

März 2011 / Gesellschaftsrecht

Verschärfung der Beteiligungstransparenz durch Entwurf des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes geplant

*In dieser Mandanteninformation wird insbesondere auf den **Gesetzesentwurf zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts** (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz), wie er vom Bundestag am 11. Februar 2011 beschlossen wurde, Bezug genommen. Der Bundesrat hat dem Gesetzesentwurf am 18. März 2011 zugestimmt. Das Gesetz ist noch nicht in Kraft getreten, dies dürfte jedoch in Kürze erfolgen.*

A.

Bisherige Regelung und Problemaufriss

§ 25 des Wertpapierhandelsgesetzes („WpHG“) regelt die Mitteilungspflichten hinsichtlich des Haltens von Finanzinstrumenten bezüglich Aktien an einer börsennotierten Aktiengesellschaft, deren Herkunftsstaat die Bundesrepublik Deutschland ist. Danach hat bei Erreichen bestimmter Schwellen eine Mitteilung gegenüber der Gesellschaft und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) zu machen, wer durch das Finanzinstrument einseitig im Rahmen einer rechtlichen Vereinbarung berechtigt ist, Aktien der Gesellschaft zu erwerben. Dadurch soll sichergestellt sein, dass die Gesellschaft und das Anlegerpublikum informiert werden, dass der Inhaber der Finanzinstrumente die Möglichkeit hat, Aktien zu erwerben und die daraus resultierenden Stimmrechte auszuüben. Ziel war es, ein unbemerktes Anschleichen durch einen hinausgezögerten Aktienerwerb zu verhindern.

Die Übernahme der Continental AG durch die Schäffler-Gruppe sowie der Versuch von Porsche, die Volkswagen AG zu übernehmen, zeigten jedoch,

dass der Zweck der Beteiligungstransparenz durch die aktuelle Regelung des § 25 WpHG nicht erzielt wurde. In diesen Fällen wurden im Vorfeld zur Vorbereitung der Übernahme sog. Cash Settled Equity Swaps oder Contracts for Difference hinsichtlich der Zielgesellschaft erworben. Diese sind nach Auffassung der BaFin bei Erreichen der Schwellen nicht veröffentlichungspflichtig, da der Aktienerwerb nicht allein vom Inhaber des Finanzinstruments abhängt. Die Investoren konnten daher unbemerkt Positionen an solchen Finanzinstrumenten aufbauen, um sich damit bei der Übernahme eine bessere Ausgangsposition zu verschaffen.

Der Gesetzgeber sieht darin eine Lücke des § 25 WpHG, die Investoren ein nicht gewolltes, unbemerktes Anschleichen ermöglicht. Dies kann nach seiner Ansicht auch zu einer Verringerung der Liquidität an den Börsen sowie zu Marktverwerfungen führen. Diese Lücke in der wertpapierhandelsrechtlichen Beteiligungstransparenz soll daher durch Änderung des bestehenden § 25 WpHG sowie Einfügung eines neuen § 25a WpHG geschlossen werden.

B.

Die geplante Neuregelungen

Die Neuregelungen erfassen zum einen den § 25 WpHG. Dieser wird ergänzt um eine Mitteilungspflicht für sonstige Instrumente, die einseitig im Rahmen einer rechtlichen Vereinbarung das Recht verleihen, Aktien der Gesellschaft zu erwerben.

Zum anderen ist geplant, einen neuen § 25a WpHG einzufügen, der die aufgezeigte Lücke des § 25 WpHG schließen soll. Nach § 25a WpHG-E soll das Halten von „Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten, die nicht bereits von § 25 erfasst sind“ und die es ihren Inhaber aufgrund ihrer Ausgestal-

tung ermöglichen, Aktien einer Gesellschaft zu erwerben, bei Erreichen bestimmter Schwellen mitgeteilt werden.

I. Änderung des § 25 WpHG

Die Mitteilungspflicht im Rahmen des § 25 WpHG wird um sog. „sonstige Instrumente“ erweitert. Als solche sollen alle Vereinbarungen gelten, die ein Recht auf den Erwerb von mit Stimmrechten verbundene Aktien ermöglichen, ohne unter den Finanzinstrumentebegriff des § 2 Abs. 2b WpHG zu fallen. Dazu gehören ausweislich der Gesetzesbegründung insbesondere der Rückforderungsanspruch des Darlehensgebers aus einem Wertpapierdarlehen und die Rückkaufvereinbarung bei Wertpapierpensionsgeschäften.

