

Tim Leverentz

Insiderrechtliche Grenzen der Absprachen von Strategie- und Finanzinvestoren im Vorfeld von Unternehmensübernahmen



Berliner
Wissenschafts-Verlag

Inhalt

A. Einleitung	17
I. Ausgangslage	19
1. Zielsetzung und Motivlage der Absprachestrategien	20
a) Marktsondierung	20
b) Warehousing	21
aa) Sichergestellter Erwerb bei fusionskontrollrechtlich relevanten Übernahmen	22
bb) Vermeidung eines Bieterwettbewerbs und Preisanstiegs	22
cc) Generierung spekulationsfreier Drittgewinne	22
c) Insiderrechtlicher Kontext der Absprachestrategien	23
2. Ziel der Dissertation	23
a) Marktsondierung	24
b) Warehousing	25
3. Gang der Darstellung	25
4. Prüfungsmaßstab	26
a) Marktmissbrauch	26
b) Insiderhandel	27
c) Fazit	28
II. Insiderrecht als Grenze der Kapitalmarktkommunikation	28
1. Historische Entwicklung des Insiderrechts	29
2. Der Weg zu einem europäischen Insiderrecht	33
a) Der Segré-Bericht aus dem Jahre 1966	34
b) Harmonisierung des Wertpapiermarktrechts	35
c) Der „Lamfalussy-Bericht“ aus dem Jahre 2000	36
d) Neuordnung des Prospekt- und Wertpapiermarktrechts	37
e) Neuregelung des Übernahmerechts im Jahre 2004	38
f) Weißbuch der Finanzdienstleistungspolitik	38
g) Der de Larosière-Bericht aus dem Jahre 2009	38
h) Schaffung einer europäischen Finanzmarktaufsicht	39
i) Vollharmonisierung durch die Marktmissbrauchsverordnung	41

3.	Bedürfnis für ein gesetzliches Verbot von Insiderhandel	42
a)	Insiderhandel als „victimless crime“	43
b)	Effektive Schaffung und Verteilung von Informationen am Kapitalmarkt	44
c)	Insiderhandel als „indirekte“ Managementvergütung	44
d)	Stellungnahme	45
aa)	Insiderhandel als „victimless crime“	45
bb)	Effektive Schaffung und Verteilung von Informationen am Kapitalmarkt	47
cc)	Insiderhandel als „indirekte“ Managementvergütung	48
e)	Fazit.	49
4.	Schutzzweck des Insiderhandelsverbotes	50
a)	Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte	50
b)	Schutz individueller Anleger	51
c)	Fazit.	51
5.	Zusammenfassung.	52
B.	Die Regelungskonzeption der Marktmissbrauchsverordnung	55
I.	Die Entscheidung zur Verordnungsgesetzgebung	55
1.	Unmittelbar geltendes Marktmissbrauchsrecht	55
2.	Konkretisierungserfordernisse im Wege des Lamfalussy-Verfahrens	56
3.	Nationale Anpassung des WpHG durch das 1. FiMaNoG	59
4.	Zusammenfassung.	60
II.	Deutlich erweiterter Anwendungsbereich	61
1.	Sachlicher Anwendungsbereich	61
2.	Räumlicher Anwendungsbereich	63
3.	Ausnahmekonstellationen.	64
a)	Aktienrückkaufprogramme und Preisstabilisierungsmaßnahmen	64
b)	Informationsverbreitung und -weitergabe in den Medien	65
4.	Zusammenfassung.	65
C.	Das europäische Insiderrecht	67
I.	Der Begriff des Insiders	67
II.	Der Begriff der Insiderinformation.	68

