

M&A Alumni Deutschland e.V.

M&A-Rundbrief 04/2004

Liebe M&A-ler,

dies ist der zweite „M&A-Rundbrief“ nach der Erstausgabe 12/2003. Sein Erscheinen hat sich leider etwas verzögert. Wir hoffen, dass die Erscheinungsweise bei den nächsten Ausgaben etwas gleichmäßiger wird. Geplant ist ein Erscheinen von mindestens 4x im Jahr.

Der Vorstand möchte in diesem Vorwort zwei Dozenten als Mitglieder des M&A Alumni Deutschland begrüßen: Professor Dr. Ingo Saenger und Professor Dr. Heinz-Dietrich Steinmeyer haben es sich nicht nehmen lassen, unserem Verein beizutreten. Im Namen aller Alumnis heißen wir diese neuen Mitglieder herzlich willkommen!

Der M&A-Beitrag ist dieses Mal ein Vorabdruck eines Aufsatzes zum Thema "Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 WpHG und Insolvenz", der im Laufe von 2004 (voraussichtlich in der ZBB) erscheinen wird. Für die nächsten Ausgabe ist ein Beitrag über M&A in Asien vorgesehen.

Wir hoffen, Ihr habt Spaß an der Lektüre!

Euer Vorstand

Christian Langbein
2. Vorsitzender

Christian Storck
2. Vorsitzender und Schatzmeister

Kai Haakon Liekefett
Erster Vorsitzender

Weiterhin möchten wir alle bitten, sich an diesem Rundbrief mit Beiträgen zu M&A, Mitteilungen und Tips zu Vortragsveranstaltungen, Stellenangeboten/-gesuchen etc. zu beteiligen. Ein Beitrag kann auch jede Art von Vermerk sein, der bei der täglichen Arbeit anfällt. Auf die Länge des Beitrags kommt es dabei nicht an; kurze Beiträge sind nicht selten besser zu lesen als ein langer Aufsatz. Alles ist willkommen!

Als Fördernde Mitglieder unterstützen den M&A Alumni Deutschland e.V.

candover

HÖLTERS & ELSING
RECHTSANWÄLTE

KPMG

P+P

Linklaters Oppenhoff & Rädler

SHEARMAN & STERLING LLP

Neue Fördernde Mitglieder des M&A Alumni Deutschland e.V.

Wir freuen uns außerordentlich, die folgenden Kanzleien und Beratungsgesellschaften als Fördernde Mitglieder des M&A Alumni Deutschland begrüßen zu können (in alphabetischer Reihenfolge):

candover

www.candover.com

HÖLTERS & ELSING
RECHTSANWÄLTE

www.hoelters-elsing.com

KPMG

www.kpmg.de

Linklaters Oppenhoff & Rädler

www.linklaters.com

P+P

Pöllath & Partner

www.pplaw.de

SHEARMAN & STERLING LLP

www.shearman.com

An dieser Stelle möchte sich der Vorstand bei diesen Beratungsgesellschaften und Kanzleien nochmals vielmals für die gewährte Unterstützung bedanken!

Das Jahrbuch „Mergers & Acquisitions 2002/2003“ kommt!

Professor Dr. Saenger lässt mitteilen, dass das geplante Jahrbuch „Mergers & Acquisitions“ mit den besten Masterarbeiten des Studienjahres 2002/2003 nunmehr bald herausgeben wird. An dieser Stelle nochmals vielen Dank an Herrn Professor Dr. Saenger für sein Engagement in dieser Angelegenheit!

Alle Studiengangsteilnehmer, die sich zur Veröffentlichung ihrer Arbeiten bereit erklärt haben, werden nochmals an dieser Stelle gebeten, die korrigierten und überarbeiteten Versionen rechtzeitig

bis zum 26. April 2004

bei der JurGrad gGmbH einzusenden, um eine baldige Veröffentlichung des Jahrbuches sicherzustellen.

