Europäische Hochschulschriften

Rechtswissenschaft

Tobias Kallmaier

Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten

PL ACADEMIC RESEARCH

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis 23

A. Einleitung 25

I. Ziel der Untersuchung 25

II. Gang der Untersuchung 25

Teil 1: Theoretische Grundlagen

B. Rechtssystematische Stellung und Entwicklung der Ad-hoc-Publizitätspflicht 29

I. Gesetzgeberische Entwicklung der Ad-hoc-Publizitätspflicht 29

1. Vorarbeiten zu ersten Kodifizierungen der Ad-hoc-Publizität 29

a) Vorarbeiten auf europäischer Ebene 29

b) Vorarbeiten auf nationaler Ebene 30

2. Börsenzulassungsrichtlinie und Umsetzung in § 44a BörsG a.F. 32

a) Börsenzulassungsrichtlinie 32

b) Börsenzulassungsgesetz 32

3. Insiderrichtlinie und Umsetzung durch das 2. FFG 34

a) Insiderrichtlinie 34

b) 2. Finanzmarktförderungsgesetz 34

4. Nachfolgende Gesetzesänderungen bis zum Jahr 2004 35

5. Marktmissbrauchsrichtlinie und Umsetzung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz 36

a) Marktmissbrauchsrichtlinie 36

b) Anlegerschutzverbesserungsgesetz 37

6. Nachfolgende Gesetzesänderungen 38

7. Ausblick auf die Marktmissbrauchsverordnung 39

II. Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität 39
1. Erweiterung der Regelpublizität 40
2. Bekämpfung des Insiderhandels 42
3. Vertrauen der Anleger 43
4. Prinzip der informationellen Chancengleichheit 44
5. Preisbildungs- und Allokationsfunktion 45
6. Anlegerschutz 46
7. Fazit 47
III. Anknüpfungspunkte und Auswirkungen der Ad-hoc-Publizitätspflicht 48
1. Bußgelder 48
2. Schadensersatzpflicht 49
3. Verfügungen im Rahmen der Missstands-Aufsicht der BaFin 50

C. Relevanz von Zwischenschritten 53
I. Definition von Zwischenschritten 53
1. Zwischenschritte als Bestandteil gestreckter Geschehensverläufe 53
a) Fallgruppe der mehrstufigen Entscheidungsprozesse 54
b) Fallgruppe der komplexen Sachverhalte 55
2. Definition eines Endereignisses 55
3. Struktur von Zwischenschritten 56
a) Gegenwärtiges Element 56
b) Zukünftiges Element 56
II. Rechtliche Grundlagen der Ad-hoc-Publizitätspflicht 56
1. Europarechtliche Vorgaben 57
a) Anwendungsbereich 57
b) Definition einer Insider-Information 57
aa) Präzise Information 58
(i) Merkmal der Präzision einer Information 58
(ii) Kursspezifität einer Information 59

(iii) Bedeutung für Zwischenschritte 59
bb) Geeignetheit zur Kursbeeinflussung....60
(i) Hinweise in der Richtlinie....60
(ii) Auslegungsgrundsätze des CESR....60
(iii) Bedeutung für Zwischenschritte 61
cc) Nicht öffentlich bekannte Information....62
dd) Betreffen des Emittenten 62
c) Unmittelbares Betreffen des Emittenten 62
2. Umsetzung in nationales Recht 63
a) Anwendungsbereich 63
b) Insider-Information im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG....64
aa) Konkrete Information über gegenwärtige Umstände.... 64
(i) Synonyme Bedeutung der Terminologie des WpHG 64
(ii) Tatsachen als konkrete Umstände....65
(iii) Erstreckung auf Werturteile und Absichten 65
(iv) Auswirkungen auf die Einordnung von Zwischenschritten....66
bb) Konkrete Information über zukünftige Umstände....66
cc) Merkmal der Kursspezifität....67
dd) Nicht öffentlich bekannt 68
ee) Emittenten- oder Insiderpapierbezug 68
ff) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung 69
(i) Prognose eines verständigen Anlegers....69
(ii) Anforderungen an das Wahrscheinlichkeitsurteil....70
(iii) Bedeutung für die Beurteilung von Zwischenschritten....70
c) Unmittelbarer Emittentenbezug....70
aa) Synonyme Bedeutung der Terminologie 70
bb) Einschränkung des Anwendungsbereichs durch § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG....71

