



**BUNDESMINISTERIUM
FÜR FINANZEN**

BMF-GZ 310209/0008-I/4/2007



**DIE BUNDESMINISTERIN
FÜR JUSTIZ**

BMJ-B10.014/0006-I 3/2007

Wien, am 13. September 2007

Betreff: Entschließung des Nationalrats vom 29. März 2007,
E 14-NR/XXIII. GP

Sehr geehrte Frau Präsidentin des Nationalrats!

Der Nationalrat hat anlässlich der Beschlussfassung über das Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz und das Bankwesengesetz geändert wurden (BGBI. I Nr. 19/2007) mit der im Betreff genannten Entschließung den Bundesminister für Finanzen und die Bundesministerin für Justiz ersucht, dem Parlament bis 15. September 2007 unter Einbeziehung der vollzugszuständigen Behörden über internationale Beispiele und Erfahrungen einer Absenkung der niedrigsten Meldeschwelle, die derzeit bei 5 % liegt, auf 2 oder 3 % zu berichten, soweit Informationen darüber verfügbar sind. Darüber hinaus sollen dem Nationalrat eine Darstellung der unterschiedlichen Einschätzungen einer solchen Meldeschwellenabsenkung durch die Übernahmekommission und die Finanzmarktaufsichtsbehörde ebenso wie damit einhergehende Verbesserungsvorschläge für das Übernahmerecht übermittelt werden.

Wir beehren uns, im Anhang unseren Bericht zu übersenden.

Mit vorzüglicher Hochachtung

(Mag. Wilhelm Molterer)

(Dr. Maria Berger)

**Frau
Präsidentin des Nationalrats
Mag. Barbara Prammer
Dr. Karl Renner-Ring 3, Parlament
1017 Wien**

**Bericht des Bundesministers für Finanzen
und der Bundesministerin für Justiz
an den Nationalrat
über die Absenkung der Meldeschwelle gem. § 91 BörseG
und Verbesserungsvorschläge für das Übernahmerecht**

Inhalt

1. Einleitung	3
2. Meldeschwellen gem. § 91 BörseG.....	4
2.1. Derzeitiger rechtlicher Rahmen	4
2.1.1. Gemeinschaftsrecht.....	4
2.1.2. Zweck und Nutzen der Meldeverpflichtungen nach BörseG	4
2.1.3. Derzeitige Situation in Österreich	5
2.2. Unterste Meldeschwelle in anderen EU-Staaten und der Schweiz.....	6
2.3. Internationale Beispiele und Erfahrungen der Absenkung der Meldeschwelle	7
2.4. Einschätzung der Übernahmekommission	9
2.5. Einschätzung der Finanzmarktaufsichtsbehörde	11
2.6. Vollziehung der Meldepflicht.....	13
3. Verbesserungsvorschläge für das Übernahmerecht	16
3.1. Offenlegung der Eigentümerschaft bei Legitimationsaktionären.....	17
3.2. Definition der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger.....	18

1. Einleitung

Der Nationalrat hat mit Entschließung vom 29. März 2007, E 14-NR/XXIII. GP, den Bundesminister für Finanzen sowie die Bundesministerin für Justiz ersucht, bis 15. September 2007 unter Einbeziehung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) und der Übernahmekommission (ÜbK) über internationale Beispiele und Erfahrungen einer Absenkung der niedrigsten Meldeschwelle, die derzeit bei 5% liegt, auf 2% oder 3% zu berichten. Darüber hinaus sollen dem Nationalrat eine Darstellung der unterschiedlichen Einschätzungen einer solchen Meldeschwellenabsenkung durch FMA und ÜbK sowie damit einhergehende Verbesserungsvorschläge für das Übernahmerecht übermittelt werden. Daneben soll bis Ende 2008 ein Bericht über Transparenzverpflichtungen am Kapitalmarkt vorgelegt werden, der potentielle Problemfelder darstellt und Lösungsvorschläge aufzeigt.

Anlass für diese Entschließung war die Beschlussfassung über das Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz und das Bankwesengesetz geändert wurden (BGBl. I Nr. 19/2007) und mit dem die Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (in der Folge kurz: Transparenz-RL), umgesetzt wurde.

Der Bundesminister für Finanzen und die Bundesministerin für Justiz erstatten hiezu den folgenden Bericht:

2. Meldeschwellen gem. § 91 BörseG

2.1. Derzeitiger rechtlicher Rahmen

2.1.1. Gemeinschaftsrecht

Ziel der Transparenz-RL ist es, die Unterrichtung der Anleger über die Ergebnisse und die Finanzlage börsennotierter Gesellschaften sowie über Änderungen bedeutender Beteiligungen zu verbessern. Dies soll ganz allgemein den Anlegerschutz erhöhen, das Vertrauen der Anleger stärken und zu einem reibungsloseren Funktionieren der europäischen Kapitalmärkte beitragen. Die Initiative ging vom Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP) aus, den die Staats- und Regierungschefs im März 2000 anlässlich des Europäischen Rats von Lissabon verabschiedet haben.

Die Meldeschwellen wurden bereits mit der Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichten Informationen eingeführt. Mit Art. 9 Abs. 1 der Transparenz-RL wurden die zwingenden Meldeschwellen mit 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % und 75 % festgesetzt (bisher: 10 %, 20 %, 1/3 [oder 25 %], 50 % und 2/3 [oder 75 %]). Die Mitgliedstaaten können eine Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse bereits bei einem niedrigeren Schwellenwert oder geringere Abstände zwischen den Schwellenwerten vorschreiben (Art. 3 Abs. 1). Nach Erwägungsgrund 18 sollen diese Informationen die Anleger in die Lage versetzen, Aktienkäufe oder -verkäufe in voller Kenntnis der geänderten Stimmrechte zu tätigen; dies sollte auch eine wirksamere Kontrolle der Emittenten von Aktien ermöglichen und insgesamt die Markttransparenz großer Kapitalbewegungen erhöhen.

