

**Konsultation des BMF der Entwürfe der
überarbeiteten WpDVerOV und
der Dritten VO zur Änderung der WpAIV**

Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts zu den überarbeiteten Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen und der Dritten Verordnung zur Änderung der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung

30. Mai 2017

1 Anmerkung zu Änderungen der WpDVerVO

1.1 § 4 WpDVerOV-E: Möglichkeit der Bereitstellung standardisierter Informationsblätter nicht konterkarieren

Die Anforderungen in § 4 WpDVerOV-E dürfen nicht die mit dem zweiten Finanzmarktnovellierungsgesetz geschaffene Möglichkeit zur Bereitstellung eines standardisierten Informationsblattes konterkarieren (§ 64 Abs. 2 Satz 3 WpHG). Im Verordnungstext ist dies eindeutig geregelt, da ausschließlich auf Produktinformationsblätter nach § 64 Abs. 2 Satz 1 WpHG abgestellt wird (s. § 1 Abs. 2 lit. b und § 4 Abs. 1 WpDVerOV-E). In der Begründung wird hingegen auf den gesamten § 64 Abs. 2 WpHG abgestellt. Daher muss auch in der Begründung der ausschließliche Anwendungsbereich auf § 64 Abs. 2 Satz 1 WpHG beschränkt werden.

Die Einbeziehung des standardisierten Informationsblattes unter die Anforderungen in § 4 WpDVerOV-E würde der Gesetzesbegründung zu § 64 Abs. 2 Satz 3 WpHG widersprechen, der zufolge „Inhalt und Aufbau des standardisierten Informationsblattes einschließlich der im Blatt verwendeten Formulierungen [...] in einer Arbeitsgruppe unter Leitung des Bundesministeriums der Finanzen abgestimmt werden“ sollen. Der jetzige Verordnungsentwurf würde den Gestaltungsspielraum dieser Arbeitsgruppe deutlich einengen, was dem Willen des Gesetzgebers widerspricht.

Als kritisch sehen wir insbesondere die Anforderung, dass in dem Informationsblatt der Zielmarkt bestimmt werden soll. Entsprechende Standardisierungsbemühungen seitens der Marktteilnehmer deuten bereits jetzt darauf hin, dass die Zielmarktbestimmung sehr viele Komponenten enthält, mit der die Komplexität der Erstellung des Informationsblattes deutlich steigen würde. Dabei ist ebenfalls fraglich, ob der Kunden einen entsprechenden Informationsmehrwert erhält. Außerdem ist nicht zu erwarten, dass die Beschränkung des Informationsblattes für Aktien auf zwei Seiten ausreicht, um dieser Komplexität Rechnung zu tragen.

Daher ist zu befürchten, dass insbesondere die Einbeziehung der Zielmarktbestimmung die Bemühungen des Gesetzgebers konterkariert, mit dem standardisierten Informationsblatt Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu entlasten. Die mit der Einführung des standardisierten Informationsblattes verbundenen politischen Bemühungen, die Aktienkultur in Deutschland zu stärken, wären vergebens.

Schließlich möchten wir darauf hinweisen, dass die Zeitpunkte für das Inkrafttreten der Regeln für das standardisierte Informationsblatt und für die produkt-spezifischen Informationsblätter für Einzelaktien auseinanderfallen (Mitte versus Anfang 2018). Es ist damit zu befürchten, dass viele Institute auf die Anfertigung bzw. Anschaffung der produktspezifischen Produktinformationsblätter verzichten werden, da ja Mitte 2018 das standardisierte Produktinformationsblatt möglich ist. Vor allem dann, wenn die Anforderungen an die produktspezifischen Informationsblätter die Bestimmung des Zielmarktes umfassen. Konsequenz wird sein, dass ab Anfang 2018 für viele Einzelaktien aufgrund der Komplexität zur Bestimmung des Zielmarktes zu wenige produktspezifischen Informationsblätter zur Verfügung stehen werden. Das standardisierte Informationsblatt ist aber erst ab Mitte 2018 möglich. Eine Beratung in Einzelaktien auf einer diversifizierten Basis (d.h. Einzeltitel unterschiedlicher Branchen, Regionen und Größen umfassend) wird damit ab Anfang 2018 u.U. nur eingeschränkt möglich sein. Damit die Beratung in Einzelaktien auch nach Anfang 2018 im bisherigen Umfang möglich ist, sollte daher bei den produktspezifischen Informationsblättern für Aktien, die an organisierten Märkten gehandelt werden, auf die Bestimmung des Zielmarktes verzichtet werden. Zumindest sollte eine Übergangsfrist bis Mitte 2018 gewährt werden.