1.	Emittenten- bzw. Insiderpapierbezug	70
2.	Marktinformationen	71
3.	Präzise Information	72
	a) Auswirkungen auf den zukünftigen Kurs des Insiderpapiers.	73
	b) Zukünftige Ereignisse	74
	c) Zeitlich gestreckte Vorgänge	77
4.	Noch keine öffentliche Bekanntgabe	78
	a) Das Konzept der Bereichsöffentlichkeit	78
	b) Das Konzept des breiten Anlegerpublikums	79
	c) Stellungnahme	79
5.	Kursbeeinflussungspotenzial	82
	a) Maßgeblicher Zeitpunkt der Prognose	82
	b) Maßgeblicher Wahrscheinlichkeitsgrad	83
	c) Maßstab des verständigen Anlegers	84
6.	Die Regelbeispiele des Art. 7 Abs. 1 lit. b) und d) MAR	86
7.	Zusammenfassung.	86
III.	Die verbotenen Handlungen	89
1.	Insiderhandelsverbot	89
	a) Der neue Tatbestand des Art. 8 Abs. 1 S. 2 MAR	90
	b) Legitime Handlungen.	90
	aa) Angemessene interne Regelungen, Art. 9 Abs. 1 MAR	91
	bb) Geschäfte von Market Makern oder Gegenparteien, Art. 9 Abs. 2 MAR	91
	cc) Bloße Erfüllungsgeschäfte, Art. 9 Abs. 3 MAR.	91
	dd) Vorbereitung von Unternehmensübernahmen, Art. 9 Abs. 4 MAR	92
	ee) Umsetzung selbst gefasster Entschlüsse, Art. 9 Abs. 5 MAR	92
	ff) Kein abschließender Katalog legitimer Handlungen	92
	(1) Fehlender Kausalzusammenhang	93
	(2) Face-to-face-Geschäfte	93
	(3) Handeln „gegen“ eine Insiderinformation	94
2.	Empfehlungs- und Anstiftungsverbot	94
3.	Nutzungsverbot für Empfehlungen und Anstiftungen	95
4.	Weitergabe- bzw. Offenlegungsverbot	95

a)	Das Offenlegungsverbot des Art. 10 MAR	95
b)	Marktsondierungen, Art. 11 MAR	96
c)	Warehousing	96
IV.	Die Mitteilungs- und Offenlegungspflichten	97
1.	Ad-hoc-Publizitätspflicht	97
2.	Insiderlisten	98
3.	Directors' Dealings	98
4.	Anlageempfehlungen	99
5.	Informationsweitergabe in den Medien	99
D.	Marktsondierungen, Art. 11 MAR	101
I.	Die Attraktivität der Absprachestrategie	101
II.	Technische Konkretisierungen durch die ESMA.	103
1.	Technische Regulierungsstandards	104
2.	Technische Durchführungsstandards	104
3.	Die Umsetzung der ESMA-Standards zur Marktsondierung	105
III.	Der Anwendungsbereich der Vorschrift	105
1.	Der sachliche Anwendungsbereich des Art. 11 MAR.	106
2.	Der persönliche Anwendungsbereich des Art. 11 MAR	106
a)	Privilegierung auf Anbieterseite	106
b)	Privilegierung auf Seiten der Erwerbsinteressenten	107
IV.	Die Pflichten des sondierenden Marktteilnehmers	109
1.	Einschätzung über die Weitergabe von Insiderinformationen	110
2.	Festlegung des Sondierungsverfahrens	110
3.	Einholung der Zustimmung des Sondierten.	111
4.	Detaillierte Aufklärungspflicht	111
5.	Dokumentation sämtlicher übermittelter Informationen	111
6.	Cleansing	112
V.	Die Pflichten des sondierten Marktteilnehmers	113
1.	Selbsteinschätzungspflicht hinsichtlich Insidereigenschaft.	113
a)	Diskrepanz zwischen den Einschätzungen der Parteien	114
b)	Ausschluss von Finanzinstrumenten mit Insiderbezug.	114

