

# Neuerungen im Kapitalmarktrecht. Europäische Regelungen zu Transparenzrichtlinie und Insiderrecht

Bearbeitet von  
Philipp A. Schulze

Erstauflage 2016. Taschenbuch. 136 S. Paperback

ISBN 978 3 95485 336 6

Format (B x L): 15,5 x 22 cm

Recht > Handelsrecht, Wirtschaftsrecht > Europäisches, internationales  
Wirtschaftsrecht

schnell und portofrei erhältlich bei

  
DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](http://beck-shop.de) ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

# Leseprobe

Textprobe:

Kapitel: 2. Säule 2: Mitteilungspflicht nach § 25 WpHG:

§ 25 WpHG stellt eine weitere Säule der Meldepflicht nach § 21 WpHG dar und erweitert die Meldepflicht auf das unmittelbare oder mittelbare Halten von Finanzinstrumenten und sonstigen Instrumenten. Während die §§ 21 f. WpHG unmittelbar auf die Stimmrechte abstellte, normiert § 25 WpHG die Meldepflicht für Zugriffsrechte auf, mit Stimmrechten verbundene, Aktien, um die Möglichkeit des Aktienerwerbs – und der damit verbundenen Stimmrechte – offenzulegen. Finanzinstrumente sind nach der Legaldefinition des § 2 Abs. 2a WpHG Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate und Rechte auf die Zeichnung von Wertpapieren, wobei § 25 WpHG die Meldepflicht insb. auf Derivate wegen ihrer zeitlich verzögerten Erfüllung erweitert. Die Erweiterung um „sonstige Instrumente“ erfolgte durch das AnSFuVG, wodurch vor allem Rückforderungsansprüche aus Wertpapierdarlehensgeschäften sowie Rückkaufvereinbarung bei Repogeschäften in die Meldepflicht miteinbezogen werden. Es ist jedoch unerheblich, ob das Finanzinstrument bzw. sonstiges Instrument dinglich oder nur schuldrechtlich ausgestaltet ist. Erheblich ist allein, ob es dem Inhaber ein rechtlich bindendes, einseitiges Erwerbsrecht gewährt. Das Erwerbsrecht muss unabhängig von äußeren Umständen und allein durch Willenserklärung des Inhabers ausübbar sein.

Der eigenständigen Meldepflicht nach § 25 WpHG werden die Beteiligungen i. R. d. §§ 21 f. WpHG nach § 25 Abs. 1 S. 3 WpHG zugerechnet. Damit es bei der aggregierten Erfassung zu keiner Doppelberücksichtigung kommt, sind sowohl von § 22 Abs. 1 Nr. 5 WpHG wie auch § 25 WpHG berücksichtigte Instrumente, insb. dinglich ausgestalteten Optionen, zu kürzen (§ 25 Abs. 1 S. 3 2. HS WpHG). Ausgenommen der Meldeschwelle von 3 %, ergibt sich die Mitteilungspflicht für Berührungen der Schwellen des § 21 Abs. 1 WpHG (§ 25 Abs. 1 S. 1 WpHG). Diese entfällt gem. § 25 Abs. 2a WpHG, wenn ein Übernahmeangebots i. S. d. § 23 Abs. 1 WpÜG veröffentlicht wird.

3. Säule 3: Mitteilungspflicht nach § 25a WpHG:

Zum 01.02.2012 wurde der § 25a WpHG eingefügt. Auch er stellt eine Erweiterung der Meldepflicht dar und soll „unbemerkttes Anschleichen“ erschweren. Maßgeblich für eine Mitteilungspflicht nach § 25a WpHG ist eine Möglichkeit des Aktien-erwerbs, aus der eine konkrete Zugriffsmöglichkeit auf die Stimmrechte der Aktien resultiert. Als Auffangtatbestand bezieht er sich auf das Halten von Finanzinstrumenten bzw. sonstigen Instrumenten, die nicht bereits nach § 25 WpHG meldepflichtig sind. Dem Sinn und Zweck entsprechend wird die Meldepflicht auf jegliche Art von Abreden ausgeweitet. Nach § 25a Abs. 1 S. 8 WpHG i. V. m. § 17 Abs. 4 Nr. 2 WpAIV muss der Meldepflichtige die aggregierte Stimmrechtsanzahl nach §§ 21 f., 25 WpHG melden.

