

Kosten der Anleihe- und Aktienemission sind für den Anleger keine Gebühren

Eine Berücksichtigung der Emissionskosten kapitalmarktorientierter Unternehmen in einer Gesamtkostenquote ist nicht sachgemäß

Zusammenfassung

Nach Art. 24 MiFID II soll der Anleger in der Wertpapierberatung über alle Kosten und Gebühren informiert werden, die mit einer Wertpapieranlage verbunden sind. Zweck dieser Maßnahme ist zweierlei. Zum einen soll der Anleger darüber aufgeklärt werden, wie viel der investierten Mittel tatsächlich in dem entsprechenden Wertpapier angelegt werden. Zum zweiten soll Transparenz über die Kosten hergestellt werden, die von der Investitionssumme für den Handel, für die Verwaltung des Vermögens und für den Vertrieb abgezogen werden.

Für diesen Kostenausweis wird auch diskutiert, inwiefern Emissionskosten kapitalmarktorientierter Unternehmen zu berücksichtigen sind, die bei der Begebung von Anleihen oder Aktien zur Finanzierung des operativen Geschäfts anfallen. Als Beispiele werden Kosten für Corporate Actions genannt, d.h. für Kapitalmaßnahmen, Dividendenausschüttungen usw.

Aus folgenden Gründen hält das Deutsche Aktieninstitut es für nicht sachgerecht und irreführend, die Emissionskosten der kapitalmarktorientierten Unternehmen beim Vertrieb von Aktien und Anleihen zu berücksichtigen:

- Für den Kauf von bereits emittierten Aktien oder Anleihen ergibt die Angabe keinen Sinn, denn in diesem Fall lassen sich Emissionskosten überhaupt nicht zuordnen und dem Emittenten fließen keine neuen Mittel zu. Die beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren anfallenden Gebühren und Provisionen haben mit dem Emittenten nichts zu tun.
- Aber auch für neu zu emittierende Papiere ist die Angabe der Emissionskosten irreführend. Die Emissionskosten werden – wie alle anderen Finanzierungskosten – vom Unternehmen getragen und nicht dem Anleger in Rechnung gestellt. Sie reduzieren daher – anders als beispielsweise bei einem Investmentfonds – nicht das Anlagevermögen.
- Zudem sind die Emissionskosten als Teil der Gesamtkosten des Unternehmens bereits in die Bewertung des Wertpapiers im Zeichnungsprozess eingeflossen. Ausschlaggebend für die Bewertung der Aktie ist aber nicht nur die Kostenseite – entscheidend ist vielmehr die gesamte aktuelle und künftige Kosten- und Ertragssituation des Emittenten. Daran wird deutlich, dass nicht die Emissionskosten, sondern die Gesamtschau der Kosten und Erträge eines Unternehmens dessen Ergebnis bzw. Rendite beeinflusst. Diese Kosten- und Ertragssituation, die eine Bewertung von Wertpapieren ermöglicht, wird über die Rechnungs-

legung und weitere Informationspflichten (z.B. Jahresabschlüsse, Ad-hoc-Publizität) transparent gemacht.

- Schließlich ist die Aufschlüsselung von Emissionskosten kapitalmarkt-orientierter Unternehmen nicht nur unsachgemäß, sondern verteuert auch den Vertrieb von Aktien/Anleihen. Der Trend, dass sich Banken aufgrund des zunehmenden regulatorischen Aufwands aus der Wertpapierberatung zurückziehen, würde verstärkt. Damit fallen wichtige „Botschafter“ für Aktien und Anleihen aus, was der Kapitalmarktkultur in Deutschland weiteren Schäden zufügen würde.

Begründung im Detail

1.1 Wortlaut des Art. 24 Abs. 3 d) MiFID

Bereits nach dem Wortlaut ist eine Anwendung auf „Industrieemittenten“ ausgeschlossen.

Nach Art. 24 Abs. 3 d) sollen Kosten und Gebühren für Wertpapierdienstleistungen und entsprechende Nebendienstleistungen offengelegt werden. Da typische „Industrieemittenten“, d.h. kapitalmarktorientierte Unternehmen, die u.a. über Aktien und Anleihen ihr operatives Geschäft finanzieren, keine Wertpapierdienstleistungen anbieten, sind sie grundsätzlich nicht erfasst.

