■ RdW 2009/12, 3

Beteiligungspublizität und Stake Building

Im Zuge des Engagements der Schaeffler-Gruppe in Bezug auf den Reifenkonzern Continental wurden das Thema des geheimen Anschleichens an eine Zielgesellschaft bei einer Unternehmensübernahme und damit im Zusammenhang stehende Fragen der Markttransparenz und der Beteiligungspublizität in jüngster Vergangenheit sehr intensiv diskutiert. Konkret geht es darum, inwieweit der Beteiligungsaufbau im Wege von auf Barausgleich gerichteten Derivatgeschäften ohne entsprechende Veröffentlichung den börserechtlichen Vorschriften zur Beteiligungspublizität entspricht. Der Beitrag behandelt diese Frage für die österreichische Rechtslage.

RA Dr. Clemens Hasenauer, LL.M.
Wien

1. Einleitung

§ 91 BörseG verlangt, dass im Fall des Erwerbs oder der Veräußerung von zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Aktien der Erwerb oder die Veräußerung unverzüglich veröffentlicht werden, sofern dadurch bestimmte Stimmrechtsschwellen erreicht, überschritten oder unterschritten werden. Die erste Stimmrechtsschwelle beträgt 5 %. Danach erhöht sich die meldepflichtige Stimmrechtsschwelle von 5 % bis 50 % jeweils in 5 %-Schritten. Darüber sind lediglich die 75%ige und die 90%ige Stimmrechtsschwelle – also das Erreichen, Über- oder Unterschreiten der ¾-Mehrheit und der erforderlichen Mehrheit für die Durchführung eines Gesellschafterausschlusses – von Bedeutung.

Der Zweck dieser Bestimmung ist nicht darauf gerichtet, die Veräußerung oder den Erwerb von Stimmrechtsanteilen börsenotierten Gesellschaften zu erschweren oder gar unmöglich zu machen. Vielmehr dient die auf der EU-Transparenzrichtlinie 2004[1] basierende Bestimmung des § 91 BörseG vor allem dem Anlegerschutz und dem Funktionsschutz.[2] Einerseits sollen die Anleger eine informierte Anlageentscheidung im Wissen um die jeweiligen Beteiligungsverhältnisse an der börsenotierten Gesellschaft treffen können. Andererseits soll ein reibungsloses Funktionieren des Kapitalmarktes sichergestellt und der Missbrauch von Insiderinformationen hintangehalten werden.[3]

Der Funktionsschutz hat vor allem bei Übernahmeverfahren hohe Bedeutung. Wenn ein Bieter Positionen an einer potenziellen Zielgesellschaft aufbaut, ist er übernahmerechtlich nur in bestimmten Fällen zu einer Verständigung des Publikums verpflichtet. Vielmehr greift grundsätzlich die Geheimhaltungspflicht nach § 5 Abs 1 ÜbG. Lediglich wenn erhebliche Kursbewegungen oder Gerüchte und Spekulationen betreffend ein bevorstehendes Angebot auftreten und anzunehmen ist, dass diese auf die Vorbereitung des Angebots oder diesbezügliche Überlegungen oder auf Aktienkäufe durch den Bieter zurückzuführen sind, hat der Bieter Überlegungen oder die Absicht, ein Angebot zu stellen, oder Tatsachen herbeizuführen, die ihn zur Stellung eines Angebots verpflichten, unverzüglich bekannt zu machen (§ 5 Abs 2 ÜbG). Ansonsten ist der Bieter gem § 5 Abs 3 ÜbG dann zur Bekanntmachung verpflichtet, wenn die Entscheidung, ein Angebot abzugeben, tatsächlich getroffen wurde oder sonstige die Angebotspflicht auslösende Tatsachen – insb die Erlangung von Kontrolle und die damit einhergehende Verpflichtung ein Pflichtangebot zu legen – eingetreten sind.[4] Vor diesem Zeitpunkt wüssten die Anleger somit in der Regel nicht darüber Bescheid, dass ein Aktionär uU vor einer möglichen Angebotslegung erhebliche Anteile an der Zielgesellschaft von einem Dritten oder über die Börse erwirbt oder bereits erworben hat.[5]