D. Konkretheit von Zwischenschritten als Insider-Information 73

I. Zwischenschritte als Anknüpfungspunkt einer Insider-Information 73

1. Herleitung der Sperrwirkung 73

2. Ablehnung einer Sperrwirkung durch das Endereignis 73

a) Systematik der gesetzlichen Vorgaben 74

b) Telos des Gesetzes 75

c) Gesetzeswortlaut 76

3. Stellungnahme 76

II. Bestimmung der Konkretheit eines bereits eingetretenen Zwischenschritts 77

1. Zweistufigkeit der Prüfung der Konkretheit 77

2. Ansatzpunkte in der Literatur zur Bestimmung der Konkretheit von bereits eingetretenen Zwischenschritten 77

3. Stellungnahme 78

III. Erweiterung auf zukünftige Zwischenschritte 79

1. Ad-hoc-Pflicht von zukünftigen Zwischenschritten 79

a) Erweiterung auf zukünftige Zwischenschritte durch den EuGH 80

b) Reaktionen in der Literatur 80

c) Stellungnahme 81

2. Bestimmung der erforderlichen Eintrittswahrscheinlichkeit für künftige Ereignisse 82

a) Perspektive der Betrachtung 82

aa) Sicht des verständigen Anlegers 82

bb) Sicht des durchschnittlichen Anlegers 83

cc) Objektive Sicht 83

dd) Stellungnahme 84

b) Erforderlicher Wahrscheinlichkeitsgrad 85

aa) Überwiegende Wahrscheinlichkeit 85

bb) Wahrscheinlichkeit von 50% ausreichend 86

cc) Probability/Magnitude-Ansatz 86
(i) Herleitung der Probability/Magnitude-Formel 87
(ii) Unterstützung in der Literatur 88
(iii) Ablehnung durch den EuGH 89
dd) Theorie der praktischen Konkordanz bzw. hohe Wahrscheinlichkeit 90
ee) Bestimmung nach Aspekten der Vertraulichkeit und Tatsachenverdichtung 91
ff) Konkretisierung durch den BGH 92
gg) Stellungnahme 92
(i) Ablehnung der Probability/Magnitude-Formel 92
(ii) Keine Heranziehung anderer Aspekte 93
(iii) Ablehnung des Erfordernisses einer hohen Wahrscheinlichkeit 93
(iv) Keine eindeutigen Vorgaben der Rechtsprechung 93
(v) Deutung als überwiegende Wahrscheinlichkeit 94
(vi) Wahrscheinlichkeit in Höhe von 50% nicht ausreichend 95
(vii) Vereinbarkeit mit den Zielen der Ad-hoc-Publizität 95
3. Zusammenfassung 96

E. Ermittlung der Kursrelevanz von Zwischenschritten 97
I. Beurteilungsperspektive 97
II. Autonomes Kursbeeinflussungspotential von Zwischenschritten 97
1. Trennung von gegenwärtigem und zukünftigem Element 97
2. Verneinung des Kursbeeinflussungspotentials in der Literatur 98
3. Teilweise Anerkennung der möglichen Kursrelevanz 99
4. Stellungnahme 100
a) Beispiele elementarer Kurswechsel eines Unternehmens 100

b) Gemeinsamkeiten der dargestellten Fallbeispiele ... 101
c) Keine Unterschiede zwischen eingetretenen und zukünftigen Zwischenschritten ... 102

III. Vom Endereignis abgeleitetes Kursbeeinflussungspotential ... 102
1. Möglichkeit der Ableitung des Kursrelevanz aus dem Endereignis ... 102
2. Unterschiedliche Anforderungen an die erforderliche Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses in der Literatur ... 103
a) Erfordernis einer überwiegenden Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses ... 103
aa) Vermeidung einer Publizitätspflicht bei sehr unwahrscheinlichen, aber äußerst kursrelevanten Ereignissen ... 103
bb) Faktische Abschaffung des Merkmals der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit ... 104
cc) Schaffung von Rechtsunsicherheit ... 104
b) Berücksichtigung des Probability/Magnitude-Ansatzes ... 105
aa) Vermeidung der faktischen Aufgabe der Ad-hoc-Pflicht von Zwischenschritten ... 105
bb) Ablehnung des Probability/Magnitude-Tests nur im Rahmen der „Konkretheit“ einer Information ... 105
cc) Existenz mehrerer möglicher Endereignisse ... 106
3. Leitlinien der Rechtsprechung ... 106
a) Andeutungen in der Rechtsprechung des EuGH ... 106
b) Umsetzung durch den BGH ... 106
c) Reaktionen in der Literatur ... 107
aa) Unklare Positionierung der Rechtsprechung ... 107
bb) Ablehnung des Probability/Magnitude-Tests im Rahmen der Kursrelevanz ... 107