Der Gesetzgeber unterlässt es, den neu in das WpHG eingeführten Begriff des „sonstigen Instruments“ zu definieren. Der Gesetzgeber will darunter wohl jede nur denkbare Konstellation zwischen zwei Parteien erfassen, sofern sie nur einer Partei die Möglichkeit eines späteren Aktienerwerbs gibt.

II. Einfügung des § 25a WpHG-E

Die neue Mitteilungspflicht in § 25a WpHG-E sieht eine Erweiterung der Mitteilungspflichten des § 25 WpHG vor. Sie besteht bei Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten, die nicht bereits von § 25 WpHG erfasst sind, sofern diese ihrem Inhaber aufgrund ihrer Ausgestaltung ermöglichen, Aktien einer Gesellschaft, für die Deutschland Herkunftsstaat ist, zu erwerben

1. Halten von Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten, die nicht von § 25 WpHG erfasst sind

Eine Mitteilungspflicht besteht bei dem Halten von Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten. Dabei ist sowohl das unmittelbare Halten durch den Inhaber als auch das mittelbare Halten, z.B. über eine Tochtergesellschaft oder einem Verwaltungstreuhänder, erfasst; die mittelbar gehaltenen Finanzinstrumente werden dem Inhaber zugerechnet.

a) Finanzinstrument oder sonstiges Instrument

Der Begriff „Finanzinstrument“ ist in § 2 Abs. 2b WpHG legal definiert und ist ein Oberbegriff für Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren.

Der Begriff des „sonstigen Instruments“ umfasst sämtliche Instrumente, die den Erwerb von mit Stimmrechten verbundenen Aktien ermöglichen, ohne unter den Finanzinstrumentebegriff des § 2 Abs. 2b WpHG zu fallen.

b) Keine Erfassung von § 25 WpHG

§ 25a WpHG-E soll gerade solche Finanzinstrumente und sonstigen Instrumente mit erfassen, die bisher noch nicht unter den § 25 WpHG fallen. Folglich ist nicht mehr notwendig, dass die Finanzinstrumente und sonstigen Instrumente dem Inhaber einseitig und rechtlich bindend das Recht verleihen, Aktien einer Gesellschaft zu erwerben.

2. Ermöglichung des Aktienerwerbs

§ 25 WpHG-E statuiert jedoch, dass die Finanzinstrumente und sonstigen Instrumente aufgrund ihrer Ausgestaltung dem Inhaber oder einem Dritten ermöglichen müssen, Aktien der Gesellschaft zu erwerben. Ermöglichen die Finanzinstrumente Dritten Aktien zu erwerben, hat dies der Inhaber der Finanzinstrumente nunmehr ebenfalls mitzuteilen. Diese Erweiterung wurde auf Vorschlag des Finanzausschusses in die Neuregelung mit aufgenommen.

Der Gesetzgeber weist in seiner Begründung darauf hin, dass es ausreichend ist, wenn der Inhaber oder der Dritte die faktische oder wirtschaftliche Möglichkeit zum Aktienerwerb hat. Dies ist verständlich, da Finanzinstrumente und sonstige Instrumente, die einen rechtlichen Anspruch zum Aktienerwerb einräumen, bereits nach der bisherigen Fassung des § 25 WpHG mitzuteilen sind.

Vielmehr ist entscheidend, dass die Möglichkeit zum Aktienerwerb besteht. Die Vorschrift ist damit bewusst allgemein gehalten, um Umgehungen zu vermeiden. Nach der Gesetzesbegründung soll es daher unerheblich sein, ob die dem Finanzinstrument oder sonstigem Instrument zugrundeliegende Vereinbarung statt der Lieferung von Aktien einen Barausgleich vorsieht oder ermöglicht. Gerade finanzielle Drittgeschäfte (Contracts for Difference), Swaps wie Cash Settled Equity Swaps, Call-Optionen mit Cash Settlement, Stillhalterpositionen bei Put-Optionen und andere Geschäfte, bei denen einen Aktienerwerb aufgrund der wirtschaftlichen Logik zumindest möglich ist, sollen erfasst sein. Daneben sollen auch Finanzinstrumente, die sich auf Baskets oder Indizes beziehen, einbezogen sein. Schließlich will der Gesetzgeber ausdrücklich auch Fälle des Kettenerwerbs von Finanzinstrumenten

sowie Fälle, in denen es Dritten ermöglicht wird, Stimmrechte aufgrund dieser Instrumente zu erlangen, mit erfassen.