Jahrestreffen des M&A Alumni Deutschland e.V. im Herbst/Winter 2004

Im Herbst diesen Jahres ist es endlich soweit: Es findet das 1. Jahrestreffen des M&A Alumni Deutschland statt!

Details werden zur Zeit noch geklärt. Es wird entweder bei Hölters & Elsing in Düsseldorf oder bei Linklaters Oppenhoff & Rädler in Köln stattfinden. Diese beiden Kanzleien haben sich netterweise bereit erklärt, Ihre Räumlichkeiten uns zur Verfügung zu stellen. An dieser Stelle möchte der Vorstand für diese Bereitschaft den Herren Dr. Siegfried Elsing und Dr. Martin Bouchon von Hölters & Elsing bzw. Dr. Klaus Marinus Hoenig von Linklaters Oppenhoff & Rädler nochmals seinen herzlichen Dank aussprechen!

Vorgesehen sind eine Reihe von Vorträgen zu M&A-Themen, ein ausgiebiges gemeinsames Abendessen und – natürlich – ein ausgiebiges Feiern im rheinischen Nachtleben von Düsseldorf bzw. Köln...

Weitere Vorschläge sind höchst willkommen, ebenso Angebote für Vorträge!

Das Datum steht ebenfalls noch nicht ganz fest. Das Treffen wird jedoch im Herbst/Winter stattfinden. Da die Absolventen des Jahrgangs 2003/2004 ebenfalls eingeladen werden sollen, wird der Termin nach deren Abschlussfeier liegen.

Weitere Informationen folgen nach.

M&A-Anstecknadeln sind erhältlich!

Mittlerweile sind M&A-Anstecknadeln als Erinnerung an unseren Studiengang erhältlich. Unser Studiengangsteilnehmer und Alumni-Vereins-Mitglied Roland Weymann hat seine Schwester, eine Goldschmiedin, dazu bewegen können, ein Musterexemplar zu entwerfen (siehe Foto). Sie will auch noch unverbindlich einen Ring entwerfen, Informationen folgen nach. Vielen Dank an dieser Stelle an Roland!

Der Stecker ist 7mm breit und 20mm lang. Als Einzelanfertigung kostet er in Silber 79,00 Euro. Ab zehn Stück lohnt sich auch die Herstellung einer Form, dann würde der Stecker 45,00 Eurokosten. Als Goldstecker, Weißgold oder Gelbgold 18 Karat, kämen noch einmal 70,00 Euro dazu.

Auf Vorstandsbeschluss übernimmt der M&A Alumni Deutschland e.V. bei Bestellungen von Mitgliedern jeweils 10 Euro, so dass sich in diesen Fall der Preis für eine Anstecknadel entsprechend verringert!

Bestellungen bitte an Kai.Liekefett@Linklaters.com. Ich werde die Bestellungen sammeln, um eine preissenkende Sammelbestellung zu ermöglichen (einige Bestellungen liegen bereits vor).

Kai Haakon Liekefett



Foto: Die M&A-Anstecknadel in Silber

TIP: Die Fachgruppe M&A der Deutsch-Amerikanischen-Juristenvereinigung

Die Deutsch-Amerikanische Juristen-Vereinigung e.V. ist im Frühjahr 1975 in Bonn gegründet worden. Ziel der DAJV ist es, das durch Studium, Beruf und Reisen geweckte Interesse am Recht der Vereinigten Staaten zu fördern und zu pflegen. Deutschen Juristen will sie Gelegenheit zum Austausch und zur Fortentwicklung ihrer Amerika-Erfahrungen bieten, amerikanischen Juristen den Zugang zur deutschen Rechtswelt erleichtern. Die DAJV veranstaltet in allen Teilen des Bundesgebietes Vortragsabende, Podiumsdiskussionen und Seminare (ca. 60 pro Jahr) zu aktuellen Themen des Verfassungs-, Wirtschafts-, Zivil- und Strafrechts mit amerikanischen Referenten. Zu besonderen Anlässen finden gesellschaftliche Veranstaltungen und Luncheons statt (vgl. ANHANG: Veranstaltungen des DAJV 2004).