Art. 24 Abs. 3 d) nimmt zudem nur eine Ergänzung für solche Kosten von Finanzinstrumenten vor, für die der Anleger direkt aufzukommen hat. Das ergibt sich aus dem Wortlaut, der auf relevante Kosten abstellt. Die Relevanz wird davon abhängig gemacht, ob der Anleger mit diesen Kosten belastet wird (*“Where relevant, the cost of the financial instrument [...] and how the client may pay for it, also encompassing any third party payments”*).

Kapitalmarktorientierte Unternehmen legen ihre Emissionskosten nicht auf den Anleger um. Das Unternehmen trägt sie selbst und stellt sie nicht dem Anleger, bspw. im Rahmen von Managementgebühren oder Strukturierungskosten, in Rechnung.

Im Zusammenhang mit den oben bereits angesprochenen Corporate Actions wird dies auch von der niederländischen Aufsichtsbehörde AFM in dem Papier zu „Costs of Investment Services“ betont. Zu Recht stellt daher die AFM lediglich auf Kosten ab, die von Wertpapierdienstleistungsunternehmen in Rechnung gestellt werden (*“Costs that are charged by the investment firm or custodian for processing payments resulting from corporate actions such as payments of dividends and bond coupons”*).

1.2 Sinn und Zweck der Vorschrift

Ein Ziel der MiFID ist der Anlegerschutz. Art. 24 Abs. 3 d) ist in diesem Kontext zu verstehen. Er regelt, dass solche Kosten aufzudecken sind, die das vom Anleger investierte Vermögen reduzieren können bzw. zusätzlich vom Anleger verlangt werden, nachdem ein Investment getätigt wurde.

Darunter fallen grundsätzlich keine Kosten des Emittenten. Auch mittelbar schmälern die Emittentenkosten nicht das angelegte Vermögen oder das Renditepotenzial. Die beispielsweise mit einer Kapitalerhöhung verbundenen Kosten werden im Wertpapierprospekt ausgewiesen. Bei Bewertung des Wertpapiers, also vor dessen Erwerb, sind diese Kosten transparent und schlagen sich als Teil der gesamten Kosten- und Ertragssituation bereits in der Bewertung bei Ausgabe (bzw. später im Börsenpreis) nieder.

Bei der Erstellung von Wertpapierprospekten ist dieser Zusammenhang längst anerkannt. Nach Anhang III und V 5.3.1 der aktuellen Prospektverordnung im Zusammenhang mit Art. 2 Abs. 2 s) iii) Prospektrichtlinie sollen ebenfalls die Kosten ausgewiesen werden, die „dem Anleger in Rechnung“ gestellt werden. Dies soll dem Anlegerschutz dienen. Allerdings hat in keinem uns bekannten Fall ein „Industriemittent“ hier eine Angabe gemacht bzw. machen müssen. Jetzt unter der MiFID eine Offenlegung bzw. Berücksichtigung dieser Kosten zu fordern, würde folglich den Angaben in den Wertpapierprospekten widersprechen.

Bei Zertifikatemittentem oder Anbietern von Investmentfonds ist dies anders, wenn diese dem Anleger eine Emittentemarge (bspw. für die Kosten der Strukturierung des Wertpapiers) oder eine „Management Fee“ für die Verwaltung des Vermögens in Rechnung stellen.

1.3 Aktienanleger

In der spezifischen Situation des Aktienanlegers führen auch weitere Überlegungen zum Ausschluss der Emittentenkosten von der Kostentransparenz.

Die Emissionskosten sind Betriebsausgaben, die zusammen mit allen anderen Kosten des Unternehmens das Unternehmensergebnis beeinflussen. Sie sind damit keine Kosten, die für sich genommen Rückschlüsse auf die Rendite des Investments zulassen. Wie sich die Rendite einer Aktie entwickelt, hängt von dem Geschäftsmodell des Unternehmens ab. Um das Renditepotenzial einschätzen zu können, stehen daher Regelberichte wie der Geschäftsbericht oder Zwischenberichte zur Verfügung. Nur diese lassen eine Gesamtbetrachtung der aktuellen und künftigen Kosten- und Ertragssituation des Unternehmens zu, weshalb in diesen Emissionskosten auch bereits nach Rechnungslegungsgrundsätzen Eingang finden.