2.1.2. Zweck und Nutzen der Meldeverpflichtungen nach BörseG

Transparenz am Kapitalmarkt ermöglicht es den Anlegern, ihre Investitionsentscheidung auf Grundlage umfassender Informationen über den Emittenten zu treffen und fördert daher ihre Bereitschaft, börsennotierten Unternehmen Kapital zur Verfügung zu stellen. Funktionierende Transparenzregeln verringern die Unsicherheit der Anleger: Sie können beim Aktienkauf einen

geringeren Risikoabschlag kalkulieren und daher pro Aktie mehr bezahlen; weiters sinken die Kosten der Informationsbeschaffung.

Transparenz der Eigentümerstruktur nimmt innerhalb der kapitalmarktrechtlichen Transparenzregeln eine besondere Stellung ein:

- Transparenz der Eigentümerstruktur informiert zunächst über den in Österreich üblicherweise vorhandenen Kernaktionär und dessen Beteiligungshöhe; komplementär ergibt sich daraus der Umfang des Streubesitzes, der wiederum typischerweise Rückschlüsse auf die Liquidität eines Wertpapiers erlaubt. Denn besonders die institutionellen Investoren sind sehr daran interessiert, ihre Beteiligungen jederzeit leicht verkaufen zu können, ohne durch ihre Verkaufsentscheidungen Druck auf den Kurs zu verursachen. Je höher der Prozentsatz des Streubesitzes, desto leichter wird der Investor wieder verkaufen können.
- Weiters ist das Entstehen von neuen bedeutenden Beteiligungen und ihre rasche Aufstockung für die Gesellschaft und die übrigen Anleger ein wichtiges Indiz für Übernahmeabsichten bzw. strategische Interessen Dritter. Je niedriger die Meldeschwelle ist, desto früher muss ein potentieller Bieter „aus der Deckung kommen“.
- Schließlich ermöglichen es die Meldepflichten auch, bestimmte Kursentwicklungen besser zu deuten, was insbesondere bei weniger liquiden Wertpapieren von besonderer Bedeutung ist.

2.1.3. Derzeitige Situation in Österreich

§ 91 Abs. 1 BörseG idgF sieht Meldeschwellen in der Höhe von 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35, 40, 45, 50, 75 und 90% vor. Die Meldepflicht wird grundsätzlich durch den mittelbaren oder unmittelbaren Erwerb bzw. die Veräußerung von stimmberechtigten Aktien ausgelöst, soweit die Schwellenwerte hierdurch erreicht, überschritten oder unterschritten werden. Erfasst sind Aktien, die von Emittenten, deren Herkunftsmitgliedstaat Österreich ist, ausgegeben wurden und an einem geregelten Markt zugelassen sind. In Österreich gelten der Geregelte Freiverkehr sowie der Amtliche Handel der Wiener Börse als geregelte Märkte im Sinne dieser Vorschrift.

§ 92 BörseG sieht darüber hinaus mehrere Tatbestände vor, bei deren Vorliegen auch Beteiligungen Dritter in die Meldung mit einzubeziehen sind (z.B. Stimmbindungsverträge).

2.2. Unterste Meldeschwelle in anderen EU-Staaten und der Schweiz

Staat	unterste gesetzliche Meldeschwelle	
	vor Umsetzung der Transparenz-RL	nach Umsetzung der Transparenz-RL
1. Staaten mit unterster Meldeschwelle unter 5%		
Deutschland	5%	3 %
Italien	2%	2 %
Irland	5% ¹	3 %
Portugal	2%	2 % ²
Spanien	5%	3 % ³
Tschechien	3% ⁴	3 % ⁵
Vereinigtes Königreich	3%	3 %
Schweiz		3% ⁶
2. Staaten mit unterster Meldeschwelle von 5%		
Belgien	5%	5% ⁷
Bulgarien	5%	5%
Dänemark	5%	5%
Estland	10%	5% ⁸
Finnland	5%	5%
Frankreich	5%	5% ⁹
Griechenland	5%	5%
Lettland	10%	5%
Litauen	5%	5%
Luxemburg	10%	5% ¹⁰
Malta	5%	5%
Niederlande	5%	5%
Polen	5%	5% ¹¹
Rumänien	5%	5%
Schweden	10%	5%
Slowakei	5%	5%
Slowenien	5%	5% ¹²
Ungarn	5%	5%
Zypern	5%	5% ¹³

¹ Davor ergab sich eine niedrigere Schwelle idR aus den irischen bzw. englischen Listing Rules.

² Gesetzesentwurf soll Ende September beschlossen werden. Keine Änderung der 2%-Schwelle erwartet.

³ Soll demnächst beschlossen werden; politische Entscheidung über Einführung der 3%-Schwelle bereits getroffen.

⁴ Nur bei Emittenten, deren Grundkapital CZK 100.000.000,-- (das entspricht etwa 3,6 Mio Euro) überschreitet.

⁵ Umsetzungsgesetz ist noch in Beratung; Beibehaltung der 3%-Schwelle zu erwarten.

⁶ Außerhalb des Geltungsbereichs der Transparenz-RL; 3%-Schwelle bereits beschlossen und veröffentlicht, In-Kraft-Treten voraussichtlich am 1. Dezember 2007.