Die DAJV hat mittlerweile einige Fachgruppen gebildet: Media/Telekom/IP, Steuerrecht, Arbitration/Litigation/Mediation und – und dies ist für uns am interessantesten – eine Fachgruppe M&A. Diese Fachgruppe trifft sich einige Male im Jahr und bietet zahlreiche hochinteressante Vortragsveranstaltungen an, die zumeist kostenfrei besucht werden können (oftmals auch von Nicht-Mitgliedern). Im letzten Jahr gab es z.B. Vorträge zu Gewährleistungsversicherungen bei M&A, Gestaltung von Unternehmenskaufverträgen, u. ä. Bei der Fachgruppentagung in Frankfurt am 24. April 2004 gibt es Vorträge zu den folgenden Themen: Private-Equity/Transaktionen, Deutsch-Amerikanische Übernahmen, Übernahmestrategien, Übernahmen internationaler Bieter in Deutschland, internationaler Aktionärsbasis einer Zielgesellschaft (vgl. ANHANG: Fachgruppentagung 2004). Bei den Vortragenden handelt es sich ausnahmslos um Spitzenjuristen-Juristen aus angesehenen Wirtschaftsrechtskanzleien. Die Vorträge sind aus diesem Grund erfahrungsgemäß von ausgesprochen hoher Qualität und sehr informativ. Eine Teilnahme kann nur empfohlen werden.

Derzeit hat die DAJV über 4.000 Mitglieder aus allen juristischen Bereichen in Deutschland und den USA. Eine Mitgliedschaft lohnt sich auf jeden Fall – und dies nicht nur aufgrund der Fachgruppe M&A. Der DAJV ist wirklich äußerst engagiert. Dies hängt nicht zuletzt mit dem Vorstand zusammen. Insbesondere der langjährige Vorstandsvorsitzende und jetzige Schatzmeister, Herr Dr. Hans-Peter Ackmann, hat sich um den Verein sehr verdient gemacht.

Jahresbeiträge des DAJV (steuerlich absetzbar, auf Wunsch wird Spendenquittung ausgestellt)

Einzel-Mitglied (normal): Euro 60,-

Referendar/Doktorand (mit einem Jahreseinkommen von weniger als € 15.000,-): Euro 30,-

Student der Rechtswissenschaft: Euro 25,-

Unternehmen/Anwaltskanzlei: Euro 150,-

Beitrittsformulare und weitere Informationen finden sich auf <http://www.dajv.de>.

Stellenanzeige

Chance für vertriebsorientierte M&A-Professionals

Wir sind eine der weltweit führenden, international strukturierten Wirtschaftsprüfungs-, Steuerberatungs- und Unternehmensberatungsgesellschaften. Im Rahmen der **Unternehmensberatung** kommt dem wachstumsintensiven und potenzialstarken Geschäftsfeld „Corporate Finance“ eine entscheidende Bedeutung zu. Die Beratungsfelder teilen sich in die Bereiche „Financial Advisory Services“ und „**Mergers & Acquisitions**“. Letzterer ist in einem eigenen Tochterunternehmen, der Corporate Finance GmbH, organisiert. Mit über 25 Mitarbeitern sind wir an den Standorten München und Düsseldorf vertreten. Wir verstärken unser Team und suchen nun für **München** einen (m/w)

