

TANJA SPENNLINGWIMMER

Beeinflussung von M&A- Transaktionen durch die ECV

Die Emittenten Compliance
Verordnung als Hindernis bei
Unternehmenstransaktionen



AVMpress

Beeinflussung von M&A-Transaktionen durch die ECV

Tanja Spennlingwimmer

Beeinflussung von M&A-Transaktionen durch die ECV

Die Emittenten Compliance Verordnung als Hindernis bei
Unternehmenstransaktionen

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

AVM - Akademische Verlagsgemeinschaft München 2014
© Thomas Martin Verlagsgesellschaft, München

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urhebergesetzes ohne schriftliche Zustimmung des Verlages ist unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Nachdruck, auch auszugsweise, Reproduktion, Vervielfältigung, Übersetzung, Mikroverfilmung sowie Digitalisierung oder Einspeicherung und Verarbeitung auf Tonträgern und in elektronischen Systemen aller Art.

Alle Informationen in diesem Buch wurden mit größter Sorgfalt erarbeitet und geprüft. Weder Autoren noch Verlag können jedoch für Schäden haftbar gemacht werden, die in Zusammenhang mit der Verwendung dieses Buches stehen.

e-ISBN (ePDF) 978-3-96091-348-1
ISBN (Print) 978-3-86924-605-5

Verlagsverzeichnis schickt gern:
AVM - Akademische Verlagsgemeinschaft München
Schwanthalerstr. 81
D-80336 München

www.avm-verlag.de

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	5
Abkürzungsverzeichnis	9
Abbildungsverzeichnis	11
Tabellenverzeichnis	13
Erklärung betreff geschlechtsneutraler Formulierung	14
Kurzfassung.....	15
Executive Summary	17
A. Einleitung.....	19
I. Problemstellung.....	22
II. Hypothese und Forschungsfragen	23
III. Zielsetzung.....	24
IV. Methodik.....	25
B. Definitionen.....	26
I. Emittent	26
II. Marktmanipulation.....	26
III. Kapitalmarkt	27
IV. Aktien	28
V. Compliance	28
VI. Mergers and Acquisitions	28
C. Historische Entwicklung und Hintergründe sowie derzeitige gesetzliche Grundlagen	29
I. International	29
II. Europäischer Wirtschaftsraum	29
III. Österreich.....	30
D. Teilbereiche der Emittenten Compliance Verordnung.....	33
I. Insideraspekt.....	33
1. Insidertatbestand	34
2. Insiderbegriff	35
3. Insiderinformation	36
4. Compliance relevante Information	39
5. Director's Dealing.....	42

6.	Insiderverzeichnis	43
II.	Ad-hoc Publizität	44
1.	Abgrenzung der Ad-hoc Publizität von Regelpublizität und Beteiligungspublizität	45
2.	Abgrenzung zwischen Insidertatsache und Ad-hoc Publizitätstatsache.....	46
3.	Zielsetzung und Zweck der Ad-hoc Publizität	47
4.	Ad-hoc Publizitätsrelevante Tatsachen	48
5.	Aufschub und Befreiungsmöglichkeit	52
III.	Compliance und Organisationspflichten	53
1.	Aufbau einer Compliance Organisation	55
2.	Bestellung eines Compliance Verantwortlichen	56
3.	Vertraulichkeitsbereiche.....	57
4.	Erstellung einer Compliance Richtlinie.....	59
IV.	Vor- und Nachteile der ECV Regelungen für Emittenten.....	59
1.	Vor- und Nachteile zum Thema Insideraspekt	59
2.	Vor- und Nachteile zum Thema Ad-hoc Publizität.....	61
3.	Vor- und Nachteile der Compliance und Organisationspflichten	62
E.	Regelungen in anderen Staaten	63
I.	Regelungen in Deutschland	63
1.	Insideraspekt	63
2.	Ad-hoc Publizität.....	64
3.	Compliance und Organisationspflichten.....	65
II.	Regelungen in den USA.....	66
1.	Insideraspekt	67
2.	Ad-hoc Publizität	68
3.	Compliance und Organisationspflichten.....	70
F.	Auswirkungen auf Mergers & Acquisition Transaktionen durch Berücksichtigung der ECV	71
I.	Insideraspekt.....	71
1.	Compliance relevante Informationen	72
2.	Due Diligence	72
3.	Abgrenzung Insiderinformationen zu Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen.....	73
4.	Käufer als Insider	75

