

**Prof. Dr. Thomas M.J. Möllers** ist ordentlicher Professor an der Universität Augsburg und geschäftsführender Direktor des Center for European Legal Studies/ Institut für Europäische Rechtsordnungen (CELOS). Aktuelle deutsche und europäische Gesetze im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts finden sich unter [www.thomas-moellers.eu](http://www.thomas-moellers.eu).



## Nationale Alleingänge in der Finanzkrise

In Reaktion auf die Finanzkrise liegt nun als weiterer Mosaikstein der Kapitalmarktregulierung der „Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts“ (BT-Drucks. 17/3628) vor. Das geplante Gesetz umfasst ein Bündel von Maßnahmen, die sowohl dem individuellen Anlegerschutz als auch dem institutionellen Schutz des Kapitalmarkts dienen sollen.

Gegenüber dem ersten Diskussionsentwurf vom Mai dieses Jahres wurden zwei Vorhaben aufgegeben. Statt Produkte des Grauen Kapitalmarkts stärker zu reglementieren, plant die Bundesregierung (vor allem Wirtschaftsminister Brüderle) nun, den Grauen Kapitalmarkt über das Gewerberecht zu regulieren. Mangels Expertise der Gewerbeaufsicht ist dies wenig überzeugend. Aufgrund der inhaltlichen Nähe des Grauen Kapitalmarkts zum WpHG wäre dagegen die Aufnahme etwa von geschlossenen Fonds in den Katalog der Finanzinstrumente nach § 2 Abs. 2b WpHG sachgerechter.

Im Gegensatz zu der zögerlichen Regulierung des Grauen Kapitalmarkts zeigte der deutsche Gesetzgeber bei der Regulierung von Leerverkäufen übertriebenen Aktionismus. Das zum Schutz der Funktionsfähigkeit der Märkte ursprünglich im Diskussionsentwurf geplante Verbot ungedeckter Leerverkäufe wurde durch das „Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte“ vorgezogen (BGBl. I 2010/38, 945 – s. [thomas-moellers.eu](http://www.thomas-moellers.eu)). Aus einer ex-post-Betrachtung wäre freilich die zunächst vorgesehene Regulierung von Leerverkäufen über das jetzige Gesetz der elegantere Weg gewesen. Die im September 2010 vorgelegten europäischen Verordnungsentwürfe finden keine Berücksichtigung mehr. Das WpHG wird erneut geändert werden müssen.

Im Gesetz verblieben sind vier voneinander unabhängige Regulierungsvorhaben, die grundsätzlich begrüßenswert sind.

Zunächst sieht das geplante Gesetz verschärfte Bußgeldvorschriften im Falle einer *Falschberatung* vor. Das Bußgeld verhängt die BaFin. Diese sinnvolle Sanktionierung soll Anlageberater davon abhalten, Kunden falsch zu beraten oder über Provisionen zu täuschen. In diesem Zusammenhang ist auch der Aufbau einer Datenbank zu nennen, in der künftig alle Mitarbeiter in der Anlageberatung, Vertriebsverantwortliche und Compliance-Beauftragte bei der BaFin registriert werden. Ob die BaFin wirklich in der Lage ist, zusammen mit den Prüfern nach § 36 WpHG etwa 300 000 Anlageberater zu überwachen, wird sich noch zeigen. Ebenso offen ist die Frage, ob Anwälte nach dem Informationsfreiheitsgesetz (IFG) auf Akten der BaFin zugreifen können.

Darüber hinaus soll der Anlegerschutz gestärkt werden, indem zukünftig ein kurzes Informationsblatt den Kunden über die jeweiligen Charakteristika von Finanzprodukten aufklärt. Vor dem Hintergrund der häufig komplexen und für Anleger nicht immer verständlichen Produkte und Risiken (Stichwort: Lehman Brothers Zertifikate) erscheint ein solcher *Beipackzettel* durchaus sinnvoll. Dennoch ist unverständlich, warum der deutsche Gesetzgeber hier abermals europäische Gesetzesinitiativen vorwegnimmt. So sieht beispielsweise die OGAW-Richtlinie in Art. 78 für Investmentfonds das sog. Key Investor Information Dokument vor. Auch die neue Prospekt-Richtlinie und die Entwürfe für eine Produktinformation bei Anlageprodukten für Privatanleger (PRIIP) verlangen eine Kurzzusammenfassung. Um zu verhindern,

dass Informationspflichten nicht aufeinander abgestimmt sind und ausufernd (Information Overload), ist ein koordiniertes Verhalten mit den europäischen Initiativen dringend erforderlich.

Die erheblichen Lücken in der Beteiligungstransparenz des WpHG verdeutlichte das Anschleichen an Unternehmen, wie beispielsweise die geplanten Übernahmen von VW durch Porsche und Continental durch Schäffler. Zu den bestehenden In-

formationspflichten der Meldepflichten aus Aktien (§ 21f. WpHG) und Finanzinstrumenten mit Realerfüllung (§ 25 WpHG) soll nun ein neuer § 25a WpHG eingeführt werden. Dieser ist bewusst sehr offen formuliert, um möglichst alle Finanzkonstruktionen zu erfassen (insb. die sog. Cash-Settled-Equity-Swaps). Diese an sich begrüßenswerte Vorgehensweise muss sich in Hinblick auf den weiten Anwendungsbereich die Frage des Bestimmtheitsgebots gefallen lassen. Zudem ist das angesetzte Strafmaß in Höhe von 500 000 € zu niedrig, um angesichts der potenziellen Gewinne bei einer feindlichen Übernahme ein Abschreckungspotenzial zu entfalten.

Schließlich wird in dem geplanten Gesetz eine Mindesthaltefrist von zwei Jahren für Anteile an *offenen Immobilienfonds* eingeführt. Diese soll gewährleisten, dass Fonds nicht – wie im Laufe der Finanzmarktkrise geschehen – aufgrund konstruktionsbedingter Liquiditätsengpässe schließen müssen. Um das Dilemma der Transformation kurzfristigen Kapitals in langfristige Immobilien zu überwinden, kämen alternativ auch Mindestliquiditätsvorschriften in Betracht.

Insgesamt lässt sich festhalten: Die zahlreichen Initiativen des deutschen Gesetzgebers zur Vorbeugung einer neuen Finanzkrise sind überwiegend gut – ein stärkeres Abstimmen auf europäischer und internationaler Ebene wäre noch besser.

*Die zahlreichen Initiativen des deutschen Gesetzgebers zur Vorbeugung einer neuen Finanzkrise sind überwiegend gut – ein stärkeres Abstimmen auf europäischer und internationaler Ebene wäre noch besser*