M&A-Specialist

In dieser Position sind Sie die rechte Hand des Geschäftsführers. Sie unterstützen ihn bei der professionellen Abwicklung von M&A-Projekten – Kauf- und Verkaufsmandate für meist mittelständische, international strukturierte Kunden –. Im Rahmen der Akquisitionsunterstützung führen Sie u.a. Branchenanalysen durch oder erstellen Argumentationsleitfäden. Bei Ihren Aufgaben arbeiten Sie eng mit internen Spezialisten aus den Bereichen Audit, Tax, Law und Consulting zusammen. Sie berichten direkt an den Geschäftsführer-

Wir sprechen Sie an, wenn Sie nach einem abgeschlossenen Studium der Betriebswirtschaftslehre oder einer vergleichbaren Ausbildung über mindestens zwei Jahre Berufserfahrung im Bereich „Corporate Finance“ bei einer Beratungsgesellschaft und/oder einer Bank verfügen. Sie haben Know-how in der Abwicklung von M&A Projekten (Pre- und Post-Merger-Phase). Sie zeichnen sich durch eine analytische, strukturierte und zukunftsorientierte Denkweise, ausgeprägte Vertriebs- und Kundenorientierung sowie exzellente Kommunikationsskills aus. Teamfähigkeit und ein hohes Maß an Einsatzbereitschaft runden Ihr Profil ab. Aufgrund der Internationalität des Geschäftes setzen wir sehr gute Englischkenntnisse voraus. Ihr Alter: Anfang - Ende 30.

Ihr Kontakt: Hudson Global Resources GmbH, Bavariaring 28, 80336 München, oder per E-Mail an **magdalena.hertkorn@hudson.com**. Für telefonische Vorabinformationen steht Ihnen Frau Magdalena Hertkorn gerne zur Verfügung (Tel. 089 / 92 29 94-184).

Der M&A-Beitrag

Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG und Insolvenz

von Kai Haakon Liekefett, EMBA, Dipl.-Jur.

1 Einleitung

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit der Frage der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG in Insolvenzfällen. Im Leitfaden der BaWe (Vorgängerin der BaFin) findet sich in "Beispiele prüfungsrelevanter Tatsachen im Rahmen der Publizitätspflicht" auf S. 51 u.a. die folgende Formulierung:

"bevorstehende Zahlungseinstellung/Überschuldung, Verlust nach § 92 AktG/kurzfristige Kündigung wesentlicher Kreditlinien".

Genauer wird hierzu nicht geäußert. Insbesondere bleibt offen, ob die Insolvenz eines Emittenten nach §§ 17-19 InsO und die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG zeitlich auseinanderfallen kann oder ob Insolvenz und Ad-hoc-Meldung nur zeitgleich erfolgen können. Dies wird einer der Gründe sein, weshalb die Ad-hoc-Veröffentlichungspraxis insolventer, insolvenzbedrohter und vormals insolventer Unternehmen große quantitative wie qualitative Unterschiede in der Berichterstattung aufweist.¹ In der Praxis finden sich Beispiele für beide Verhaltensweisen.²

2 Rechtliche Würdigung

§ 15 WpHG verlangt die Veröffentlichung nichtöffentlicher Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind und Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage der Gesellschaft haben sowie geeignet sind, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Zweck des § 15 WpHG ist es, zu verhindern, dass sich infolge von Informationsasymmetrien unangemessene Börsenkurse bilden. Gleichzeitig soll der Spielraum für Insidergeschäfte (§ 14 WpHG) verkleinert werden. Dadurch soll die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes verbessert werden.³

Welche Ereignisse im Zusammenhang mit einer *Insolvenz* im Einzelnen der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG unterfallen und vor allem zu welchem Zeitpunkt, wird nachfolgend untersucht. In der Literatur ist diese Schnittstelle von Kapitalmarktrecht und Insolvenzrecht bislang nur vereinzelt angesprochen worden. Soweit ersichtlich, existiert lediglich eine einzige längere Abhandlung zu diesem Thema.⁴

¹ Vgl. Weber, ZGR 2001, 422 (434).

² Beispiele aus der Datenbank der Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP) aus der jüngsten Vergangenheit befinden sich im ANNEX (s.u.).