2.	Adressatenkreis der Sondierungsempfänger	115
3.	Interne Verfahren zur Vorbereitung der Marktsondierung . . .	116
	a) Kommunikation einer Anlaufstelle für den Erstkontakt . .	116
	b) Sicherstellung der Vertraulichkeit interner Kommunikation.	117
	c) Klare Zuweisung der Einschätzungsverantwortung	117
	d) Kontrolle des internen Informationsflusses.	117
4.	Zustimmungserfordernis vor Informationsweitergabe	118
5.	Dokumentationspflichten	118
VI.	Art. 11 MAR als „Safe Harbour“ für Sondierende?	119
	1. Die Grøngaard und Bang Entscheidung des EuGH.	119
	a) Der Sachverhalt.	119
	b) Die rechtliche Würdigung durch den EuGH	120
	c) Die Kritik	121
	2. Fortgeltung der durch den EuGH aufgestellten Grundsätze? . .	122
	a) Unerlässlichkeit der Informationsweitergabe.	123
	b) Erforderlichkeit der Informationsweitergabe.	124
	c) Stellungnahme	125
	aa) Überlagerung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch die Marktmissbrauchsverordnung	125
	bb) Der Wortlaut des Art. 10 Abs. 1 MAR	126
	cc) Die Gesetzesmaterialien zur Marktmissbrauchsverordnung.	127
	dd) Die Verlautbarungen der ESMA.	128
	ee) Kein Widerspruch zu übergeordneten Schutzzwecken des Insiderhandelsverbotes.	129
	d) Fazit.	130
	aa) Die Streitfrage.	131
	bb) Keine Berücksichtigung zusätzlicher materieller Kriterien.	132
VII.	Rechtsfolgen bei Weitergabe im normalen Geschäftsgang.	133
VIII.	Rechtsfolgen im Irrtumsfall	134
	1. Irrtum des sondierenden Marktteilnehmers	134
	a) Weitergabe rechtmäßig im Sinne des Art. 11 Abs. 4 MAR	134
	b) Weitergabe rechtswidrig	135
	c) Stellungnahme	135

2.	Irrtum des sondierten Marktteilnehmers	137
IX.	Zusammenfassung	137
E.	Warehousing	141
I.	Die Attraktivität einer Warehousing-Vereinbarung.	141
1.	Ausgangsbeispiel	142
2.	Unternehmen A will kartellrechtliche „Blockade“ umgehen. . .	142
3.	Unternehmen A will Bieterwettbewerb und Preisanstieg vermeiden	143
4.	Unternehmen C strebt einen spekulationsfreien Gewinn an . .	143
II.	Rechtliche Ausgestaltung einer Warehousing-Vereinbarung. . . .	144
III.	Insiderrechtliche Problemstellungen	145
1.	Unbefugte Weitergabe einer Insiderinformation, Art. 14 lit. c) MAR	145
a)	Keine Fortgeltung des „Unerlässlichkeitskriteriums“ des EuGH.	145
b)	Schutzzwecke des Insiderhandelsverbots als Beurteilungsmaßstab	147
aa)	Die Schutzzwecke des Insiderhandelsverbotes	147
bb)	Gefährdung des Anlegervertrauens durch die geheime Einweihung Dritter	148
cc)	Vergleichbarkeit mit der Offenlegung im Rahmen einer Marktsondierung	148
dd)	Überwiegende Interessen der beteiligten Unternehmen	149
c)	Ergebnis.	151
2.	Verwendung einer Insiderinformation, Art. 14 lit. a) MAR. . .	151
a)	Differenzierung nach Ermessensspielraum des Warehouseurs	153
aa)	Warehouseur handelt auf eigene Rechnung	154
bb)	Warehouseur handelt auf fremde Rechnung	155
cc)	Warehouseur handelt auf fremde Rechnung und erhält vorab festgelegte Vergütung	155
(1)	Generelle Zulässigkeit einer Vergütung für den Warehouseur	155
(2)	Keine Notwendigkeit einer „Vorabverein- barung“ des künftigen Übernahmepreises . . .	156

