteilung und einen gemeinsamen Marktauftritt geschaffen und sind damit u.a. auch einer zentralen Forderung der Politik an die Wirtschaft nachgekommen, Marktchancen bestmöglich zu nutzen, der Volatilität der Schiffahrtsmärkte eigenverantwortlich zu begegnen und wirtschaftliche Stabilität zu ermöglichen.

Dass seit Jahrzehnten in der Schifffahrt übliche und auch international verbreitete Poolkonstruktionen nunmehr ausschließlich in Deutschland – ohne Rücksicht auf die langjährig gewachsenen Strukturen der noch nie versicherungssteuerrechtlich veranlagten Pools – einer Versicherungsteuerpflicht unterworfen werden sollten, war nicht nachvollziehbar, zumal in Pools keinerlei „Mindestraten“ bzw. ein bestimmtes Ratenniveau zugesichert werden, sondern ausschließlich erzielte Erlöse im Nachhinein über einen bestimmten Zeitraum ermittelt und Erträge ggf. angeglichen werden. Der VDR hatte daher

frühzeitig einen klarstellenden Erlass der Finanzverwaltung mit dem Inhalt angeregt, dass Erlöspools nicht unter den Anwendungsbereich von § 2 Abs. 1 des Versicherungsteuergesetzes fallen.

Schließlich wurde mit der am 4. Juli 2013 in Kraft getretenen Änderung des Versicherungsteuergesetzes zunächst eine temporäre gesetzliche Regelung geschaffen, nach der aufgrund der Aufnahme eines neuen Ausnahmetatbestandes in § 4 Nr. 11 VersStG alle Schiffserlöspools bis Ende 2015 nicht der Versicherungsteuerpflicht unterliegen.

Allerdings drohte weiterhin, dass jedenfalls bestimmte, in § 4 Nr. 11 VersStG beschriebene Erlöspoolstrukturen zukünftig erstmals, nämlich ab dem 1. Januar 2016, mit Versicherungsteuer belegt werden.

Der VDR hat sich daher für eine klarstellende, dauerhafte Regelung ausgesprochen, nach der Erlöspools in der Schifffahrt generell nicht der Versicherungsteuer unterliegen (können), da sie keine Versicherung darstellen. Gegenüber den zuständigen Bundesministerien und der Politik wurde unter Verweis auf eine ganze Reihe von Veröffentlichungen in der Fachliteratur eine Vielzahl valider Argumente geliefert, warum eine Belegung von Pools mit Versicherungsteuer nicht nur wirtschaftspolitisch, sondern auch steuerrechtlich verfehlt wäre.

Auch die Koalitionsfraktionen der CDU/CSU und FDP hatten 2013 im Rahmen der Beratungen des Finanzausschuss des Deutschen Bundestages zur Verabschiedung der temporären Regelung zur Freistellung von Schiffserlöspools in § 4 Nr. 11 VersStG deutlich gemacht, dass es einer grundsätzlichen, dauerhaften Regelung bedarf (vgl. BT-Drs. 17/13245 vom 24. April 2013, S. 8):

„Mit dieser Regelung treffe die Koalition keine Festlegung in der Sache selbst, ob Erlöspools der Versicherungssteuer unterfallen sollten oder nicht. In der kommenden Legislaturperiode sollte es zu einer umfassenden Neuregelung der Versicherungssteuerpflicht von Erlöspools kommen, die nicht nur in der Schifffahrt, sondern auch in anderen Wirtschaftsbranchen verbreitet seien. Die jetzt gefundene Regelung schaffe Rechtssicherheit für einen Übergangszeitraum, solle zukünftige Regelungen aber nicht präjudizieren.“

Die SPD-Bundestagsfraktion begrüßte den entsprechenden Antrag der Koalitionsfraktionen und betonte bereits damals, dass eine Regelung nicht befristet werden sollte (vgl. BT-Drs. 17/13245, S. 8).