5. Verkäufer als Insider	76
6. Mitarbeiter und Funktionspersonen als Insider	77
II. Ad-hoc Publizität	78
1. Ad-hoc Meldungen bei M&A Transaktionen.....	79
2. Abgrenzung der Ad-hoc Publizität zur Beteiligungspublizität bei M&A Transaktionen	82
III. Compliance relevante Aspekte.....	84
1. Geheimhaltungsvereinbarungen	84
2. Umfang der Vertraulichkeitsbereiche	84
IV. Kritischer Zeitpunkt der Berücksichtigung der ECV im M&A Prozess	86
1. Early Stage	89
2. Initial Stage	90
3. Pre M&A Phase	90
4. M&A Closing Stage.....	92
5. Post M&A Stage.....	92
6. Zusammenhang Director's Dealings und dem Zeitpunkt von Ad-hoc Meldungen	93
7. Anleger als Schutzobjekte und Zeitpunktbeeinflusser.....	93
8. Möglichkeit zur Abänderung des Ad-hoc Meldezeitpunkts für Emittenten ..	94
G. Ergebnisse der Empirie	95
I. Einstellung der Befragten zur ECV.....	95
II. ECV im Vergleich zu Regelungen in anderen Staaten	97
III. Probleme des Emittenten bei der Berücksichtigung der ECV	97
IV. Auswirkungen der Berücksichtigung der ECV auf M&A Transaktionen des Emittenten.....	100
V. Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse	102
H. Diskussion und Conclusio.....	104
I. Lessons Learned für Emittenten	110
Anhang 1: Fragebogen der quantitativen Studie	116
Anhang 2: Vollständige Auswertung der quantitativen Studie	128
Literaturverzeichnis	164
Monographien	164
Aufsätze, Artikel, Kommentare und Festschriften	166
Zeitschriftenartikel	168

Internetquellen	170
Rechtsprechungsverzeichnis	170
Gesetze, Verordnungen und Richtlinien	171

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
APA	Austria Presse Agentur
Art.	Artikel
BaFin	Deutsche Finanzaufsicht
BB	Der Betriebs-Berater (deutsche Fachzeitschrift; Anm. der Autorin)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BörseG	Börsegesetz
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
C.I.R.A.	Cercle Investor Relations Austria
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
DB	Der Betrieb
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität
DOJ	Department of Justice
DStR	Deutsches Steuerrecht
ECV	Emittenten Compliance Verordnung
EG	Europäische Gemeinschaft
ERG	Unternehmensressourcenplanung
etc.	et cetera (und so weiter)
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f	folgend
F&E	Forschung und Entwicklung
ff	fortfolgend
FMA	Österreichische Finanzmarktaufsicht
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i.V.m	in Verbindung mit
i.Z.m	in Zusammenhang mit

IAS	International Accounting Standards
IDW PS 980	Institut der Wirtschaftsprüfer, Standard zur Prüfung von Compliance Management Systemen
IR	Investor Relation
LOI	Letter of Intent
M&A	Mergers and Acquisitions
NDA	Non-Disclosure Agreement
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.V.	ohne Verfasser
ÖBA	Österreichisches BankArchiv - Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
PR	Öffentlichkeitsarbeit
PwC	PricewaterhouseCoopers
RL	Richtlinie
Rn.	Randnotiz
S.	Seite
SEA	Securities Exchange Act
SEC	Securities Exchange Commission
u.a.	unter anderen
ÜbG	Übernahmegesetz
UGB	Unternehmensgesetzbuch
URL	Uniform Ressource Locator
US	United States (of America)
USA	United States of America
US-GAAP	United States' Generally Accepted Accounting Principles
UVS	Unabhängiger Verwaltungssenat
UWG	Gesetz zum Unlauteren Wettbewerb
Vgl.	Vergleiche
VMV	Veröffentlichungs- und Meldeverordnung
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
WBAG	Wiener Börse AG
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Wr.	Wiener
z.B.	zum Beispiel
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels-und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Teilbereiche der ECV	33
Abbildung 2: Problematik des Begriffs der compliance relevanten Information.....	40
Abbildung 3: Unterschied zwischen einer Insideratsache und einer Ad-hoc Publizitätsatsache.....	46
Abbildung 4: Inhalte von Ad-hoc Meldungen	50
Abbildung 5: Compliance Regelungen der ECV betrachtet im ganzheitlichen Compliance Kontext	55
Abbildung 6: Stellenwert von Ad-hoc Mitteilungen im Vergleich zu den Quartals-Zwischenberichten	65
Abbildung 7: Ad-hoc Meldungen bei Unternehmenstransaktionen.....	79
Abbildung 8: Ad-hoc Meldepflicht Verantwortung bei feindlichen sowie friedlichen M&A Transaktionen	81
Abbildung 9: Abgrenzung zwischen Ad-hoc und Beteiligungspublizität	83
Abbildung 10: Vertraulichkeitsbereiche bei Unternehmenstransaktionen	85
Abbildung 11: Phasen des M&A Prozesses	89
Abbildung 12: Wie erachten Sie die Einstellung Ihres Unternehmens hinsichtlich der Sinnhaftigkeit der ECV ?	96
Abbildung 13: Aus welchen Gründen erwies sich die Einführung der ECV vorteilhaft für Ihr Unternehmen und die Wahrnehmung des Unternehmens am Markt ?.....	97
Abbildung 14: Welche Probleme sind bislang mit der ECV Umsetzung in Ihrem Unternehmen aufgetreten ?	98
Abbildung 15: Welche Maßnahmen wurden gesetzt, um die Weitergabe von Insiderinformationen zu unterbinden, insbesondere hinsichtlich Unternehmenskäufe / Verkäufe ?	99
Abbildung 16: Welche rechtlichen Konsequenzen aus einer Nichteinhaltung der ECV erachten Sie als am meisten abschreckend ?	100

