

Neue Meldepflicht für Investoren wirft Fragen auf

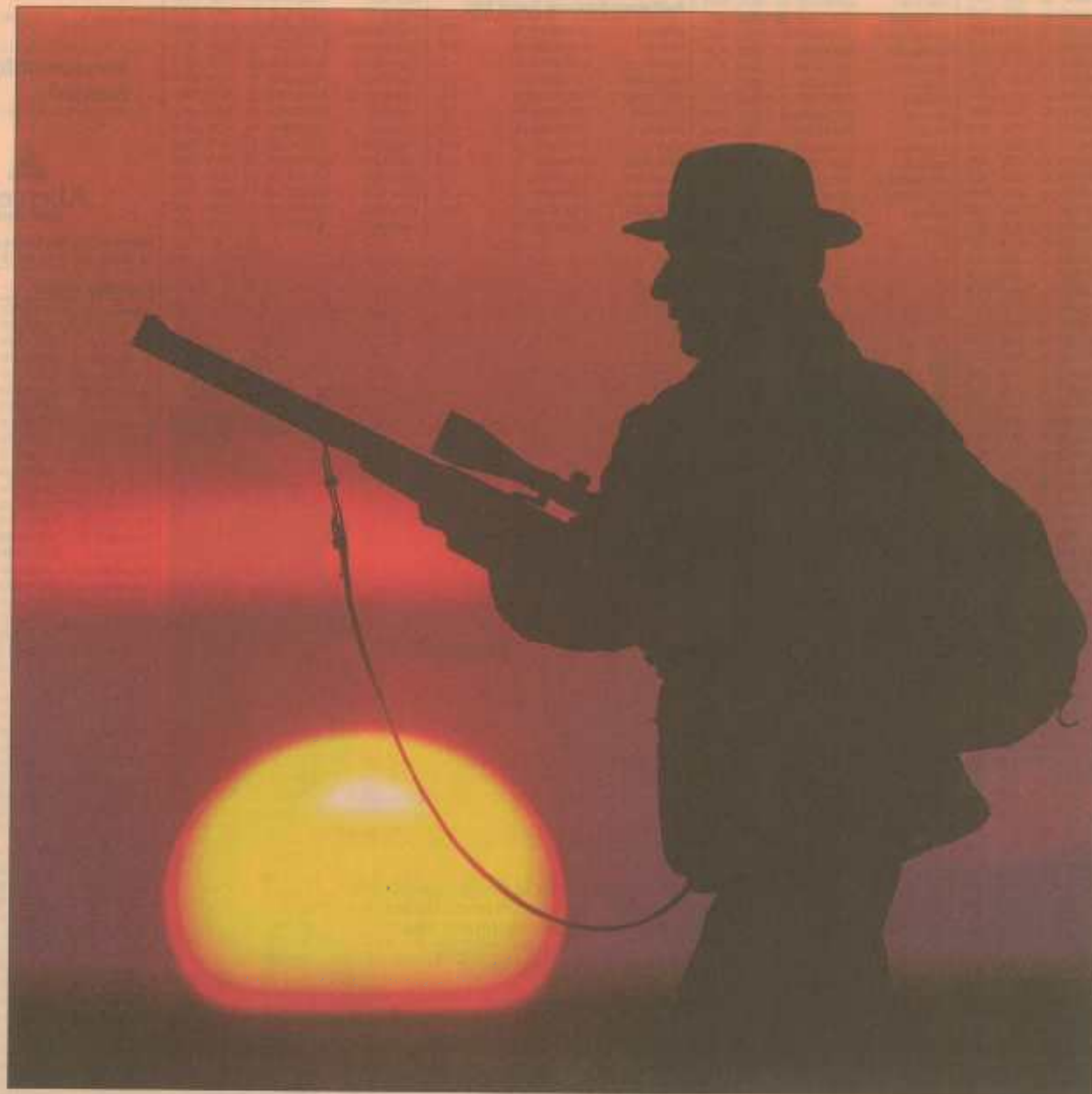
Das neue Börsegesetz will unbemerktes „Anschleichen“ an börsennotierte Unternehmen verhindern. Ob in Zukunft auch jeder Vorvertrag über Aktienkauf gemeldet werden muss, bleibt umstritten.

Clemens Hasenauer
Edmund-Philipp Schuster

Schon seit den 1980er-Jahren müssen Aktionäre börsennotierter Unternehmen den Markt darüber informieren, wenn sie bestimmte Beteiligungsschwellen überschreiten. Diese europaweite Publizitätspflicht soll sicherstellen, dass der Markt über Änderungen der Eigentumsverhältnisse informiert ist und auf diese Information entsprechend reagieren kann. Dies spielt vor allem vor Übernahmen eine Rolle: Wenn etwa ein Mitbewerber plötzlich zehn Prozent der Aktien kauft, liegt ein bevorstehender Übernahmeversuch nahe – eine für Investoren höchst relevante Information.

Aus Sicht des potenziellen Übernehmers – oder anderer potenzieller (Groß-)Investoren – ist diese Veröffentlichung nicht erstrebenswert: Sobald die Kaufabsichten am Markt bekannt sind, gestalten sich Transaktionen schwieriger. Diese Interessenlage führt zu einem Katz-und-Maus-Spiel zwischen Aufsicht und Marktteilnehmer. Investoren und ihre Berater finden Wege, die wirtschaftlich einem Aktienwerb ähneln, aber keine Meldepflicht auslösen; als Reaktion werden die gesetzlichen Regeln angepasst, um ebendies zu verhindern.

