



Vorverlegung der Ad-Hoc-Pflicht? – Auswirkungen der Daimler-Schrempp-Entscheidung des EuGH

Berlin, 1. Februar 2013,
Unternehmensjuristenkongress 2013

Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

Überblick

- I. Der Ausgangsfall
- II. Die vorangegangenen Entscheidungen
- III. Der EuGH
- IV. Bewertung

I. Der Ausgangsfall

I. Der Ausgangsfall (1)

- Herr Schrempp trug sich 2005 mit dem Gedanken, sein bis 2008 laufendes Mandat als Vorstandsvorsitzender der Daimler AG vorzeitig niederzulegen.
- Am 17. Mai 2005 erörterte er seine Absicht mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden, Herrn Kopper.
- Von Mai bis Juli 2005 führte er in dieser Angelegenheit weitere Gespräche mit Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern.
- Ab dem 10. Juli wurde u.a. an einer Pressemitteilung und einem Brief an die Mitarbeiter zum Ausscheiden Schrempps gearbeitet.
- Am 13. Juli wurden der Präsidialausschuss des Aufsichtsrats, sowie der Aufsichtsrat für den 27. bzw. 28. Juli 2005 einberufen, ohne Hinweis auf einen möglichen Personalwechsel.

I. Der Ausgangsfall (2)

- Am 18. Juli 2005 verständigten sich Herr Schrempp und Herr Kopper (seinerzeit Vorsitzender des Aufsichtsrats) darauf, dem Aufsichtsrat Herrn Zetsche als Nachfolger von Herrn Schrempp vorzuschlagen.
- Am 27. Juli 2005 beschloss der Präsidialausschuss, dem zuzustimmen.
- 28. Juli 2005: Beschluss des Aufsichtsrates, dass Ende 2005 Herr Schrempp als Vorstandsvorsitzender ausscheiden und Herr Zetsche die Nachfolge antreten sollte.
- Sofortige Ad-hoc-Mitteilung, sowie Mitteilung an Börsen und BaFin.
- In der Folge Kursanstieg der Daimler-Aktie.

II. Die vorangegangenen Entscheidungen

II. Die vorangegangenen Entscheidungen (1)

1. LG und OLG Stuttgart

- Schadensersatzklage wegen verspäteter Ad-hoc-Mitteilung vor dem LG Stuttgart von Anlegern, die bereits vor der Ad-hoc-Mitteilung Aktien verkauft hatten.
- Das LG Stuttgart legte dem OLG Stuttgart mehrere diesen Rechtsstreit betreffende Fragen im Rahmen eines Musterentscheids zur Entscheidung vor.
- In seinem Musterentscheid vom 22. April 2009 (901 Kap 1/06 = NZG 2007, 352) entschied das OLG Stuttgart:
 - Für die Frage, wann bei einem zeitlich gestreckten Vorgang eine Insiderinformation entsteht, ist auf die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses und nicht auf vorgelagerte Zwischenstufen abzustellen.
 - Der maßgebende Umstand für die Entstehung der Insiderinformation war der Beschluss des Aufsichtsrates vom 28. Juli 2005. Dieser wurde hinreichend wahrscheinlich mit der Entscheidung des Präsidialausschusses vom 27. Juli 2005.
- Gegen diese Entscheidung wurde Beschwerde eingelegt.

II. Die vorangegangenen Entscheidungen (2)

2. BGH (1)

- Der BGH (II ZB 7/09 = NJW 2011, 309) legte dem EuGH für die Bestimmung der Ad-hoc-Pflicht zwei Fragen zur Vorabentscheidung vor, welche die Auslegung von Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG (Marktmissbrauchsrichtlinie) und Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG (Insider-Informationen-Richtlinie) zum Gegenstand hatten:
 - **Frage 1:** Können bei einem zeitlich gestrecktem Vorgang auch Zwischenschritte „präzise Informationen“ im Sinne der genannten Richtlinienbestimmungen sein?
 - **Frage 2:** Bedarf es einer Eintrittswahrscheinlichkeit des Ereignisses von mindestens 50%, oder findet die Wechselwirkungstheorie (*Probability/Magnitude-Test*) Anwendung?