cc) Unterscheidung zwischen gegenwärtigen und zukünftigen Ereignissen ... 108
dd) Vereinbarkeit der Probability/Magnitude-Formel mit der Rechtsprechung ... 108
4. Stellungnahme ... 109
a) Keine überwiegende Eintrittswahrscheinlichkeit erforderlich ... 109
b) Notwendige Einschränkung der Probability/Magnitude-Formel ... 110
c) Keine Gefahr des „information overload“ ... 110
aa) Merkmale des „information overload“ ... 111
bb) Keine Gefahr der Verwirrung ... 111
d) Berücksichtigung von Verhaltensanomalien ... 112
5. Eigener Lösungsansatz ... 113
a) Erfordernis einer abgesenkten Mindestwahrscheinlichkeit ... 113
b) Abgrenzung des verständigen Anlegers zum Spekulanten ... 113
aa) Eigenschaften eines Spekulanten ... 114
bb) Eigenschaften eines verständigen Anlegers ... 114
cc) Erfordernis einer Mindestwahrscheinlichkeit kein spekulatives Handeln ... 114
c) Kategorisierung durch eine quantitative Wahrscheinlichkeitsskala ... 115
aa) Wahrscheinlichkeitsskala des UN-Weltklimarats ... 116
bb) Übertragung auf Bestimmung der Eintrittswahrscheinlichkeit im Rahmen der Ad-hoc-Publizität ... 117
cc) Modifizierte Wahrscheinlichkeitsskala ... 118
d) Merkmale der Kategorisierung ... 118
e) Quantitative Wahrscheinlichkeitsbetrachtungen in der Praxis ... 119
f) Zwischenergebnis ... 120

F. Auswirkungen der Anknüpfung an Zwischenschritte 121

I. Weitere Existenz der kapitalmarktrechtlichen Kategorie gestreckter Geschehensverläufe und des Begriffs der Zwischenschritte 121

1. Bedeutungsverlust von Zwischenschritten 121

2. Weiterbestehen als kapitalmarktrechtliche Kategorie 121

3. Stellungnahme 122

II. Folgen für Emittenten von Insiderpapieren 122

1. Zunahme von Ad-hoc-Mitteilungen und Selbstbefreiungen 122

a) Erhöhung der Anzahl von Ad-hoc-Mitteilungen und Selbstbefreiungen 122

b) Keine Auswirkungen auf die Praxis 123

c) Stellungnahme 123

2. Notwendige Dokumentation des Prüfungsvorgangs 125

3. Erhöhter Nachverfolgungsaufwand 125

4. Erfordernis intensiverer Rechtsberatung zur Vermeidung von Haftungsrisiken 125

5. Zusammenfassung 126

G. Selbstbefreiung der Gesellschaft gemäß § 15 Abs. 3 WpHG 127

I. Inanspruchnahme der Selbstbefreiung 127

1. Gesetzlicher Rahmen 127

2. Befreiung kraft Gesetzes 128

a) Wortlaut des § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG 128

b) Schutzzweck der Befreiung 129

3. Befreiung durch Entscheidung des Emittenten 129

a) Grammatikalische und richtlinienkonforme Auslegung 129

b) Teleologische Auslegung 130

c) Historische Auslegung 131

4. Verwaltungspraxis der BaFin 131

5. Unklare Vorgaben der Rechtsprechung 131

6. Stellungnahme 132

II. Zuständigkeit für die Entscheidung über die Selbstbefreiung 133
1. Hinweise im Emittentenleitfaden 133
2. Anerkennung der Delegationsmöglichkeit in der Literatur 133
a) Vereinbarkeit mit den Grenzen einer Delegation 134
b) Entscheidungskompetenz des Delegationsempfängers 134
3. Originäre Zuständigkeit anderer Organe 135
a) Keine Kompetenz des Aufsichtsrats 136
b) Annexkompetenz bei Zuständigkeit des Aufsichtsrats 136
c) Kompetenz nur bei Informationsvorsprung 136
4. Stellungnahme 137
a) Zulässigkeit der horizontalen Delegation 137
b) Anerkennung der vertikalen Delegation 138
c) Eigene Entscheidungskompetenz des Delegationsempfängers 138
d) Abgabe der Veröffentlichung durch den Aufsichtsrat nur bei nicht ausgleichbarem Informationsvorsprung 139

