

IN KLEINEN SCHRITTEN IN DEN VERORDNUNGSRANG?

AD HOC PUBLIZITÄT. Der EuGH hat in seiner viel beachteten Entscheidung zum Ausscheiden des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden, Jürgen Schrempp, aus dem Vorstand der DaimlerChrysler AG zur börsenrechtlichen Publizitätspflicht noch nicht abgeschlossener Entscheidungsprozesse Stellung genommen.

Die Europäische Kommission hat einen Vorschlag zur Reform des Marktmissbrauchsrechts erstattet. Was ändert sich am börsenrechtlichen ad hoc Regime?

DAS DAIMLERCHRYSLER URTEIL DES EUGH

2005 entschloß sich der Vorstandsvorsitzende der damaligen Daimler-Chrysler-AG, Jürgen Schrempp, zum Rücktritt als Vorstandsvorsitzender. Im Mai 2005 informierte der Vorstandsvorsitzende den Vorsitzenden des Aufsichtsrats, danach zwei weitere Mitglieder des Aufsichtsrats und ein weiteres Mitglied des Vorstands sowie den Vorsitzenden des Konzernbetriebsrats. Ende Juli 2005 stimmte der Gesamt-Aufsichtsrat dem Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden zu, worauf die DaimlerChrysler AG eine ad hoc Meldung nach deutschem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) veröffentlichte. Einige Aktionäre der DaimlerChrysler AG hatten vor der ad hoc Meldung der Gesellschaft Aktien der DaimlerChrysler AG verkauft und so an dem nach Veröffentlichung der ad hoc Meldung gestiegenen Aktienkurs nicht partizipieren können. Sie klagten mit der Begründung, die DaimlerChrysler AG hätte den bevorstehenden Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden früher melden müssen.

Der Europäische Gerichtshof (EuGH 28.7.2012) hat gemäß dem Vorlagebeschluss des deutschen Bundesgerichtshofs zur Auslegung der Begriffsbestimmungen der Marktmissbrauchsrichtlinie (RL 2003/6/EG) und ihrer Durchführungs-Richtlinie (RL 2003/124/EG) ausgesprochen, dass „bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, nicht nur dieser Umstand oder dieses Ereignis präzise Informationen im Sinne der Marktmissbrauchsrichtlinie sein können, sondern auch die mit der Verwirklichung des Umstands oder Ereignisses verknüpften Zwischenschritte dieses Vorgangs“.

Der EuGH entschied des Weiteren, dass die hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts zukünftiger Umstände oder Ereignisse darauf abzielt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass diese Umstände oder Ereignisse in Zukunft existieren oder eintreten werden. Das Ausmaß der Auswirkung dieser Umstände oder dieser Ereignisse auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente muss jedoch nicht berücksichtigt werden, womit der sogenannte „Probability Test“ oder „Magnitude Test“



© Walter J. Sieberer
Dr. Albert Birkner, LL.M.
ist Managing Partner und
Head of M&A Practise Group bei
Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati
Rechtsanwälte

abgelehnt wurde.

AUSWIRKUNGEN AUF ÖSTERREICH

In Österreich ist nach §§ 48d iVm 48a BörseG bei Vorliegen einer den Emittenten betreffenden Insiderinformation eine ad hoc Meldung zu erstatten. Nach der Entscheidung des EuGH kann nun auch eine genaue Information, die lediglich einen Zwischenschritt für den Eintritt eines bestimmten, einen Emittenten von auf einem geregelten Markt an der Wiener Börse gehandelten Wertpapieren betreffenden, kursrelevanten Ereignisses darstellt, eine Insiderinformation sein.

Diese Ansicht war allerdings bereits vor Entscheidung des EuGH aus Gründen der Vorsicht gemäß dem Rundschreiben der FMA vom 06.03.2006 in der Fassung vom 05.04.2007 betreffend Ad-hoc Publizität und Directors' Dealings-Meldungen geboten. Darin geht die FMA von der ad hoc Publizitätspflicht mehrstufiger Entscheidungsprozesse aus. § 48d Abs 1 BörseG regelt entsprechend, dass „das Eintreten einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses - obgleich noch nicht formell festgestellt - von den Emittenten unverzüglich bekannt zu geben ist“. Auch Art 1 Abs 1 der RL 2003/124/EG erwähnt explizit die „Reihe von Umständen“.

Eine Information, sei sie eine Zwischeninformation oder endgültige Information, hat „genau“ im Sinne des § 48a Abs 1 BörseG zu sein, um eine Insiderinformation sein zu können. Zu der für die Genauigkeit einer Information erforderlichen hinreichenden Wahrscheinlichkeit des Eintritts zukünftiger Umstände oder Ereignisse ist darauf

abzustellen, ob tatsächlich erwartet werden kann, dass diese Umstände oder Ereignisse in Zukunft existieren oder eintreten werden. Auch bei gestreckten Sachverhalten kommt es daher darauf an, dass ein zukünftiges kursrelevantes Ereignis mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintreten wird. Ist dies zu verneinen, ist mE auch ein Zwischenschritt nicht meldepflichtig, sofern nicht der Zwischenschritt selbst als kursbeeinflussende, genaue Information zu werten ist.

Im konkreten Fall des Rücktritts Herrn Schrempps ist daher zu prüfen, ob bei den einzelnen (Zwischen-)Schritten bereits mit hinreichender Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte, dass diese letztendlich zum Rückzug des Vorstandsvorsitzenden der DaimlerChrysler AG führen würden. Eine Diskussion im Aufsichtsrat oder Vorstand oder die Einholung von Meinungen oder eines internen Stimmungsbilds ist hier wohl anders zu beurteilen als die unbedingte Mitteilung eines persönlich entschiedenen, nur noch der Zeit nach abzuwickelnden Rücktritts. Während die Einholung von Meinungen zwar ein Zwischenschritt zum zukünftigen Ereignis „Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden“ sein kann, jedoch es wohl noch an der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit mangelt, ist mE der Beschluss des Vorstandsvorsitzenden zum Rücktritt und dessen Mitteilung an den Aufsichtsrat wohl eine genaue Information, die nur noch anhand der Wahrscheinlichkeit der Auflösung des Rechtsverhältnisses durch den Aufsichtsrat und damit anhand der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit zu prüfen ist. Dies wird mE jedoch bereits

dem Grunde nach durch das Rundschreiben der FMA aus 2006 bestätigt.

NEUE EUROPÄISCHE REGELUNG?

Auf europäischer Ebene hat die Europäische Kommission einen „Vorschlag einer EU-Verordnung über Insiderinformation und Marktmanipulation“ (KOM (2011) 651) vorgelegt.

Diese Verordnung wird durch eine Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (KOM (2011) 654) ergänzt. Die Kommission strebt damit eine Erweiterung des Begriffs der Insiderinformation an, indem Insiderinformationen auch dann vorliegen können, wenn eine Information weder „präzise“ noch „zur Kursbeeinflussung geeignet“ ist, jedoch von einem verständigen, regelmäßig an einem Markt tätigen Investor als relevant bei der Entscheidung über die Bedingungen betrachtet würde, zu denen Geschäfte mit einem Finanzinstrument abgeschlossen werden sollten. Daneben soll der Anwendungsbereich der Verordnung für Zwecke der ad hoc Publizität erweitert werden (Einbeziehung von an multilateralen Handelssystemen (MTF) gehandelten Finanzinstrumenten). Der Vorschlag der Kommission ist nach wie vor in Diskussion.

Dr. Albert Birkner,
albert.birkner@chsh.com