⁷ Umsetzungsgesetz bereits beschlossen, aber noch nicht in Kraft. Eine geringere Schwelle kann satzungsautonom festgesetzt werden und wird gegebenenfalls wie die gesetzlichen Schwellen vollzogen; 14 der 18 größten börsennotierten Unternehmen in Belgien (Belgischer Leitindex) haben eine Schwelle von 3% vorgesehen.

⁸ Umsetzungsgesetz wird voraussichtlich im November verabschiedet.

⁹ Mehr als 95% der börsennotierten Gesellschaften sehen in ihrer Satzung eine niedrigere Schwelle, zumeist 1-2% vor, bei deren Überschreiten eine Meldung an den Emittenten zu erfolgen hat.

¹⁰ Umsetzungsgesetz derzeit noch in Beratung.

¹¹ Umsetzungsgesetz noch nicht beschlossen; Beibehaltung der 5%-Schwelle laut Entwurf.

¹² Umsetzung nach letzten Informationen offenbar noch nicht erfolgt.

¹³ Umsetzungsgesetz derzeit noch in Beratung.

2.3. Internationale Beispiele und Erfahrungen der Absenkung der Meldeschwelle

In Deutschland wurde bereits zu Beginn des Jahres 2007 die zusätzliche Meldeschwelle von 3% eingeführt;¹⁴ der deutsche Gesetzgeber wollte damit ein unbemerktes „Anschleichen“ an börsennotierte Gesellschaften erschweren¹⁵ und somit eine höhere Markttransparenz erreichen.

Eine Rolle gespielt haben hierbei wohl auch die Vorgänge um die Deutsche Börse AG im Jahr 2005, als eine Gruppe von Hedgefonds (jeweils mit weniger als 5% der Stimmrechte) überraschend eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen ließ und die geplante Übernahme der London Stock Exchange durch die Deutsche Börse verhinderte, die Ausschüttung von Sonderdividenden sowie schließlich Veränderungen im Management und im Aufsichtsrat erzwang.¹⁶

Schließlich erklärt der deutsche Gesetzgeber in seiner Begründung, dass durch diese Erhöhung der Markttransparenz eine Angleichung an die Rechtslage anderer Mitgliedstaaten (vor allem England und Italien) erreicht werden soll. Zwar gilt für Finanzinstrumente im Sinne von Artikel 13 der Transparenz-RL (insb. Optionen) nach wie vor die 5%-Schwelle, jedoch gibt es nach Auskunft der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)¹⁷ derzeit Überlegungen, auch in diesem Fall die entsprechende niedrigere Meldeschwelle von 3% einzuführen.

Eine noch höhere Markttransparenz sieht das Recht im Vereinigten Königreich vor, wo über der ersten Meldeschwelle von 3% jeder weitere Prozentpunkt eine neuerliche Meldepflicht auslöst. Hier soll offenbar das unbemerkte Anschleichen noch stärker als in Deutschland erschwert werden. Dieses Melderegime war auch bereits vor In-Kraft-Treten der Transparenz-RL in Kraft; eine Angleichung der Meldeschwellen an das nach der Transparenz-RL vorgegebene Mindestmaß wurde zwar diskutiert, aufgrund der guten Erfahrungen mit dieser Regelung allerdings zugunsten der Beibehaltung der bisherigen Bestimmungen verworfen, wie sich aus dem Konsultationsprozess ergibt.

Als einziger der drei großen Kapitalmärkte Europas hat Frankreich bisher an der gesetzlichen 5%-Meldeschwelle festgehalten. Beinahe alle börsennotierten französischen Unternehmen haben aber in der Satzung eine Offenlegungs-

¹⁴ Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG, d BGBI. I 2007, S. 10.

¹⁵ So ausdrücklich die deutschen Gesetzesmaterialien, BT-Drucks 16/2498 v. 4.9.2006, S. 28.

¹⁶ Vgl. auch den Hinweis in den Materialien, BT-Drucks 16/2498 v. 4.9.2006, S. 28.

¹⁷ Telefonisch erklärt gegenüber der ÜbK am 21. August 2007.

verpflichtung der Aktionäre gegenüber der Gesellschaft bereits bei Erreichen bzw. Überschreiten eines Stimmrechtsanteils von 1% bis 2% vorgesehen.¹⁸ Dadurch ist die Transparenz gegenüber den Emittenten weitgehend sichergestellt; zusätzlich ist auch in Frankreich in absehbarer Zeit mit einer Absenkung der gesetzlichen Meldeschwelle zu rechnen.¹⁹

Von den mittelgroße Kapitalmärkten sehen Italien (bereits vor Umsetzung der Transparenz-RL) und Spanien (die gesetzliche Regelung wird demnächst in Kraft treten) über den Inhalt der Richtlinie hinausgehende Meldeschwellen von 2 bzw. 3% vor. Nach Auskunft der ÜbK seien die bisherigen Erfahrungen in Italien durchwegs als positiv beschrieben worden.

In der Schweiz haben die Vorkommnisse des letzten Jahres (OC Oerlikon, Saurer, Sulzer) den Ruf nach mehr Transparenz und Information der Öffentlichkeit über den Aufbau von Beteiligungen laut werden lassen. Am 1. Dezember 2007 tritt eine Novellierung des schweizerischen Börsengesetzes in Kraft, durch die eine neue Meldeschwelle von 3% eingeführt wird.²⁰ Darüber hinaus traten bereits mit 1. Juli 2007 verschiedene Änderungen der Offenlegungsregeln in Kraft, durch die in Zukunft verstärkt verschiedene Optionsgestaltungen, Syndizierungen von Aktionären und gemeinsames Vorgehen nicht nur im Übernahmerecht, sondern auch für die Meldepflicht erfasst werden.

