Die „Nachwehen“ von Porsche/VW und Schaeffler/Continental

Aktuelle Überlegungen zur Ausweitung der Regelungen zur Beteiligungstransparenz

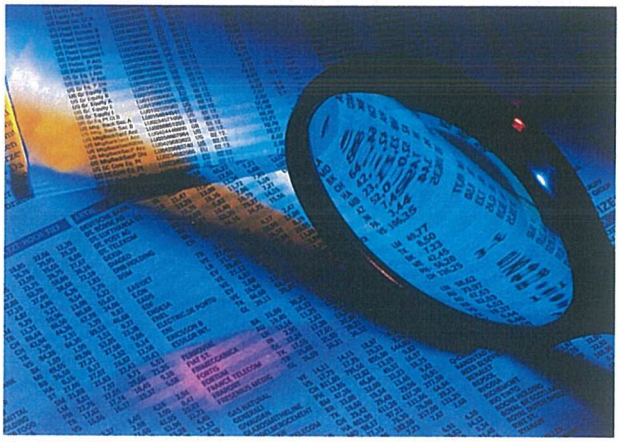
*Von Dr. Frank Weber und Dr. Hendrik Pielka, Waldeck Rechtsanwälte**

Im Zuge der Übernahmevorhaben Schaeffler/Continental wie auch Porsche/VW wurde in Deutschland intensiv die Frage diskutiert, inwieweit der Erwerb aktienbasierter Derivate eine Meldepflicht nach den Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) begründet. Vergleichbare Diskussionen fanden in anderen europäischen Ländern statt. In sämtlichen diskutierten Fällen erfolgte ein Beteiligungsaufbau im Verborgenen durch Nutzung von Derivaten. Nach den Mindestvorgaben der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG), die der deutsche Gesetzgeber in den §§ 21ff. WpHG umgesetzt hat, trifft den Inhaber des Derivats in einem solchen Fall keine Mitteilungspflicht.

Dr. Frank Weber

Dr. Hendrik Pielka

Im Januar 2010 hat das Committee of European Securities Regulators ein Konsultationspapier (CESR/09-1215b) mit dem Vorschlag vorgelegt, die Pflicht zur Abgabe von Stimmrechtsmitteilungen auch auf Derivate zu erweitern, die wirtschaftlich wie das Halten oder die Berechtigung zum Erwerb von Aktien wirken. Begründet wird dies insbesondere damit, dass die das Derivat begebenden Institute in der Regel kein wirtschaftliches Risiko eingehen und daher in dem Bestreben agieren, weitere Geschäfte mit dem Erwerber des Derivats zu tätigen. Dadurch erlange der Erwerber ein signifikantes Ausmaß an „de facto-Kontrolle“ über die Stimmrechte aus zu Absicherungszwecken durch das Institut gehaltenen Aktien.



Das CESR schlägt vor, die Pflicht zur Abgabe von Stimmrechtsmitteilungen auch auf Derivate zu erweitern, die wirtschaftlich wie das Halten oder die Berechtigung zum Erwerb von Aktien wirken.

Wesentliche Eckpunkte des Konsultationspapiers

Die vorgeschlagene Regelung will die Mitteilungspflichten über bedeutende Beteiligungen auf sämtliche Finanzinstrumente erstrecken, die eine gleiche wirtschaftliche Wirkung wie das Halten oder die Berechtigung zum Erwerb von Aktien entfalten, und zwar unabhängig davon, ob diese nur auf einen Ausgleich in bar oder aber auf Lieferung effektiver Stücke abzielen.

CESR favorisiert eine weite Definition, flankiert von exemplarischen Beispielen wie Contracts for Difference, Equity Swaps, Cash Settled Call Options und Put Options. Die konkrete Ausgestaltung soll entweder durch eine Ausweitung des Begriffs der Finanzinstrumente über die MiFID-Definition hinaus unter Ausnahme bestimmter Geschäfte erfolgen oder durch eine vollständige Anlehnung an den Begriff der Finanzinstrumente gemäß MiFID.

Wie nach geltendem Recht sollen Mitteilungspflichten zudem nur bestehen, wenn die als „Underlying“ fungierende Aktie Stimmrechte vermittelt, bereits ausgegeben

*) Dr. Frank Weber, Maître en droit, ist Rechtsanwalt und Partner, Dr. Hendrik Pielka Rechtsanwalt bei Waldeck Rechtsanwälte in Frankfurt am Main.