Die Emissionskosten beeinflussen, zusammen mit den übrigen Kosten und Erträgen, die Bewertung der Aktie auch schon vor ihrem Erwerb durch den Aktionär. Wenn er sie erwirbt, sind diese Posten bereits im Börsenwert der Aktie eingepreist und führen zu keiner nachträglichen Reduzierung des investierten Vermögens oder Verringerung der Rendite.

1.4 Anleihegläubiger

Der Anleger kann die Anleihe zu einem vorher festgelegten Preis erwerben und kennt über den Nominalwert auch den Betrag, der am Laufzeitende vom Unternehmen zurückgezahlt wird. Weder schmälern die Emissionskosten diesen Anlagebetrag in irgendeiner Weise, noch ändern sie den zuvor festgelegten Zins für die Anleihe. Der Zins orientiert sich vielmehr an der Bonität, d.h. der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten, weshalb das Gesamtunternehmensergebnis nur eine untergeordnete Rolle spielt.

1.5 Verständlichkeit der Kostenübersicht

Eine Kostenübersicht wäre bei Aufnahme solcher Kosten in eine Gesamtkostenquote für den Anleger auch nicht mehr verständlich.

Gemäß Art. 24 Abs. 3 Satz 2 soll der Anleger aufgrund einer aggregierten Kostenübersicht die Gesamtkosten und ihren Effekt auf seine Rendite erkennen können („The Informationen [...] shall be aggregated to allow the client **to understand the overall cost as well as the cumulative effect on return of the investment**“). In Kombination mit der Einschränkung der relevanten Kosten auf solche, für die der Anleger zu zahlen hat (s. oben), und den zuvor zur Aktie und zur Anleihe ausgeführten Argumenten, ist eine Berücksichtigung der Emissionskosten kapitalmarktorientierter Unternehmen nicht zielführend.

Im Gegenteil wäre ihre Aufnahme sogar zweckwidrig, da sie dem Anleger einen völlig falschen Eindruck vermitteln würde. Wie oben schon erwähnt sind es keine Einzelkosten, sondern die Betrachtung der gesamten Kosten- und Ertragssituation, die die Rendite eines Unternehmens bestimmen. Stünden daher die Emittentenkosten, die zudem das Anlagevermögen nicht reduzieren, neben Kosten, die genau das tun, würde der Anleger davon ausgehen müssen, dass sie alle den gleichen Einfluss auf sein Investment haben. Dies ist aber falsch.

Hierbei ist sich beispielhaft vorzustellen, dass bei einer Beratung zum Kauf einer Aktie Kosten einer Kapitalerhöhung genannt würden, die bereits mehrere Jahre zurückliegt. Der Anleger würde automatisch annehmen, dass diese Kosten immer noch Einfluss auf sein investiertes Kapital nehmen, obwohl sie für die aktuelle Bewertung am Kapitalmarkt und die Renditechancen bedeutungslos sind.

1.6 Fazit

Insgesamt ist es weder zielführend noch aus Gründen des Anlegerschutzes zweckmäßig, Emissionskosten kapitalmarktorientierter Unternehmen in den Anwendungsbereich des Art. 24 Abs. 3 d) MiFID II einzubeziehen. Dies ist weder aus dem Wortlaut noch dem Sinn und Zweck der MiFID und der spezifischen Vorschrift abzuleiten. Außerdem ergibt es ökonomisch keinen Sinn und würde dem Prospektregime entgegenstehen.

Kontakt

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Telefon + 49 69 92915 – 20
kuhn@dai.de

Holger Lehnen
Referent Corporate Governance
und Gesellschaftsrecht
Telefon + 49 69 92915 – 27
lehnen@dai.de

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Fax + 49 69 92915 - 12
www.dai.de