II. Die vorangegangenen Entscheidungen (3)

2. BGH (2)

- Der BGH stellte zu der ersten Frage folgende Vorüberlegungen an:
 - § 13 Abs. 1 WpHG beruht auf den genannten europäischen Richtlinienbestimmungen, die bei der Auslegung zu berücksichtigen sind.
 - Eine Insiderinformation wird in Art. 1 Abs. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG definiert als eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs von Finanzinstrumenten des Emittenten zu beeinflussen.
 - Gem. Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG ist eine Information präzise, wenn Umstände bereits existieren oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintreten werden, und diese Information spezifisch genug ist, einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse von Finanzinstrumenten zuzulassen.
 - Von der Auslegung dieser Richtlinienbestimmung hängt ab, ob ein Zwischenschritt nur dann zur Kursbeeinflussung geeignet ist, wenn das Endereignis hinreichend wahrscheinlich ist.

II. Die vorangegangenen Entscheidungen (4)

3. BGH (3)

- Vorüberlegungen des BGH zu der zweiten Frage:
 - An der bisherigen Auslegung, dass mindestens eine überwiegende Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines zukünftigen Umstandes erforderlich sei, kamen dem BGH angesichts der EuGH-Entscheidung *Spector Photo Group NV* (Rs. C-45/08 = NZG 2010, 107) Zweifel. Danach besteht ein enger Zusammenhang zwischen dem Verbot von Insidergeschäften und den Vorteilen, die eine Insiderinformation dem Insider verschafft.
 - Dieser Aspekt spricht nach dem BGH dagegen, für künftige Umstände oder Ereignisse allein auf die überwiegende Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens abzustellen, da sich für den Insider auch Vorteile aus der Kenntnis einer laufenden Entwicklung ergeben könnten, an deren Ende noch kein hinreichend wahrscheinliches Ereignis steht.

III. Der EuGH

III. Der EuGH (1)

Fundstelle: EuGH Rs. C-19/11 = NJW 2012, 2787.

- **Frage 1: Zwischenschritte als Insiderinformationen?**
- Zwischenschritte können ihrerseits Insiderinformationen sein, auch wenn das Endereignis noch nicht überwiegend wahrscheinlich ist (Rz. 40).
- Ein Zwischenschritt kann eine Reihe von Umständen oder ein Ereignis sein. Dabei ist nach dem allgemeinen Wortsinn zu entscheiden. Typische Fälle von Zwischenschritten nennt Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG mit laufenden Verhandlungen oder getroffenen Entscheidungen, die noch der Zustimmung eines anderen Organs bedürfen (Rz. 31 f.).
- Würden Zwischenschritte außer Betracht bleiben, bestünde die Gefahr einer Beeinträchtigung des Vertrauens der Anleger und der Integrität der Finanzmärkte, weil die Inhaber der Informationen sich gegenüber anderen Anlegern in einer günstigeren Position befinden könnten (Rz. 35, 36).
- Nach der Gegenauffassung könnte das Ergebnis eines konkreten Vorgangs als Zwischenschritt eines umfassenderen Vorgangs qualifiziert werden und eine Mitteilungspflicht so entfallen (Rz. 37).

III. Der EuGH (2)

- Eine Information über einen Zwischenschritt kann bereits eine präzise Information darstellen (Rz. 38).
- Diese Auslegung gilt nicht nur für bereits eingetretene Zwischenschritte, sondern auch für solche, die mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintreten werden (Rz. 38).
- Die Information muss spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse von Finanzinstrumenten zuzulassen (Kursbeeinflussungspotential) (Rz. 29, 39).
- Ergebnis: Hat ein Zwischenschritt selbst schon Kursbeeinflussungspotential, genügt schon die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieses Zwischenschritts für eine Ad-hoc-Pflicht.

III. Der EuGH (3)

- **Frage 2: Erforderliche Eintrittswahrscheinlichkeit**
- Die Wendung „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“ in Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG bedeutet nicht das Erfordernis einer hohen Eintrittswahrscheinlichkeit (Rz. 46).
- Diese restriktive Auslegung würde Insidern ermöglichen, Nutzen aus Informationen zu ziehen, die noch nicht als präzise Informationen eingestuft würden und so das Vertrauen der Anleger in die Märkte und deren Integrität beeinträchtigen (Rz. 47).

