

Berlin, 31.01.2005

**Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv) zur Umsetzung der Richtlinie zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG; Konsultationspapier CESR/04/511**

Das vorliegende Konsultationsverfahren beschäftigt sich mit der Frage, wie die Informationen weiterzugeben und aufzubewahren sind. Hierin liegen nach Auffassung des vzbv die essentiellen Detailregelungen für einen effektiven Anlegerschutz.

Bevor auf ausgewählte Fragen des Konsultationspapiers CESR/04-511 eingegangen wird, erscheint es notwendig, die grundsätzliche Position des vzbv zu Informationen im Kapitalmarkt zu erläutern:

Aktienrechtlich vorgeschriebene Informationen sind in Deutschland hauptversammlungsbezogen, indem sie deren Beschlüsse vorbereiten, korrigieren oder substituieren. Die moderne Rechtsentwicklung geht von einem ganzheitlichen Konzept aus. Man spricht stellenweise von einer „hybriden Aktionärsstellung“. Aktionäre sind neben ihrer Funktion als Verbandsmitglieder auch als Anleger zu informieren. Aktienrechtliche Informationen sichern sowohl die Ausübung der Organfunktionen als auch eine zutreffende Anlageentscheidung.

Diesem Anspruch wird die dem Konsultationsverfahren zu Grunde liegende Richtlinie gerecht. Denn sie stellt primär auf das Informationsbedürfnis des Anlegers ab und postuliert Informationspflichten, die den Emittenten von Wertpapieren betreffen und nicht der gesellschaftsrechtlichen Struktur geschuldet sind.

Darüber hinaus muss der kapitalmarktrechtliche Grundsatz der informationellen Gleichbehandlung, abgeleitet aus dem Gebot der Fairness und Chancengleichheit auf den Kapitalmärkten, gelten. Der kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz erfasst anlagerelevante Informationen, erstreckt sich auf alle Anleger und gebietet den sofortigen Ausgleich von Informationsvorsprüngen. Die Medienvielfalt im Kapitalmarktrecht institutionalisiert zur Zeit jedoch Informationsvorsprünge der professionellen Marktteilnehmer.

***PART 1: Dissemination of regulated information by issuers***

***Question 3:*** *Should an issuer be able to satisfy all of this Directive's requirements to disclose regulated information by sending this information only to an operator?*

***Answer: No.***

Nach deutschem Verständnis gelten Informationen, die für den Aktionär an den gesetzlich definierten Stellen (zur Zeit Einreichung beim zuständigen Handelsregister bzw. beim Bundesanzeiger) verfügbar sind, grundsätzlich als erteilt. Dieser Grundsatz entspricht aber nicht dem wahren Informationsbedürfnis des kapitalmarktorientierten Anlegers übertragbar. Art. 21 Abs. 1 der Transparenz-Richtlinien schreibt dem Herkunftsmitgliedstaat vor, dass die vorgeschriebenen Informationen in einer Form bekannt gegeben werden, die in nicht diskriminierender Weise einen schnellen Zugang zu ihnen gewährleistet, und sie dem amtlich bestellten System zur Verfügung zu stellen sind.

Für Börsenprospekte legt Art. 14 Abs. 2 der Richtlinie 2003/71/EG vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, fest, dass der Prospekt als dem Publikum zur Verfügung gestellt gilt, wenn er

- in einer oder mehreren Zeitungen veröffentlicht wird,
- dem Publikum in gedruckter Form kostenlos bei den zuständigen Stellen des Marktes, beim Sitz des Emittenten oder bei den Finanzintermediären zur Verfügung gestellt wird oder
- in elektronischer Form auf der Website des Emittenten, auf der Website des geregelten Marktes oder auf der Website der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats veröffentlicht wird.

Dieser Maxime, dass die Öffentlichkeit tatsächlich Kenntnis von den relevanten Informationen erlangt, muss auch die Veröffentlichung der Informationen aufgrund der Transparenz-Richtlinie folgen.