C. Bewertung der vorgesehenen dauerhaften Regelung zur Ausnahme der Besteuerung von Erlöspools in § 4 Nr. 11 VersStG

Nach dem vorliegenden Gesetzesentwurf zur Änderung des Versicherungsteuergesetzes, der im Rahmen des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie – Bundestag-Drs. 18/5010 – verabschiedet werden soll, ist vorgesehen, dass der bisherige § 4 Nr. 11 VersStG nur in wenigen Details geändert wird: Vorgesehen ist eine Entfristung der Ausnahmeregelung in § 4 Nr. 11 VersStG bei gleichzeitiger Streichung des Wortbestandes „Schiffs“ in „Schiffserlöspools“.

Mit Verabschiedung dieser Änderung des Versicherungsteuergesetzes würde die bestehende und bislang bis Ende 2015 befristete gesetzliche Regelung in § 4 Nr. 11 VersStG entfristet und auf alle Arten von Erlöspools ausgedehnt, d.h. auch auf entsprechende Gestaltungen außerhalb der Schifffahrt.

Andere Erlöspoolgestaltungen, bei denen die Einnahmen gemeinsam vereinnahmt werden bzw. jedenfalls keine Ausgleichszahlungen erfolgen, sollen auch nach Auffassung der Finanzverwaltung von vornherein nicht versicherungsteuerpflichtig sein.

Der Antrag der Koalitionsfraktionen zur Befreiung von Erlöspools von der Versicherungssteuer durch Aufnahme eines neuen Artikel 17 in den Gesetzesentwurf zur Änderung von § 4 Nr. 11 VersStG wird vom VDR als pragmatische Lösung einer für den Schifffahrtsstandort Deutschland äußerst wichtigen, existenzbedrohenden Thematik insgesamt sehr begrüßt. Der VDR hatte sich in der aktuellen Legislaturperiode zunächst für eine Gesetzeslösung ausgesprochen, die – anders als die Freistellungsregelung in § 4 Nr. 11 VersStG – keinen Ausnahmetatbestand formuliert, sondern klarstellt, dass es sich bei einem Erlöspool von vornherein nicht um ein Versicherungsverhältnis handelt, was aus Sicht des VDR steuerrechtlich und systematisch die sinnvollste und beste Lösung gewesen wäre. Da über die grundlegende Frage, ob bestimmte Erlöspoolgestaltungen steuersystematisch als Versicherungen eingestuft werden können oder nicht, letztlich keine Einigkeit erzielt werden konnte, da ein Autor aus dem Bundesfinanzministerium hier eine andere Auffassung vertritt als die Literatur bzw. versicherungsteuerrechtliche Veröffentlichungen sonstiger Autoren, stellt die vorgesehene Entfristung der Ausnahmeregelung in § 4 Nr. 11 VersStG und folgerichtige Erstreckung der Regelung auch auf Poolgestaltungen außerhalb der Schifffahrt eine sinnvolle, pragmatische Lösung dar.

In der Begründung des Gesetzesvorschlages wird zutreffend auf die derzeit schwierige wirtschaftliche Lage in vielen Bereichen der Seeschifffahrt hingewiesen. Die drohenden Zusatzbelastungen in Millionenhöhe durch Einführung einer Versicherungssteuerpflicht für Poolerträge hätte die Existenz des Schifffahrtsstandortes Deutschland gefährdet. Es ist allerdings zu betonen, dass die vorgesehene Regelung keinerlei Krisenhilfe bzw. Subventionierung für eine bestimmte Branche o.ä. darstellt, sondern hiermit lediglich die über Jahrzehnte geübte Praxis und in der Literatur vorherrschende Interpretation des Versicherungsteuergesetzes hinsichtlich der Poolung von Erlösen als „nicht-versicherungsteuerpflichtig“ gesetzlich durch die unbefristete Aufnahme eines Ausnahmetatbestandes ausdrücklich verankert wird. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auch auf die Ausführungen in der Begründung des Gesetzesentwurfes unter *„III. Finanzielle Auswirkungen: Gegenwärtig keine, da bisher von Erlöspools keine Versicherungssteuer vereinnahmt wurde. Die Auswirkungen auf das künftige Steuervolumen können nicht belastbar geschätzt werden.“* (vgl. Änderungsantrag Nr. 1 der Fraktionen CDU/CSU und SPD vom 19. August 2015 zu BT-Drs. 18/5010, S. 2).