4. Pflicht zur Mitteilung der Ziele nach § 27 WpHG:

Eine Erweiterung der Meldepflicht der §§ 21 f. WpHG erfolgt durch § 27a WpHG für Inhaber wesentlicher Beteiligungen. Eine wesentliche Beteiligung liegt nach § 27a Abs. 1 S. 1 WpHG ab der Meldeschwelle von 10 % bzw. dem Erreichen oder Überschreiten einer höheren Schwelle des § 21 Abs. 1 S. 1 WpHG vor. Der Investor muss in einem sog. Strategie und Mittelherkunftsbericht offenlegen, was für Ziele er mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgt und wie er den Aktienkauf finanziert hat. Mögliche Ziele sind abschließend in § 27a Abs. 1 S. 3 WpHG aufgezählt, bspw. das Investitionsziel (Nr. 1) oder etwaige Aufstockungsabsichten (Nr. 2). § 27 Abs. 1 S. 3 WpHG konkretisiert die Offenlegungspflicht zur Mittelherkunft. Es muss allerdings nur angegeben werden, ob die Aktien mit Eigen- bzw. Fremdkapital erworben wurden oder wie die Anteile an der Gesamtfinanzierung waren. In der Praxis gibt es unterschiedliche Finanzierungsmöglichkeiten und Mischformen zwischen Eigen- und Fremdkapital. Bei der Gestaltung von M&A Transaktionen können bspw. verschiedene Zweckgesellschaften verwendet werden, um neben der steuerlichen Gestaltung auch die Finanzstruktur zu optimieren. Die Mitteilungspflicht sollte den aktuellen Finanzierungs- und Kapitalmarktmöglichkeiten angepasst werden.

Für die Meldeschwellen nach § 27a Abs. 1 S. 1 WpHG könnten nur die Stimmrechte nach §§ 21, 22 WpHG berücksichtigt werden. Teilweise wird hingegen auch angeführt, Finanzinstrumente nach §§ 25, 25a WpHG mit einzubeziehen, um die Meldedichte zu erhöhen. Der Wortlaut des § 27a WpHG spricht jedoch nur von einer Ausdehnung der Meldepflicht für Meldepflichtige i. S. d. §§ 21 f. WpHG und nicht nach §§ 25, 25a WpHG. M. E. würde es jedoch gerade dem Sinn und Zweck der Publizitätspflichten entsprechen nur indirekt vermittelte Einflussmöglichkeiten durch Finanzinstrumente respektive sonstige Instrumente, bei der Bestimmung der Meldeschwellen zu berücksichtigen. Folglich sollten neben §§ 21 f. WpHG auch die §§ 25, 25a WpHG für die maßgebliche Meldeschwelle einschlägig sein.

Die Meldefrist beträgt nach § 27a Abs. 1 S. 1 WpHG 20 Handelstage, wobei die Frist entsprechend dem § 21 Abs. 1 S. 3 WpHG beginnt. Eine Frist von 20 Tagen wird von vielen in der Literatur, mit Verweis auf schnelllebige Kapitalmärkte und kürzere Fristen im Ausland, richtigerweise als zu lang erachtet. Die gleiche Frist gilt auch für Veröffentlichungen zu geänderten Zielen (§ 27a Abs. 1 S. 2 WpHG) [...].

1. Säule 1: Mitteilungspflicht nach §§ 21 f. WpHG-E:

Durch Art. 1 Abs. 1 TRL 2013 wird Art. 2 Abs. 1 TRL 2004 überarbeitet und das für die Mitteilungspflicht grundlegenden Herkunftsstaatsprinzips vereinfacht. Unternehmen mit Sitz in einem Drittland, also außerhalb des EWR, können Deutschland nach § 2 Abs. 6 Nr. 1 b i. V. m. § 2b Abs. 1 WpHG-E als Herkunftsstaat wählen, wenn sie in den letzten drei Jahren keinen anderen Staat als Herkunftsstaat gewählt haben (§ 2b Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG-E). Gleiches gilt, wenn sie zwar einen anderen Herkunftsstaat bestimmt haben, aber die Wertpapiere des Emittenten in diesem Staat keine Zulassung zu einem organisierten Markt mehr haben (§ 2b Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG-E); eine Zulassung in Deutschland ist allerdings stets notwendig.

