

Ausblick auf die kommende Transparenzrichtlinie

Ziel des sogenannten europäischen Transparenzregimes¹⁾ ist es, durch gleichwertige Transparenz für Emittenten von Wertpapieren und Anlegern in der gesamten EU ein hohes Maß an Anlegervertrauen sicherzustellen. Zu diesem Zweck, regelte die abgeänderte Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem regulierten Markt zugelassen sind (Transparenzrichtlinie 2004)²⁾ neben der periodischen (Finanz-)Publizität die sogenannte Beteiligungstransparenz. Demnach sind die Emittenten von an geregelten Märkten gehandelten Wertpapieren einerseits verpflichtet, regelmäßige Finanzinformationen über die Ergebnisse des Emittenten im Laufe des Geschäftsjahres mitzuteilen. Andererseits sind Emittenten beziehungsweise Marktteilnehmer zugleich dazu angehalten, entsprechende Informationen über gehaltene bedeutsame Stimmrechtsanteile zu veröffentlichen.³⁾

Nach dem Ansatz der Mindestharmonisierung konzipiert

Das nach dem Ansatz der Mindestharmonisierung konzipierte Regelwerk der Transparenzrichtlinie 2004 gestattete den Mitgliedstaaten bislang zumindest strengere als in der Richtlinie vorgesehene Regelungen innerstaatlich einzuführen (sogenanntes Gold-Plating). Tatsächlich haben im Anschluss an ihr Inkrafttreten sämtliche Mitgliedstaaten von dieser Möglichkeit umfassend, nach Auffassung der Kommission in einigen Regelungsbereichen der Richtlinie sogar, „exzessiv sowie in marktabschottender Weise“ Gebrauch gemacht.⁴⁾

In anderen Regelungsbereichen, insbesondere bei der Sanktionierung von Verstößen

gegen die Vorgaben zur Beteiligungstransparenz, haben die planmäßigen und sektorübergreifenden Bestandsaufnahmen dagegen festgestellt, dass die innerstaatlichen Aufsichtsbehörden ihre Aufgaben mit den vorhandenen „schwachen, von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat höchst unterschiedlichen Sanktionen [...] nicht erfüllen [können]“.⁵⁾ Aus Sicht der Kommission war damit nicht nur eine disparate Umsetzung, sondern insgesamt die Andeutung eines zu niedrigen Einhaltungsniveaus erwiesen.

Mit der am 26. November 2013 in Kraft getretenen Richtlinie zur Änderung der Transparenzrichtlinie („Änderungsrichtlinie“)⁶⁾ versucht die EU den festgestellten (unter anderem auch nationalen) Unzulänglichkeiten des europäischen Transparenzregimes Einhalt zu gebieten. Das innerhalb von 24 Monaten umzusetzende Regelwerk spiegelt dabei die neue Tendenz zur Maximalharmonisierung im Bereich des europäischen Kapital- und Finanz-

dienstleistungsbinnenmarktes⁷⁾ wider und führt damit zu einer Vielzahl von Neuerungen auf die sich deutsche Emittenten und andere stimmrechtsmitteilungspflichtige Marktteilnehmer einstellen sollten.

Schwerpunkte der Änderungsrichtlinie

Reform der Finanzberichterstattung: Im Bereich der periodischen Finanzberichterstattung ist insbesondere die Abschaffung der Zwischenmitteilungspflicht für diejenigen Aktienemittenten hervorzuheben, die nicht bereits einen Quartalsfinanzbericht erstellen. Im Rahmen ihrer Erwägungen⁸⁾ hatte die Kommission diesbezüglich insbesondere auf den unverhältnismäßigen Verwaltungsaufwand dieser Berichtspflicht abgestellt, der den Bestandsaufnahmen zufolge auch einen nicht zu rechtfertigenden Anreiz zur kurzfristigen Ertragsmaximierung statt auf nachhaltige Investitionen setze.⁹⁾ Darüber hinaus ist eine solche Zwischenmitteilung auch nach richtiger Ansicht der Kommission für einen effektiven Anlegerschutz nicht notwendig.

Die Neuregelung ist insgesamt zu begrüßen, da die hiervon im Wesentlichen betroffenen kleinen und mittleren Unternehmen¹⁰⁾, deren Wertpapiere an geregelten Märkten gehandelt werden, damit der Weg zum Kapitalmarkt deutlich erleichtert werden dürfte.¹¹⁾ Zu beachten ist, dass während die Änderungsrichtlinie in diesem Bereich grundsätzlich die Vollharmonisierung vorschreibt, Finanzinstitute als auch solche Unternehmen und Sachverhalte bei denen die kumulativen Voraussetzungen des Art. 3 Abs. 1 a der Änderungsrichtlinie vorliegen¹²⁾, von der Regelung ausgenommen bleiben.