Dass auch verhältnismäßig kleine Kapitalmärkte einem höheren Maß an Transparenz durch Verschärfung der Meldepflichten große Bedeutung zumessen, ist an den Beispielen Portugal (2%), Irland (3%) und Tschechien (3%) erkennbar. Nach Auskunft der portugiesischen Aufsichtsbehörde habe sich die niedrigere Meldeschwelle vor allem bei Vollziehung der übernahmerechtlichen Regelungen als nützlich erwiesen. Darüber hinaus ermögliche die 2%-Schwelle der Aufsichtsbehörde auch eine exaktere Beobachtung des Marktgeschehens, was vor allem auch in Hinblick auf die zunehmende Aktivität von Hedge-Fonds, die oft (zunächst) Beteiligungen unterhalb der 5%-Schwelle erwerben, wichtig erscheine.

Mit Deutschland, Italien, Tschechien und der Schweiz dominiert in unmittelbarer Nachbarschaft des österreichischen Kapitalmarkts damit klar die 2% bzw. 3%-

¹⁸ Nach Auskunft der zuständigen Aufsichtsbehörde AMF über 95% der börsennotierten Unternehmen.

¹⁹ Telefonische Auskunft der AMF gegenüber der ÜbK.

²⁰ Die Einführung einer neuen Meldeschwelle bei 3% wurde von der schweizerischen Bundesversammlung am 22. Juni 2007 beschlossen und wird nach Auskunft der Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange voraussichtlich am 1. Dezember 2007 in Kraft treten (abhängig von einem möglichen Referendum).

Schwelle. Die Recherchen der FMA haben jedoch auch ergeben, dass die Absenkung der untersten Meldeschwelle von 5% auf 3% bei einer europäischen Aufsichtsbehörde zu einer Verdoppelung der Beteiligungsmeldung geführt hat. Weiters erhöht sich der administrative Aufwand für Emittenten und meldepflichtige Aktionäre.

2.4. *Einschätzung der Übernahmekommission²¹*

Nach Einschätzung der ÜbK würde eine niedrigere erste Meldeschwelle die Attraktivität des österreichischen Kapitalmarkts erhöhen, da den Anlegern hierdurch eine breitere Informationsbasis geboten würde, auf die sie ihre Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen stützen können. Insbesondere werde eine Meldeschwelle von 2 % bzw. 3 % das geheime „Anschleichen“ eines die Kontrolle anstrebenden Aktionärs²² erschweren und verhindern, dass Anleger längere Zeit „ahnungslos“ zu einem niedrigeren Kurs verkaufen. Die niedrigere Schwelle liege daher im Interesse des breiten Publikums, einschließlich der in- und ausländischen institutionellen Anleger und mache das Marktgeschehen transparenter. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, sollten gerade kleinere Kapitalmärkte wie der österreichische dem europaweiten Trend zu erhöhter Markttransparenz folgen und ihre Attraktivität so steigern. Dies sollte mittel- und langfristig durch die Steigerung des Anlegervertrauens auch die Kapitalaufbringung für österreichische Emittenten erleichtern.

Wie z.B. die diesjährigen Geschehnisse um die Böhler-Uddeholm AG zeigten, könnten massive Kursbewegungen das Anlegervertrauen erheblich erschüttern. Nach Kenntnis der ÜbK konnte bis heute nicht eindeutig geklärt werden, wer am 16. März 2007 massiv Aktien der Böhler-Uddeholm AG zugekauft hat, was zu einem Kurssprung von über 30% gegenüber dem Vortag geführt hat. An diesem Handelstag wurden insgesamt ca. 4,5% der Aktien dieser Gesellschaft gehandelt; eine Meldepflicht ist nach geltendem Recht – zumindest durch an diesem Tag erworbene Aktien – aber nicht entstanden.

Der durch eine geringere Meldeschwelle verursachte Mehraufwand für die Anleger und Banken dürfte demgegenüber insgesamt gering und daher wohl vertretbar sein.

²¹ Mit 4.9.2007 lag eine vorläufige Stellungnahme der ÜbK vor; die ÜbK hat sich einen endgültigen Bericht vorbehalten.

²² Damit treffe es zwar zu, dass eine hohe Meldeschwelle den (unbemerkten und daher „billigen“) Aufbau einer Kernaktionärsposition erleichtere; eine Begünstigung gerade von österreichischen Kernaktionären sei aber nicht zu erkennen. Die hohe Meldeschwelle begünstige vielmehr genauso den ausländischen Kernaktionär und gefährde generell den Streubesitz. Erwirbt der die Beherrschung anstrebende Kernaktionär sein Paket zudem durch Zukäufe außerhalb der Börse, sodass keine steigenden Börseumsätze zu beobachten sind, sei eine frühzeitige Veröffentlichung des Aufbaus der Beteiligung sogar die einzige „Warnung“ für den Markt.

Institutionelle Investoren, die kapitalmäßig bei weitem die Mehrheit des Streubesitzes binden, müssten schon jetzt über ein funktionierendes Berichts- und Meldesystem verfügen; das sei Voraussetzung, um die derzeitigen börserechtlichen Meldepflichten, aber auch die Veranlagungsgrenzen und Berichtspflichten nach anderen Bestimmungen (z.B. nach dem InvestmentfondsG),²³ einhalten zu können. Die Bestände und die täglichen Transaktionen würden elektronisch erfasst und intern von einer Compliance-Stelle überwacht. Die Systemvoraussetzungen beständen also bereits. Die Überwachung einer zusätzlichen Grenze sollte daher bei den Systemen einen kaum spürbaren Mehraufwand bedeuten; dies würden auch die von der ÜbK in diesem Zusammenhang mit Marktteilnehmern geführten Gespräche bestätigen. Dasselbe gelte auch für ausländische institutionelle Anleger.²⁴ Außerdem sei zu beobachten, dass österreichische Fonds und Pensionskassen selten die 3%-Schwelle überschreiten.²⁵

