

Reform im Kapitalmarktrecht: Am Ende steht das Schämen

von Dr. Jan-Henning Wyen, LL. M. und Dr. Henrik Humrich, LL. M.

24.11.2015



© Petrus Bodenstaff - Fotolia.com

Geänderte Meldepflichten und eine deutliche Ausweitung der Sanktionen: Das sind die wesentlichen Auswirkungen der Transparenzrichtlinie auf börsennotierte Unternehmen und Investoren. Die Details erklären *Jan-Henning Wyen* und *Henrik Humrich*.

Die Pflichten zur Meldung von Beteiligungen wurden erheblich verändert

Mit dem Gesetz zur Umsetzung der **Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie** setzt der Gesetzgeber Vorgaben der europäischen Union um. Die Neuregelungen sollen – wie der Name vermuten lässt – die Transparenz im Kapitalmarktrecht verbessern.

Neu gefasst werden vor allem kapitalmarktrechtliche Meldepflichten. Die Sanktionen bei einem Verstoß gegen diese weitet das Gesetz erheblich aus. Für Investoren und börsennotierte Unternehmen ist das von großer praktischer Bedeutung. Darüber hinaus erfahren die Anforderungen für einen Rückzug von der Börse – das sogenannte **Delisting**

– erstmals eine gesetzgeberische Regelung zum Schutz der **Aktionäre**, über deren Vorentwurf LTO **bereits an anderer Stelle berichtet hatte**.

Neue Struktur der Meldepflichten

Schon bisher müssen Kapitalmarktteilnehmer nach den §§ 21 ff. Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) dem jeweiligen Emittenten und zugleich der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ihre Stimmrechte und Instrumente, die den Erwerb von Stimmrechten ermöglichen, melden, sobald deren Umfang bestimmte Schwellen berührt. Solche Instrumente sind beispielsweise Optionen, Terminkontrakte oder Swaps, wie sie in der Vergangenheit in einer Reihe von spektakulären Fällen zum "Anschleichen" im Wege eines heimlichen Beteiligungsaufbaus genutzt worden sind, so etwa bei den Übernahmen des Automobilzulieferers Continental durch Schaeffler und Volkswagen durch Porsche.

Dieses System wird jetzt neu aufgesetzt. Zukünftig werden die Meldepflichten gegenüber dem Emittenten und der BaFin bei Berührung der gesetzlichen Schwellen durch drei Tatbestände geregelt: Einen, der Erwerb und Verlust von Stimmrechten regelt, einen zweiten, der sämtliche Instrumente erfasst, und einen dritten, der die Summe aus Stimmrechten und Instrumenten betrifft. Die frühere Unterscheidung zwischen zwei verschiedenen Meldepflichten für Instrumente, die zu einer Reihe formaler Fehler führte, fällt damit weg.

Nicht nur die Meldepflichten, sondern auch der Meldevorgang als solcher wird stark vereinfacht: Es ist nur ein einziges Formular für die Meldung der vorgenannten drei Tatbestände zu verwenden. Zudem reicht in Konzernkonstellationen die Abgabe eines Formulars durch die Konzernmutter aus, um die Meldepflichten der Tochterunternehmen zu erfüllen.

Pflichten werden vorverlagert auf Abschluss des Kaufvertrages

Bei den Meldepflichten über Stimmrechte aus Aktien kommt es zu einer zeitlichen Vorverlagerung: Zukünftig löst nicht mehr erst die dingliche Übertragung einer Aktie, sondern bereits der Abschluss eines schuldrechtlichen Kaufvertrags die Meldepflicht aus, soweit der Übertragungsanspruch unbedingt und ohne Verzögerung zu erfüllen ist. Die Meldepflicht wird damit regelmäßig um jene zwei Tage vorverlagert, welche die Durchführung des Aktienerwerbs typischerweise in Anspruch nimmt.

Die Anknüpfung an den Kaufvertrag wirft im Einzelnen einige noch ungeklärte Fragen auf. Insbesondere werden Korrekturmeldungen erforderlich, falls gemeldete Geschäfte wider Erwarten doch nicht vollzogen werden. Zumindest in diesen Fällen ist der gesetzgeberischen Intention, die Transparenz zu erhöhen, wenig gedient.

Die Zurechnung von Aktien für Zwecke der Meldepflichten, also die Regelungen, unter denen das Gesetz jemanden auch dann als Stimmrechtsinhaber betrachtet, wenn er selbst nicht Aktionär ist, wurden ergänzt. Diese Änderungen dürften in der Praxis jedoch keine besondere Bedeutung haben.

Handeln bis Januar erforderlich

Sehr relevant ist hingegen eine Änderung, die nicht aus der Neufassung des Gesetzeswortlauts hervorgeht, sondern auf die allein die Gesetzesbegründung hindeutet:

Sie betrifft die Anwendung der durch das Gesetz nicht geänderten Regelungen für Sicherheitenbestellungen.