Zur Konkretisierung enthält § 25a WpHG-E in Abs. 1 S. 2 allerdings zwei Beispiele, wann eine derartige Ermöglichung des Aktienerwerbs vorliegt. Dies soll zum einen dann gegeben sein, wenn die andere Partei aus der Vereinbarung mit dem Halter der Instrumente ihr Risiko aus diesen Instrumenten durch das Halten von Aktien ausschließen oder vermindern könnte. Dies betrifft Konstellationen, bei denen der Gegenseite ein Hedging möglich ist. Eine tatsächliche Absicherung des Risikos durch die Gegenseite wird dagegen nicht gefordert. Dadurch sind insbesondere Instrumente mit Barausgleich wie z.B. Cash Settled Equity Swaps erfasst, die bei der Schaeffler/Continental Übernahme eine Rolle gespielt haben. Zum anderen soll ein Ermöglichen des Aktienerwerbs gegeben sein, wenn dem Halter des Instruments das Recht zum Aktienerwerb eingeräumt wird oder er eine Erwerbspflicht eingegangen ist. Dies zielt vor allem auf Stillhalterpositionen bei Put-Optionen und Call-Optionen jeweils mit physischem Settlement, die nicht schon unter die Meldepflicht des § 25 WpHG fallen. In diesem Zusammenhang stellt § 25a Abs. 1 S. 3 WpHG-E klar, dass bei Optionen oder diesen vergleichbaren Geschäften deren Ausübung zu unterstellen ist. Der Gesetzgeber hält es insgesamt für ausreichend, wenn der Erwerb der Aktien der aus der Ausgestaltung des Instruments folgenden wirtschaftlichen Logik entspricht. Ein Anspruch auf den Aktienerwerb muss nicht vereinbart werden, allerdings muss das Instrument wenigstens einen Bezug zu der jeweiligen Aktie haben.

Die weite Gesetzesfassung, die nur eine „Ermöglichung des Aktienerwerbs“ voraussetzt, führt naturgemäß zu erheblichen Unsicherheiten in der Gesetzesanwendung. Die Einfügung von zwei Fallbeispielen kann dabei diese nur bedingt beseitigen. Auch die Gesetzesbegründung dürfte nicht weiter helfen. Denn ob nach der Ausgestaltung des Instruments die wirtschaftliche Logik auf den Aktienerwerb hindeutet, wird in vielen Fällen nicht eindeutig zu beantworten sein. Rechtssicherheit könnte hier die vom Gesetzgeber in der Begründung aufgeführte Möglichkeit bringen, dass die BaFin eine nicht abschließende Liste von unter die Vorschrift fallenden Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten veröffentlichen darf.

3. Ausnahmen

Eine Ausnahme von der Mitteilungspflicht besteht nach § 25a Abs. 3 WpHG-E für solche Finanzinstrumente und sonstige Instrumente, die von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen gehalten werden. Voraussetzung ist insoweit jedoch, dass die Instrumente im Rahmen einer dauernden und wiederholten Emissionstätigkeit gegenüber einer Vielzahl von Kunden gehalten werden. Dieses Emittentenprivileg gilt allerdings nicht, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen außerhalb seines Geschäftsbetriebs zur Vorbereitung einer Übernahme oder zum Aufbau einer strategischen Position im eigenen Interesse oder im Interesse eines Kunden solche Instrumente hält.

Weitere Ausnahmen können gemäß § 25a Abs. 4 Nr. 2 WpHG-E durch Rechtsverordnung statuiert werden. Dem Gesetzgeber schwebt hier die Aufnahme von Tatbeständen vor, die unter Transparenzgesichtspunkten von geringer Bedeutung oder sogar schädlicher Auswirkung sind.