**Question 4:** *Do you agree with the structure set out in Figure 1? Are there other structures that would be in line with the Transparency Directive requirements? Please set out reasons for your answer.*

**Answer: Not at all.**

1. Es ist entscheidend, dass der Anleger die publikationspflichtigen Informationen in Sinne der Antwort auf die vorhergehende Frage effektiv erhält. Die Art und Weise, wie dies erfolgen soll (durch den Emittenten selbst, über Operatoren oder Medien), ist zweitrangig, solange der Emittent den Erfolg schuldet, dass die Information den einzelnen Anleger auch erreicht. Insoweit ist es nicht zielführend, wenn es ausreichen soll, dass der Emittent seine Information an einen Operator weiterleitet und dieser die Informationen den Massenmedien zur Verfügung stellt. Damit ist noch nicht gewährleistet, dass die Massenmedien die Informationen auch so in die Öffentlichkeit tragen, dass der einzelne Anleger in zumutbarer Weise hiervon Kenntnis erlangen kann.
2. Was die mit der Informationsbeschaffung verbundenen Kosten angeht, ist es geboten, denjenigen Marktakteuren die Ermittlung, Aufbereitung und Distribution der erforderlichen Anlegerinformationen zuzuordnen, welche die erforderlichen Daten mit dem geringsten Aufwand und somit zu den günstigsten Preisen bereitstellen können. Es besteht in Deutschland weitgehend Einigkeit darüber, dass aufgrund der erheblichen Marktasymmetrien im Bereich der

Kapitalmärkte die Informationskosten durchgängig den Anbietern von Kapitalanlagen sowie einzelnen Finanzmarktintermediären aufzuerlegen ist. Zudem erfüllt der Emittent mit der Veröffentlichung eine gesetzliche Pflicht. Im Bereich von Gebühren und Entgelten ist es die ständige Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes, dass der Verbraucher nicht mit Kosten belastet werden darf, die auf der Erfüllung einer gesetzlichen Pflicht seitens des Unternehmers beruhen. Diese Kosten hat der Unternehmer selbst zu tragen, und das muss auch für die Kosten der aus der Richtlinie folgenden Informationspflichten resultierend aus der Richtlinie gelten.

**Question 7:** *Should issuers be required to use the services of an operator for the dissemination of regulated information?*

**Answer: Not obligatory.**

Der Operator kann eine sinnvolle Möglichkeit für den Emittenten sein, seine Verpflichtungen zu erfüllen. Einen Zwang darf es jedoch nicht geben (siehe Antwort zu Frage 4.). Festzuhalten bleibt jedoch, dass der Emittent in einer Bringschuld ist.

**Question 8:** *What are your views concerning the role of competent authorities in disseminating regulated information as operators? Please set out reasons for your answer.*

**Answer: Competent authorities must have a significant role in disseminating regulated information.**

Dem Anleger ist nicht zuzumuten, europaweit nach den betreffenden Informationen zu suchen. Optimal wäre eine zentrale Website, wo sämtliche relevanten Daten vorgehalten werden und bei der sich der Anleger unter Angabe der betreffenden Emittenten anmelden kann und ihm Veränderungen bei den Emittenten per Email mitgeteilt werden.

Da die relevanten Daten sowieso an die zuständige Aufsichtsbehörde gegeben werden müssen, wäre es für den Anleger am einfachsten, wenn auf der Website der Aufsichtsbehörde zumindest ein Hinweis auf die Informationen mittels eines links zu finden ist.

**Question 14:** *Do you consider that it is necessary for CESR to establish a minimum time period for which all regulated information should be made accessible to end-users. If so, please indicate: (a) what you consider this time period should be and (b) why; and whether or not you consider this time period should apply to all regulated information or only certain types. If only to certain types please specify what they are.*

**Answer: Yes.**

Der im Konsultationspapier vorgeschlagene Zeitraum von fünf Jahren erscheint angemessen und zumutbar. Zum einen muss es dem Anleger möglich sein, etwaige Schadensersatzansprüche aufgrund fehlerhafter Kapitalmarktinformationen mit

einem angemessenen Aufwand geltend machen zu können. Dazu gehört, dass er innerhalb der Verjährungsfrist einen schnellen Zugriff auf die relevanten Dokumente hat. Zum anderen müssen sowohl die Aufsichtsbehörden als auch die Strafverfolgungsbehörden die Möglichkeit einer effektiven Strafverfolgung haben. Verstöße gegen Bilanzvorschriften können mit einer Höchststrafe von bis zu fünf Jahren Freiheitsstrafe ausgestaltet sein. Dementsprechend verjährt die Tat nach § 78 Abs. 3 Nr. 4 StGB erst nach fünf Jahren. Beide Aspekte werden mit einer Vorhaltezeit von fünf Jahren hinreichend berücksichtigt.

## **PART 2: Central Storage Mechanism Options**

**QUESTION 1:** *Do you agree with CESR's interpretation of the requirement of Article 17.1.a that central storage does not necessitate physical storage in one place? Please give reasons.*

**Answer: Yes.**

Auf eine physische Hinterlegung der Informationen kann verzichtet werden, wenn ein sicherer, jederzeitiger, kostenloser und unverfälschter Zugriff auf die Informationen möglich ist.

**QUESTION 9:** *Which of the above options do you prefer? Please explain the reason for your choice.*

**Answer: Regulated information accessible through a Competent Authority's website.**

siehe PART 1, Question 8.

**QUESTION 11:** *Which of these options do you prefer? Please explain the reason(s) for your choice. Are options missing? Please explain which ones.*

**Answer: Delivery of information to both dissemination and central storage mechanisms by issuers.**

Diese Variante gewährleistet, dass die relevanten Informationen zeitgleich auch bei dem Aufbewahrungsportal ankommen. Präferiert man die Konstruktion über einen zentralen Abruf der Informationen an einer zentralen Stelle, so muss diese zentrale Stelle zeitgleich mit den relevanten Informationen versorgt werden, um ein „black hole“ zu vermeiden. Da der Emittent der Adressat der Informationspflicht ist, stellt es für ihn keinen signifikant höheren Aufwand dar, die Information auch dem Aufbewahrungsportal zu übermitteln.

**QUESTION 13:** *When should an issuer's responsibilities to send information to a central storage mechanism be considered fulfilled? Please explain your reasons.*

**Answer: At the point at which regulated information is accessible by an investor directly from a central storage mechanism or via a Competent Authority's website.**

siehe PART 1, Question 3.

**QUESTION 17:** Which of the above options or combination of options do you consider to be most desirable? Please give reasons.

**Answer: Issuers whose regulated information is made available via the central storage mechanism.**

siehe PART 1, Question 8.

**QUESTION 19:** Which of the above do you consider to be the best option? Please give reasons for your answer.

**Answer: The Competent Authority**

Nur die Betreuung der Aufbewahrungsplattform durch die zuständige Aufsichtsbehörde gewährleistet einen wirklich nicht diskriminierenden Zugang zu den Information, da sie mit der Verwaltung der Informationen keinerlei entgeltliche Ziele verfolgt.

**QUESTION 28:** Do you believe that a central storage mechanism should be obliged to ensure that the regulated information it receives is from an authentic source? Please give reasons.

**Answer: Yes.**

Möchte man den rationellen Austausch der relevanten Informationen auf elektronischem Wege ermöglichen, so muss gleichzeitig gewährleistet sein, dass die Informationen tatsächlich vom Emittenten stammen und nicht auf dem Weg durch das Datennetz von Dritten manipuliert wurden. Dies kann nur auf dem Weg einer geschützten Datenquelle und entsprechender Verschlüsselungstechnik erfolgen.

**QUESTION 29:** Do you believe that a central storage mechanism should be obliged to record the date and time on which it receives regulated information in order that its performance may be measured? Please give reasons.

**Answer: Yes.**

Für den Anleger ist es von erheblicher Bedeutung zu erfahren, wann die Information an das Aufbewahrungsportal weitergegeben wurden und wann die Information auf dem Portal eingestellt wurden. Insbesondere ermöglicht die letztere Option einen Aufbau des Aufbewahrungsportals, der nach einer chronologischen Reihenfolge vorgeht und dem Anleger ermöglicht, in einem schnellen Überblick zu erkennen,

welche Informationen in der letzten Zeit neu hinzugekommen sind. Unabhängig davon sollte es das Aufbewahrungsportal dem Anleger natürlich auch ermöglichen, gezielt nach einzelnen Emittenten zu suchen und dann für den einzelnen Emittenten die relevanten Informationen (eigene Angaben des Emittenten und Angaben über bedeutende Beteiligungen) übersichtlich aufbereitet angezeigt bekommen.

**QUESTION 30:** *Do you believe that a central storage mechanism should be obliged to record the date and time on which it receives regulated information for the purposes of investors? Please give reasons.*

**Answer: Yes.**

siehe PART 2, Question 29.

**QUESTION 31:** *Do you believe that a central storage mechanism should be obliged to hold all regulated information in an electronic format? Please give reason.*

**Answer: Yes.**

Geht man davon aus, dass das zentrale Aufbewahrungsportal auf Basis des Internets arbeitet, ist es erforderlich, dem Anleger die relevanten Informationen in elektronischer Form zum Download zur Verfügung zu stellen. Nur so kann gewährleistet werden, dass der Anleger schnell, diskriminierungsfrei und kostengünstig (es fallen lediglich die Gebühren für die Nutzung des Internets an) über die Informationen verfügen kann.

**QUESTION 33:** *Do you believe a central storage mechanism should be obliged to offer its internet based services in all native languages of every Member State? Please give reasons.*

**Answer: Yes.**

Entscheidet man sich dazu, dass man nicht für jeden Mitgliedsstaat jeweils ein zentrales Aufbewahrungsportal schafft, sondern multinationale Plattformen, muss sich die Navigation auch an den Adressaten des Portals orientieren und dem Anleger diskriminierungsfrei den Zugriff in seiner Landessprache ermöglichen.

Hinsichtlich der Informationen selbst schreibt die Richtlinie in Art. 20 Abs. 2 lit. b vor, dass die Informationen in der Sprache des Herkunftsmitgliedstaates und je nach der Wahl des Emittenten entweder in einer Sprache, die von den zuständigen Behörden der betreffenden Aufnahmemitgliedstaaten akzeptiert wird oder in einer Sprache, die in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich ist, bekannt zu geben sind.

Da davon auszugehen ist, dass die Emittenten als zweite Sprache die Sprache wählen, die in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich ist, erachten wir es als ausreichend, wenn die relevanten Informationen sowohl in der Sprache des Herkunftsmitgliedstaates als auch in englischer Sprache eingestellt wird.

**QUESTION 34:** *Do you consider a central storage mechanism should be obliged to offer its services on a continuous basis 24 hours a day 7 days a week? Please give reasons.*

**Answer: Yes.**

Folgt man dem Ansatz, dass das zentrale Aufbewahrungportal für den Anleger die erste Anlaufstelle für die relevanten Informationen von Emittenten ist, so darf das Portal im Hinblick auf seine Aktualität den anderen Veröffentlichungsmedien zur Vermeidung von Benachteiligungen nicht nachstehen. Insoweit muss für das zentrale Aufbewahrungportal derselbe Maßstab wie für den Emittenten gelten. Verlangt man vom Emittent die jederzeitige Verfügbarkeit zur Vermeidung von „black holes“, so muss dies auch für das Portal gelten.

**QUESTION 38:** *Do you believe that a central storage mechanism should be obliged to provide technical and customer care service support helpdesks? Please give reasons for your reply.*

**Answer: Yes.**

Es sollte eine Selbstverständlichkeit sein, dass man dem Anleger die Möglichkeit eröffnet, bei technischen oder sonstigen Problemen eine Hotline anrufen zu können. Hinsichtlich der daraus entstehenden Kosten wird auf die folgende Frage verwiesen.

**QUESTION 40:** *Do you believe that a central storage mechanism should be obliged to make the amount of its fees transparent to investors? Please give reasons for your reply.*

**Answer: Not at all.**

In der Praxis wird das zentrale Aufbewahrungportal über eine Umlage von den Emittenten finanziert werden müssen, da diese sich des Portals zur Erfüllung ihrer gesetzlichen Pflicht bedienen. Geht man bei der Umlage von einer gleichmäßigen Verteilung der Kosten aus, so besitzt die Information über die Gebühren gegenüber den Emittenten für den einzelnen Anleger keinen zusätzlichen Informationsgewinn.

Bietet das zentrale Aufbewahrungportal jedoch über die reine Darstellung der relevanten Informationen hinaus weitere Dienstleistungen an, die der Anleger gegebenenfalls bezahlen muss, so ist eine Transparenz bezüglich der dem Anleger auferlegbaren Kosten unabdingbar.