III. Der EuGH (4)

- Um Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer zu gewährleisten, können aber andererseits auch Informationen über Umstände, deren Eintritt nicht wahrscheinlich ist, nicht als präzise Informationen eingestuft werden (Rz. 48).
- Das zukünftige Ereignis muss „tatsächlich erwartet werden“ (Rz. 49).
- Diese Formulierung wird in der Literatur einhellig so verstanden, dass eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% vorliegen muss.

III. Der EuGH (5)

- Der EuGH lehnt die Wechselwirkungstheorie (*Probability/Magnitude-Test*) ab.
- Eine Auslegung im Sinne des *Probability/Magnitude-Tests* ergibt sich nicht aus dem Wortlaut der deutschen Fassung der Richtlinie „mit hinreichender Wahrscheinlichkeit“ und auch aus keiner anderen Sprachfassung der Richtlinie (Rz. 51).
- Diese Auslegung würde bedeuten, dass jedes der beiden geforderten Merkmale (präzise Information + Kursbeeinflussungspotential) von dem jeweils anderen abhängen würde (Rz. 52).
- Die beiden Kriterien sind jedoch jede für sich Mindestvoraussetzungen, die kumulativ erfüllt sein müssen (Rz. 53).
- Das Ausmaß der Auswirkung der Insiderinformation auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente ist daher in diesem Zusammenhang nicht zu berücksichtigen (Rz. 56).

IV. Gesamtschau

IV. Gesamtschau (1)

1. Zu erwartende allgemeine Auswirkungen der Entscheidung

- Die Auswirkungen der Entscheidung auf die Praxis sind noch nicht klar abzusehen. Hinsichtlich der Erforderlichkeit von Ad-hoc-Mitteilungen wird ein anderes Prüfungsschema erforderlich. Eine Vorverlagerung des Zeitpunktes der Ad-hoc-Mitteilung könnte die Folge sein.
- Der Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials von Zwischenschritten kommt künftig jedenfalls größere Bedeutung zu.
- Zwischenschritte müssen künftig isoliert auf ihr Kursbeeinflussungspotential hin untersucht werden, der Beobachtungsaufwand steigt dadurch erheblich.
- Angesichts dieser Unsicherheit sollten Emittenten häufiger und vor allem früher von der Selbstbefreiungsmöglichkeit des § 15 Abs. 3 WpHG Gebrauch machen.

IV. Gesamtschau (2)

2. Nun von besonderer Bedeutung: Das Kursbeeinflussungspotential (1)

- Die Information muss spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die möglichen Auswirkungen auf den Kurs des betreffenden Finanzinstrumentes zuzulassen.
- Die bloße Hoffnung auf ungewöhnliche Kursgewinne ist Spekulation, dem verständigen Anleger kommt es auf eine verlässliche Informationsgrundlage an.

IV. Gesamtschau (3)

2. Nun von besonderer Bedeutung: Das Kursbeeinflussungspotential (2)

- Das Kursbeeinflussungspotential ist wie folgt zu bewerten:
 - Grundsatz 1: Wenn das Endereignis bereits hinreichend wahrscheinlich ist, kommt es allein auf das Kursbeeinflussungspotential des Endereignisses an.
 - Grundsatz 2: Wenn das Endereignis nicht einmal offen, sondern besonders unwahrscheinlich ist, besteht in der Regel kein Kursbeeinflussungspotential von Zwischenschritten.
 - Grundsatz 3: Wenn das Endereignis noch offen, aber von besonders herausragender Bedeutung ist (z.B. öffentliches Übernahmeangebot aus Sicht der Zielgesellschaft), kann Kursbeeinflussungspotential eines Zwischenschrittes vorliegen.