III. Mitteilungspflichten und Berechnung der Stimmrechte

Mitteilungspflichten für den Halter solcher Finanzinstrumente und sonstiger Instrumente bestehen bei Erreichen, Überschreiten und Unterschreiten der Schwellen, die auch für Stimmrechtsmitteilungen gelten, mit Ausnahme der 3%-Schwelle. Eingangsschwelle für eine Mitteilung ist daher die 5%-Schwelle.

Der Gesetzgeber ordnet eine Zusammenrechnung mit Positionen nach §§ 21, 22 und 25 WpHG an. Folglich sind gehaltene Stimmrechte nach §§ 21, 22 WpHG mit den möglicherweise erlangbaren Stimmrechten aufgrund gehaltener Finanzinstrumente und sonstiger Instrumente nach § 25 WpHG und zukünftig nach § 25 WpHG-E zusammen zu rechnen. Dabei sind die Beteiligungen nach §§ 21, 22 WpHG nur einmal zu berücksichtigen. Allerdings sind in der Mitteilung neben der Gesamtsumme der (möglichen) Anteile aus Stimmrechten auch die jeweiligen Einzelsummen aus Anteilen nach §§ 21, 22 WpHG, den Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten aus § 25 WpHG und den Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten aus § 25a WpHG-E anzugeben.

Bei der Berechnung des mitzuteilenden Stimmrechtsanteils ist bei § 25a WpHG-E auf die Anzahl der Aktien abzustellen, die der Inhaber der Instrumente oder der Dritte damit erwerben kann. Sofern dies aufgrund der Ausgestaltung des Instruments nicht festgestellt werden kann, ergibt sich der mitzuteilende Stimmrechtsanteil aus der erforderlichen Anzahl entsprechender Aktien, die die Gegenseite zu ihrer vollständigen Absicherung halten müsste. Hierbei ist allein auf den Zeitpunkt des Erwerbs abzustellen, eine spätere Anpassung aufgrund von Veränderungen der tatsächlichen Hedge-Position ist nicht vorzunehmen. Um Umgehungen zu vermeiden, hat der Gesetzgeber auf Hinweis des Finanzausschusses klargestellt, dass Finanzinstitute, sollten sie solche Finanzinstrumente halten, bei der Berechnung der erforderlichen Zahl von Aktien, die zur Absicherung gehalten werden müssen, gemäß § 308 der Solvabilitätsverordnung einen Deltafaktor im Betrag von 1 anzusetzen haben (vgl. § 308 Abs. 4 Satz 2 SolvV). Somit entspricht der mitzuteilende Stimmrechtsanteil der erforderlichen Anzahl von Aktien, die zur Absicherung gehalten werden müssen.

Die Berechnung des Stimmrechtsanteils kann durch Verordnung weiter konkretisiert werden.

IV. Sanktionen

Erstellt der Inhaber der Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente die erforderliche Mitteilung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig, kann gegen ihn eine Geldbuße wegen einer Ordnungswidrigkeit in Höhe von bis zu 1.000.000,00 Euro verhängt werden. Der Finanzausschuss hat die vom Gesetzgeber vorgeschlagene Bußgeldandrohung 500.000 Euro nochmals erhöht, um so eine wirklich spürbare Geldbuße auszusprechen. Damit soll auch bei größeren Übernahmetransaktionen den damit einhergehenden Gewinnmöglichkeiten begegnet und Umgehungsmöglichkeiten wirksam vorgebeugt werden.

Von einem Entzug der Stimmrechte aus den Aktien (sollten diese später tatsächlich erworben werden) entsprechend § 28 WpHG sieht der Gesetzgeber jedoch ab.

V. Verhältnis zu Veröffentlichungspflichten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes

Eine Ausnahme der Mitteilungspflicht soll jeweils nach § 25 Abs. 2a WpHG-E und § 25a Abs. 1

WpHG-E bestehen, sofern der Inhaber der Finanzinstrumente oder sonstigen Instrumente die Stimmrechte aus Aktien, für die ein Angebot aufgrund eines Angebots nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes („WpÜG“) angenommen wurde, gemäß § 23 WpÜG offenzulegen ist.

Eine weitere Regelung zu dem Verhältnis zum WpÜG hat der Gesetzgeber in § 25 Abs. 1 S. 4 WpHG-E getroffen. Danach soll ein Ermöglichen des Aktienerwerbs im Sinne des § 25 Abs. 1 S. 2 WpHG-E nicht gegeben sein, wenn den Aktionären der Zielgesellschaft ein Angebot nach dem WpÜG unterbreitet wurde.