Durch die Initiative des CESR soll die Strategie des Beteiligungsaufbaus im Verborgenen durch die Nutzung von Derivaten unterbunden werden.

und zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen ist. Als Meldeschwellen werden die aus der Transparenzrichtlinie bekannten Größen von 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% und 75% vorgeschlagen. Da der Inhaber des Derivats Aktien und Stimmrechte nicht direkt hält, ist fraglich, ob die Basis für die Umrechnung in Stimmrechte „nominal" oder „delta-adjusted" sein soll. Ein nominaler Ansatz würde an Art. 13 der Transparenzrichtlinie anknüpfen, wonach das Finanzinstrument die Anzahl von Aktien/Stimmrechten vermittelt, auf die es Bezug nimmt. Der Unterschiedsbetrag (Delta) drückt demgegenüber aus, wie viele Aktien der Emittent des Derivats halten muss, um sein Risiko aus dem Derivat optimal abzusichern.

Kritische Würdigung

Angesichts der eingangs genannten Fälle erscheint das vom CESR verfolgte Ziel, Umgehungen der Transparenzrichtlinie entgegen zu wirken, durchaus sinnvoll. Bei der Ausgestaltung ist allerdings zu beachten, dass Derivate zumeist gerade nicht für Zwecke eines Beteiligungsaufbaus im Verborgenen genutzt werden, sondern vor allem wichtige Elemente des Risikoausgleichs und der effizienten Preisbildung am Kapitalmarkt sowie eine wesentliche Liquiditätsquelle sind. Den Vorschlägen des CESR ist daher mit Zurückhaltung zu begegnen, zumal viele Fragen offen bleiben.

Folgt man dem Vorschlag des CESR zu einer weit gefassten, prinzipiengeleiteten Definition der erfassten Instrumente, wäre die Regelung nicht kasuistisch angelegt und böte damit eine höhere Umgehungssicherheit. Auf der anderen Seite führt eine generalklauselartige Definition zu Rechtsunsicherheit und birgt das Risiko, dass es auf nationaler Ebene zu höchst unterschiedlichen Ausprägungen kommt. Die European Securities Markets Expert Group hat in ihrer Stellungnahme vom November 2009 aufgezeigt, dass schon die bestehenden Unterschiede bei der Umsetzung der Transparenzrichtlinie in nationales Recht zu erheblichem Aufwand bei international agierenden Investoren führen. Die vom CESR alternativ vorgeschlagene Anlehnung an die Definition der MiFID bringt zwar mehr Rechtssicherheit, erscheint aber ebenfalls nicht geeignet, da sie vor einem anderen Regelungshintergrund entstanden ist und Umgehungsrisiken bestünden. Wie Stimmrechtsanteile berechnet werden sollen, wenn in Derivaten keine bestimmte Aktienzahl in Bezug genommen wird, ist ungelöst, ebenfalls, ob der Abschluss des Derivatekontrakts zu einer Meldepflicht führen soll, selbst wenn das Institut möglicherweise gar keine Aktien erwirbt oder sich auf andere Weise absichert. Ohnehin fraglich ist der Zugewinn an Transparenz, da letztlich eine „Mehrfachzählung" stattfinden würde und damit der gemeldete Umfang 100% des Aktienkapitals überschreiten kann. Schon aus diesem Grund wird man in jedem Fall separate Mitteilungen und diese auch erst bei Überschreiten höherer Meldeschwellen fordern müssen.

Auch die Rechtsfolgenseite wirft konzeptionelle Fragen auf. Ein Rechtsverlust aus Aktien erscheint nicht sinnvoll, wenn der Derivateinhaber als Meldepflichtiger selbst keine Rechte innehat. Eine bloße Bußgeldbewehrung genügt möglicherweise als Abschreckung nicht.

Fazit

Schon diese kurze Betrachtung macht deutlich, dass vor einer Neuregelung grundlegende Punkte zu klären sind. Es ist zu hoffen, dass „gesetzgeberische Schnellschüsse" auf deutscher wie auf europäischer Ebene vermieden und zunächst die tatsächlich regelungsbedürftigen Sachverhalte näher identifiziert werden. Angesichts der schon bestehenden Unterschiede ist zudem dringend darauf hinzuwirken, dass eine europaweit einheitliche Regelung ohne weite nationale Umsetzungsspielräume etabliert wird.