Es wird durch die vorgeschlagene Gesetzesänderung somit lediglich der bisherige Status Quo gesichert, der übrigens auch der sonstigen Praxis in Europa und außerhalb von Europa zum Umgang mit Erlöspoolzahlungen vollauf entspricht. Auch dies wird im Rahmen der Gesetzesbegründung zu Artikel 17 – neu – (Änderung des Versicherungsteuergesetzes) ausdrücklich anerkannt:

„Damit können deutsche Reeder dieses sowohl national als auch international vielfach genutzte Instrument zur wettbewerbsfähigen Vermarktung von Schiffen ohne Benachteiligung gegenüber ausländischen Konkurrenten weiterhin nutzen.“

(vgl. Änderungsantrag Nr. 1 der Fraktionen CDU/CSU und SPD vom 19.08.2015 zu BT-Drs. 18/5010, S. 2).

D. Abschließende Anmerkungen

Abschließend soll nochmals die Bedeutung der vorgesehenen Änderung des Versicherungsteuergesetzes für den deutschen Schifffahrtsstandort betont werden. Sofern die vorgesehene Änderung von § 4 Nr. 11 VersStG zum 1. Januar 2016 in Kraft tritt, würde damit das wichtige Ziel erreicht, für den Bereich der Seeschifffahrt nach über dreijähriger Verunsicherung dauerhaft Rechtssicherheit hinsichtlich der versicherungsteuerrechtlichen Einstufung von Erlöspoolzahlungen zu schaffen. Der VDR geht dementsprechend davon aus, dass hiermit Bestrebungen von Teilen der Finanzverwaltung zur Belegung von Erlöspoolzahlungen mit Versicherungsteuer sowohl für die Vergangenheit als auch für die Zukunft endgültig die Grundlage entzogen wird. Aber auch für sonstige Erlöspoolgestaltungen außerhalb der Schifffahrt wäre diese Klarstellung ungemein wichtig. Es wäre somit für den Schifffahrtsstandort Deutschland von höchster Priorität, dass die von den Bundestagsfraktionen CDU/CSU und SPD vorgeschlagene Änderung des Versicherungsteuergesetzes wie vorgesehen umgesetzt und das Gesetzgebungsverfahren zügig bzw. rechtzeitig bis Ende des Jahres 2015 abgeschlossen werden wird.

Für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen
VERBAND DEUTSCHER REEDER



Dr. Martin Kröger
Geschäftsführer



Tilo Wallrabenstein
Syndikus



Stellungnahme

für die Anhörung des Finanzausschusses zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie (BT-Drucksache 18/5010) am 7. September 2015

1. Über WEED

WEED (Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung) ist ein gemeinnütziger Verein und arbeitet seit vielen Jahren zur Regulierung der Finanzmärkte. Schwerpunkte waren dabei die EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) und die Bekämpfung von Steuerflucht und -vermeidung, unter anderem durch größere Transparenz transnationaler Unternehmen.

2. Im Entwurf fehlen öffentliche länderspezifische Berichte für alle Unternehmen

WEED kann zu dem vorliegenden Gesetzesentwurf nicht umfassend Stellung nehmen. Allerdings sehen wir in dem Entwurf eine große Lücke hinsichtlich der nötigen Transparenz transnationaler Unternehmen, konkret bei der Veröffentlichung von länderspezifischen Kerndaten (einschließlich der Steuerzahlungen) aller Unternehmen. Bundesregierung und Bundestag könnten erneut eine Chance verpassen, dieses wichtige Mittel gegen die aggressive Steuervermeidung transnationaler Unternehmen endlich umzusetzen. Dabei ist nicht einmal mehr die Wirtschaft kategorisch dagegen: Vergangenes Jahr hat eine Umfrage der Steuerprüfungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers ergeben, dass 59 Prozent der Unternehmenschefs solche öffentlichen Berichte befürworten.¹

Dahinter bleibt der Gesetzesentwurf leider erneut weit zurück. Er beschränkt sich darauf, höhere Transparenz für Rohstoff- und Forstunternehmen vorzuschreiben (§37x-Entwurf WpHG). Das ist allerdings nur die Umsetzung von EU-Vorgaben. Der Bundestag sollte gegenüber dieser Minimallösung Deutschland zum Vorreiter bei der Unternehmenstransparenz machen, indem er eine entsprechende Änderung an dem Gesetzesentwurf vorschlägt.