Abbildung 17: Welche Themen werden von Ad-hoc Meldungen Ihres Unternehmens hauptsächlich adressiert ?	101
Abbildung 18: Welchen Zeitpunkt erachten Sie als geeignet um eine Ad-Hoc Meldung im M&A Prozess zu publizieren ?	102
Abbildung 19: Rechtliche Grundlagen der Arbeit	104
Abbildung 20: Welche Änderungen an der aktuellen Verordnung erachten Sie als sinnvoll um die Wirkung der ECV zu verbessern?	113
Abbildung 21: Verbesserungspotentiale bei der Umsetzung der Ad-hoc Publizität durch österreichische und deutsche Emittenten	114

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Geregelter Markt nach BörseG.....	27
Tabelle 2: Unterschied zwischen Insiderinformation und Compliance Relevanter Information	41
Tabelle 3: Unterschiede zwischen Österreich, Deutschland und den USA	107
Tabelle 4: Optimaler Zeitpunkt der Ad-hoc Publizität bei M&A Transaktionen	109

Erklärung betreff geschlechtsneutraler Formulierung

Aus Gründen der einfacheren, sowie flüssigeren Lesbarkeit dieser Arbeit, wird in selbiger auf die geschlechterspezifische Unterscheidung (bspw. EmittentInnen) verzichtet. Sämtliche Begriffe gelten daher im Sinne der Gleichbehandlung grundsätzlich für beide Geschlechter.

Kurzfassung

In den letzten Jahren ist die Anzahl der M&A Prozesse sprunghaft angestiegen und gleichzeitig haben sich die rechtlichen Verflechtungen am österreichischen, wie auch am europäischen Kapitalmarkt verändert. Basierend auf der europäischen Transparenzrichtlinie und Marktmissbrauchsrichtlinie wurden in Österreich das Börsegesetz adaptiert und die Emittenten Compliance Verordnung geschaffen, welche sich mit den drei Teilbereichen Insideraspekte, Ad-hoc Publizität und Compliance und zugehörige organisatorische Maßnahmen im Unternehmen beschäftigt. Das Ziel der Arbeit war die Prüfung der Hypothese, dass die Berücksichtigung der ECV Nachteile für Mergers & Acquisition Transaktionen österreichischer, börsennotierter Unternehmen mit sich bringt. Die Hypothese konnte, basierend auf der quantitativen Studie, die mit den Unternehmen des Prime Segments der Wiener Börse durchgeführt wurde, als positiv bestätigt werden. Verglichen mit Deutschland hat Österreich mit der ECV die europäische Richtlinie intensiver umgesetzt und so Unternehmen ein engeres, aber auch strukturierteres Korsett geschnürt, welches eine höhere Compliance Affinität mit sich bringt. Die USA hingegen, welche als zweites Vergleichsland überblicksmäßig evaluiert wurden, charakterisieren sich durch eine lange Historie mit der Thematik Insiderhandel und der Vorreiterrolle aus internationaler Perspektive. Unternehmen wird aber entsprechender Freiraum gelassen und es wird präventiver und mittels intensiverer Strafen eher abschreckend als richtlinienbezogen gearbeitet.