Die Beteiligungspublizität soll in diesem Zusammenhang sicherstellen, dass ein potenzieller Bieter schon ab 5 % die Öffentlichkeit über das Erreichen der oben genannten Stimmrechtsschwellen informieren muss. Dadurch erlangen die sonstigen Anleger und oft auch die Zielgesellschaft erst Kenntnis darüber, dass ein Aktionär begonnen hat, eine erhebliche Beteiligung aufzubauen. Andere kapitalmarktrechtliche Meldepflichten greifen nämlich in einem solchen Fall oft zu kurz. So kommt etwa die Ad-hoc-Publizitätspflicht gem § 48 d Abs 1 BörseG dann nicht zum Tragen, wenn der Bieter entweder selbst keiner Ad-hoc-Mitteilungspflicht unterliegt oder der Beteiligungserwerb an der Zielgesellschaft für die Aktionäre des Bieters nicht kursrelevant ist. Auch die Zielgesellschaft selbst kann eine Ad-hoc-Mitteilung erst dann veröffentlichen, wenn sie vom Beteiligungsaufbau Kenntnis erlangt hat. Oft wird sie aber erst durch die Einhaltung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität vom Anteilserwerb und damit von der ad-hoc-mitteilungspflichtigen Tatsache informiert.

2. Stakebuilding

Unter Stakebuilding wird allgemein der Erwerb von Aktien an einer Zielgesellschaft zwecks Vorbereitung einer Übernahme verstanden. Das Problem dabei ist aus Sicht des Bieters unter anderem, dass ein offener Beteiligungsaufbau zu erheblichen Kurssteigerungen bei der Zielgesellschaft führen kann, wenn damit eine mögliche Übernahme im Raum steht. Dadurch kann das Angebot teurer werden. Wie oben dargestellt, könnte der Bieter auch gem § 5 Abs 2 ÜbG verpflichtet sein, seine Überlegungen ein Angebot zu legen schon in einem sehr frühen Stadium bekannt geben zu müssen, da der offene Beteiligungsaufbau zu erheblichen Kursbewegungen oder Gerüchten und Spekulationen betreffend ein bevorstehendes Angebot führen kann. Außerdem könnte sich der Vorstand der Zielgesellschaft schon zu einem frühen Zeitpunkt auf die Suche nach einem konkurrierenden Angebot machen. Der Bieter wird daher in der Regel einen Beteiligungsaufbau im Stillen bevorzugen. Es

1) RL 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. 12. 2004.
2) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I 401.
3) *Kalss/Zollner*, Die Offenlegung von Beteiligungen nach der Börsegesetznovelle 2007, ÖBA 2007, 896.
4) *Huber* (Hrsg), Übernahmegesetz² § 5 Rz 15 ff.
5) Sollte der Bieter allerdings die 30%-Stimmrechtsschwelle überschreiten, ist er in der Regel ohnedies zur Legung eines Pflichtangebots gem § 22 ÜbG verpflichtet.

ist somit nicht verwunderlich, dass ein Bieter, der sich in einer solchen Situation befindet, versucht, die Übernahme derart zu strukturieren, dass die Vorschriften über die Beteiligungspublizität erst zu einem möglichst späten Zeitpunkt eingreifen.

In den Blickpunkt der Öffentlichkeit rückte das Stakebuilding durch geheimes Anschleichen an eine Zielgesellschaft neben dem Engagement von Porsche bei VW vor allem im Zuge des Übernahmeangebots von Schaeffler für die Aktien an Continental. Die Angebotsabsicht der Schaeffler-Gruppe wurde am 15. 7. 2008 mit dem Hinweis veröffentlicht, dass Schaeffler bereits selbst Continental-Aktien unterhalb der Meldeschwelle erworben und darüber hinaus Swap-Geschäfte (*Cash Settled Total Return Equity Swaps*) über etwa 28 % der Continental-Aktien mit verschiedenen Banken abgeschlossen hat.[6] Bei derartigen Swap-Geschäften verpflichtet sich die Bank (short position) gegenüber ihrem Swap-Partner (long position), diesem sämtliche zu einem bestimmten Stichtag eingetretenen Kursgewinne im Vergleich zu einem Referenzkurs zu bezahlen. Auch Bezugsrechte und Dividenden werden an den Swap-Partner weitergegeben. Gleichzeitig erhält die Bank aber alle am Referenzstichtag erlittenen Kursverluste vom Swappartner ersetzt.