Die ÜbK ist überzeugt, dass eine Senkung der Meldeschwellen zu keiner Verringerung der Investitionen institutioneller Investoren führen würde. Ein institutioneller Investor, dessen Portfolio in etwa die Ländergewichtung des wichtigen „MSCI Europe“ Indizes widerspiegelt, sei ohnehin bereits wertmäßig zu mehr als zwei Dritteln in verschiedenen europäischen Aktien veranlagt, bei deren Erwerb eine gesetzliche Meldeschwelle von 2% oder 3% zu beachten ist.²⁶ Beziehe man Frankreich, wo entsprechende Meldeschwellen in aller Regel in der Satzung vorgesehen sind, in diese Betrachtung mit ein, erhöhe sich der Anteil auf über 82%. In England sei überdies auch eine 4%-Schwelle zu beachten.

Zudem zeigten internationale Erfahrungen (z.B. in Deutschland), dass mitunter auch Investoren unterhalb der 5%-Grenze versuchen, Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen. Entsprechende Erfahrungen gehörten auch zu den Hauptgründen für die Einführung der 3%-Schwelle in Deutschland, wie es sich aus den Gesetzesmaterialien ergibt.

Die Einführung der 3%-Meldeschwelle in Deutschland – wie auch in den anderen europäischen Ländern – hat zu keinerlei Anpassung von heimischen oder

²³ Vgl. z.B. § 20 Abs. 3 Z 3 InvFG.

²⁴ Auskunft von Bloomberg sowie einzelnen Fondsmanagern gegenüber der ÜbK.

²⁵ Stichprobenweise Überprüfung von Jahresberichten bzw. Meldungen von entsprechenden Investoren.

²⁶ Die Gewichtung der Kapitalmärkte des Vereinigten Königreichs, Deutschlands, der Schweiz, Spaniens, Italiens, Irlands und Portugals im MSCI Europe Index beträgt insgesamt 67,74%; Quelle: MSCI Barra, Stand: 13. August 2007.

internationalen Indizes geführt. Durch die Einführung der Meldeschwelle von 2% oder 3% seien daher wohl auch für Österreich keine negativen Auswirkungen auf die Repräsentanz heimischer Unternehmen in internationalen Indizes zu befürchten.

Auch der Mehraufwand für die Emittenten, die die erstatteten Meldungen erhalten und zu veröffentlichen haben, sei nach Einschätzung der ÜbK insgesamt zu vernachlässigen. So koste die Speicherung der Information im zentralen Speichersystem der OeKB pro Beteiligungsmeldung lediglich 90 Euro;²⁷ auch die Verbreitung der entsprechenden Meldungen über die ohnehin bereits bestehenden Informationssysteme würde kaum spürbare Mehrkosten für den Emittenten verursachen. Durch den gleichzeitigen Informationsgewinn für die Unternehmen werde dieser geringe Mehraufwand daher jedenfalls überkompensiert. Dies werde dadurch bestätigt, dass Emittenten häufig ohnehin externe, darauf spezialisierte Firmen (Informationsprovider) damit beauftragen, die genaue Aktionärsstruktur – bis weit unter die gesetzlichen Meldepflichten – zu recherchieren, um gezielt ihre „Investor Relations“ zu pflegen (insb. Road Shows), was mitunter beträchtliche Kosten verursache. Auch aus Sicht der Emittenten bestehe im Übrigen ein wachsendes Interesse daran, das „Anschleichen“ eines neuen Kärraktionärs frühzeitig zu erkennen, um ein möglicherweise bevorstehendes feindliches Angebot rechtzeitig wahrzunehmen.

Bisher wurden im Jahr 2007 insgesamt nur 42 Meldungen des Über- bzw. Unterschreitens der 5%-Schwelle von österreichischen Emittenten veröffentlicht. Selbst bei einer Verdoppelung oder Verdreifachung der veröffentlichtungspflichtigen Tatsachen kann der auf alle Emittenten verteilte Mehraufwand insgesamt als gering bezeichnet werden.

Die ÜbK spricht sich aus diesen Gründen dafür aus, im Einklang mit allen größeren europäischen Märkten und mit fast allen Nachbarstaaten eine Meldeschwelle von 2% bzw. 3% bei gleichzeitiger Beibehaltung der 5%-Schwelle einzuführen.

2.5. Einschätzung der Finanzmarktaufsichtsbehörde

Ein vordringliches Regelungsanliegen der Beteiligungspublizität ist die Stärkung des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt, welches auch von der FMA uneingeschränkt unterstützt wird.

²⁷ Von der OeKB festgesetzte Vergütung gem. § 86 BörseG.

Ein Vorteil der Implementierung eines ersten Schwellenwertes von 2% oder 3% liegt nach Einschätzung der FMA zweifellos darin, dass Umgehungskonstruktionen erschwert werden können. So könnte derzeit die 5%-Schwelle dadurch umgangen werden, dass 2% durch einen „Strohmann“ erworben werden, ohne dass der Erwerb der Meldepflicht unterliege. Bei einer Schwelle von 2% oder 3% bräuchte man neben den Käufer für eine Umgehung schon zwei weitere Akteure. Allerdings werden durch eine Absenkung des Schwellenwertes Umgehungskonstruktionen nur erschwert, können aber nicht gänzlich verhindert werden.

Aus gesellschaftsrechtlichen Gründen erscheint der FMA die Implementierung eines Schwellenwertes von 2% oder 3% nicht notwendig, da das österreichische Aktienrecht keine Minderheitsrechte vorsehe, die Aktionären bei einem Anteil (vom Grundkapital) von 2% oder 3% zustünden.