Werden bei Vertragsbeziehungen Sicherheiten in Form von Aktien bestellt, musste im Falle einer Berührung der gesetzlichen Meldeschwellen für Stimmrechte bislang entweder nur der Sicherungsgeber oder nur der Sicherungsnehmer die Stimmrechte aus diesen Aktien melden. Die Gesetzesbegründung lässt nun erkennen, dass zukünftig beide Seiten die Stimmrechte melden müssen. Das könnte in vielen Fällen die bisweilen unerwünschte Folge haben, dass Kreditbeziehungen öffentlich erkennbar werden.

Für Kapitalmarktteilnehmer besteht infolge der Neuregelung teilweise akuter Handlungsbedarf. Sie sind verpflichtet, bis zum 15. Januar 2016 an den Emittenten und die BaFin eine Bestandsmeldung für Instrumente abzugeben, soweit der Bestand fünf Prozent oder mehr beträgt. In Bezug auf die übrigen Meldetatbestände, also Stimmrechte aus Aktien sowie die Summe aus Stimmrechten und Instrumenten, müssen die Unternehmen den Bestand nur dann bis zum 15. Januar 2016 melden, wenn durch die Gesetzesänderung eine zuvor noch nicht gemeldete Schwelle berührt wird.

Verstöße gegen Pflichten bringen erhebliche Folgeprobleme mit sich

2/2: Verstöße führen zu Rechtsverlusten – und infizieren andere Aktien

Die Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen die Meldepflichten werden in zweifacher Weise erheblich ausgeweitet. Anders als bisher führen Verstöße gegen die Pflicht zur Meldung von Instrumenten dazu, dass der Meldepflichtige seine Rechte aus Aktien, die ihm neben den nicht gemeldeten Instrumenten gehören, verliert. Dieser Rechtsverlust betrifft unverändert sämtliche Rechte aus der Aktie, insbesondere Stimm- und Dividendenrecht. Die Aktie wird hierdurch zu einer Art leerem Papier.

Und mehr noch: Der Umfang der von einem Rechtsverlust infizierten Aktien hat sich vergrößert. Bei falscher oder unterlassener Stimmrechtsmitteilung sind – neben den eigenen Aktien – sämtliche Aktien, aus denen dem Aktionär Stimmrechte zuzurechnen sind, betroffen. Das hat zur Folge, dass ein Aktionär, der sich selbst ordnungsgemäß verhalten hat, seine Stimmrechte dennoch verlieren kann, weil ein Dritter seine Meldepflichten verletzt.

Das kann zum Beispiel bei einem so genannten Acting in Concert passieren. Wenn sich ein Aktionär etwa mit einem weiteren Aktionär über die Stimmabgabe in der Hauptversammlung abstimmt und jener weitere Aktionär gegen seine Meldepflichten verstößt, so verlieren beide Seiten ihre Stimmrechte, zumindest solange die versäumte Meldung noch nicht nachgeholt wurde.

Und was ist womöglich mit Schadensersatz?

Die Folgeprobleme liegen auf der Hand. Praktisch relevant dürfte vor allem die Frage werden, unter welchen Voraussetzungen ein Verstoß gegen Meldepflichten durch Dritte – etwa den weiteren Aktionär im vorstehend genannten Beispiel – Schadensersatzpflichten gegenüber einem Aktionär auslöst, dessen Aktien von dem Rechtsverlust betroffen sind.

Schwierig kann es zudem für die Emittenten werden, also die Unternehmen, deren Aktien von den Verstößen gegen die Meldepflichten betroffen sind. Der Leiter der Hauptversammlung des Emittenten hat zu beurteilen, welche Aktien von einem Rechtsverlust betroffen sind und damit keine Stimmrechte tragen. Die Neuregelung

könnte daher Anfechtungsklägern in die Hände spielen, welche diese Unsicherheiten zum Anlass für Beschlussanfechtungen nehmen wollen.

Drastisch erweitert worden ist bei der Neuregelung auch der Rahmen der möglichen Bußgelder: Statt wie bislang bis zu einer Million Euro beträgt er nun bis zu zehn Millionen Euro oder fünf Prozent des Konzern-Jahresumsatzes, je nachdem welcher Betrag größer ist. Zusätzlich kann die Geldbuße das Doppelte des durch einen Verstoß erzielten wirtschaftlichen Vorteils umfassen.

Schließlich sieht das Gesetz eine öffentliche Bekanntmachung derjenigen Personen vor, die gegen das Gesetz verstoßen (Naming and Shaming), selbst wenn die zugrundeliegende Entscheidung der BaFin noch nicht bestands- oder rechtskräftig ist. Die dramatisch erweiterten Sanktionen dürften den Compliance-Aufwand der Kapitalmarktteilnehmer erheblich erhöhen.

Die Autoren Dr. Jan-Henning Wyen, LL.M. (Columbia) und Dr. Henrik Humrich, LL.M. (Harvard) sind Partner der Kanzlei Ego Humrich Wyen in München und u.a. auf Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht spezialisiert.