

Finanzmarktregulierung – Transparenzoffensive 2012

► DB0463917

Sowohl der europäische als auch der nationale Gesetzgeber versuchen auch 2012, das im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise verlorene Vertrauen in die Kapitalmärkte mit zahlreichen gesetzgeberischen Aktivitäten wiederherzustellen. Dabei steht der Legislative auf sechs Ebenen ein breites Instrumentarium zur Erreichung dieses Ziels zur Verfügung: in Europa spricht man von Richtlinien oder Verordnungen auf der ersten Stufe, Durchführungsrichtlinien und -verordnungen auf der zweiten Stufe und den Verlautbarungen der ESMA (European Securities and Markets Authority) auf der dritten Stufe. In Deutschland sind neben Gesetzen, die Verordnungen auf der zweiten Stufe und dann die Verlautbarungen der BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) auf der dritten Stufe zu differenzieren.

Im Vordergrund stehen 2012 Initiativen zur Verbesserung der Markttransparenz. Des Weiteren hat die EU eine neue Corporate Governance Debatte angestoßen, der 2012 konkrete Vorschläge folgen könnten. Einen aktuellen Überblick über die Entwicklungen im Kapitalmarktrecht findet man unter www.kapitalmarktrecht-im-internet.de.

Transparenz durch produktübergreifende Einführung des KID

Es bleibt abzuwarten, wie die Umsetzung der Vorschläge aus der PRIPs-Initiative (KOM(2009)204) weiterhin vorangetrieben wird. Der Vorschlag, eine Unterlage in Form einer „wesentlichen Information für die Anleger“ zu schaffen, wurde – obwohl PRIPs eine solche für den gesamten Markt für Privatanleger-Anlageprodukte vorsieht – bislang lediglich von der OGAW-IV-RL aufgegriffen. Nunmehr trifft Kapitalanlagegesellschaften die Pflicht, über ihr Investmentangebot ein Key Investor Document (KID) zu erstellen. Beim KID handelt es sich um ein zwei-DIN A4-seitiges Informationsblatt, das die wesentlichen und für die Kaufentscheidung des Anlegers relevanten Eckpunkte des Investments in knapper und verständlicher Weise zusammenfasst. Das KID überzeugt. Wenige, aber qualitativ hochwertige Informationen vermeiden einen *Information-Overload* und können die

länderübergreifende Vergleichbarkeit von Finanzprodukten vereinfachen. Bei stärkerem Wettbewerb ist zu erwarten, dass die Gebühren (z. B. Agio) der Anbieter unter Druck kommen, wovon insbesondere Anleger profitieren. Es bleibt zu hoffen, dass 2012 das KID Einzug in weitere europäische Gesetzesinitiativen für andere Finanzprodukte finden wird.

Neue Vorschriften für Wertpapierdienstleister

Zum Ende des Jahres veröffentlichte die Kommission einen Entwurf der MiFID II sowie einer MiFIR (Regulation). Nach der MiFID II soll bei einer Anlageberatung der Kunde u. a. darüber aufgeklärt werden, ob die Beratung unabhängig erbracht wird. Ist dies der Fall, darf der Wertpapierdienstleister keinerlei Gebühren oder Provisionen von einer dritten Partei annehmen. Ob dadurch eine Stigmatisierung abhängiger Berater insoweit eintritt, dass sie vom Kunden mit qualitativ schlechteren Dienstleistungen in Verbindung gebracht werden, ist eher unwahrscheinlich. Weil die Honorarberatung bisher nur einen Bruchteil des Beratungsmarktes ausmacht, wird sich ein etwaiger Wettbewerbsnachteil wohl kaum in der Praxis auswirken. Auch die Angst, dass die Kunden keine Beratung mehr in Anspruch nehmen, scheint übertrieben: Gerade in der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise und der damit einhergehenden Angst vor Inflation ist eine (beratungsintensive) Flucht in Sachwerte festzustellen.

Obwohl Deutschland mit dem Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung auf eine Aufzeichnung eines telefonischen Anlageberatungsgesprächs zugunsten eines Anlageberatungsprotokolls verzichtet hat, sieht die MiFID II eine derartige Organisationspflicht bei telefonisch erteilten Wertpapieraufträgen vor. Diese starre Vorgabe ist abzulehnen. Sie verursacht hohe Kosten für die betroffenen Unternehmen und führt im Vergleich zum Beratungsprotokoll zu keinem Mehrwert für die Kunden.