Reform der Beteiligungstransparenz: Die Neuerungen der Änderungsrichtlinie lie-

Jochen Kindermann, Partner, und Johannes Bast, Rechtsreferendar, beide Simmons & Simmons, Düsseldorf/Frankfurt am Main

Mit der Überarbeitung der Transparenzrichtlinie deutet sich neben einer Erleichterung durch Wegfall der Zwischenberichts-pflichten und geänderten Anforderungen bei der Stimmrechtsmitteilung insbesondere eine härtere Sanktionierung bei Verstößen gegen Transparenzvorgaben an. Im schlechtesten Fall, so erläutern die Autoren, könnten bei Verletzungen von Transparenzpflichten neben dem Reputationsrisiko aus einer Bestrafung durch „Naming and Shaming“ sogar signifikante wirtschaftliche Schwierigkeiten drohen, wenn der Maximalrahmen von fünf Prozent des konzernweiten Umsatzanteils zugrunde gelegt würde. (Red.)

gen schwerpunktmäßig im Bereich der Beteiligungstransparenz und führen im Ergebnis zu einer erheblichen Einschränkung der einzelstaatlichen Auswüchse des Gold-Plating, das fortan und entsprechend Art. 3 Abs. 1 Unterabs. 1 der Änderungsrichtlinie nur noch in sehr begrenztem Umfang¹³⁾ möglich sein wird.

Anpassungsbedarf im deutschen Regelwerk?

Bedeutend ist in diesem Zusammenhang zunächst die mit der Änderungsrichtlinie einhergehende Erweiterung des sachlichen Anwendungsbereichs der Transparenzvorgaben für bedeutende Stimmrechtsanteile und deren Meldung. Die Disparität der Begrifflichkeit des Finanzinstruments wird nunmehr nach dem Konzept der Maximalharmonisierung vereinheitlicht und hat – zumindest aufgrund der in der Änderungsrichtlinie verwendeten Terminologie – das Potenzial auch einen Anpassungsbedarf im deutschen Regelwerk hervorzuheben.

Wie bereits durch die Transparenzrichtlinie 2004 normiert, unterwirft zwar auch die Änderungsrichtlinie das aus einer rechtlich bindenden Vereinbarung erwachsende Recht auf Aktienerwerb den Meldepflichten.¹⁴⁾ Darüber hinaus erstreckt Art. 13 Abs. 1 lit b. der Änderungsrichtlinie den von der Meldepflicht erfassten Begriff des Finanzinstruments nunmehr auf solche Finanzinstrumente, die unabhängig von einem Anspruch auf physische Abwicklung eine dem Halten von Aktien oder Aktienbezugsrechten vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben.¹⁵⁾

Erheblicher Aufwand durch die Aggregation der Meldungen

Wann genau eine solche vergleichbare wirtschaftliche Wirkung vorliegt, ist damit jedoch nicht abschließend geklärt. Die unter Art. 13 Abs. 1 der Änderungsrichtlinie beigefügte nicht abschließende Aufzählung von Regelbeispielen dient zwar allenfalls dazu, den Tatbestand zu exemplifizieren, definiert diesen jedoch nicht und befreit insbesondere nicht von den Voraussetzungen der einzelnen Tatbestandsmerkmale.¹⁶⁾ Es bleibt somit abzuwarten, ob die Verwaltungspraxis der BaFin¹⁷⁾ (insbesondere nach dem Emittentenleitfaden) eine anpassungsbedürftige überschießende nationale Regelung dar-

stellt, die dem Grundsatz der Maximalharmonisierung in Zukunft weichen muss. Gleiches gilt auch für die Referenz auf den Begriff des Finanzinstruments in Art. 13 der Änderungsrichtlinie fraglich erscheint, ob die heute im WpHG erfassten „sonstigen Instrumente“ außen vor bleiben und folglich zum Beispiel Aktienlieferungen im Zusammenhang mit Pensionsgeschäften oder Wertpapierleihegeschäfte zukünftig nicht mehr erfasst werden.

Ein erheblicher technischer Anpassungsbedarf dürfte sich auch durch die Aggregation der Meldungen nach den §§ 25, 25a WpHG ergeben, die aus Art. 13 der Änderungsrichtlinie resultiert und die heutige Meldung nach § 25 WpHG ersetzt. Daneben bleibt es im Wesentlichen bei der Meldung gemäß des heutigen § 25a WpHG.