Auch wenn österreichische Unternehmen vermehrt Aufwand für Compliance Maßnahmen, die aus der ECV bei M&A Transaktionen abgeleitet werden können, verzeichnen, sehen sie den Bereich Ad-hoc Meldungen am kritischsten an und hier insbesondere die Wahl des optimalen Veröffentlichungszeitpunktes. Während in der Literatur auch oft frühe Veröffentlichungszeitpunkte wie beim Start der Due Diligence angeraten werden, sprechen sich die betroffenen Unternehmen eher für eine spätere Veröffentlichung, nämlich am besten bei Vertragsabschluss, aus. Der Gegensatz ist wenig verwunderlich, da sich hier unternehmerische Freiheit und Anlegerschutz gegenüberstehen. Unter Anbetracht beider Perspektiven kann jedenfalls schlussgefolgert werden, dass die Wahrheit in der Mitte liegt, sehr individuell gesehen werden muss, und daher eine voreilige Sanktionierung von Emittenten, die zu spät veröffentlichen, durch die FMA unangebracht ist. Eine ausreichende Wahrscheinlichkeit kann meist erst bei der finalen Entscheidung eines mehrstufigen Prozesses als gegeben angesehen werden, was in manchen Fällen bereits

beim Abschluss eines LOI der Fall ist und somit eine Veröffentlichung bereits sehr früh erfolgen kann, in anderen Fällen diese aber auch wirklich erst bei Vertragsabschluss gegeben ist. Essentiell ist es für Unternehmen jedoch, die drei Teilbereiche der ECV im Unternehmen gut zu integrieren und den Compliance Beauftragten früh in M&A Transaktionen einzubinden. Dies ermöglicht es, die richtigen internen Schritte, wie den Beschluss zur Etablierung von Vertraulichkeitsbereichen bereits beim Entstehen von compliance relevanten Informationen zu setzen. Des Weiteren kann er auch die Schritte bei einem möglichen Befreiungsversuch von der Ad-hoc Publizität genau dokumentieren, um dadurch eine Begründungsunterlage des Ermitterten gegenüber der FMA zu erstellen. Final ist eine gesamthafte Sichtweise des Themas auch deshalb unerlässlich, da nur eine völlige Integration der Compliance Thematik in die Unternehmenskultur den Anleger vor Insideraspekten schützen wird, während die Richtlinie, wie dies auch durch die Empirie bestätigt wurde, vorrangig dem Zweck des Imagegewinns und einer besseren Strukturierung der Themenbereiche dient.

Executive Summary

During the last years an abrupt rise of M&A transactions has been observed. Simultaneously, the legal interrelations of the Austrian as well as the European capital market have changed significantly.

As a result of the European Union's new market transparency directive and the market abuse directive, the relevant Austrian legal framework has been modified accordingly in order to put the directives' measures into place. The Stock Exchange Act (BörseG) has been adapted and the issuer compliance decree (ECV) – addressing the fields of insider aspects, ad-hoc publicity and compliance as well as its organizational measures - has been enacted.

The objective of this thesis is the evaluation of the hypotheses and research questions that examine if this newly enacted decree has a negative impact on Austrian companies listed on the stock exchange.

Except from some minor aspects revealed by the analysis of relevant literature, the hypothesis has been corroborated through a quantitative study executed with Austrian companies listed in the prime segment of the Vienna stock exchange.

In comparison to Germany the Austrian implementation of the mentioned EU directives through the ECV creates for companies tighter, but also more structured boundaries and reveals according to the study of Durz a high level of compliance affinity. In contrast, the USA being the second country of comparison can be characterized in this regard by a long history of measures in the field of insider trading which have given the country a leading role within this field. However, a different approach is applied and instead of focusing on legally binding directives, companies are given more direct responsibility, preventive measures are of higher importance and high penalties are used in order to deploy a deterrent environment.

Even though Austrian companies are in the field of M&A forced to take increased efforts for compliance related activities derived from the ECV, the aspects of ad-hoc publications and especially the efficient timing and selection of the right moment for these publications is considered as most critical. While literature often sets the moment of ad-hoc publications comparably early, e.g. aligned with the start of a due diligence phase, companies rather prefer the publication at a later stage, e.g. at the time of contract signature.

Considering the fact that protection of investors and entrepreneurial freedom form opposite positions in this regard, the preference stated by companies during the quantitative study is of little surprise. However, tak-