Prof. Dr. Thomas M. J. Möllers, Universität Augsburg

Reduzierung der Regelpublizitätspflichten

Erfreulicherweise werden aber auch einmal überflüssige Informationspflichten abgeschafft: So werden 2012 Unternehmen wohl aufgrund des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes von der in § 10 WpPG geregelten Erstellung des Jährlichen Dokuments befreit. Die Aufgabe des Jährlichen Dokuments geschieht zu Recht, enthält es doch lediglich Informationen, die bereits im laufenden Jahr veröffentlicht wurden.

Eine Entlastung im Hinblick auf die Regelpublizität von Unternehmen steht 2012 auch aufgrund der Richtlinie zur Änderung der Transparenz-RL an. Die Kommission plant die Abschaffung von Quartalsfinanzberichten. Obwohl der Wegfall für alle börsennotierten Unternehmen gilt, soll mit dieser Änderung die Kapitalaufnahme für KMU über einen Börsengang attraktiver werden, weil die Verwaltungskosten sinken. Die Abschaffung ist im Zuge des *Information Overload* am Kapitalmarkt zu begrüßen. Schon jetzt belasten die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten börsennotierte Unternehmen jährlich mit über 1,2 Mrd. €. Auch die Kommission befürchtet durch eine Abschaffung der zwingenden Quartalsberichte keine Gefahr für den Anlegerschutz, weil Unternehmen weiterhin die Halbjahres- und Jahresfinanzberichte zu veröffentlichen haben.

Zudem sieht der Entwurf die Schließung von Lücken bei den Mitteilungspflichten vor.

Während in Deutschland seit dem Anleger-schutz- und Funktionsverbesserungsgesetz *contracts for differences* (z. B. *cash settled equity swaps*) auch unter den Finanzinstrumentebegriff des § 25a WpHG fallen, fehlte eine verbindliche Regelung auf EU-Ebene. Die Erfassung derartiger Kontrakte ist im Entwurf vorgesehen. Sie schafft die notwendige Transparenz bei Unternehmensübernahmen und verhindert das „heimliche Anschleichen“. Während Art. 15 Transparenz-RL lediglich eine angemessene Sanktion bei Verletzung der Mitteilungs-/Veröffentlichungspflicht fordert, enthält der Entwurf einen konkreten Sanktionskatalog. Neben der Aussetzung der Stimmrechte droht einer juristischen Person eine Verwaltungsgeldstrafe von bis zu 10% des jährlichen Gesamtumsatzes im vorangegangenen Geschäftsjahr, natürlichen Personen von bis zu 5 Mio. €. Die drakonischen Strafen wirken abschreckend. Schaeffler hätte nach der Rechtslage des Entwurfs und bei Verstoß gegen die Meldepflichten bis zu 900 Mio. € zahlen müssen.

Aufdeckung systemischer Gefahren

Mit der Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-RL) soll der Private Equity Bereich transparenter werden. Mit ersten nationalen Diskussionsentwürfen wird 2012 zu rechnen sein. Die AIFM-RL etabliert u. a. ein Regelungsregime für Manager von Private Equity Fonds, die bislang nicht unter die OGAW-Richtlinien fallen. Sie sind nach den europäischen Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten verpflichtet und haben Transparenzstandards zu erfüllen. So hat der Fonds einen Jahresbericht zu erstellen und die Aufsichtsbehörde bei Unternehmensbeteiligungen bei Erreichen bestimmter Stimmrechtsgrenzen zu informieren. Regelungsziel der AIFM-RL ist die Vermeidung systemischer Gefahren für die Stabilität der Finanzmärkte. Diese werden aber nicht von Private Equity Fonds verursacht, da sie lediglich auf der Ebene einzelner Unternehmen Fremdkapital einsetzen. Die Transparenzpflichten führen zu hohen Kosten für die Private Equity Branche. An dem eigentlichen Regelungsziel gehen daher die Vorschriften vorbei.

Beteiligungstransparenz zur Geldwäschebekämpfung

Die Transparenz von Beteiligungen an nichtbörsennotierten Unternehmen sucht

Deutschland mit dem Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes zu verbessern. Zukünftig soll ihnen die Ausgabe von Inhaberaktien nur gestattet sein, wenn der Anspruch des Aktionärs auf Einzelverbriefung seiner Aktien in der Satzung ausgeschlossen ist. Zudem wird die Hinterlegung der Sammelurkunde bei einer Wertpapiersammelbank zur Pflicht. Dadurch soll den Behörden über die Verwahrkette die Feststellung der Identität des Aktionärs zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismusfinanzierung ermöglicht werden. Problematisch ist aber, dass die angestrebte Beteiligungstransparenz sowohl bei Inhaber- als auch bei Namensaktien durch Treuhandgestaltungen umgangen werden kann.