Zur Absicherung ihrer Verpflichtungen aus dem Swap-Geschäft schafft die Bank regelmäßig die zugrunde liegenden Aktien auf eigene Rechnung an. Die Erfüllung der Swap-Geschäfte erfolgt gemäß den zugrunde liegenden Vereinbarungen zwar durch die Leistung eines Barausgleichs in Geld, die Schaeffler Veröffentlichung weist aber ausdrücklich darauf hin, dass ihr die den Swap-Geschäften zugrunde liegenden Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots angedient werden könnten. Schließlich müssen die Banken ihre jeweilige Position zumeist liquidieren, um den gemäß den Swap Vereinbarungen zu erbringenden Barausgleich leisten zu können.[7]

Insgesamt sollen eine Vielzahl von Banken Swap-Geschäfte mit Schaeffler abgeschlossen haben.[8] Dabei blieb jede Bank unterhalb der gemäß dem deutschen Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) geltenden Meldeschwelle.[9] Erst im Zeitpunkt der Veröffentlichung der geplanten Übernahme am 15. 7. 2008 erfuhr die Öffentlichkeit, dass Schaeffler bereits auf Barausgleich gerichtete Swap-Geschäfte über 28 % der Continental-Aktien abgeschlossen hatte.

Die Zulässigkeit der von Schaeffler gewählten Vorgehensweise eines Beteiligungsaufbaus mittels auf Barausgleich gerichteter Derivate nach dem WpHG und dem deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) wurde von der deutschen Wertpapieraufsicht (BaFin) in einer Veröffentlichung am 21. 8. 2008 ausdrücklich bestätigt. Darin hält die BaFin fest, dass ein Verstoß von Schaeffler durch Swap-Geschäfte gegen Meldepflichten nicht festgestellt werden konnte.[10]

Der Fall Schaeffler/Continental hat jedenfalls massive Diskussionen in verschiedenen Medien und auch der Literatur ausgelöst.[11] In diesem Zusammenhang soll die Frage untersucht werden, ob ein derartiger Sachverhalt nach österreichischem Recht für Zwecke der Beteiligungspublizität ähnlich zu beurteilen ist wie in Deutschland.[12]

3. Meldepflicht für Finanzinstrumente

Gem § 91 a BörseG gilt die Mitteilungspflicht auch für Personen, die direkt oder indirekt Finanzinstrumente halten, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, von sich aus im Rahmen einer förmlichen Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben. Voraussetzung für eine Meldepflicht ist somit zunächst das Vorliegen eines Finanzinstruments. Darunter versteht die von der Finanzmarktaufsicht (FMA) erlassene Transparenzverordnung (TransV)[13] übertragbare Wertpapiere, (Call-)Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Zinsausgleichsvereinbarungen und Derivativkontrakte gemäß Abschnitt C Anhang 1 MIFID Richtlinie (§ 8 TransV).[14] Anlage C nennt als Finanzinstrumente ausdrücklich auch Swap Geschäfte auf Wertpapiere, die effektiv geliefert oder bar abgerechnet werden können. Die im Fall von Schaeffler verwendeten *Cash Settled Total Return Equity Swaps* sind somit Finanzinstrumente iSd § 91 a BörseG.