Letzteres ist erst unlängst passiert, nicht zuletzt als Reaktion auf den zunächst unbemerkten Aufbau einer großen Beteiligung an der Telekom Austria durch einen Finanzinvestor. Die Neuregelung im Börsegesetz trat am 1. Jänner 2013 in Kraft und umfasst nunmehr einen weiteren Kreis an Transaktionen, die einem Aktienwerb „ähneln“ – denn solche Transaktionen ermöglichen in der Praxis einen unbemerkten Beteiligungsaufbau. Um Umgehungen der Meldepflicht in Zukunft zu er-



schweren, hat der Gesetzgeber für deren Feststellung nicht nur Finanzinstrumente, sondern auch alle „vergleichbaren Instrumente“ mit berücksichtigt.

Nun legt der Einfallreichtum der Praxis durchaus nahe, in diesem Regelungsbereich möglichst weit gefasste Gesetzesbegriffe zu verwenden, um Umgehungen zu verhindern oder zumindest zu erschweren. Doch das geht immer auf Kosten der Rechtssicherheit.

Im konkreten Fall etwa ist unklar, welche Instrumente als „vergleichbar“ angesehen werden sollten. Gemäß § 91a Abs 1 Z 2 BörseG besteht die Meldepflicht nunmehr, wenn ein vergleichbares Instrument einen Anspruch auf Abschluss einer anderen Vereinbarung, die wiederum auf den Er-

werb von Aktien eines Emittenten gerichtet ist, vermittelt. Nach einem vorliegenden Entwurf der Finanzmarktaufsicht (FMA) für einen Emittentenleitfaden – derzeit läuft dazu ein Konsultationsverfahren – kann jeder Vorvertrag oder auch ein Letter of Intent (LOI) bzw. ein Memorandum of Understanding (MOU) zur Meldepflicht führen.

Kursänderungen der Aktien

Nach § 91a Abs 1 Z 3 BörseG besteht die Meldepflicht auch, wenn ein vergleichbares Instrument es ermöglicht, „an Kursänderungen der Aktien des Emittenten wirtschaftlich teilzuhaben“. Auch hier ist noch unklar, ob dies auch den Fall eines – etwa aufgrund von Kartellerfordernissen – unter auf-

schiebenden Bedingungen stehenden Kaufvertrags oder gar auch alle Vorkaufs- und Aufgriffsrechte mitumfasst – und dies unabhängig von den zugrunde liegenden Bedingungen.

Transparenz ist für das richtige Funktionieren des Marktes von entscheidender Bedeutung. Bei der Interpretation dieser Bestimmungen darf aber das eigentliche Regelungsziel nicht außer Acht gelassen werden. So ergibt sich klar aus den erläuternden Bemerkungen zur Gesetzesnovelle, dass mit der Neuregelung das sogenannte „unbemerkte Anschleichen“ an Emittenten verhindert werden soll. Dies wurde in Fällen wie Schaeffler/Continental, VW/Porsche oder jüngst bei der Telekom durch „synthetische“ Positionen –

Jäger haben weiterhin das Recht, sich auf der Pirsch an ihr Ziel anzuschleichen. An der Börse sollen solche Praktiken verhindert werden. Doch geht die FMA in ihrer Auslegung der neuen Bestimmungen im Börsegesetz zu weit?

Foto: dpa/Pleul

meist auf Barausgleich gerichtete Derivate – vorgenommen. Diese Produkte sind so ausgestaltet, dass sie zwar keinen Anspruch auf physische Lieferung der zugrunde liegenden Aktien vermitteln, aufgrund ihrer Ausgestaltung aber wirtschaftlich weitgehend einem Aktienwerb entsprechen und faktisch diesen auch ermöglichen. Da dies bisher keine Meldepflicht auslöste, konnte ein Bieter zunächst „heimlich“ (und daher billiger) eine Beteiligung an der Zielgesellschaft aufbauen, dies aber erst beim späteren Übernahmeangebot offenlegen.

Klärung erst durch VwGH

Wenn man dem Willen des Gesetzgebers folgt, ist es klar, dass die Neuregelung der Beteiligungspublizität darauf abzielt, ein unbemerktes Anschleichen transparent zu machen. Aktienkäufe, die noch unter aufschiebenden Bedingungen stehen, sowie Vorverträge, LOIs und MOUs sind in der Regel aber keine Instrumente zum Anschleichen, und Meldungen über einen potenziellen Aktienwerb wären für den Kapitalmarkt auch wenig aussagekräftig. Derartige Vereinbarungen dürften unseres Erachtens nur dann unter § 91a BörseG fallen, wenn dadurch die Meldepflicht im Fall des unbemerkten Anschleichens umgangen werden soll. Sollte die FMA ihre Standpunkt beibehalten, könnte es sein, dass die Frage erst durch eine Entscheidung des Verwaltungsgerichtshofs geklärt wird.

DR. CLEMENS HASENAUER LL.M. ist Managing Partner und Leiter von Corporate Transactions bei CHSH Rechtsanwälte. **MAG. EDMUND-PHILIPP SCHUSTER LL.M.** ist Lecturer an der London School of Economics und Counsel bei Baker & McKenzie Wien. clemens.hasenauer@chsh.com