2 Anmerkung zu Änderungen der WpAIV

2.1 § 6 WpAIV-E: Berechtigte Interessen für eine verzögerte Veröffentlichung

Aus Sicht der börsennotierten Unternehmen bildet die WpAIV eine wichtige Grundlage für die Bewertung praktischer Fälle im Bereich der Ad-hoc-Publizität. Eine besonders hohe Bedeutung haben dabei die Regelungen zur Selbstbefreiung nach Artikel 17 Absatz 4 der EU-Marktmissbrauchsverordnung. Daher möchten wir die Gelegenheit zur Stellungnahme zu nutzen, um den Wortlaut von § 6 WpAIV-E anzusprechen. Dieser soll nunmehr lauten:

*„Berechtigte Interessen, die nach **Artikel 17 Absatz 4 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 § 15 Abs. 3 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes** von der Pflicht zur sofortigen Veröffentlichung nach **Artikel 17 Absatz 1 und 2 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 § 15 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes** befreien können, liegen vor, wenn die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung der Information die Interessen des Kapitalmarktes an einer vollständigen und zeitnahen Veröffentlichung überwiegen. Dies kann insbesondere dann der Fall sein, wenn*

1. *das Ergebnis oder der Gang laufender Verhandlungen über Geschäftsinhalte, die geeignet wären, im Fall ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, von der Veröffentlichung wahrscheinlich ~~erheblich~~ beeinträchtigt würden und eine Veröffentlichung die Interessen der Anleger ~~ernsthaft~~ **erheblich** gefährden würde, oder*
2. *durch das Geschäftsführungsorgan des Emittenten abgeschlossene Verträge oder andere getroffene Entscheidungen zusammen mit der Ankündigung bekannt gegeben werden müssten, dass die für die Wirksamkeit der Maßnahme erforderliche Zustimmung eines anderen Organs des Emittenten noch aussteht, und dies die sachgerechte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde, **wenn der Emittent dafür gesorgt hat, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird.***

Unser Verständnis ist dabei,

- dass das Regelbeispiel 1 das Beispiel 8.a) aus der ESMA-Guideline (Gefährdung von Verhandlungsergebnissen durch die zu frühe Veröffentlichung von Informationen, typischerweise M&A-Situation) und

- dass das Regelbeispiel 2 das Beispiel 8.c) aus der ESMA-Guideline (gestreckte Entscheidungen unter Zustimmungsvorbehalt eines weiteren Organs des Emittenten)

übernehmen soll.

Zu Nr. 1

Weder die ESMA noch der entsprechende Erwägungsgrund (50) der EU-Marktmissbrauchsverordnung verlangen als (zweite) Bedingung, dass die „Veröffentlichung die Interessen der Anleger erheblich gefährden würde“. Dieser Zusatz wird lediglich für den seltenen Fall der Existenzgefährdung des Emittenten explizit erwähnt (siehe Regelbeispiel 8.b. aus den „MAR-Leitlinien –Auschub der Offenlegung von Insiderinformationen“ der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA vom 20.10.2016 sowie ebenfalls Erwägungsgrund (50) der EU-Marktmissbrauchsverordnung).

Zwar sind wir uns bewusst, dass der Wortlaut an dieser Stelle im Vergleich zur ursprünglichen, noch unter der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie geltenden Fassung und zum noch gültigen Emittentenleitfaden nahezu unverändert bleibt. Wir vertrauen daher darauf, dass sich an der bisherigen Verwaltungspraxis nichts ändern wird. Gleichwohl fragen wir uns, ob die Neufassung der WpAIV nicht dazu genutzt werden könnte, die zweite Bedingung zu streichen, zumal damit Zweifelsfragen hinsichtlich der Auslegung – insbesondere im Verhältnis zu den ESMA-Guidelines – behoben werden könnten.

Zu Nr. 2

Die Ergänzung „wenn der Emittent dafür gesorgt hat, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird“ in § 6 Nr. 2 WpAIV-E überträgt den Wortlaut der vorgenannten einschlägigen ESMA-Leitlinie Nr. 8c) zu den Selbstbefreiungsgründen ins deutsche Recht. Man kann argumentieren, dass diese ESMA-Guideline über die Mindestvorgaben der EU-Marktmissbrauchsverordnung hinaus geht. Diese erkennt nämlich „gestufte Entscheidungsprozesse“ als eines der Regelbeispiele für die Selbstbefreiung im berechtigten Interesse ohne weitere Einschränkung an. Wörtlich lautet Erwägungsgrund (50) der EU-Marktmissbrauchsverordnung, auf den auch die Begründung rekuriert: „Für die Zwecke der Anwendung der Anforderungen betreffend der Offenlegung von Insiderinformationen und des Aufschiebs dieser Offenlegung dieser Verordnung können sich die berechtigten Interessen insbesondere auf folgende nicht erschöpfende Fallbeispiele beziehen: ... b) vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge, die der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden, sofern die Struktur eines solchen Emittenten die Trennung zwischen diesen Organen vorsieht und eine Bekanntgabe der Informationen vor der Zustimmung zusammen

mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden würde.“

Aus unserer Sicht könnte daher der Zusatz entfallen, da er nicht in der EU-Marktmisbrauchsverordnung angelegt ist und damit stärker betont würde, dass die mit der WpAIV bezweckte Markt- und Aufsichtspraxis im Vergleich zum Status Quo nicht verändert werden soll.

Kontakt

Dr. Gerrit Fey
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915 - 41
Telefax + 49 69 92915 - 12
fey@dai.de
www.dai.de

Dr. Norbert Kuhn
Leiter Unternehmensfinanzierung
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Niederuau 13-19
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-20
Fax + 49 69 92915-12
kuhn@dai.de
www.dai.de

Dr. Claudia Royé
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915- 40
Fax + 49 69 92915-12
roye@dai.de
www.dai.de