Im Einzelnen verlangt § 8 Abs 1 TransV aber auch noch entweder ein unbedingtes Recht zum Erwerb der zugrunde liegenden Aktien oder eine Ermessensbefugnis in Bezug auf den Erwerb oder Nichterwerb der zugrunde liegenden Aktien, wobei diese Ermessensbefugnis lediglich auf Eigeninitiative des Inhabers ausgeübt werden darf. Darüber hinaus muss eine förmliche Vereinbarung auf den Bezug von mit Stimmrecht verbundenen und bereits begebenen Aktien vorliegen.[15] Auch hier kommt es auf das Erreichen, Über- oder Unterschreiten der in § 91 BörseG genannten Stimmrechts-Schwellenwerte für das Entstehen der Meldepflicht an. Entscheidend ist, wie viele Stimmrechte der Inhaber aufgrund des Finanzinstruments erwerben kann.[16] In diesem Zusammenhang sieht § 8 Abs 2 TransV vor, dass sämtliche Finanzinstrumente eines Inhabers, die sich auf ein und denselben Emittenten beziehen, zusammenzurechnen sind. Somit sind auch mehrere Swap-Geschäfte eines Vertragspartners, die mit verschiedenen Banken abgeschlossen werden, für Zwecke der Beteiligungspublizität zusammenzurechnen.

Da finanzielle Differenzgeschäfte, wie etwa die im Fall von Schaeffler/Continental verwendeten *Cash Settled Total Return Equity Swaps*, aber nicht auf die effektive Lieferung von Aktien gerichtet sind, sondern idR lediglich mittels Barausgleich abgewickelt werden, fallen diese Geschäfte nach derzeitiger Rechtslage mE auch in Österreich nicht unter die Meldepflicht des § 91 a BörseG. Es handelt sich nämlich um Geschäfte, bei denen gerade keine effektive Lieferung von Aktien vorgesehen ist. Der Inhaber eines derartigen Finanzinstruments hat weder ein unbedingtes Erwerbsrecht noch eine Ermessenbefugnis auf den Erwerb oder Nichterwerb der zugrunde liegenden Aktien.[17]

---

6) Pressemitteilung vom 15. 7. 2008, www.schaffler.de.
7) Vgl *Weber/Meckbach*, Finanzielle Differenzgeschäfte – Ein legaler Weg zum „Anschleichen" an die Zielgesellschaft bei Übernahmen, BB 2008, 2024.
8) Vgl *Handelsblatt* vom 17. 7. 2008, Mit Swap Geschäften durch die Hintertür; *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022.
9) *The Deal Newsweekly* vom 17. 10. 2008, Going stealth with swaps.
10) BaFin Pressemitteilung vom 21. 8. 2008, Keine Verletzung von Meldepflichten bei Übernahmeverfahren Continental AG festgestellt, www.bafin.de .
11) *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2022 ff; *Handelsblatt* vom 23 8. 200, Wenn Angreifer sich anschleichen; *Schneider/Brouwer*, Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten bei Finanzinstrumenten, AG 2008, 557 ff.
12) Ausgeklammert bleibt eine rein übernahmerechtliche Beurteilung des Sachverhalts.
13) Die Transparenzverordnung basiert auf der als Durchführungsrichtlinie zur Transparenzrichtlinie erlassenen RL 2007/14/EG der Kommission vom 8. 3. 2007 und konkretisiert ua § 91 a BörseG.
14) RL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente.
15) Unter einer förmlichen Vereinbarung wird gem § 8 Abs 1 TransV eine Vereinbarung verstanden, die nach anwendbarem Recht verbindlich ist.
16) *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 896.
17) Für diese Auslegung spricht übrigens auch Erwägungsgrund 13 der Durchführungsrichtlinie (2004/14/EG), wonach nicht davon ausgegangen werden sollte, dass Instrumente, die dem Emittenten oder einem Dritten gestatten, dem Inhaber des Instruments Aktien oder Barmittel bei Fälligkeit zukommen zu lassen, von der Meldepflicht umfasst sind.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass obwohl keine formelle Verpflichtung zur Lieferung von effektiven Stücken besteht, eine derartige Lieferverpflichtung dennoch aufgrund des Vorliegens eines faktischen Zwangs bestehen könnte. Dies könnte aber nur dann angenommen werden, wenn sich kein besserer Abnehmer als der Bieter für die den Swap-Geschäften zugrunde liegenden Aktien findet. Der Bieter kann sich aber auch in Übernahmesituationen nicht sicher sein, dass er diese Aktien tatsächlich bekommen wird. So muss die Bank die Aktien etwa an einen auftretenden, konkurrierenden Bieter, der einen höheren Preis bezahlt, verkaufen. Der sich anschleichende Bieter ginge trotz Abschluss des Swap-Geschäfts leer aus.

