

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 Kapitalmaßnahmen201

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