Neue Insiderhandels- und Marktmanipulations-VO

Nicht zuletzt soll die geplante Verordnung über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (MAD-VO-E), welche die MAD 2003/6/EG aufheben soll, zu einer Steigerung der Markttransparenz führen. Bisher kannte man nur den Insiderbegriff, der das Unternehmen zur Ad-hoc-Publizität verpflichtet. Künftig wird es einen Insiderbegriff „light“ geben, der keine Ad-hoc-Publizitätspflicht auslöst. Darunter fallen künftig auch solche Informationen über Emittenten, die nicht präzise sind, gleichwohl jedoch von einem verständigen Investor als relevant betrachtet würden. In welchem Umfang dieser Alternative nach der Entscheidung im Vorabentscheidungsverfahren Schrepp noch ein Anwendungsbereich verbleibt, hängt von den Ausführungen des EuGH zu den Anforderungen an die Eintrittswahrscheinlichkeit ab. Bevor die VO verabschiedet wird, sollte folglich der Ausgang des Vorabentscheidungsverfahrens abgewartet werden. Gleichwohl ist die Verordnung im Hinblick auf ihre Klarstellungsfunktion zu begrüßen. Durchführungsvorschriften auf der zweiten und dritten Ebene sind für die praktische Tätigkeit aber unabdingbar. Auch das Mittel der Verordnung ist trotz des Subsidiaritätsgedankens zu begrüßen, weil unmittelbar zwingendes Recht in allen Mitgliedstaaten die einheitliche Anwendung erleichtert. Neben dem MAD-VO-E existiert ein Vorschlag für eine Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation. Insiderhandel und Marktmanipulation sind danach Straftaten, sofern sie vorsätzlich begangen werden. Strafbar ist nach der Richtlinie auch der Versuch sowie

die Anstiftung und Beihilfe. Die Richtlinie verpflichtet die Mitgliedstaaten, die Taten auf wirksame, angemessene und abschreckende Weise zu ahnden. Das Strafrecht als letzte „Bastion“ der Souveränität der Mitgliedstaaten wankte – trotz mangelnder europäischer Kompetenz – bereits vor dem Vertrag von Lissabon. Mit Art. 83 Abs. 2 AEUV liegt nun eine derartige Kompetenz der EU vor. Allerdings muss hiernach die Richtlinie unerlässlich für die wirksame Durchführung der Politik der Union auf dem Gebiet des Insiderhandels und der Marktmanipulation sein. Dafür bleibt die Kommission Ausführungen schuldig. Diese werden aber gerade vom Bundesverfassungsgericht gefordert, wenn es verlangt, dass „nachweisbar feststehen [muss], dass ein gravierendes Vollzugsinteresse tatsächlich besteht“.

Corporate Governance

Mit Spannung dürften 2012 die konkreten Vorschläge in Form eines Weißbuches auf das Grünbuch „Europäischer Corporate Governance-Rahmen“ erwartet werden. Das Grünbuch behandelt Themenbereiche wie die Repräsentation ausländischer Staatsangehöriger im Aufsichtsrat sowie den Anteil von Frauen und den Sachverstand der Aufsichtsräte. Von besonderem Interesse werden die Vorschläge im Hinblick auf die Zusammensetzung und die Aufgaben des Aufsichtsrates sein. Vielleicht werden die Vorschläge auch zu einer Diskussion über die starre paritätische Arbeitnehmermitbestimmung nach dem MitbestG führen, die in dieser Form in Europa einzigartig ist.

Zu einer guten Corporate Governance tragen auch die aktive Überwachung des Unternehmens und das proaktive Engagement der Aktionäre bei. Ein wirksames Mittel stellt hierfür die Beschlusskontrolle dar. Der Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes möchte missbräuchlich nachgeschobene Nichtigkeitsklagen unterbinden, indem diese nach Bekanntmachung der Anfechtungsklage nur innerhalb eines Monats erhoben werden können. Der Regierungsentwurf schließt so eine wichtige Lücke, um Klagen räuberischer Aktionäre zu verhindern. Eine generelle zeitliche Einschränkung für die Erhebung von Nichtigkeitsklagen, wie sie ausnahmsweise § 14 Abs. 1 UmwG bspw. für Verschmelzungsbeschlüsse vorsieht, wäre für die Rechtssicherheit der Unternehmen aber wünschenswerter gewesen. ■