Die Tatsache, dass durch das Erstangebot der Kurs bereits in die Höhe gegangen ist und somit die Suche nach einem weiteren Bieter (White Knight) erschwert wird,[18] stellt mE kein valides Argument für das Vorliegen eines faktischen Zwangs zur Veräußerung an den Swap-Partner dar, da eine derartige Situation bei jedem Übernahmeverfahren eintreten kann. Entscheidend ist vielmehr die Tatsache, dass die Bank zu keinem Zeitpunkt zur Lieferung der zugrunde liegenden Aktien an ihren Swap-Partner verpflichtet ist und eine solche Lieferung auch gar nicht vornehmen darf, wenn ein anderer Bieter einen höheren Preis zahlt. Ansonsten könnte wohl mit Recht behauptet werden, dass der Vorstand der Bank seine Sorgfaltspflichten verletzen würde.

Im Übrigen kommt es für Zwecke der Meldepflicht nach § 91 a BörseG eben gerade nicht auf das Vorliegen eines faktischen Zwangs an, sondern darauf, dass ein Rechtsanspruch auf Lieferung der zugrunde liegenden Aktien besteht. Hier wird wohl ein einklagbarer Anspruch auf Lieferung der Aktien vorauszusetzen sein. Eine Art gemeinsames Verständnis in der Form eines „Gentlemen's Agreement", wonach sich die Bank aus Gründen des kaufmännischen Anstands verpflichtet fühlt, die Aktien an den Swap-Partner physisch zu liefern, sollte mE nicht ausreichend sein.[19] Dafür ist der Wortlaut des § 8 Abs 1 TransV, wonach eine nach anwendbarem Recht „verbindliche Vereinbarung" vorliegen muss, zu eindeutig. Auch § 91 a BörseG spricht ausdrücklich von Finanzinstrumenten, die dem Inhaber das „Recht verleihen, „zu erwerben".[20]

Als Zwischenergebnis kann somit festgehalten werden, dass das Eingehen von auf Barausgleich gerichteten Differenzgeschäften mE keine Meldepflicht nach § 91 a BörseG auslöst.[21]

4. Sonstige Möglichkeit zur Stimmrechtsausübung

Der mit der Börsegesetznovelle 2007 neu geschaffene § 92 Z 5 BörseG verpflichtet auch dann zur Vornahme einer Meldung, wenn eine Person Stimmrechte aus Aktien ausüben kann, ohne Eigentümer zu sein. Diese Bestimmung ist einerseits Zurechnungstatbestand und andererseits ein eigener Offenlegungstatbestand für Stimmausübungsberechtigte. Abgestellt wird in diesem Zusammenhang einzig und allein auf die Möglichkeit der Stimmrechtsausübung und nicht darauf, ob die ausübungsberechtigte Person auch Eigentümer der jeweils gegenständlichen Aktien ist oder nicht. Es handelt sich daher um eine Art Generalklausel, die möglichst umfassend Konstruktionen erfassen soll, bei denen ein Einfluss auf die Stimmrechtsausübung ermöglicht wird. Damit unterliegen insb Treuhandkonstruktionen und ähnliche Rechtsverhältnisse dem Tatbestand des § 92 Z 5 BörseG.[22]

Eine Meldepflicht ist daher im Fall von auf Barausgleich gerichteten Swap-Geschäften nur dann nicht gegeben, wenn tatsächlich keine Möglichkeit für den Swap-Partner besteht, die Ausübung der Stimmrechte aus den dem Swap zugrunde liegenden Aktien zu beeinflussen. In diesem Zusammenhang wird vertreten, dass dem Swap-Partner ein zumindest faktischer Einfluss auf die Ausübung des Stimmrechts deswegen zukommen soll, da er die wirtschaftlichen Chancen und Risiken aus dem zugrunde liegenden Aktienpaket trägt. Dadurch soll die Bank an der eigenbestimmten Stimmrechtsausübung kein Interesse haben. Diese Argumentation soll insb dann Gültigkeit haben, wenn der Swap der Vorbereitung einer Übernahme dient und nicht bloß zu Anlagezwecken eingegangen wird.[23]