III. Häufigkeit der Selbstbefreiung in einem gestreckten Geschehensverlauf 139

IV. Möglichkeit der vorsorglichen Befreiung 140
1. Ablehnung der vorsorglichen Selbstbefreiung 140
2. Anerkennung der vorsorglichen Befreiungsmöglichkeit 141
3. Stellungnahme 142

V. Umfang der nachträglichen Bekanntgabe 142
1. Aktualisierung der Insider-Information bei Veröffentlichung 143
2. Auflistung der eingetretenen Zwischenschritte 144

VI. Fazit 144

H. Ausblick auf die Marktmissbrauchsverordnung 147
I. Gesetzgebungsverfahren 147
II. Von der Marktmissbrauchsverordnung umfasste Regelungsbereiche 149
III. Auswirkungen auf die Ad-hoc-Publizität 149
1. Pflicht zur Ad-hoc-Publizität 149
2. Definition der Insider-Information 149
a) Wegfall der Kategorie der Insider-Information „light“ 150
b) Merkmal der Präzision einer Information 151
aa) Definition der MMVO 151
bb) Unterschied zur bisherigen Regelung 151
cc) Betonung der Eigenständigkeit von Zwischenschritten 152
c) Merkmal der Kursrelevanz 152
3. Möglichkeit der Selbstbefreiung 153

Teil 2: Praktische Anwendungsfälle

I. Anwendung auf M&A-Transaktionen 157
I. Insiderrelevanz von Transaktionen 157
II. Mögliche Adressaten der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht 157
III. Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Sicht des Käufers und des Verkäufers 158
1. Entschluss zu Unternehmenserwerb bzw. -veräußerung 158
a) Fehlende Kursspezifität 159
b) Fehlende Kursrelevanz 159
c) Denkbare Ausnahme in Sondersituationen 160
2. Aufnahme von Vorgesprächen 160
a) Keine Veröffentlichung als gegenwärtiger Umstand 160
b) Kein Hinweis auf zukünftige Ereignisse 161

3. Beauftragung von Beratern ... 162
4. Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen ... 162
a) Die Vertraulichkeitsvereinbarung als gegenwärtiger Umstand ... 163
b) Hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit eines künftigen Zwischenschritts ... 164
5. Abschluss eines Letter of Intent (Absichtserklärung) ... 165
a) Rechtsnatur des Letter of Intent ... 165
b) Meinungsstand in der Literatur ... 166
c) Veröffentlichung als gegenwärtiger Zwischenschritt ... 166
d) Veröffentlichungspflicht eines künftigen Ereignisses ... 168
6. Durchführung einer Due Diligence ... 168
a) Bedeutung der Due Diligence ... 168
b) Veröffentlichung als konkreter Zwischenschritt ... 169
aa) Meinungen in der Literatur ... 169
bb) Autonome Kursrelevanz in Sonderfällen ... 170
cc) Abgeleitete Kursrelevanz ... 170
c) Hinweis auf zukünftigen Zwischenschritt ... 171
7. Erfolgreicher Abschluss der Due Diligence ... 172
8. Einigung über die wirtschaftlichen Eckpunkte ... 173
9. Abschluss des Vertrages ... 174
10. Zustimmung von Dritten ... 174
a) Insiderrelevanz des Freigabeprozesses ... 175
b) Anmeldung und Eintritt in die Hauptprüfung ... 176
c) Abgabe eines ersten Angebots mit Verpflichtungszusagen ... 176
d) Notwendigkeit weiterer Verpflichtungszusagen ... 177
11. Closing ... 178
12. Zwischenergebnis ... 178
IV. Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Sicht der Zielgesellschaft ... 179