³ BegrRegE zu § 15 WpHG, BT-Drucks. 12/6679, S. 48. Vgl. Assmann/Schneider/Assmann, WpHG, § 15 Rn 2, 7, 15 ff.

⁴ Weber, ZGR 2001, 422 (434 ff.).

2.1 Grundsätze der Zeitpunktbestimmung bei § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG

Die Bestimmung des *Zeitpunkts* einer Ad-hoc-Mitteilung ist allgemein nicht immer unproblematisch. Das liegt im Wesentlichen an zwei Tatbestandsmerkmalen: dem Begriff der „Tatsache“ und den „Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf“ des Emittenten. Aus diesem Grund sollen diese beiden Begriffe im Folgenden allgemein erläutert werden, bevor sie im Zusammenhang mit der Insolvenz ausgelegt werden.

2.1.1 „Tatsache“ i.S.d. § 15 WpHG

Zum Teil wird unter „Tatsache“ – wie auch in anderen Rechtsgebieten – ein der objektiven Nachprüfung zugängliches Geschehnis verstanden. Diese Formulierung dient nach diesem (sehr weiten) Ansatz lediglich der Abgrenzung gegenüber subjektiven Werturteilen sowie zukünftigen Ereignissen dienen.⁵

In der wertpapierrechtlichen Literatur finden sich jedoch auch Stimmen, die den Begriff der Tatsache in § 15 WpHG teleologisch reduzieren. Als „Tatsache“ soll nur ein Sachverhalt in Betracht kommen, der bezüglich einer bestimmten Entwicklung bereits eine hinreichende Realisierungswahrscheinlichkeit aufweist. Ansonsten bestehe die Gefahr einer Verwirrung der Anleger durch verfrühte Offenbarungen bloß denkbarer Entwicklungen, deren Eintritt noch nicht absehbar sei.⁶ Gerade bei längeren Entwicklungsprozessen wie dem langsamen Abgleiten in die Insolvenz käme diese Auffassung zu ganz anderen Ergebnissen als die vorgenannte Auffassung.

Mehrheitlich wird die Problematik längerer Entwicklungsprozesse (insbes. Entscheidungsprozesse) jedoch *nicht* durch eine Reduktion des Tatsachenbegriffs in § 15 WpHG gelöst, da sich der richtige Veröffentlichungszeitpunkt anhand der weiteren Tatbestandsmerkmale des § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG finden lässt, insbesondere mit dem Merkmal „Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage“ der Gesellschaft. Eine teleologische Reduktion des Begriffs „Tatsache“ ist nach dieser (m. E. vorzugswürdigen Ansicht) nicht notwendig.⁷

2.1.2 Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage

Das entscheidende Tatbestandsmerkmal von § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG im Zusammenhang mit längerfristigen Entwicklungen (wie einer Insolvenz) ist deshalb m.E. die Frage, ob eine Tatsache „Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf“ des Emittenten hat.

Diese Begriffe sollten nach der Vorstellung des Gesetzgebers und eines Teils des Schrifttums mit Hilfe der handelsbilanziellen Vorschriften (§§ 264 Abs. 2,

⁵ Vgl. Wölk, AG 1997, 73 (77); Pananis, WM 1997, 460 (461 f.); Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449 (450 f.).

⁶ Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 50a ff.; Wittich, AG 1997, 1 (3); Kiem/Kotthoff, DB 1995, 1999 (2002 f.); Hopt, ZHR 159 (1995), 135 (152).

⁷ Dahingehend auch Assmann, ZGR 2002, 697 (715); Pananis, WM 1997, 460 (461 f.); Wölk, AG 1997, 73 (77 f.); Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449 (450 f.).