Harmonisierung des europäischen Sanktionsregimes: Während sich der Handlungsbedarf für den deutschen Gesetzgeber in den bereits aufgezeigten Bereichen – zumindest im Vergleich zu anderen Mitgliedstaaten – noch im überschaubaren Rahmen hält, sprengt die mit der Änderungsrichtlinie einhergehende Revision des Sanktionssystems den bisher geltenden Rahmen des WpHG.

Hintergrund – Mindestharmonisierung: In der Vergangenheit wurde die Ausgestaltung konkreter Sanktionen den Mitgliedstaaten durch die vielfache Verwendung von sogenannten Generalklauseln überlassen. So forderte Art. 28 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie 2004 für Verstöße bislang lediglich „geeignete Verwaltungsmaßnahmen... [die] wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind“.¹⁸⁾ Zwar bieten solche Generalklauseln einen allgemeinen Anhaltspunkt für die Qualifikation der Gesamtheit der Sanktionen, im Ergebnis werden diese jedoch weder nach Art oder Ausmaß konkretisiert und lassen einen erheblichen einzelstaatlichen Spielraum offen. Wenig überraschend führten diese nur schemenhaften Vorgaben in Folge der Transparenzrichtlinie 2004 zu einer im besten Fall als uneinheitlich¹⁹⁾ zu bezeichnenden Ahndung und Vorbeugung richtlinienrelevanter Verstöße.

Kritik der Kommission und Vereinheitlichung des Sanktionsregimes: In diesem Zusammenhang bemängelte die Kommission insbesondere die stark variierenden

Mindest- und Höchstbeträge, die in den jeweiligen nationalen Rechtsvorschriften für Geldstrafen vorgesehen sind. Während die Aufsicht (FSA) im Vereinigten Königreich Verstöße gegen Stimmrechtsmitteilungen mit Bußgeldern in unbegrenzter Höhe ahnden kann, sieht das innerstaatliche Regelwerk in Dänemark für solche Fälle keinerlei finanzielle Sanktionen vor. Dazwischen liegen die Höchstbeträge in Ländern wie Deutschland, Frankreich, Italien und der Niederlande zwischen einer Million Euro und zehn Millionen Euro.

Geldbuße verbindlich vorgeschrieben

Mit der Änderungsrichtlinie wird die zukünftige Geldbuße auf europäischer Ebene nunmehr verbindlich vorgeschrieben. Durch natürliche Personen begangene Verstöße werden fortan mit einem Bußgeld in Höhe von bis zu zwei Millionen Euro geahndet.²⁰⁾ Juristische Personen können bei Verstößen mit einem Bußgeld von bis zu zehn Millionen Euro oder bis zu fünf Prozent des Jahres- (konzern-)umsatzes belegt werden.²¹⁾ Von der darüber hinausgehenden Regelung der Änderungsrichtlinie, wonach die Aufsichtsbehörde alternativ den durch den Verstoß erzielten Gewinn beziehungsweise vermiedenen Verlusts mit einem Faktor von zwei abzuschöpfen vermag, die auch im deutschen Recht (zumindest ohne Multiplikator gemäß § 17 Abs. 4 OWiG) bereits vor der Änderungsrichtlinie enthalten war, hat die zuständige Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ohnehin noch keinen Gebrauch gemacht.

Ob die fortan zu erwartenden Bußgelder für Verstöße gegen Stimmrechtsmitteilungspflichten im gleichen Verhältnis mit der Erhöhung des Bußgeldrahmens steigen werden, kann nicht abschließend bewertet werden. Den betroffenen Marktteilnehmern sollte jedoch unmissverständlich bewusst sein, dass die BaFin ihre Tendenz zu höheren Geldbußen bereits seit der letzten Erhöhung²²⁾ des Bußgeldrahmens in § 39 Abs. 4 WpHG auf eine Million Euro deutlich zum Ausdruck gebracht hat und eine weitere Steigerung damit nicht unwahrscheinlich ist (Übersicht).