Genau das hat kürzlich das Europäische Parlament getan: Bei der laufenden Überarbeitung der Richtlinie zu „bestimmten Elementen der Erklärung zur Unternehmensführung“ hat es am 8. Juli 2015 vorgeschlagen, für alle Großunternehmen länderspezifische Berichte einzuführen.² Der entsprechende Änderungsvorschlag wurde mit klarer Mehrheit beschlossen, und zwar mit Stimmen aus den meisten Fraktionen, darunter fast die gesamte sozialdemokratische (S&D) und liberale (ALDE) Fraktion, und sogar mit Stimmen der christlich-konservativen (EVP) Fraktion, von der sich sonst der Großteil der Abgeordneten nur enthielt, aber nicht dagegen

¹ http://www.pwc.es/en_GX/gx/tax/publications/assets/ceo-survey-tax-perspectives.pdf, S. 17.

² <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-2015-0257&language=DE>.

stimmte.³ Der vom Parlament vorgeschlagene neue Artikel 2a der Richtlinie sieht folgende länderspezifische Daten zur Veröffentlichung vor:

- (a) Name(n), Art der Tätigkeiten und Belegenheitsort,
- (b) Umsatz,
- (c) Anzahl der Lohn- und Gehaltsempfänger in Vollzeitäquivalenten,
- (d) Wert der Aktiva und jährliche Kosten der Erhaltung dieser Aktiva,
- (e) Verkäufe und Ankäufe,
- (f) Gewinn oder Verlust vor Steuern,
- (g) Steuern auf Gewinn oder Verlust,
- (h) erhaltene staatliche Beihilfen.
- (i) Muttergesellschaften erstellen neben den einschlägigen Daten ein Verzeichnis der in jedem Mitgliedstaat oder Drittstaat tätigen Tochterunternehmen.

3. Warum braucht es länderspezifische Berichte und warum sollen sie öffentlich sein?

Es ist das Recht der Bevölkerung eines Landes, zentrale Daten zu den Unternehmen zu kennen, die in diesem Land aktiv sind, in dem die Menschen arbeiten und von dessen Steuern die Infrastruktur für die Unternehmen finanziert wird.

Länderspezifische Berichte, vor allem wenn sie veröffentlicht werden, können dabei helfen, Steuervermeidung aufzudecken und vorzubeugen. Deshalb werden sie auch schon lange von zivilgesellschaftlichen Organisationen wie dem Tax Justice Network, Oxfam, ChristianAid, Transparency International, dem Netzwerk Steuergerechtigkeit oder auch WEED gefordert.⁴ Es geht dabei nicht um detaillierte Daten zu einzelnen Transaktionen, wie sie im BEPS-Prozess von G20 und OECD (Aktionspunkt 13) vorgeschlagen wurden, sondern nur um Kerndaten, auch wenn die oben zitierte Liste des Europäischen Parlaments noch etwas erweitert werden sollte. In Finnland werden solche Daten auch schon veröffentlicht, Dänemark hat zumindest die Möglichkeiten dafür geschaffen.