Von einem faktischen Einfluss auf das Stimmrecht der dem Swap-Geschäft zugrunde liegenden Aktien durch den Swap-Partner der Bank allein aufgrund der Tatsache, dass dieser die wirtschaftlichen Chancen und Risiken der Aktien trägt und ein Übernahmeangebot legen will, kann mE allerdings nicht ausgegangen werden. Vielmehr muss anhand der vorliegenden Tatsachen in jedem Einzelfall geprüft werden, ob die Möglichkeit zur Beeinflussung der Stimmrechtsausübung durch den Swap-Partner tatsächlich besteht oder nicht.[24] Im Regelfall wird eine solche Möglichkeit wohl nicht vorhanden sein und das Stimmrecht ausschließlich von der Bank ausgeübt werden.[25]

5. Gemeinsames Vorgehen

Ein weiterer meldepflichtiger Tatbestand wird in § 92 Z 7 BörseG normiert. Danach besteht die Meldepflicht auch dann, wenn gemeinsames Vorgehen im Sinne des § 23 ÜbG vorliegt.

§ 23 ÜbG enthält im Wesentlichen zwei Zurechnungsvorschriften: Einerseits stellt § 23 Abs 1 iVm § 1 Z 6 ÜbG darauf ab, dass natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter auf der Grundlage einer Absprache zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen oder auszuüben, gemeinsam vorgehende Rechtsträger sind. In diesem Fall besteht Meldepflicht nach § 92 Z 7 BörseG, wobei allerdings von einer einseitigen Zurechnung auszugehen ist.[26] Dies bedeutet, dass

18) Vgl *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2023; *Forbes Magazine* vom 21. 7. 2008, Continental Needs a White Knight; www.finanznachrichten.de, Continental AG in talks with white knight to counter Schaeffler bid (5. 8. 2008).

19) *Schneider/Brouwer*, AG 2008, 564, wollen den Begriff „rechtlich bindende Vereinbarung" gem § 25 WpHG (deutsche Parallelvorschrift zu § 91 a BörseG) offenbar derart auslegen, dass in Übernahmesituationen auch ein gemeinsames Verständnis im Sinn eines „Gentlemen's Agreement" ausreichend sein soll.

20) Nach *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2024, zeigt der Wortlaut eindeutig, dass ein bloß wirtschaftlicher Zwang ohne Rechtspflicht der Bank, Aktien zu liefern, auch unter Umgehungsgesichtspunkten keine Meldepflicht begründen kann.

21) Dieses Ergebnis wird auch in Deutschland im Hinblick auf die Meldepflicht nach § 25 WpHG als die herrschende Meinung angesehen; BaFin Pressemitteilung vom 21. 8. 2008, www.bafin.de; *Schlitt/Schäffer*, Auswirkungen von TUG und FRUG auf Aktien und Equity-Linked-Emissionen, AG 2007, 234; *Wildberger* in Börsen Zeitung vom 23. 7. 2008; *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2024; aA *Schneider/Brouwer*, AG 2008, 562.

22) *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 892.

23) *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2028.

24) In diesem Sinne entschied auch die deutsche BaFin im Fall Schaeffler/Continental; BaFin Pressemitteilung vom 21. 8. 2008, www.bafin.de.

25) Die von der ÜbK in ihrer Stellungnahme vom 26. 1. 2007, GZ 2007/3/1-35, zu § 23 Abs 2 1. Satz ÜbG vertretene Auffassung, wonach ein Einfluss auf die Stimmrechtsausübung dann keine Rolle spielt, wenn der Eigentumsübergang unmittelbar bevorsteht und keine nennenswerte Zahlungen mehr vorgesehen sind, sollte hier nicht greifen. Der Bieter bekommt nämlich die Aktien uU gar nicht. Auch sind jedenfalls noch nennenswerte Zahlungen zu leisten.