(3)	Zulässigkeit einer Festpreisobergrenze	156
(4)	„Gemeinschaftliches Handeln“ im Sinne des § 2 Abs. 5 S. 1 WpÜG.	157
(5)	Legitime Handlung im Sinne des Art. 9 Abs. 2 lit. b) MAR	159
b)	Ergebnis.	159
IV.	Zusammenfassung	161
F.	Das insiderrechtliche Sanktionsregime der Marktmissbrauchsverordnung	163
I.	Strafrechtliche Sanktionen	163
1.	Strafbarkeit vorsätzlichen Insiderhandels.	163
2.	Beibehaltung des bisherigen Strafrahmens	164
II.	Verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen.	164
1.	Neue verwaltungsrechtliche Instrumente für die BaFin	164
2.	Bußgeldrechtliche Sanktionen	165
III.	Zivilrechtliche Haftung.	166
G.	Fazit und Thesen	167
I.	Ein europaweit vollharmonisiertes Kapitalmarktrecht	167
II.	Deutliche Verschärfung des Sanktionsregimes.	167
III.	Art. 11 MAR als „Safe Harbour“ für Marktsondierungen.	167
IV.	Warehousing im Einklang mit europäischem Kapitalmarktrecht durchführbar	168
V.	„Kapitalmarktorientiertes“ europäisches Insiderrecht	169
VI.	Regelungskonzeption der MAR führt zu tiefgreifenden Veränderungen	170
H.	Literaturverzeichnis	171

A. Einleitung

Seit dem 03. Juli 2016¹ gilt ein europaweit einheitliches Kapitalmarktrecht.² Kernmaterien dieses Rechtsgebietes, wie etwa das *Insiderhandelsverbot*, die *Ad-hoc-Publikität*, Regelungen über *Directors' Dealings* oder das *Verbot der Marktmanipulation*, werden von diesem Tag an durch die für alle Mitgliedstaaten verbindlich geltende Marktmissbrauchsverordnung (*Market Abuse Regulation – MAR*) geregelt. Flankiert werden die neuen Regelungen durch die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation (*CRIM-MAD*), die die Mitgliedstaaten bis zum 03. Juli 2016 in ihr jeweiliges nationales Recht umsetzen mussten.³ Mit diesen beiden neuen Rechtsakten hat die Europäische Union einen großen Schritt im Hinblick auf ihr erklärtes Ziel getan, eine „Europäische Kapitalmarktunion“⁴ zu verwirklichen, in der die gesamte kapitalmarktrechtliche Regelungsmaterie in einem einheitlichen europäischen Regelungswerk (sogenanntes „*Single Rulebook*“)⁵ zusammengeführt ist.⁶ Zwar findet sich in der Verordnung an zahlreichen Stellen bereits bekannte Verwaltungspraxis der BaFin oder vom EuGH im Rahmen seiner Rechtsprechung entwickelte Grundsätze,⁷ jedoch ergeben sich – insbesondere für den deutschen Rechtsraum – einige echte Neuheiten. In Art. 11 MAR etwa wird die Marktsondierung („*Market Sounding*“)⁸, eine von der deutschen Rechtspraxis in der

1 Art. 39 Abs. 2 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG und 2004/72/EG der Kommission, Abl. EU Nr. L 173 vom 12.06.2014, S. 1; im Folgenden „MAR“.

2 Krause, CCZ 2014, 248; Tissen, NZG 2015, 1254.

3 Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), Abl. EU Nr. L 173 vom 12.06.2014, S. 179.

4 Vgl. zu diesem Begriff Schneider, AG 2012, 823.

5 Zum Begriff des sog. „Single Rulebook“ siehe ESMA, 2012 work programme, S. 4, abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esm-2011-330.pdf> (Abruf am 28.04.2016); siehe auch Graßl, DB 2015, 2066.

6 Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593; Söhner, BB 2017, 259 (266).

7 So werden künftig etwa die vom EuGH im Rahmen seiner „Geltl/Daimler“-Entscheidung (EuGH, Urteil vom 28.06.2012 – C-19/11 (Markus Geltl/Daimler AG) = EuGH NJW 2012, 2787) entwickelten Grundsätze hinsichtlich sog. „Zwischenschritte“ in Art. 7 Abs. 3 MAR oder seine Ausführungen hinsichtlich „legitimer Handlungen“ aus der „Spector Photo Group“-Entscheidung (EuGH, Urteil vom 23.12.2009 – C-45/08 (Hof van beroep te Brussel (Belgien)) = BKR 2010, 65) in Art. 9 MAR erstmals ausdrücklich kodifiziert.