Keine Neuerungen sieht die Änderungsrichtlinie dagegen für die Kriterien der bisherigen Bußgeldzumessung vor. Die hierzu in Art. 28c Abs. 1 der Änderungsrichtlinie

Übersicht: Bußgeldverfahren nach Wertpapierhandelsgesetz

Berichtsjahr	Neu eingeleitete Verfahren:	Einstellungen:	Verhängte Bußgelder:	Höchste (einzelne) Geldbuße:	Übertrag ins nächste Berichtsjahr:
2009	342	103	21	30 000 Euro	469
2010	196	77	85	40 000 Euro	500
2011	209	181	25	60 000 Euro	503
2012	347	160	186	230 000 Euro	504

Quelle: BaFin – Bußgeldverfahren aufgrund Verstößen gegen §§ 21 ff. WpHG²³⁾

vorgegebenen Kriterien decken sich weitgehend mit den Bußgeldleitlinien²⁴⁾ der BaFin veröffentlichten Erwägungen. Demnach wird das konkrete Maß der Sanktion insbesondere durch mildernde (Geständnis, Mitwirkung an der Sachverhaltsaufklärung, Besserungsmaßnahmen) und erschwerende (Wiederholungstat, gesteigerte Uneinsichtigkeit) Kriterien bestimmt.

Weitere Sanktionen: Bemängelt wurde neben dem Maß der finanziellen Sanktionen insbesondere auch der Umstand, dass den jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden kein einheitlicher Sanktionskatalog zur Verfügung steht.²⁵⁾ In diesem Zusammenhang seien die besonders abschreckenden Sanktionsmaßnahmen – zum Beispiel die Aberufung beziehungsweise Entlassung der Geschäftsführung, der Stimmrechtsverlust für betroffene Anteile oder die öffentliche Warnung beziehungsweise öffentliche Bekanntmachung – nur teilweise im einzelstaatlichen Recht vorgesehen. Gerade Letzteres ist nach Ansicht der Kommission eines der probaten Mittel zur Generalprävention von kapitalmarktrechtlichen Verstößen. Durch das sogenannte Naming and Shaming wird „in Erinnerung gebracht, mit welchen Sanktionen bestimmte Verhaltensweisen belegt sind und klar gemacht, dass eine reale Gefahr besteht, dass solche Verhaltensweisen von Behörden aufgedeckt und geahndet werden.“²⁶⁾

Umstrittene Prangerwirkung

Entsprechend sieht die Änderungsrichtlinie nunmehr in Art. 29 Abs. 1 vor, dass die innerstaatlichen Aufsichtsbehörden alle Entscheidungen über die wegen eines Verstoßes [...] verhängten Sanktionen und Maßnahmen bekanntzumachen [haben] und zumindest Art, Charakter und Identität der dafür Verantwortlichen anführen müssen.²⁷⁾ Damit geht die Richtlinie auch über die derzeitige Rechtslage in Deutschland

hinaus, wonach die Möglichkeit zur personalisierten Veröffentlichung verhängter Sanktionen gemäß § 40b WpHG in das Ermessen der BaFin gestellt wird. Soweit diese Verwaltungspraxis jedoch wegen ihrer Prangerwirkung sowohl rechtspolitisch als auch verfassungsrechtlich sehr umstritten²⁸⁾ ist, bleibt auch in diesem Bereich zunächst abzuwarten wie restriktiv Ausnahmen von dieser Verwaltungspflicht ausgelegt werden.

Fußnoten

¹⁾ Neben der Transparenzrichtlinie 2004 hat die Europäische Kommission zu ihrer Durchführung am 8. März 2007 die Richtlinie 2007/14/EG erlassen. Zum Überblick, vgl. Veil, in: Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2011, § 1 Rdn. 27 ff. Im Weiteren wurde die Transparenzrichtlinie 2004 durch RiLi 2008/22/EG, 2010/78/EU und 2010/73/EZ entsprechend im Hinblick auf die der Kommission übertragenen Durchführungsbefugnisse, die von der ESMA entworfenen technischen Standards, sowie zur Angleichung an die überarbeitete Prospektrichtlinie abgeändert.

²⁾ Richtlinie 2004/109/EG, 15. Dezember 2004, ABl. EU Nr. L 390 vom 31. Dezember 2004, 38.

³⁾ Vgl. Begründung zum Vorschlag der Kommission zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG, KOM(2011) 683 endgültig.

⁴⁾ Vgl. insbesondere Commission Staff Working Document, Report on more stringent measures concerning Directive 2004/109/EC, SEC(2008) 3033 final. So auch Seibt/Wollenschläger in AG 2012, 305 f.

⁵⁾ Vgl. Bericht der hochrangigen Gruppe „Finanzaufsicht in der EU“, sogenannter de Larosière-Bericht vom 25. Februar 2009, Rd. 201, sowie CEBS: „Mapping of supervisory objectives, including early intervention measures and sanctioning powers“, März 2009/47.