26) Eine wechselseitige Zurechnung kommt für Zwecke der Beteiligungspublizität lediglich in Betracht, wenn eine gemeinsame Stimmausübung vereinbart ist (insb im Fall von Gleichordnungssyndikaten); vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 893.

die Zurechnung stets nur an jene Person erfolgt, die über die Ausübung des Stimmrechts entscheiden kann.[27]

Eine Meldepflicht durch Verweis auf § 23 Abs 1 iVm § 1 Z 6 ÜbG wird daher idR schon deswegen scheitern, weil eine Zurechnung an den Swap-Partner aufgrund des Prinzips der einseitigen Zurechnung dann, wenn dieser keine Einflussnahme auf die Ausübung des Stimmrechts nehmen kann, nicht erfolgt. Sollte es daher zwischen der Bank und dem Bieter keine weiteren Abreden geben, scheidet eine Meldepflicht nach § 92 Z 7 BörseG aus.

Des Weiteren führt die Erfüllung der Zurechnungstatbestände gem § 23 Abs 2 ÜbG zum Eintritt der Meldepflicht. Die in dieser Bestimmung enthaltenen Tatbestände sind allerdings im Wesentlichen bereits durch die Regelungen des § 92 BörseG abgedeckt.[28] Es lässt sich demnach aus dieser Bestimmung für den hier untersuchten Fall der Meldepflicht von auf Barausgleich gerichteten Derivatgeschäften nichts Zusätzliches gewinnen.

6. Blick über die Grenze

Insb in Deutschland wurde die Frage der Meldepflicht von ausschließlich auf Barausgleich gerichteten Derivatgeschäften in jüngster Vergangenheit ausführlich diskutiert. Wie oben angeführt, ist aufgrund der derzeitigen Fassung des § 25 WpHG nicht von einer Meldepflicht für derartige Geschäfte auszugehen. Die BaFin geht auch nicht von einer Meldepflicht nach § 21 Abs 1 WpHG aufgrund der Zurechnungsvorschriften des § 22 WpHG (Parallelbestimmung zu § 92 BörseG) aus, sofern nicht weitere Abreden vorliegen.[29] Es lassen sich somit auf Barausgleich gerichtete Finanzinstrumente nach Meinung der BaFin in Deutschland zur Erleichterung des Beteiligungsaufbaus ohne Veröffentlichungsverpflichtung nach wie vor einsetzen, wobei – ebenso wie in Österreich – insb keine rechtliche Verpflichtung der Banken zur Lieferung von Aktien bestehen darf.[30]

Auch in England dürfte es zum jetzigen Zeitpunkt noch keine Meldepflicht für den Aufbau von verdeckten Beteiligungen durch Aktienderivate geben. Diese Rechtslage soll sich aber im Herbst 2009 ändern. Danach sollen auch auf Barausgleich gerichtete Finanzinstrumente in die Meldepflicht einbezogen werden. Diese Änderung hat die britische Finanzmarktaufsicht (FSA) in ihren Regelungen unlängst verabschiedet.[31]

In den USA ordnet die viel diskutierte Entscheidung eines US District Courts in der Sache CSX v TCI die Meldepflicht von auf Barausgleich gerichteten Derivatgeschäften ausdrücklich an.[32] Das Gericht stellte hier im Wesentlichen auf eine Einzelfallbetrachtung ab und prüfte, ob die gesetzlichen Meldepflichten umgangen wurden oder nicht. Im konkreten Fall wurde die Umgehung vom Gericht bejaht.

Anzumerken ist noch, dass in der Schweiz auf Barausgleich gerichtete Finanzinstrumente schon jetzt meldepflichtig sind. Aufgrund von Erfahrungen mit einigen Übernahmevorgängen, bei denen in der Vergangenheit derartige Instrumente zum Einsatz kamen, wurde eine diesbezügliche Meldepflicht ausdrücklich angeordnet.[33] In anderen Staaten wird sich noch zeigen, ob es demnächst auch zu einer Änderung der diesbezüglichen gesetzlichen Bestimmungen kommen wird. In Deutschland wird eine solche Änderung derzeit diskutiert.