Ein Absenken der Schwellenwerte hätte einen administrativen Mehraufwand für die Emittenten und die meldepflichtigen Aktionäre zur Folge. Dieser Mehraufwand führe zum einen zu höheren Kosten für die Emittenten (für die gemeinschaftsweite Veröffentlichung ca. EUR 150 pro Veröffentlichung; für die Speicherung im amtlich bestellten Speichersystem der OeKB ca. EUR 90 pro hinterlegter Meldung).

Mit Stand 29.8.2007 liegen der FMA für das heurige Jahr 42 Meldungen wegen Erreichens, Unter- oder Überschreitens der 5% Schwelle vor. Zu erwarten sei, dass eine Herabsetzung des Schwellenwertes auf 3% zu einer erheblichen Erhöhung der Meldungen führen wird. Dies zeige auch die Erfahrung der Aufsichtsbehörde eines anderen Mitgliedstaates, die sich mit einer Verdoppelung der Meldungen seit Einführung des niedrigeren Schwellenwerts (3%) konfrontiert sieht.

Auch die Aufsichtskosten der FMA für den dem Rechnungskreis 3 (Wertpapieraufsicht) zuzuordnenden Subrechnungskreis Emittenten würden sich erhöhen, da wegen des zu erwarteten höheren Meldevolumens mit einer Erhöhung der Sach- und Personalkosten der FMA zu rechnen sei.

Grundsätzlich tritt die FMA für eine Absenkung der Meldeschwelle zur Erhöhung der Transparenz am Kapitalmarkt ein, weil dadurch Umgehungskonstruktionen zumindest erschwert werden. Hinzuweisen ist jedoch auf die zu erwartende Erhöhung der Kosten für die Emittenten sowie der Aufsichtskosten der FMA.

2.6. **Vollziehung der Meldepflicht**

Die ÜbK und die FMA weisen darauf hin, dass noch wichtiger als die Festsetzung der Meldepflicht deren (von der Transparenz-RL auch eingeforderte²⁸) wirksame Vollziehung ist. Vor allem die ÜbK weist darauf hin, dass die derzeitige Gesetzeslage zahlreiche Umgehungen erlaube.

Die für den Kapitalmarkt essentielle Transparenz müsse gerade in den Situationen gewährleistet sein, in denen eine Person an dem „unauffälligen“ Aufbauen bedeutender Beteiligungen besonders interessiert sei. Denn hierbei handle es sich häufig um jene Fälle, in denen die Kenntnis der Beteiligungsstruktur und eines sich abzeichnenden Eigentümerwechsels für die Investitions- und Desinvestitionsentscheidung der Marktteilnehmer eine besonders hohe Bedeutung besitzt. Nach derzeitiger Rechtslage bestehe die Befürchtung, dass nur derjenige den Aufbau einer Beteiligung frühzeitig meldet, der keinen Grund hat, von den vielfältigen Möglichkeiten eines sanktionslosen „heimlichen“ Beteiligungsaufbaus Gebrauch zu machen.

Die Umgehungsmöglichkeiten beträfen nach Ansicht der ÜbK vor allem folgende Fallkonstellationen:

a) Auslösen der Meldeschwelle ohne Erwerb und Veräußerung

Der Wortlaut von § 91 Abs. 1 BörseG sieht vor, dass lediglich Erwerb und Veräußerung von Aktien die Meldepflicht auslösen, sofern hierdurch eine Meldeschwelle erreicht, über- oder unterschritten wird.²⁹ Nach § 92 BörseG gilt die Mitteilungspflicht auch für Personen, die Stimmrechte aus bestimmten (in Z 1 bis 7 aufgezählten) Gründen ausüben können, auch wenn sie kein Eigentum an Aktien haben. Nach Ansicht der ÜbK fehlt hingegen eine umfassende und eindeutige Bestimmung, die zur Zusammenrechnung³⁰ führt, wenn zwei Aktionäre sich syndizieren.

Vereinbaren Aktionär A und Aktionär B, die beide jeweils über 9 % der Aktien verfügen, dass sie die Stimmrechte einvernehmlich ausüben (Syndikatsvertrag), so enthält der Wortlaut von §§ 91 und 92

²⁸ Nach Art. 28 Transparenz-RL müssen „geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder zivil- und / oder verwaltungsrechtliche Strafen ergriffen verhängt werden können“, die „wirksam, verhältnismäßig und abschreckend“ sind.

²⁹ Anders § 21 des deutschen WpHG idF TUG: „Wer durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise ...“

³⁰ § 92 folgt diesbezüglich zwar dem Wortlaut der Richtlinie (Art. 10), doch auch diese Bestimmung ist nicht ganz glücklich formuliert. Dass Art. 10 eine Zusammenrechnung ungeachtet eines Erwerbes beabsichtigt war, ergibt sich u.a. daraus, dass Art. 12 Abs. 2 lit. a Transparenz-RL darauf abstellt, dass der Meldepflichtige neben dem Erwerb und der Veräußerung von der „Möglichkeit zur Ausübung der Stimmrechte“ (auf anderem Weg als durch Erwerb und Veräußerung) Kenntnis erlangt. Diese Deutung legt auch der Wortlaut von Art. 8 der Kommissions-RL 2007/14/EG nahe.

nach Ansicht der ÜbK keine Verpflichtung zur Meldung³¹. Kauft Aktionär A in der Folge 3% hinzu, so hat er die Überschreitung der 10%-Schwelle zu melden, nicht aber, dass A und B gemeinsam nun 21% halten, da es an einer ausdrücklichen Zusammenrechnungsbestimmung fehle.