289 Abs. 1 HGB) interpretiert werden.⁸ Die Literatur ist dem allerdings nur teilweise gefolgt. Angesichts des Normzwecks, Informationsdefizite der Anleger zu vermeiden und den Spielraum für Insidergeschäfte zu verkleinern, soll nach der Gegenmeinung⁹ im Schrifttum kein Rückgriff auf bilanzrechtliche Vorschriften erfolgen. Begründet wird dies damit, dass diese Bestimmungen sind zum Teil mehr formellen statt inhaltlichen Kriterien verpflichtet sind. Deutlich wird dies beispielsweise an dem Aktivierungsverbot für selbst hergestellte immaterielle Vermögenswerte (insbesondere Marken) gemäß § 248 Abs. 2 HGB. Daher wird vorgeschlagen, jegliche nicht nur unwesentliche Veränderung der Vermögens- und Finanzlage der Gesellschaft ausreichen zu lassen.

Insoweit stellt sich das Folgeproblem, ob die Auswirkungen bereits eingetreten sein müssen. In diese Richtung deutet die Regierungsbeurteilung zum WpHG:

„Ereignisse, deren Konsequenzen noch nicht feststehen, weil deren Wirksamkeit noch durch andere Umstände aufgehoben werden kann oder noch wirksame Gegenmaßnahmen möglich sind, stellen keine Tatsachen dar, die Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage haben.“¹⁰

Gleichwohl wird es teilweise als ausreichend angesehen, wenn der zukünftige Eintritt der Auswirkungen auch nur sicher, wahrscheinlich oder nur möglich erscheint.¹¹ Der Wortlaut von § 15 WpHG ist insoweit offen und lässt Raum für verschiedene Auslegungsmöglichkeiten. Nach dem Sinn und Zweck kann es nicht richtig sein, eine Pflicht zur Publizierung erst im Zeitpunkt vollendeter Tatsachen anzunehmen. Wenn Insidergeschäfte und die Bildung unangemessener Börsenpreise infolge von Informationsdefiziten der Anleger verhindert werden sollen, müssen auch zukünftige Entwicklungen grundsätzlich einer Publizitätspflicht unterliegen können. Deshalb brauchen die vom Gesetz geforderten Auswirkungen nach h.M. in der Literatur noch nicht eingetreten sein.¹² Auf der anderen Seite würde der Kapitalmarkt verunsichert, wenn man Publizität über alle bloß denkbaren Geschäftsentwicklungen verlangen würde, obwohl die Realisierung noch vollkommen offen ist.¹³ Deshalb muss mit dem Eintritt der Geschäftsentwicklung nach dem gewöhnlichen Verlauf der Dinge gerechnet werden können. Die Entwicklung muss erfahrungsgemäß *ohne weitere wesentliche Zwischenschritte* zu Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf der Gesellschaft führen.¹⁴

⁸ BegrFinanzausschuss zu § 15 WpHG, BT-Drucks. 12/7918, S. 96. Zustimmung: Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 53b; Kümpel, KapitalmarktR, Rn 16.265 ff.; Heidmeier, AG 1992, 110 (112); Pellens, AG 1991, 62 (64 f.).

⁹ Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449 (553)

¹⁰ BegrRegE zu § 15 WpHG, BT-Drucks. 12/6679, 48. Vgl. auch Wittich, AG 1997, 1 (3).

¹¹ Vgl. Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 50a; Pananis, WM 1997, 460 (463); Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449 (453).

¹² Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 50a; Kümpel, AG 1997, 66 (67); Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449 (453).

¹³ Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 50a; Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449 (459).

¹⁴ Kümpel, AG 1997, 66 (67); Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449 (453); Kiem/Kotthoff, DB 1995, 1999 (2002 f.).

2.2 Zeitpunktbestimmung bei Insolvenzsachverhalten

Nachfolgend muss es darum gehen, diese allgemeinen Grundsätze zur Zeitpunktbestimmung bei Ad-hoc-Meldungen auf Insolvenzsachverhalte anzuwenden. Dabei ist insbesondere zwischen dem Insolvenzvorfeld (drohende Zahlungsunfähigkeit, § 18 InsO) und den Insolvenzeröffnungsgründen nach §§ 17, 19 InsO zu differenzieren.