1. Unterscheidung zwischen Paket- und Kontrollerwerb 179
2. Kursrelevante Stadien aus Sicht der Zielgesellschaft 180
a) Vorgespräche 180
b) Letter of Intent 181
c) Due Diligence 181
d) Wirtschaftliche Einigung 182
e) Unterzeichnung des Vertrages 183
3. Zusammenfassung 183

V. Sonderfall des Auktionsverfahrens 183
1. Entschluss zur Unternehmensveräußerung 183
2. Versand des Information Memorandum 184
3. Indicative Offer 184
4. Due Diligence 185
5. Binding Offer 186
6. Vertragsverhandlungen 186
7. Wirtschaftliche Einigung 187
8. Abschluss des Vertrages 187
9. Zusammenfassung 188

J. Anwendung auf Personalmaßnahmen 189

I. Insiderrelevante Personalveränderungen 189
1. Betroffener Personenkreis 189
2. Merkmale der Kursrelevanz 190

II. Das Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden als gestreckter Geschehensverlauf 190
1. Einseitiger Rücktritt 191
a) Willensbildung des Vorstandsmitglieds 191
b) Vorbereitung der Amtsniederlegungserklärung 192
c) Zugang der Erklärung bei der Gesellschaft 193
d) Wirksamwerden des Rücktritts 193
e) Eintragung des Ausscheidens im Handelsregister 194

2. Einvernehmliches Ausscheiden ... 194
a) Willensbildung des Vorstandsmitglieds ... 194
b) Vorabsprachen mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden ... 194
c) Information des Aufsichtsrats ... 195
d) Suche nach einem Nachfolger ... 196
e) Beschlussempfehlung eines Aufsichtsratsausschusses ... 196
f) Beschluss des Aufsichtsrats ... 197
g) Wirksamwerden der Aufhebung der Bestellung ... 197
h) Eintragung im Handelsregister ... 197
3. Erkrankung eines Vorstandsmitglieds ... 197
a) Krankheit als gegenwärtiger Umstand ... 198
b) Ausscheiden als zukünftiger Umstand ... 198

K. Anwendung auf Kapitalmaßnahmen ... 201
I. Kapitalerhöhungen ... 201
1. Kapitalerhöhung gegen Einlagen ... 202
a) Vorbereitender Vorstandsbeschluss ... 202
b) Beauftragung von Beratern und Investmentbank ... 202
c) Pilot Fishing ... 202
d) Pre-Marketing ... 204
e) Beschluss der Verwaltung zur Kapitalerhöhung ... 205
f) Einladung zur Hauptversammlung ... 206
g) Zwischenstand der Stimmrechtsvollmachten ... 206
h) Beschluss der Hauptversammlung ... 206
i) Zeichnung der neuen Aktien ... 207
j) Eintragung der Kapitalerhöhung ... 208
k) Zusammenfassung ... 208
2. Bedingte Kapitalerhöhung ... 209

a) Die bedingte Kapitalerhöhung als gestreckter Geschehensverlauf ... 209
b) Kursrelevanz der bedingten Kapitalerhöhung ... 210
3. Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital ... 210
a) Unterscheidung zwischen Schaffung und Ausnutzung ... 210
b) Ad-hoc-Publizität der Schaffung des genehmigten Kapitals ... 211
aa) Kursrelevanz der Schaffung des genehmigten Kapitals ... 211
bb) Keine Kursrelevanz der dem Hauptversammlungsbeschluss vorgelagerten Zwischenschritte ... 212
c) Ad-hoc-Publizitätspflicht der Ausnutzung des genehmigten Kapitals ... 212
aa) Beschlussfassung des Vorstands ... 212
bb) Beschlussfassung des Aufsichtsrats ... 213
cc) Zeichnung der Kapitalerhöhung ... 214
dd) Eintragung der Kapitalerhöhung ... 214
4. Zusammenfassung ... 215
II. Kapitalherabsetzungen ... 215
1. Ordentliche Kapitalherabsetzung ... 215
a) Beschlussfassung der Verwaltung ... 215
b) Einberufung und Beschluss der Hauptversammlung ... 216
c) Eintragung im Handelsregister ... 216
2. Vereinfachte Kapitalherabsetzung ... 217

L. Zusammenfassung in Thesen ... 219

Literaturverzeichnis ... 223