Selbst wenn eine am Zweck der Bestimmung und der Transparenz-RL orientierte Auslegung der Bestimmung zu dem Ergebnis führte, dass eine Meldepflicht bestünde, wird eine Unterlassung doch verwaltungsstrafrechtlich ohne Sanktion bleiben müssen.³² Die Meldung würde daher letztlich ins Belieben der Beteiligten gestellt.

b) Derivative Finanzinstrumente

Ein ähnliches Problem stellt sich nach Ansicht der ÜbK im Zusammenhang mit derivativen Finanzinstrumenten. Nach § 91a BörseG hat auch eine Person, die mittels Finanzinstrumenten das Recht zum Erwerb von Aktien erlangt, den Markt über diese potentielle Beteiligung zu informieren. Andernfalls könnte durch Sicherung von Erwerbsrechten (insb. Call-Optionen) und die spätere Ausübung dieser Rechte schlagartig eine bedeutende Beteiligung weit jenseits der niedrigsten Meldeschwelle erworben werden. Dies würde ein zentrales Anliegen der börserechtlichen Meldepflichten (Verhindern des „Anschleichens“) konterkarieren.³³

Die Bestimmung in § 91a BörseG lässt nach Ansicht der ÜbK jedoch zumindest folgende Umgehungsmöglichkeiten offen:

- So wird zunächst vertreten, dass nur eine Option, deren Ausübung unmittelbar zum Erwerb der zugrunde liegenden Aktien führt, der Meldepflicht unterliegt. Richtet sich die Option hingegen nur **auf einen Vertragsabschluss bzw. auf eine Call-Option**, soll der Abschluss einer solchen Optionsvereinbarung keine Meldepflicht auslösen.³⁴

³¹ Auch § 92 Abs. 1 BörseG enthält keine klare Rechtsgrundlage, weil die Bestimmung auf § 91 und § 91a verweist, wonach „erwerben, veräußern und halten“ von Aktien bzw. Finanzinstrumenten verlangt wird. Außerdem sind die sonstigen Anforderungen von § 92 Z 1 BörseG zu eng (vgl. § 1 Z 6 ÜbG).

³² Insbesondere wegen des Analogieverbots und des Verbots extensiver Auslegung im Verwaltungsstrafrecht.

³³ Vgl die diesbezüglichen Erfahrungen in der Schweiz, die letztlich der Auslöser für die aktuellen Anpassungen der Zusammenrechnungsregeln war.

³⁴ Wie sich aus den Auskünften von FMA und ÜbK ergibt, ließe sich hier unter Umständen zwar auch eine strengere Auffassung vertreten; allerdings verhindere die Unklarheit der Regelung derzeit eine effektive Durchsetzung der Meldepflicht durch strafrechtliche Sanktionierung.

- Weiters könnte die Meldepflicht leicht dadurch umgangen werden, dass bei Ausübung der Option nicht die Aktien des Emittenten selbst, sondern z.B. bloß die **Aktien einer ansonsten „leeren“ Holdinggesellschaft** erworben werden.
- Schließlich tritt eine Meldepflicht nach der bisher herrschenden Meinung in der kapitalmarktrechtlichen Literatur überhaupt erst dann ein, wenn die Option bereits unmittelbar ausübbbar ist. Wird hingegen eine erstmalige Ausübung erst zu einem **zukünftigen** Zeitpunkt vereinbart (insb. Europäische Optionen), entsteht bis dahin ganz unabhängig von der Ausgestaltung der Optionsvereinbarung keine Meldepflicht.

Den Vorschlägen der FMA entsprechend erscheint es weiters zweckmäßig, allfällige bestehende Lücken klarstellend zu schließen. Dies betrifft die Klarstellung der Meldepflicht für Zertifikate sowie die Möglichkeit der Durchsetzung auch der Verordnungen mit verwaltungsstrafrechtlichen Sanktionen.

3. Verbesserungsvorschläge für das Übernahmerecht

Das Übernahmerecht und die börserechtlichen Meldepflichten ergänzen einander in vielfältiger Weise. Wie dargestellt, ist eine effektive Vollziehung der übernahmerechtlichen Vorschriften nur möglich, wenn gleichzeitig auch ein hohes Maß an Transparenz der Eigentümerstrukturen börsennotierter Gesellschaften gewährleistet ist. Weiters bedient sich das Börserecht auch der übernahmerechtlichen Zurechnungstatbestände, um so einen Umgehungsschutz zu gewährleisten (vgl. insb. § 92 Z 7 BörseG).

Defizite an Transparenz bei der Anwendung der Bestimmungen der §§ 91 ff. BörseG haben erhebliche Rückwirkungen auf die Anwendung der übernahmerechtlichen Schutzmechanismen, da sich nicht nur die Investoren, sondern auch die ÜbK bei der Erfüllung ihrer Aufgaben auf die entsprechenden Meldungen nach BörseG stützen muss. Eine eigene, an den übernahmerechtlichen Bestimmungen orientierte, „flächendeckende“ Überwachung der Eigentumsverhältnisse börsennotierter Gesellschaften durch die ÜbK ist praktisch nicht möglich.

An dieser Stelle sei jedoch auch auf die Unterschiede der börsen- und übernahmerechtlichen Zusammenrechnungsregeln hingewiesen. Diese ergeben sich schon aus dem Zweck der beiden Normen: Die Meldepflicht nach dem BörseG soll vor allem Transparenz hinsichtlich der derzeitigen und auch der absehbaren zukünftigen Eigentümerstruktur börsennotierter Unternehmen schaffen und knüpft bereits an eine diesbezügliche Veränderung an. Demgegenüber haben die Zurechnungs- und Zusammenrechnungsregeln nach dem ÜbG den Zweck, die Rechtsfolgen für tatsächlich bereits bestehende Einflussmöglichkeiten zu bestimmen. Es ist daher zwar notwendig, dass jede Hinzu- bzw. Zusammenrechnung nach dem ÜbG auch zu einer entsprechenden gemeinsamen Meldepflicht führt; umgekehrt kann und muss der Kreis der Meldepflichten nach dem BörseG weiter sein als der Kreis der Zurechnungstatbestände des ÜbG.