⁶⁾ Richtlinie 2013/50/EU vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentliche Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Durchführungsrichtlinie 2007/14/EG, ABl. EU Nr. L 294 vom 6. November 2013, 13.

⁷⁾ Vgl. unter anderem AIFMD, Vorschlag zur neuen Marktmissbrauchsrichtlinie, MiFID II et cetera.

⁸⁾ Erwägungsgrund 4 und 5 des Kommissionsvorschlags für die Änderungsrichtlinie, KOM(2011) 683 endgültig.

⁹⁾ Report from the Commission – Commission Staff Working Paper – Impact Assessment vom 3. Februar 2012, SEC(2011) 1279, S. 12 ff. So auch Parmentier in AG 2014, 6 ff.

¹⁰⁾ Sogenannte KMU gemäß Empfehlung 2003/361 der Kommission.

¹¹⁾ Vgl. Art. 3 der Änderungsrichtlinie, wonach die auf Grundlage des Art. 6 der Transparenzrichtlinie 2004 erlassenen innerstaatlichen Regelungen nunmehr verboten werden.

¹²⁾ Insbesondere im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten, Zusammenschlüsse und andere Transaktionen die die Eigentumsverhältnisse oder die Kontrolle von Unternehmen betreffen.

¹³⁾ Insbesondere die Bestimmung niedrigerer Mitteilungs-schwellen bleibt zulässig.

¹⁴⁾ Art. 12 1 lit a. Änderungsrichtlinie.

¹⁵⁾ Vgl. insbesondere Erwägungsgrund (8) und (9) der KOM (2011) 683 endgültig.

¹⁶⁾ Vgl. auch überzeugend bereits Seibt/Wollenschläger zum Kommissionsentwurf der Änderungsrichtlinie in AG 2012, 305, 311 und in ZIP 2014, 545, 555, wonach auch die in der Richtlinie enthaltene Ermächtigung der ESMA zur weiteren Benennung von einschlägigen Finanzinstrumenten allenfalls zu rechtliche unverbindlichen Empfehlungen iSv Art. 16 ESMA-VO führen könnte.

¹⁷⁾ Zum Beispiel: die Behandlung von Put-Optionen mit Barausgleich beziehungsweise allgemein die Behandlung der „sonstigen Instrumente“ die keine Finanzinstrumente im Sinne des § 2 Abs. 2b WpHG sind.

¹⁸⁾ Vgl. Art. 28 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie 2004 sowie zum Beispiel auch Art. 14 Abs. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG und Art. 24 der Prospektrichtlinie 2003/71/EG).

¹⁹⁾ Vgl. unter anderem KOM(2010) 243 endgültig vom 27. Mai 2010, „Bericht der Kommission auf Grundlage des Art. 33 TRL 2004“ und das dazugehörige Arbeitspapier SEC(2010) 611. Im Rahmen der Überprüfung der TRL 2004 sowie der vom ECOFIN-Rat geforderten sektübergreifenden Bestandsaufnahme der Sanktionsbefugnisse der Mitgliedstaaten, wurde festgestellt, dass in einigen Mitgliedstaaten seit mehr als zwei Jahren keine relevanten aufsichtsrechtlichen Sanktionen mehr verhängt wurden.

²⁰⁾ Dies entspricht einer Verdoppelung gegenüber dem jetzigen maximalen Bußgeld. Der Kommissionsentwurf sah hier sogar eine Erhöhung auf bis zu fünf Millionen Euro vor.

²¹⁾ Dabei ist auf den Gesamtumsatz abzustellen, der im konsolidierten Abschluss der Muttergesellschaft an der Konzernspitze ausgewiesen ist.

²²⁾ Einführung durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes vom 5. April 2011 (BGBl. I 2011, 538).

²³⁾ Die Zahlen ergeben sich aus den entsprechenden Jahresberichten der BaFin.

²⁴⁾ Bußgeldleitlinien der BaFin vom 29. November 2013.

²⁵⁾ KOM(2010) 716 endgültig vom 8. Dezember 2010 bezieht sich insoweit auf sämtliche Regelungen im Finanzdienstleistungssektor.

²⁶⁾ KOM(2010) 716 endgültig vom 8. Dezember 2010.

²⁷⁾ Eine anonymisierte Veröffentlichung kommt nur unter den Voraussetzungen des Art. 29 Abs. 1 lit. a-c der Änderungsrichtlinie in Betracht.

²⁸⁾ Reimer in JöR 58 (2010), 275, 285; Seibt in ZHR 177 (2013), 389, 420f.; Canzler/Hammermaier in AG 2014, 57, 72.