8 Vgl. Begriff bei Kiesewetter/Parmentier, BB 2013, 2371 (2374); teilweise werden diese Sondierungsmaßnahmen auch als *Pre-Sounding*, *Pilot-Fishing*, *Soft-Sounding* oder *Pre-Pre-Marketing* bezeichnet, vgl. Singhof, ZBB 2017, 193 (194); Seibt/Wollenschläger, AG 2014, 593 (599), im Folgenden wird jedoch einheitlich der Begriff *Marktsondierung* bzw. *Market Sounding* verwendet werden.

Vergangenheit weitestgehend unbeachtete Materie,⁹ geregelt.¹⁰ Auf sehr differenzierte Art und Weise versucht der europäische Gesetzgeber durch die Vorschrift des Art. 11 MAR einen Rechtsrahmen festzulegen, in welchem Absprachen in Form gewisser Sondierungsmaßnahmen in Zukunft zulässig sein sollen.

Ein im Hinblick auf seine kapitalmarktrechtliche Zulässigkeit ebenfalls zur Diskussion stehendes ähnliches Phänomen stellt – wenn auch durch die Marktmissbrauchsverordnung weiterhin nicht ausdrücklich geregelt – das sogenannte Warehousing¹¹ dar. Darunter sind verschiedenste Fälle von (auf Absprachen basierenden) gezielten Zwischenerwerben einer dritten Partei (*Finanzinvestor*) zu verstehen, um eine geplante Unternehmensübernahme für einen endgültigen Erwerber (*strategischer Investor*) zu erleichtern.¹²

Beide Absprachestrategien sehen sich hinsichtlich ihrer jeweiligen Zulässigkeit aufgrund der umfassenden Neuregelungen in der Marktmissbrauchsverordnung mit erhöhten rechtlichen Anforderungen konfrontiert.

Angesichts dieser umfangreichen Änderungen und Erweiterungen durch den europäischen Gesetzgeber und aufgrund der Tatsache, dass die Marktsondierung bisher lediglich oberflächlich in Deutschland diskutiert worden ist, stellt sich die Beantwortung der Frage nach den Zulässigkeitsvoraussetzungen der beiden genannten Phänomene als komplex dar.

Dieses Dissertationsvorhaben verfolgt das Anliegen, die rechtlichen Voraussetzungen, die bei der Verfolgung dieser Strategien zu beachten sind, umfassend darzulegen und die sich aufgrund der im Bereich des Kapitalmarktrechts völlig neu geschaffenen europäischen Gesetzgebung ergebenden Rechtsfragen zu behandeln. Von eminenter Bedeutung ist in diesem Zusammenhang das in Art. 14 MAR geregelte Insiderhandelsverbot, das bei der folgenden rechtlichen Betrachtung der beiden Absprachestrategien stets eine hervorgehobene Rolle spielen wird.

Insbesondere aufgrund der nun für den deutschen Rechtsraum erstmals geregelten Materie der Marktsondierung und der im Hinblick auf ihre Zulässigkeit rechtlich noch nicht ausdifferenzierten Warehousing-Strategien, ergeben sich neue, noch nicht abschließend erforschte Rechtsfragen, die in diesem Dissertationsvorhaben behandelt werden sollen.

9 Tissen, NZG 2015, 1254.

10 Krause, CCZ 2014, 248 (253).

11 Der Begriff des sog. „Warehousing“ hat sich aus dem angloamerikanischen Sprachraum eingebürgert, vgl. Bueren/Weck, BB 2014, 67; im Rahmen der folgenden Ausarbeitung wird er als Oberbegriff für zahlreiche Konstellationen verwendet, in denen ein Bieter Dritte über seine Erwerbs- bzw. Übernahmeabsichten informiert, um seine Erfolgchancen hinsichtlich der von ihm angestrebten Übernahme zu verbessern.