Nach diesen Vorbemerkungen sollen im Folgenden die wichtigsten in der Entschließung angesprochenen Verbesserungsvorschläge für das Übernahmerecht unterbreitet werden, die in unmittelbarem Zusammenhang mit den kapitalmarktrechtlichen Transparenzvorschriften stehen.

3.1. Offenlegung der Eigentümerschaft bei Legitimationsaktionären

Im Rahmen der von der Übernahmekommission gemäß § 29 ÜbG durchzuführenden Marktüberwachung findet eine detaillierte Erfassung der Hauptversammlungsprotokolle aller vom Übernahmerecht erfassten Unternehmen statt. Zu diesem Zweck übermitteln die betreffenden Unternehmen ihre Protokolle, die von der ÜbK auf mögliche Verletzungen übernahmerechtlicher (bzw. in Hinblick auf die gesetzlich normierte wechselseitige Amtshilfe mit der FMA auch börserechtlicher) Vorschriften überprüft werden. Hierbei kommt es immer wieder vor, dass eine Person Aktienpakete von insgesamt über 5% in den Hauptversammlungen vertritt, die als Fremdbesitz angemeldet sind und keinem gemeldeten Rechtsträger zugeordnet werden können.

Die ÜbK regt in diesem Zusammenhang an, dass Aktionäre, die in der Hauptversammlung Aktienpakete in meldepflichtiger Höhe vertreten, in Hinkunft der ÜbK mitteilen müssen,

- wer der wirtschaftliche Eigentümer der vertretenen Aktien ist,
- ob die Stimmrechte an den vertretenen Aktien gemäß BörseG gemeldet wurden und
- gegebenenfalls aus welchem Grund eine börserechtliche Meldung unterblieben ist.

Häufig werden die Interessen der wirtschaftlichen Eigentümer von hiermit beauftragten Kreditinstituten vertreten. In diesen Fällen ist es der ÜbK regelmäßig nicht möglich, die zur Erfüllung ihrer Aufgaben notwendigen Informationen zu erhalten, da sich die jeweiligen Kreditinstitute auf das Bankgeheimnis berufen und der dahinterstehende wirtschaftliche oder auch rechtliche Eigentümer zwar an sich auskunftspflichtig, der ÜbK jedoch oft nicht eindeutig bekannt ist. Ein Kreditinstitut unterliegt nach derzeitiger Rechtslage nur dann nicht der Verpflichtung zur Wahrung des Bankgeheimnisses, wenn es selbst als übernahmerechtlicher Sachverständiger tätig ist.

Die ÜbK regt daher an, für Kreditinstitute auch bei Überprüfung einer möglichen Verletzung der Angebotspflicht, insbesondere im Rahmen von Nachprüfungsverfahren gemäß ÜbG eine Auskunftspflicht – wie sie auch gegenüber der FMA besteht – zu normieren.

3.2. *Definition der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger*

Wie bereits ausgeführt, bedient sich das BörseG bei Normierung der Zusammenrechnungsbestimmungen in § 92 Z 7 eines Verweises auf das ÜbG. Um eine konsistente Anwendung der beiden Regelungsgegenstände zu gewährleisten und um mögliche Unklarheiten zu beseitigen sollte die Definition der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger in § 1 Z 6 ÜbG angepasst werden:

Derzeit gelten als gemeinsam vorgehende Rechtsträger gemäß ÜbG Personen, die „mit dem Bieter auf der Grundlage einer Absprache zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen oder auszuüben“. Soweit jedoch börserechtliche Meldepflichten auf ein gemeinsames Vorgehen iSd ÜbG abstellen, ist diese Definition ungeeignet.

Für die Zwecke der börserechtlichen Meldeverpflichtung darf eine Zusammenrechnung gemäß § 92 Z 7 nicht davon abhängig sein, ob die betreffenden Rechtsträger momentan auch tatsächlich die *Kontrolle* über die Gesellschaft gemeinsam *erlangen* bzw. *ausüben* wollen; oftmals wird dies nicht der Fall sein, insbesondere wenn es bloß um die Überschreitung einer geringen Schwelle wie der von 5% geht. Den Ausschlag muss allein geben, ob eine gemeinsame *Ausübung der Stimmrechte* bzw. der *gemeinsame Erwerb von Aktien* beabsichtigt ist. Aus diesem Blickwinkel ist auch der Tatbestand des § 92 Z 1 BörseG zu eng gefasst.

Auch aus übernahmerechtlicher Sicht ist eine Anpassung notwendig. Die im ÜbG normierte Zusammenrechnung der Beteiligungen gemeinsam agierender Rechtsträger ist nämlich nicht nur bei Feststellung der Angebotspflicht (hier ist das gesetzlich normierte Kriterium gerechtfertigt), sondern auch hinsichtlich der Bestimmung über das Erlangen einer gesicherten Sperrminorität bzw. auch im Zusammenhang mit den Ausnahmen von der Angebotspflicht wesentlich. In diesen Fällen geht es entweder der Sache nach oder aufgrund einer Fiktion nicht um die Ausübung von Kontrolle, sondern um die gemeinsame Stimmrechtsausübung. Das sollte § 1 Z 6 ÜbG auch widerspiegeln.