a) Aktive vs. passive Schwellenberührung:

Durch § 21 Abs. 1 S. 5 WpHG-E wird eine Unterscheidung zwischen aktiver und passiver

Schwellenwertberührung mit ins Gesetz aufgenommen. Wenn sich der Stimmrechtsanteil durch eine Änderung der Gesamtanzahl im Nenner des Quotienten ergibt, beginnt die Publikationsfrist abweichend von § 21 Abs. 1 S. 3 WpHG (a. F.) erst mit der Veröffentlichung des Emittenten nach § 26a Abs. 1 WpHG, sofern der Meldepflichtige nicht Kenntnis von der Änderung der Gesamtanzahl erlangte. Diese Änderung erhöht die Rechtssicherheit und ist daher positiv zu bewerten.

b) Neuer Meldezeitpunkt nach § 21 Abs. 1b WpHG-E:

Mit § 21 Abs. 1b WpHG-E geht die Bundesregierung in ihrem Gesetzesentwurf über die Anforderungen der TRL 2013 hinaus. Die Meldepflicht für Stimmrechte aus Aktien beginnt hierdurch zukünftig bereits mit Abschluss des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts, wenn dies weder aufschiebend noch auflösend bedingt ist. Die dem deutschen Rechtssystem immanenten Abstraktions- und Trennungsprinzipien werden aufgegeben. Der Zeitpunkt der Meldepflicht wird folglich nach vorne verschoben, da die sachenrechtliche Erfüllung erst zwei Handelstage nach dem Kausalgeschäft erfolgen würde. Durch die Annäherung, an das in den meisten EWR-Ländern bestehende Kausalprinzip könnte ausländischen Investoren die Erfüllung der deutschen Meldepflicht erleichtert werden, was den Investitionsstandort Deutschland stärken würde.

Das Deutsche Aktieninstitut (DAI) sieht die Neuregelung zum Meldezeitpunkt nach § 21 Abs. 1 S. 3 WpHG-RefE bzw. § 21 Abs. 1b WpHG-RegE kritisch und diskussionswürdig, da es mehrere noch ungeklärte Fragen gibt, bspw. die rechtliche Bedeutung des Wortlautes „sofort“ oder die Behandlung aufschiebend bedingter Kausalgeschäfte. Deutlich kritischer beurteilt die Deutsche Kreditwirtschaft (DK) den § 21 Abs. 1 S. 5 WpHG-RefE, da die Meldepflicht ausgelöst würde, obwohl der Aktien-käufer noch nicht Eigentümer geworden sei. Wenn der Veräußerer die Abwicklung der Transaktion erst bei Eigentumsübertragung, also zwei Handelstage nach dem Kausalgeschäft, melden müsste, befürchtet die DK eine Störung der Markttransparenz. Sicherlich bestehen bei einer so tiefgehenden Änderung, wie der partiellen Aufgabe des Abstraktions- und Trennungsprinzips, Aspekte die im Detail zu klären sind. Die Kritik der DK dürfte jedenfalls seit dem RegE, der in § 21 Abs. 1b WpHG-RegE von „Gehören“, was m. E. ‚Nichtgehören‘ als residuale Gegenposition miteinschließen müsste, nicht mehr bestehen. Folglich dürfte auch für den Wegfall der Meldepflicht nicht mehr die Eigentumsübertragung sondern bereits das Kausalgeschäft maßgeblich werden, um eine Verzerrung und ein hypothetisches Wachstum der Stimmrechtsanzahl zu vermeiden. Durch einen Klammerzusatz stellt die Begründung der RegE den anstehenden Erwerb auch dem anstehenden Verlust der Aktien gleich. Daher dürften die Vereinfachung und potentielle Attraktivitätssteigerung für ausländische Investoren die Kritik ausgleichen und mit der Begrenzung von möglichen Umgehungsmöglichkeiten (siehe S. 8) überkompensieren.