12 Bueren/Weck, BB 2014, 67.

I. Ausgangslage

Absprachestrategien in Form von Marktsondierungen und Warehousing, oftmals im Vorfeld von angestrebten Unternehmensübernahmen durchgeführt, verfolgen stets die Intention – völlig unabhängig von ihrer rechtlichen Zulässigkeit oder Einordnung – durch Wissensvorsprünge einen reibungslosen und gegebenenfalls sogar vorteilhaften Handel auf dem Kapitalmarkt zu realisieren. Vergegenwärtigt man sich also diese Grunderwägung, wird deutlich, dass sich die angesprochenen Absprachen immer auf einem schmalen Grat zwischen zulässiger Marktpraxis und verbotenem Insiderhandel bewegen. So können die Weitergabe und der Erwerb von Aktien im Rahmen dieser Strategien bei Nichtbeachtung der insoweit zahlreichen Voraussetzungen ohne weiteres in verbotenes Insiderhandeln „umschlagen“.¹³ Im Bereich des Kapitalmarktrechts gilt wie sonst in kaum einem anderen Rechtsgebiet der bekannte Grundsatz „*Wissen ist Macht*“¹⁴. Dieser lässt sich an dieser Stelle jedoch dahingehend modifizieren, als dass (Insider-)Wissen vor allem – meist spekulationsfreien – Gewinn bedeutet.¹⁵ Gegen die Zielsetzung, unter möglichst effizienter Ausnutzung von Informationen Handel mit Aktien und anderen Wertpapieren zu betreiben, um sichere und hohe Gewinnspannen zu erzielen, ist im Grundsatz zwar nichts einzuwenden. Jedoch ist solchen Vorgehensweisen dann Einhalt zu gebieten, wenn Sonderwissen – das heißt ein Wissensvorsprung vor anderen Marktteilnehmern¹⁶ – ausgenutzt wird, das sich der handelnde Marktteilnehmer keineswegs selbst bei bestehender Chancengleichheit aller Teilnehmer verschafft hat, sondern er von diesen Informationen aufgrund seiner Zugehörigkeit zu einem ausgewählten Personenkreis, etwa durch seine Tätigkeit in leitender Funktion (beispielsweise als Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied oder aber als Großaktionär oder Abschlussprüfer), Kenntnis erlangt.¹⁷ Gewinnbringender Handel am Kapitalmarkt erfolgt in diesem Falle nicht im Wege eines freien und vor allem fairen Wettbewerbs, sondern auf missbräuchliche Art und Weise, da einige Marktteilnehmer völlig andere und insoweit vorteilhaftere Ausgangspositionen besitzen, als der Großteil der übrigen Anleger. Bei den meisten Teilnehmern kann damit der Eindruck entstehen, nicht fair behandelt zu werden.¹⁸

13 *Brandi/Sißmann*, AG 2004, 642 (645).

14 Der Ausspruch geht auf den englischen Philosophen *Francis Bacon* zurück, welcher sich in seinem 1597 verfassten Werk „*meditationes sacrae*“ fand, dort zunächst in der lateinischen Formulierung „*nam et ipsa scientia potestas est*“; vgl. auch *Ulsenheimer*, NJW 1975, 1999, der diesen Ausspruch ebenfalls im Kontext des Kapitalmarktrechts verwendet.

15 *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, S. 2.

16 *Ritz*, in: *Just/Voß/Ritz/Becker*, § 14, Rn. 9.

17 *Ulsenheimer*, NJW 1975, 1999; der Verfasser umschreibt diese Konstellation mit der Metapher, in welcher „dem Insider [...] sein Informationsvorsprung *gleichsam wie eine reife Frucht in den Schoß [fällt]*“.

18 *Ritz*, in: *Just/Voß/Ritz/Becker*, § 14, Rn. 9.