Der Gesetzgeber hält demnach die geltenden Veröffentlichungspflichten nach dem WpÜG, insbesondere die sogenannten Wasserstandsmeldungen, zur Herstellung einer angemessenen Markttransparenz für ausreichend. Ein „Anschleichen“ soll daher nur über die Transparenzpflichten des WpHG verhindert werden. Dagegen sollen Instrumente, die unter § 25 WpHG und § 25a WpHG-E fallen, nicht bei der Beurteilung, ob ein Pflichtangebot nach WpÜG abzugeben ist, herangezogen werden.

Allerdings sind nach Willen des Gesetzgebers die Höhe der nach § 25 WpHG und § 25a WpHG-E mitzuteilende Stimmrechtsanteile auch in eine Angebotsunterlage gemäß WpÜG mit aufzunehmen. Den Aktionären soll transparent gemacht werden, ob der Bieter bereits zusätzliche wirtschaftliche Positionen in der Zielgesellschaft aufgebaut hat. Der Gesetzentwurf enthält daher auch eine entsprechende Änderung des § 2 Nr. 2 WpÜG-AV.

C.

Exkurs: Weitere geplante Änderungen durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz

Neben den Regelungen zur Beteiligungstransparenz enthält das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz noch weitere Aspekte, auf die hier nur kurz in Stichpunkten hingewiesen werden soll.

So sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, Mitarbeiter in der Anlageberatung, Vertriebsverantwortliche und Compliance-Beauftragte bei der BaFin zu registrieren. Daneben ist die Auslieferung von Produktinformationsblättern an Anleger geregelt. Schließlich soll das Investmentgesetz im Hinblick auf offene Immobilienfonds geändert werden.

**D.
Fazit und Ausblick**

Der Gesetzgeber beabsichtigt mit der Änderung der wertpapierhandelsrechtlichen Beteiligungstransparenz das Anschleichen von Investoren im Vorfeld von Unternehmensübernahmen zu erschweren. Das aner kennenswerte Ziel der Markttransparenz wird jedoch mit einer sehr allgemeinen Regelung erkauf t, die erhebliche Rechtsunsicherheit in der Anwendung mit sich bringen dürfte. Aus diesem Grund bleibt nur zu hoffen, dass von den eröffneten Möglichkeiten

zur Konkretisierung der Vorschrift zügig und ausführlich Gebrauch gemacht wird.

Werden die Regelungen wie in dem Gesetzentwurf verabschiedet, treten die Änderungen in § 25 WpHG sowie der § 25a WpHG-E jedoch erst nach einer Übergangsfrist von neun Monaten in Kraft. Damit sollen sich Mitteilungspflichtige, Emittenten und auch die BaFin angemessen auf diese neue Regelung vorbereiten können.

Diese Mandanteninformation beinhaltet lediglich eine unverbindliche Übersicht über das in ihr adressierte Themen gebiet. Sie ersetzt keine rechtliche Beratung. Als Ansprechpartner zu dieser Mandanteninformation und zu Ihrer Beratung stehen gerne zur Verfügung:

Dr. Max Hirschberger	Dr. Markus J. Friedl	Prof. Dr. Jochem Reichert	Dr. Stephan Harbarth	Dr. Marc Löbbe
Frankfurt a.M.	Frankfurt a.M.	Mannheim/ Frankfurt a.M.	Mannheim	Frankfurt a.M.
+49.69.976 9601 351 Max.Hirschberger@sza.de	+49.69.976 9601 360 Markus.Friedl@sza.de	+49.621.4257 229 Jochem.Reichert@sza.de	+49.621.4257 210 Stephan.Harbarth@sza.de	+49.69.976 9601 201 Marc.Löbbe@sza.de

SZA SCHILLING, ZUTT & ANSCHÜTZ

Taunusanlage 1
D-60329 Frankfurt am Main

Telefon:+ 49 (0) 69 976 9601 0
Telefax:+ 49 (0) 69 976 9601 102

Otto-Beck-Str. 11
D-68165 Mannheim

Telefon:+ 49 (0) 621 4257 0
Telefax:+ 49 (0) 621 4257 280

WWW.SZA.DE