2.2.1 Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) und Überschuldung (§ 19 InsO)

§ 17 InsO ist der Insolvenzgrund, der in der Praxis am häufigsten genannt wird.¹⁵ Zahlungsunfähigkeit ist nach der Legaldefinition in § 17 Abs. 2 S. 1 InsO dann anzunehmen, wenn der Emittent nicht mehr in der Lage ist, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen. Der Insolvenzeröffnungsgrund der Überschuldung ist demgegenüber in § 19 InsO geregelt und liegt nach § 19 Abs. 2 InsO vor, wenn die Passive die Aktiva übersteigen.

Die Ad-hoc-Publizitätspflicht der Insolvenzreife i.S. einer Zahlungsunfähigkeit (§ 17 InsO) oder Überschuldung (§ 19 InsO) wird in der Literatur nahezu einhellig angenommen¹⁶, da in diesen Fällen anders als bei einer schleichenden Verschlechterung der Ergebnisentwicklung ohne plötzlichen Ertragseinbrüchen¹⁷ eine eigenständige Einzel-„Tatsache“ i.S.v. § 15 WpHG vorliegt und die Publizität im öffentlichen Interesse besteht. Die Eröffnung des vorläufigen Insolvenzverfahrens (§§ 21 ff. InsO), dass *ohne wesentliche Zwischenschritte* (s.o.) auf den Antrag folgt, hat sowohl rechtliche (Sicherungsmaßnahmen des Insolvenzgerichts wie z.B. Verfügungsbeschränkungen, § 21 Abs. 2 Nr. 2 InsO) als auch erhebliche tatsächliche „Auswirkungen auf den Geschäftsverlauf“, so dass auch diese Voraussetzung von § 15 WpHG erfüllt ist.

Mit beiden Insolvenzeröffnungsgründen geht eine obligatorische Insolvenzantragsstellung nach § 92 Abs. 2 AktG einher. Der Zweck der Ad-hoc-Publizität ist es aber nicht, formal eine Antragsstellung zu dokumentieren¹⁸, denn diese Aufgabe übernehmen die insolvenzrechtlichen Publizitätspflichten (vgl. z.B. §§ 23, 9 InsO). In den Fällen der §§ 17, 19 InsO existiert eine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG deshalb ungeachtet, ob *tatsächlich* der Antragsstellungspflicht nach § 92 Abs. 2 AktG nachgekommen wird.

¹⁵ Vgl. Paulus, DStR 2003, S. 598.

¹⁶ Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 53c (noch zur KO); Kümpel, KapitalmarktR, Rn 16.266 (zu §§ 17, 18, 19 InsO); Weber, ZGR 2001, 422 (441 f.); Burgard, ZHR 162 (198), 1, (74).

¹⁷ Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 53b; Kümpel, KapitalmarktR, Rn 16.269; Weber, ZGR 2001, 422 (436 ff.); Hopt, ZHR 159 (1995), 135 (153).

¹⁸ So zutreffend auch Weber, ZGR 2001, 422 (441).