Die Gründe für eine Veröffentlichung der Berichte sind vielfältig:

- Die **Öffentlichkeit** (Zivilgesellschaft, Medien) kann helfen, Missstände bei Unternehmen zu erkennen, vor allem hinsichtlich der Steuerzahlungen. Die Beschränkung der Information auf Behörden hingegen erlaubt keine so intensive Analyse, denn Behörden können korrupt, unwillig oder überfordert sein. Letzteres ist sogar in Deutschland ein Problem, wie zuletzt die Enthüllungen zu Luxemburg Leaks gezeigt haben. Vorbild für die Veröffentlichung ist die internationale „Extractive Industries Transparency Initiative“ (EITI), auf die sich auch der vorliegende Gesetzesentwurf bezieht. Im Fortschrittsbericht 2014 der EITI⁵ heißt es treffend: “Armed with payment and revenue information, it is up to citizens, community leaders, civil society organisations and the media to hold public officials accountable for the use of their country’s extractives revenue to improve

³ Vgl. die namentlichen Abstimmungsergebnisse auf S. 205 unter <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-%2f%2fEP%2f%2fNONSGML%2bPV%2b20150708%2bRES-RCV%2bDOC%2bPDF%2bV0%2f%2fEN&language=EN>.

⁴ Für einen Überblick siehe Richard Murphy (2012): Country-by-Country Reporting. Accounting for globalisation locally. Report for the Tax Justice Network. <http://www.taxresearch.org.uk/Documents/CBC2012.pdf>.

⁵ EITI Progress Report 2014, S. 5. https://eiti.org/files/EITI_ProgressReport_2014_En_Web_Interactive_r.pdf.

services, infrastructure and other public goods. (...) The primary purpose of the EITI Reports is to inform the debate within each country.“ Nicht zutreffend ist dabei das Argument, im Rohstoff-Sektor gebe es besonders viel Korruption, deshalb brauche es nur dort mehr Transparenz. Denn zum einen sind laut Transparency International einige Sektoren sogar korrupter als der Rohstoffsektor, nämlich öffentliche Aufträge insgesamt, der Immobiliensektor und Versorgungsbetriebe (utilities).⁶ Und zum anderen geht es eben bei der Transparenz nicht nur um Korruption, sondern auch um Steuern.

- Die **Wissenschaft** kann bessere Analysen über Unternehmen und ihre Steuerzahlungen anstellen. Mit der aktuellen Datenlage ist es oft schwer oder gar unmöglich, solide Forschung zu betreiben.
- Selbst **Behörden** haben mit öffentlichen Berichten einen leichteren Zugang, als wenn nur direkt an sie in komplizierten Verfahren verschlüsselte Daten gemeldet werden. Dies umso mehr als bei den geplanten länderspezifischen Veröffentlichungen im Rahmen von BEPS zu befürchten ist, dass nicht alle betroffenen Behörden ausreichende Informationen bekommen werden. Insbesondere für Behörden aus Entwicklungsländern – welche besonders von Steuervermeidung betroffen sind⁷ – wäre es eine Erleichterung, wenn die Daten in leicht zu verarbeitenden Fassungen im Internet verfügbar wären.
- Schließlich können **Investoren/innen bzw. Aktionäre/innen** die Integrität und Nachhaltigkeit von Geschäften eines (börsennotierten) Unternehmens besser einschätzen. Hinzu tritt hier zunehmend die Möglichkeit, dass ein Unternehmen für Steuerhinterziehung belangt oder für aggressive Steuervermeidung von Öffentlichkeit und Kundschaft kritisiert werden könnten. Unternehmen sehen dies selbst inzwischen als ein finanzielles und Reputationsrisiko, was auch die freiwilligen Steuernachzahlungen von Starbucks in Großbritannien oder die Neuordnung der Geschäfte von Amazon in Deutschland dieses Jahr gezeigt haben, die in Reaktion auf Proteste der Bevölkerung erfolgten.

4. Bankdaten deuten auf Steuervermeidung und unproblematische Veröffentlichung hin

Die europäischen Banken müssen seit diesem Jahr als bislang einzige Branche neben der Rohstoff- und Forstwirtschaft (und in teils größerem Umfang) länderspezifische Daten veröffentlichen. Die ersten Zahlen⁸ zeigen trotz gewisser Schwächen in der Datenqualität, dass massive Steuervermeidung vorliegen dürfte. Die Deutsche Bank zum Beispiel weist sehr niedrige Steuerzahlungen trotz hoher Gewinne in wichtigen Standorten wie Hongkong und Singapur auf, beides notorische Steueroasen (siehe Tabelle nächste Seite). Die Deutsche Bank ist auch in der ersten größeren Auswertung der Daten durch den britischen Steuerberater und -analysten Richard Murphy an führender Stelle, wenn es um Gewinnverlagerung geht.⁹

⁶ <http://www.transparency.org/bpi2011/results>.

