



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

Insiderrecht und Ad hoc–Publizität bei Übernahmetransaktionen

Kapitalmarkt- und Public M&A Konferenz , 27. September 2018

Prof. Dr. Andreas Cahn, LL.M.





INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

I. Fragestellung

- **Ablauf der Anbahnung und Vorbereitung von Akquisitionen oder Zusammenschlüssen**
 - Vorüberlegungen einzelner Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder
 - Sondierungsgespräche mit Vertretern der Zielgesellschaft
 - Einschaltung von Beratern
 - Erstellung von Machbarkeitsstudien
 - Bei politisch sensiblen Projekten u.U. Sondierungsgespräche mit maßgeblichen Politikern
 - Vorstandsbeschlüsse über die Aufnahme von Verhandlungen
 - Durchführung einer Due Diligence



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

I. Fragestellung

- Ausarbeitung von Vertragsentwürfen
- Billigung durch Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaften
- Gegebenenfalls Zustimmung der Hauptversammlungen
- **Fragestellung: Ab welchem Zwischenschritt liegt eine Insiderinformation i.S.v. Art. 7 MAR vor, so dass Insiderverbote des Art. 14 MAR und Veröffentlichungspflicht nach Art. 17 MAR eingreifen – insbesondere: ab welchem Zeitpunkt liegt eine Absicht, ein Plan/Vorhaben der Gesellschaft vor?**



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

II. Akquisitions-/Fusionsplanung und Willensbildung in der AG

1. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

- Beschluss als Voraussetzung eines der AG zurechenbaren Organwillens
- Relevanz sog. verdeckter Beschlusslagen (OLG Stuttgart ZIP 2014, 1829)?
 - Bedeutung von Absichten oder „Visionen“ einzelner Gremienmitglieder im Vorfeld eines Beschlusses
 - ❖ Aufsichtsrat (§ 108 AktG)
 - ❖ Vorstand
 - Einschaltung externer Beratung als Indiz für das Vorliegen eines Beschlusses?



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

II. Akquisitions-/Fusionsplanung und Willensbildung in der AG

- 2. Kapitalmarktrechtliche Bedeutung der organinternen Meinungsbildung und von Maßnahmen im Vorfeld einer Beschlussfassung**
 - a. ...im Hinblick auf das mögliche Endereignis (Akquisition oder Zusammenschluss)**
 - b. ...als bereits verwirklichter Zwischenschritt eines gestreckten Sachverhalts**



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

II. Akquisitions-/Fusionsplanung und Willensbildung in der AG

a. Akquisition oder Zusammenschluss als Gegenstand einer Insiderinformation über einen zukünftigen Umstand?

- Überwiegende Wahrscheinlichkeit (50% + x) für Eintritt des Endereignisses?
- Abgrenzung von Absichten und Plänen der AG von Überlegungen und Absichten einzelner Gremienmitglieder
- Gegenstand einer ad-hoc-Veröffentlichung vor Beschlussfassung über Aufnahme von Verhandlungen
- Modalitäten eines Aufschubs der Veröffentlichung im Stadium der Vorüberlegungen einzelner Gremienmitglieder



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

II. Akquisitions-/Fusionsplanung und Willensbildung in der AG

b. Gespräche zwischen Organmitgliedern und andere Vorbereitungs- und Sondierungsmaßnahmen als Gegenstand einer Insiderinformation über einen gegenwärtigen Umstand?

- Präzise Information,
 - weil bereits die Tatsache, dass überhaupt derartige Erwägungen angestellt oder Vorgespräche geführt werden, den Schluss auf mögliche Kursauswirkungen zulässt?
 - Ist die Information unabhängig davon „spezifisch bzw. präzise genug ist, um einen Schluss auf eine Auswirkung auf den Kurs der Aktien...“ zuzulassen (BGH NJW 2013, 2114, 2117, Rn. 21), oder erscheint die weitere Entwicklung noch so ungewiss, dass eine Einschätzung möglicher Kursauswirkungen jederzeit durch neue Tatsachen wieder überholt sein könnte, so dass Spekulation sanktioniert würde?



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

II. Akquisitions-/Fusionsplanung und Willensbildung in der AG

- Kurserheblichkeit
 - berechnet als Erwartungswert durch Multiplikation der erwarteten künftigen Auswirkungen des Zwischenschritts mit der Wahrscheinlichkeit des Eintritts dieser Auswirkungen.
 - Möglichkeit einer „Berechnung“ oder auch nur einer begründete überschlägigen Einschätzung des Produkts aus Eintrittswahrscheinlichkeit des (möglichen) künftigen Ereignisses und seiner Auswirkung auf den Fundamentalwert des Insiderpapiers Anhaltspunkte für die Beschaffenheit des Endereignisses und für die Wahrscheinlichkeit seines Eintritts?



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

III. Fazit

Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten eines Emittenten im Rahmen von Zusammenschluss- oder Akquisitionsvorhaben sind nicht unabhängig von den gesellschaftsrechtlichen Grundlagen der internen Entscheidungsprozesse. Absichten einzelner oder aller Mitglieder der Verwaltung einer AG sind daher nicht nur gesellschaftsrechtlich, sondern regelmäßig auch kapitalmarktrechtlich ohne Bedeutung, solange sie sich nicht in einem Beschluss des jeweiligen Organs manifestiert haben. Von Absichten einer Aktiengesellschaft kann frühestens dann die Rede sein, wenn ein Beschluss des für die betreffende Maßnahme zuständigen Organs vorliegt, bei Maßnahmen der Geschäftsführung also des Vorstands. Absichten einzelner Organmitglieder und von ihnen im Vorfeld eines Beschlusses geführte Gespräche lassen in Ermangelung jeglicher Verbindlichkeit für die Aktiengesellschaft allenfalls unter besonderen Umständen einen Schluss auf künftige Entwicklungen und deren mögliche Kursrelevanz zu.