2.2.2 Drohende Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO)

Sehr viel problematischer ist der Tatbestand der drohenden Zahlungsunfähigkeit, den § 18 InsO enthält. Ausweislich § 18 Abs. 2 InsO kann ein Verfahren bereits dann eröffnet werden, wenn der Schuldner „voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zur erfüllen“. Zu diesem Zweck muß demnach eine Prognose erstellt werden, die freilich einen Zeitraum von bis zu 5 Jahren umfassen kann.¹⁹ Bereits dieser Umstand macht die Frage der Ad-hoc-Pflichtigkeit problematisch. Hinzu kommt, dass § 18 Abs. 1 InsO nicht in § 92 Abs. 2 AktG aufgeführt wird, so dass es keine *Pflicht* zur Antragsstellung auf Seiten der Gesellschaft gibt.²⁰ Außerdem ist ein Insolvenzantrag in Fällen drohender Zahlungsunfähigkeit ausschließlich dem Schuldner vorbehalten, nicht jedoch den Gläubigern (vgl. §§ 13, 14, 18 InsO). Aus diesen Gründen wird *ohne Insolvenzantrag* bei Fällen von drohender Zahlungsunfähigkeit i.S.v. § 18 InsO eine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG zu verneinen sein.²¹ Andernfalls würde aufgrund der vorsehbaren Reaktion des Kapitalmarkts diese Ad-hoc-Meldung die Gesellschaft gerade in eine Insolvenz i.S.v. §§ 17,19 InsO treiben²² („*self-fulfilling prophecy*“²³). Solange noch mögliche Gegenmaßnahmen²⁴ existieren, fehlt es sowohl an der Insolvenzantragspflicht als auch an der Ad-hoc-Publizitätspflicht. Wird demgegenüber ein freiwilliger Antrag durch den Emittenten bei drohender Zahlungsunfähigkeit *gestellt*, besteht eine entsprechende Ad-hoc-Pflichtigkeit, da in diesem Fall in dem Insolvenzantrag eine „Tatsache“ i.S.v. § 15 WpHG zu sehen ist, der die bereits geschilderten „Auswirkungen auf den Geschäftsverlauf“ des Emittenten hat.²⁵

3 Zusammenfassung

Die Insolvenz eines Emittenten und die Ad-hoc-Publizitätspflicht kann in Fällen drohender Zahlungsunfähigkeit (§ 18 InsO) zeitlich auseinanderfallen; es darauf an, ob tatsächlich Insolvenzantrag gestellt wird. Andernfalls ist in den Fällen i.S.v. § 18 InsO eine Ad-hoc-Publizitätspflicht abzulehnen. Demgegenüber kann bei Sachverhalten i.S.v. §§ 17,19 InsO Insolvenz und Ad-hoc-Meldung dagegen nur zeitgleich erfolgen. Der Zweck der Ad-hoc-Publizität ist es aber nicht, formal eine Antragsstellung zu dokumentieren. In den Fällen der §§ 17, 19 InsO existiert eine Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 WpHG aus diesem Grund ungeachtet, ob der Vorstand tatsächlich der Antragsstellungspflicht aus § 92 Abs. 2 AktG nachgekommen ist.

¹⁹ Paulus, DStR 2003, S. 598 (599). Vgl. Kübler/Prütting, InsO, § 18 Rn 9 ff.

²⁰ Darauf weist zutreffend Weber, ZGR 2001, 422 (441) hin.

²¹ Dahingehend i.E. auch Weber, ZGR 2001, 422 (441 f.). A.A. offenbar Kümpel, KapitalmarktR, Rn 16.266 (nicht eindeutig; vgl. auch Rn 16.273).

²² Eingehend dazu Weber, ZGR 2001, 422 (442).

²³ In ähnlichem Zusammenhang: Paulus, DStR 2003, S. 598 (599).

²⁴ Eingehend zu möglichen Gegenmaßnahmen (mit Beispielen): Assmann/Schneider/Kümpel, WpHG, § 15 Rn 53.

²⁵ So auch Weber, ZGR 2001, 422 (441).

ANNEX**Eurobike AG, 01. Juli 2003** [Beispiel für eine Ad-hoc-Meldung bei bevorstehendem Insolvenzantrag]

In der Sitzung vom heutigen 01.07.2003, an der neben dem Vorstand der Eurobike AG die Banken und das Wirtschaftsministerium des Landes Nordrhein-Westfalen teilgenommen haben, lehnten die Banken trotz Prüfung der Gewährung einer Landesbürgschaft durch das Ministerium die Aufhebung der Kreditkündigungen ab. