

Antwort

der Bundesregierung

**auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Jens Ackermann,
Dr. Karl Addicks, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP
– Drucksache 16/11261 –**

Auswirkungen auf den Finanzstandort Deutschland durch Geschäfte der Porsche SE mit Derivaten auf Stammaktien der Volkswagen AG

Vorbemerkung der Fragesteller

Ein leistungsfähiger Kapitalmarkt benötigt ein klares ordnungspolitisches Konzept, welches durch einen entsprechend effizienten rechtlichen Rahmen und eine handlungsfähige Aufsicht umgesetzt werden muss. Transparenz markt-bewegender Transaktionen ist dabei eines der wichtigsten Erfordernisse. Nur so kann sichergestellt werden, dass alle Kapitalmarktteilnehmer über den gleichen Informations- und Handlungsrahmen verfügen.

Am 26. Oktober 2008 gab die Porsche SE per Pressemitteilung bekannt, nicht nur den eigenen Anteil an der Volkswagen AG auf 42,6 Prozent der Stammaktien erhöht zu haben, sondern zusätzlich noch so genannte cash settled options (CSOs), also auf Barausgleich gerichtete Aktienoptionen auf weitere 31,5 Prozent der VW-Stammaktien zu besitzen und eine beherrschende Mehrheit an der Volkswagen AG (VW) von 75 Prozent der Stammaktien und den Abschluss eines Beherrschungsvertrages anzustreben.

Zusammen mit dem bekannten Anteil des Landes Niedersachsen in Höhe von 20,1 Prozent der einschlägigen Stammaktien ergab sich damit ein theoretischer Free Float am Markt von unter 5,8 Prozent – die obligatorischen Bestände von Indexfonds auf den Dax 30 und andere Indizes, in denen die VW-Stammaktien enthalten sind, sind hiervon noch nicht abgezogen. Den Marktteilnehmern war jedoch suggeriert worden, dieser Free Float läge bei über 40 Prozent.

Nach der Meldung vom 26. Oktober 2008 folgte am 27. Oktober 2008 und 28. Oktober 2008 ein so genannter Super Short Squeeze, bei dem sich Besitzer von Short-Positionen aus dem nur noch sehr kleinen Free Float um jeden Preis mit VW-Stammaktien eindecken mussten. Die VW-Stammaktie, die am 24. Oktober 2008 noch bei 210,85 Euro geschlossen hatte, schloss am 28. Oktober bei 945,00 Euro (Xetra) und lag an diesem Tag in der Spitze bei über 1 005 Euro. Zum Handelsschluss hatte damit die Stammaktie der Volkswagen AG aufgrund der enorm gestiegenen Marktkapitalisierung ein Gewicht von 26 Prozent im Dax 30 erreicht. Nach Angaben der einschlägigen Industrie waren indexnahen Aktienfonds auf Indizes gezwungen, in denen die VW-Stammaktien enthalten

sind, diese zum bis zu 10-Fachen ihres fair value nachzukaufen. Darüber hinaus waren diese Fonds wegen des geringen Free Floats der VW-Stammaktie gezwungen, andere Indexwerte in fallende Märkte hinein abzugeben, um so die Gewichtung der VW-Stammaktie im Index nachzustellen. Damit waren und sind deutsche Privatanleger unmittelbar betroffen.

1. Auf Basis welcher gesetzlicher Vorschriften können Anbieter von Aktienfonds und/oder Zertifikaten auf Indizes verpflichtet sein, auch offensichtlich dysfunktionale Marktbewegungen einzelner Aktienkurse in ihrem Portfolio abzubilden?

Ein Indexfonds bildet grundsätzlich Marktbewegungen des zugrunde liegenden Index in seiner Wertentwicklung ab, dies beinhaltet damit auch wie bei der VW-Aktie beobachtete Kursentwicklungen. Das Investmentgesetz verlangt auf Basis des europäischen Rechts grundsätzlich die Nachbildung eines anerkannten Wertpapier-Index, wenn die Kapitalanlagegesellschaft für Indexfonds erweiterte Anlagegrenzen gegenüber den sonstigen richtlinienkonformen Investmentfonds in Anspruch nehmen will. Auf Grund dieser Regelungen wird auch bei einer Übergewichtung einzelner Bestandteile des Index, die auch nur zeitweilig bestehen kann, der Index jeweils nachgebildet.

Bei Anbietern von Zertifikaten gibt es keine Rechtspflicht, Marktbewegungen in ihrem Portfolio abzubilden. Ein faktischer Druck zur Abbildung der Kursbewegungen kann jedoch unter dem Gesichtspunkt der Risikosteuerung bestehen. Will ein Emittent Risiken aus der Veränderung des Basiswertes vermeiden, dann wird er das aus der Emission erlöste Geld in den Basiswert selbst oder ein entsprechendes Derivat investieren. Bei der Ausgestaltung der Zertifikatebedingungen haben die Emittenten grundsätzlich freie Hand. So könnten sie auch vorsehen, dass das Auszahlungsprofil dann nicht genau der Entwicklung des als Basiswert gewählten Index entsprechen soll, wenn ein Wert des Index sehr hohe kurzfristige Ausschläge aufweist.

2. Können derartige Verpflichtungen auch auf Basis vertraglicher Vereinbarungen zwischen dem Emittenten einschlägiger Aktienfonds und den Investoren beispielsweise über die Emissionsprospekte ausgeschlossen werden?

Investmentfonds, die einen Index nachbilden, haben auch in besonderen Marktlagen die Verpflichtung zur Indexnachbildung (vgl. Antwort zu Frage 1). Diese Verpflichtung wird in der Regel auch in den Vertragsbedingungen von Indexfonds entsprechend niedergelegt.

3. In welchem Umfang und mit welchem Effekt waren Anbieter von Aktienfonds und/oder Zertifikaten auf Indizes vom Super Short Squeeze im besagten Fall betroffen?

Grundsätzlich haben Kursentwicklungen allein keinen Einfluss auf das Management eines direkt einen Index abbildenden Investmentfonds. Bei diesen Fonds passt sich die Gewichtung der Vermögensgegenstände von selbst dem höheren Wert der zugrunde liegenden Bestandteile des Index durch die Bewertungen der vorhandenen Vermögensgegenstände an. Es ist nur dann ein Zukauf von Aktien erforderlich, wenn diese Fonds in der Summe am entsprechenden Tag mehr Mittelzuflüsse als Mittelabflüsse haben, da dann das Fondsportfolio proportional entsprechend der Indexzusammensetzung zu erweitern ist und dies eine entsprechende Nachfrage nach den Wertpapieren, aus denen sich der Index zusammensetzt, auslösen wird. Dies war an den betreffenden Tagen jedoch nicht der Fall. Nach deutschem Investmentrecht aufgelegte Indexfonds haben daher nicht zu

einer erhöhten Nachfrage der VW-Stammaktien beigetragen und waren von der Situation nicht betroffen.

Hinsichtlich der Anbieter von Zertifikaten auf Indizes liegen der BaFin keine belastbaren Daten vor. Angesichts der Vielzahl der auf den DAX und andere Indizes, in denen Volkswagen-Stammaktien vertreten sind, begebenen Zertifikate und der von den Emittenten unterschiedlich gehandhabten Risikosteuerung können keine verlässlichen Aussagen getroffen werden, inwieweit die Anbieter von den Geschehnissen betroffen waren.

4. Welche Kenntnisse hatte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vor der Börsenöffnung am 27. Oktober 2008 über die Möglichkeit eines Super Short Squeeze als Folge der Veröffentlichungsaktivitäten von Porsche?

Die BaFin hatte vor der Börsenöffnung am 27. Oktober 2008 keine Kenntnisse über eine möglicherweise ungewöhnliche Kursentwicklung der Volkswagen-Stammaktie im Anschluss an die Veröffentlichung der Porsche SE. Die BaFin hat – wie die Öffentlichkeit auch – erst mit der Mitteilung der Porsche SE vom 26. Oktober 2008 Kenntnis über den genauen Umfang bestehender Positionen in Aktien und Optionen auf die VW-Stammaktien erlangt. Da der BaFin keine Informationen über den Umfang bestehender Leerverkaufspositionen vorlagen, gab es keine Gründe, eine ungewöhnliche Kursentwicklung zu erwarten.

5. Welche Maßnahmen wurden vorab erwogen und/oder getroffen, um einen solchen Super Short Squeeze auszuschließen oder seine Folgen zu mildern?

Da die Entwicklung der Börsenpreise vor der Veröffentlichung der Porsche SE vom 26. Oktober 2008 nicht absehbar war, konnte die BaFin vorab keine Maßnahmen erwägen oder treffen.

6. Welche Maßnahmen hat die BaFin seit Börsenöffnung am 27. Oktober 2008 im vorliegenden Sachverhalt erwogen und welche getroffen?

Die BaFin hat Kontakt mit der Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse, dem Vorstand der Deutsche Börse AG und der Hessischen Börsenaufsichtsbehörde aufgenommen. Hierbei wurde erörtert, ob eine Handelsaussetzung wegen eines nicht mehr ordnungsgemäßen Börsenhandels, der Gefährdung der Interessen des Publikums oder eines Missstandes im Sinne des § 4 WpHG in Frage komme. Die Prüfung führte zu dem Ergebnis, dass der Handel stets liquide war und gekaufte Stücke ordnungsgemäß beliefert wurden. Daher lagen weder die Tatbestandsvoraussetzungen einer Handelsaussetzung nach dem Börsengesetz noch nach dem Wertpapierhandelsgesetz vor.

7. Hat Porsche nach Auffassung der Bundesregierung die sich aus der europäischen Marktmissbrauchs-Richtlinie ergebenden Verpflichtungen erfüllt, und wie begründet sie ihre Auffassung?

Die Bundesrepublik Deutschland hat die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie zur Ahndung verbotener Marktmanipulation in § 20a des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und der zugehörigen Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung (MaKonV) umgesetzt. Derzeit untersucht die BaFin, ob im Handel der Volkswagen-Aktie Verstöße gegen das Verbot des § 20a WpHG, auch in Verbindung mit den Vorschriften der MaKonV, vorlagen. In diesem Zu-

sammenhang hat die BaFin von Beteiligten umfangreiche Dokumente angefordert, die derzeit ausgewertet und geprüft werden. Diese Untersuchung ist noch nicht abgeschlossen, eine abschließende Bewertung ist daher noch nicht möglich. Soweit der BaFin Tatsachen vorliegen, die den Verdacht einer Straftat nach § 38 WpHG begründen, wird sie diese der zuständigen Staatsanwaltschaft unverzüglich anzeigen (§ 4 Abs. 5 Satz 1 WpHG).

8. Inwieweit hat die BaFin für die Einhaltung dieser Verpflichtungen Sorge getragen?

Die BaFin ist nach § 4 Abs. 2 Satz 1 WpHG zur Überwachung der Einhaltung des Verbots der Marktmanipulation (§ 20a WpHG) verpflichtet. Sie kommt dieser Verpflichtung sowohl durch eine regelmäßige allgemeine Marktüberwachung als auch durch eine fallspezifische Prüfung einzelner Sachverhalte nach. Die BaFin wertet dabei unter anderem die ihr nach § 9 WpHG übermittelten Daten über Wertpapiergeschäfte aus und macht von ihren Befugnissen aus § 4 WpHG Gebrauch: Danach kann die BaFin unter anderem von jedermann Auskünfte verlangen, etwa über Bestandsveränderungen in Finanzinstrumenten und die Identität weiterer Personen, insbesondere der Auftraggeber und der aus Geschäften berechtigten oder verpflichteten Personen (§ 4 Abs. 3 WpHG).

9. Trifft es zu, dass Porsche am 29. Oktober 2008 die Auflösung von CSOs im Umfang von bis zu fünf Prozent der VW-Stammaktien ankündigte und die BaFin von Porsche vorab über die erwogene Maßnahme und deren Veröffentlichung unterrichtet wurde?

Die Vertreter von Porsche und der beauftragten Kanzlei haben vorab mit der BaFin Kontakt aufgenommen. Die BaFin wurde über die beabsichtigte Maßnahme informiert. Diese Maßnahme hat zusammen mit der Entscheidung der Deutschen Börse AG, einen neuen Verkettungstermin für den DAX vorzuziehen, zu einer merklichen Entlastung des Marktes ab dem 29. Oktober 2008 geführt.

10. Wenn ja, wann, und mit welchem Inhalt wurde die BaFin unterrichtet?

Vertreter der Porsche SE und deren Rechtsanwälte nahmen am Vormittag des 28. Oktober 2008 mit der BaFin telefonischen Kontakt auf. Die BaFin wurde über die beabsichtigte Maßnahme informiert. Am Nachmittag des 28. Oktober 2008 wurden der BaFin vorab Textentwürfe übersandt.

11. Wie beurteilt die Bundesregierung das Verhalten der Deutsche Börse AG im skizzierten Fall, erst spätabends am 28. Oktober 2008, also als der Schaden durch den Super Short Squeeze bereits eingetreten war, zu entscheiden, die Gewichtung der VW-Stammaktien im Dax ab dem 3. November 2008 auf zehn Prozent zu begrenzen?

Die Zusammensetzung und Berechnung des DAX erfolgt nach einem von der Deutsche Börse AG veröffentlichten Leitfaden. Die Einhaltung und kontinuierliche Anwendung des Indexleitfadens war und ist die Grundvoraussetzung für transparente Indexentscheidungen und schafft das erforderliche Vertrauen des Marktes in einen Leitindex. Nur in extremen Ausnahmefällen ist es gerechtfertigt, von den im Indexleitfaden vorgesehenen Ausnahmeermächtigungen Gebrauch zu machen. Die Preisentwicklung der VW-Aktie und ihre Auswirkungen auf die Indexentwicklung waren ein solcher Ausnahmefall, da

- die Gewichtung der VW-Aktie im DAX zunehmend unverhältnismäßig geworden war und der Index seine Benchmarkfunktion für den deutschen Finanzmarkt nicht mehr erfüllen konnte und zudem
- am 28. Oktober 2008 erstmals eine Entkoppelung des jeweiligen Wertes des DAX am Kassamarkt der Frankfurter Wertpapierbörse und am Terminmarkt der Eurex (DAX-Future) erfolgte.

Vor diesem Hintergrund hat die Deutsche Börse AG am 28. Oktober 2008 in Abstimmung mit dem Arbeitskreis Aktienindizes eine außerordentliche Anpassung der DAX-Indexgewichtung für die VW-Aktie zum 3. November 2008 beschlossen, was zu einer Kappung der Gewichtung der VW-Aktie auf 10 Prozent geführt hat. Die Anpassung wurde mit dem im Markt üblichen Vorlauf angekündigt. Dies hat allen Marktteilnehmern die Gelegenheit gegeben, sich auf diese außerplanmäßige Anpassung einzustellen. Die Maßnahme war nach Auffassung der Bundesregierung zielgerichtet und marktgerecht.

12. Wie erklärt sich die Bundesregierung, dass einerseits inzwischen die Deutsche Börse AG und andere Indexherausgeber nur noch von einem Free Float der VW-Stammaktien von unter sechs Prozent ausgehen, also den am 26. Oktober 2008 gemeldeten CSO-Anteil fest Porsche zuordnen, andererseits aber die BaFin immer noch davon ausgeht, dass solche CSOs keine meldepflichtigen Aktienbezugsrechte sind?

Die Deutsche Börse AG geht auf Grund der ihr zur Verfügung stehenden Informationen aktuell von einem Anteil frei handelbarer Aktien (sog. „Streubesitz“ oder „Free Float“) bei der VW-Stammaktie von 37,32 Prozent aus. Optionen, die lediglich einen Barausgleich vorsehen (sog. cash settled options; CSOs) werden nicht von der Deutsche Börse AG bei der Bestimmung des Festbesitzanteils für die DAX-Indexgewichtung berücksichtigt. Andere Indexanbieter berücksichtigen diese CSOs nach Kenntnis der Bundesregierung ebenfalls nicht bzw. nicht mehr bei der Berechnung des Streubesitzanteils der VW-Stammaktie.

Die gesetzlichen Meldepflichten über Stimmrechtsanteile aus den §§ 21 ff. WpHG knüpfen daran an, dass eine hinreichend gesicherte Position besteht, auf Grund derer Stimmrechte bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft erworben werden können. Eine solche gesicherte Position besteht bei CSOs in Übereinstimmung mit den entsprechenden Vorgaben der Transparenz-Richtlinie, auf denen die nationalen Vorschriften beruhen, hingegen nicht. Es wird allerdings derzeit geprüft, ob hier eine Ergänzung der gesetzlichen Zurechnungsstatbestände vorzunehmen ist (siehe auch nachfolgende Antwort zu Frage 13).

13. Warum hält es die Bundesregierung – unter Berücksichtigung der EU-Richtlinien über zulässige Marktpraktiken (2004/72/EG) und Marktmissbrauch (2003/6/EG) – für sachlich gerechtfertigt, Finanzinstrumente wie „cash settled equity swaps“ nicht in den Anwendungsbereich von § 25 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) einzubeziehen?

§ 25 WpHG beruht auf den Vorgaben der Transparenzrichtlinie 2004/109/EG und nicht der in der Frage erwähnten EU-Marktmissbrauchs-Richtlinien. Deutschland hat die Vorgaben der Transparenzrichtlinie wie auch die Mehrheit der übrigen EU-Staaten weitgehend 1:1 umgesetzt und bei der Stimmrechtszurechnung, wie in der Richtlinie vorgesehen, nur Optionen berücksichtigt, die einen unmittelbaren Anspruch auf Übereignung der Aktien und damit verbunden eine gesicherte Anwartschaft auf die Stimmrechte gewähren. Derzeit wird jedoch geprüft, ob und in welcher Weise die Regelung des § 25 WpHG ergänzt werden könnte, um auch Finanzinstrumente, die wirtschaftlich mit dem Besitz der Aktien vergleichbar sind, wie cash settled equity swaps und cash settled

options, bei der Zurechnung zu erfassen. Bei der Ausgestaltung einer möglichen künftigen Regelung sind verschiedene Gesichtspunkte zu berücksichtigen. Hierzu zählt insbesondere, dass der zusätzliche Meldeaufwand infolge neuer Vorschriften in einem vertretbaren Rahmen gehalten werden sollte. Zudem sollten überarbeitete Vorschriften hinreichend bestimmt sein, eine rechtssichere Einordnung von Finanzinstrumenten ermöglichen und Umgehungen entgegenwirken.

14. Wie beurteilt die Bundesregierung die von der Deutschen Börse AG angesichts des Falls Porsche/VW erlassenen neuen Regeln?

Die in den Leitfaden Aktienindex neu aufgenommenen Regelungen geben der Deutschen Börse die Befugnis, bei bestimmten Marktentwicklungen einen DAX-Wert mit einer Frist von drei Tagen aus der Berechnung des Index herauszunehmen. Voraussetzung ist, dass die Indexgewichtung der betreffenden Aktie 10 Prozent und ihre annualisierte 30-Tages-Volatilität 250 Prozent übersteigt. Die neuen Regelungen führen insbesondere dazu, dass Veränderungen im Streubesitzanteil einer Aktie bei der Festlegung der Zusammensetzung des Index zeitnäher erfasst werden können und die Stabilität des Index erhöht wird. Die neuen Regelungen sind aus Sicht der Bundesregierung insgesamt positiv zu bewerten. Eine abschließende Beurteilung der erst rund einen Monat alten Vorschrift ist jedoch noch nicht möglich.