7. Zusammenfassung

Festzuhalten ist, dass rein auf Barausgleich gerichtete Finanzinstrumente – wie etwa Swap-Geschäfte – nach derzeitiger Rechtslage in Österreich mE nicht zu einer Veröffentlichungspflicht aufgrund der Vorschriften zur Beteiligungspublizität führen. Eine Meldung nach § 91 a BörseG kommt schon deswegen nicht in Betracht, weil es sich um Geschäfte handelt, bei denen keine effektive Lieferung von Aktien vorgesehen ist. Der Inhaber eines derartigen Finanzinstruments (Swap-Partner) hat weder ein unbedingtes Erwerbsrecht noch eine Ermessenbefugnis auf den Erwerb oder Nichterwerb der zugrunde liegenden Aktien. Es fehlt schlicht am gesetzlich geforderten Rechtsanspruch auf Lieferung der dem Swap-Geschäft zugrunde liegenden Aktien. Auch eine Meldepflicht nach § 92 Z 5 oder § 92 Z 7 BörseG kommt – sofern keine weiteren Abreden bestehen – nicht in Betracht, da der Bieter normaler Weise keine Möglichkeit der Einflussnahme auf das Stimmrecht der zugrunde liegenden Aktien haben wird.

Sollte es rechtspolitisch gewünscht sein, dass der Beteiligungsaufbau ohne Veröffentlichungspflicht im Wege von auf Barausgleich gerichteten Finanzinstrumenten nicht mehr möglich sein soll, müsste mE der Gesetzgeber aktiv werden.

---

27) In Deutschland wird bei Absprachen, die sich auf den Erwerb von Aktien beschränken, überwiegend schon das Vorliegen eines gemeinsamen Vorgehens an sich verneint; vgl *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2025. Die Beurteilung dieser Frage für Österreich bleibt hier ausgeklammert (vgl in diesem Zusammenhang allerdings zB *Huber/Aischer* in *Huber* (Hrsg), Übernahmegesetz² § 1 Rz 60 ff.; *Gall*, Acting in Concert und Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz, GesRZ 2008, 141 f).

28) *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 893.

29) BaFin Pressemitteilung vom 21. 8. 2008, www.bafin.de.

30) BaFin Pressemitteilung vom 21. 8. 2008, www.bafin.de; *Schlitt/Schäfer*, AG 2007; Kritik daran findet sich ua bei *Weber/Meckbach*, BB 2008, 2030, und *Schneider/Brouwer*, AG 2008, 562.

31) Policy Update on Disclosure of Contracts for Difference dated 2. 7. 2008, www.fsa.gov.uk. Allerdings erfasst das englische Übernahmerecht schon derzeit auf Barausgleich gerichtete Finanzinstrumente für Zwecke der Berechnung der Kontrollschwelle und der Meldeschwellen für Wertpapiergeschäfte während der Angebotsfrist, wobei dem „Takeover Panel" in diesem Zusammenhang ein gewisses Ermessen zukommt.

32) US District Court for the Southern District of New York, CSX Corp vs TCI Fund Mgt, 2008 WI 2372963, 104 f.

33) Medienmitteilung zur Novelle der Börsenverordnung-EBK vom 1. 7. 2008, www.ebk.ch; SZW 2008, 10.

Der Autor:
Dr. Clemens Hasenauer, LL.M., ist Rechtsanwalt und Partner bei CHSH Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati mit den Tätigkeitsschwerpunkten M&A, Gesellschafts- und Übernahmerecht.

Publikationen:
Zum Kontrollbegriff beim mittelbaren Beteiligungserwerb nach dem Übernahmegesetz, RdW 2007, 391; Offenlegungsverpflichtung von Change of Control-Klauseln börsennotierter Gesellschaften, GeS 2008, 13 (mit Peter Hiller).