⁷ Vgl. IWF (2014): Spillovers in international corporate taxation. IMF Policy Paper, 9. Mai 2014. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/050914.pdf>; Ernesto Crivelli / Ruud A. de Mooij / Michael Keen (2015): Base Erosion, Profit Shifting and Developing Countries. IMF Working Paper 15/118, 29. Mai 2015. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42973.0>; UNCTAD (2015): World Investment Report, Chapter V. International Tax and Investment Policy Coherence. http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf.

⁸ <https://annualreport.deutsche-bank.com/2014/ar/notes/additional-notes/45-country-by-country-reporting.html>.

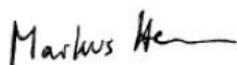
⁹ Richard Murphy (2015): European Banks' Country-by-Country Reporting. A review of CRD IV data. July 2015. Report for the the Greens/EFA MEPs in the European Parliament. <http://www.taxresearch.org.uk/Documents/CRDivCBCR2015.pdf>.

Die von den Banken veröffentlichten Daten zeigen, dass die Wirtschaft die Daten technisch und mit vertretbarem Aufwand liefern kann. Zudem gehen anscheinend keine schädlichen ökonomischen Wirkungen von einer Veröffentlichung aus. Schon letztes Jahr hatte die Prüfungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers in einer für die EU-Kommission erstellten Studie festgestellt, dass die Veröffentlichung keine negativen sondern sogar leicht positive wirtschaftliche Wirkung hat.¹⁰

Deutsche Bank Country-by-Country Report 2014							
	Umsatz (Mio. €)	Angestellte (Vollzeit- Äquivalente)	Gewinn (Verlust) vor Steuern (Mio. €)	Steuern (Mio. €)	Gewinn/ Steuern	Angestellte/ Umsatz	Steuern/ Gewinn
Deutschland	12.037	45.392	1.980	-440	0,16	3,77	0,22
USA	7.702	9.972	1.080	-274	0,14	1,29	0,25
Großbritannien	3.806	8.057	-2.241	120	-0,59	2,12	0,05
Singapur	1.089	1.905	443	-24	0,41	1,75	0,05
Italien	1.082	3.979	95	-55	0,09	3,68	0,58
Hongkong	941	1.266	272	-39	0,29	1,35	0,14
Luxemburg	812	610	549	-157	0,68	0,75	0,29
Japan	602	686	257	-108	0,43	1,14	0,42
Spanien	541	2.522	-64	20	-0,12	4,66	0,31
Indien	529	10.456	344	-160	0,65	19,77	0,47
Niederlande	419	862	1	0	0,00	2,06	0,00
Schweiz	357	726	3	-2	0,01	2,03	0,67
Australien	357	547	49	-12	0,14	1,53	0,24
China	313	524	193	-45	0,62	1,67	0,23
Polen	277	2.191	88	-20	0,32	7,91	0,23
Belgien	183	644	17	0	0,09	3,52	0,00
Russland	161	1.276	77	-20	0,48	7,93	0,26
Südkorea	152	310	52	-13	0,34	2,04	0,25
Brasilien	145	334	40	-18	0,28	2,30	0,45
Indonesien	127	296	74	-19	0,58	2,33	0,26

Quelle: Deutsche Bank, eigene Berechnungen

Für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.



Markus Henn
(Referent für Finanzmärkte)

WEED – Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung e.V., Eldenaer Str. 60, 10247 Berlin
Ansprechpartner: Markus Henn, Tel. 0049-(0)30-27582-249, markus.henn@weed-online.org

www.weed-online.org

¹⁰ European Commission (2014): General assessment of potential economic consequences of country-by-country reporting under CRD IV. Study prepared by PwC for the European Commission DG Markt. September 2014. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/141030-cbcr-report_en.pdf.