IV. Gesamtschau (4)

2. Nun von besonderer Bedeutung: Das Kursbeeinflussungspotential (3)

- In der Praxis wird es hier zu erheblichen Unsicherheiten hinsichtlich der Bewertung des Kursbeeinflussungspotentials von Zwischenschritten kommen.
- Die Wahrscheinlichkeit des Endereignisses ist ein wichtiger Anhaltspunkt für die Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials eines Zwischenschrittes, es bleibt jedoch immer eine Frage des Einzelfalls.
- Noch ist unklar, wann der BGH sich erneut mit der Sache befassen wird, nach Auskunft des BGH ist hiermit aber noch im ersten Quartal 2013 zu rechnen.



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

Heuking Kühn Lüer Wojtek
www.heuking.de

Ansprechpartner



Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

Zugelassen seit 1994

Kompetenzen

- Börseneinführungen und Anleiheplatzierungen
- Mergers & Acquisitions
- Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
- Venture Capital und Private Equity
- Umstrukturierung von Unternehmen und Konzernen

Veröffentlichungen

- „Schluss ist Schluss!? Versammlungsleitung und Verfahrensfragen“, HV Magazin, Ausgabe 4/2012
- „Rückkaufprogramme für Mittelstandsanleihen – vorzugsweise als öffentliches Rückkaufangebot“, AG 2012, Heft 18, R257-R258 (Sickinger/Bredow)
- „Rückkauf von Mittelstandsanleihen“, BetriebsBerater 8/2012 (Sickinger/Bredow/Weinand-Härer/Liebscher)
- „Auskunftspflichten gegenüber BaFin haben Grenzen“, Platow Recht Nr. 90 vom 8. August 2012
- „Deutsche Börsen tragen dem Bedürfnis nach Alternativen Rechnung. Anleiheprogramme auch für kleinere und mittlere Unternehmen – Basisprospekte möglich“, Sonderbeilage Mittelstandsanleihen 2012, Börsen-Zeitung (Sickinger/Nagel)
- „Haftung und Haftungsvermeidung im Aufsichtsrat. Aus- und Weiterbildung unentbehrlich“, HV Magazin, Ausgabe 1/2012

Sonstiges

- Mitglied im erweiterten Vorstand des Private Equity Forums NRW
- Lehrbeauftragter an der Hochschule Fresenius
- Empfohlen von führenden Fachveröffentlichungen: JUVE Rechtsmarkt, Wirtschaftswoche Guide M&A und Corporate Finance

Magnusstraße 13

50672 Köln

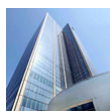
T +49 221 20 52-596

F +49 221 20 52-1

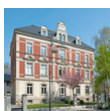
m.sickinger@heuking.de

**Berlin**

Unter den Linden 10 · 10117 Berlin
T +49 30 88 00 97-0 · F +49 30 88 00 97-99
berlin@heuking.de

**Brüssel**

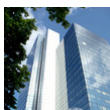
Avenue Louise 326 · 1050 Brüssel · Belgien
T +32 2 646 20-00 · F +32 2 646 20-40
brussels@heuking.de

**Chemnitz**

Weststraße 16 · 09112 Chemnitz
T +49 371 382 03-0 · F +49 371 382 03-100
chemnitz@heuking.de

**Düsseldorf**

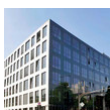
Georg-Glock-Straße 4 · 40474 Düsseldorf
T +49 211 600 55-00 · F +49 211 600 55-050
duesseldorf@heuking.de

**Frankfurt**

Grüneburgweg 102 · 60323 Frankfurt am Main
T +49 69 975 61-0 · F +49 69 975 61-200
frankfurt@heuking.de

**Hamburg**

Neuer Wall 63 · 20354 Hamburg
T +49 40 35 52 80-0 · F +49 40 35 52 80-80
hamburg@heuking.de

**Köln**

Magnusstraße 13 · 50672 Köln
T +49 221 20 52-0 · F +49 221 20 52-1
koeln@heuking.de

**München**

Prinzregentenstraße 48 · 80538 München
T +49 89 540 31-0 · F +49 89 540 31-540
muenchen@heuking.de

**Zürich**

Bahnhofstrasse 3 · 8001 Zürich · Schweiz
T +41 44 200 71-00 · F +41 44 200 71-01
zuerich@heuking.ch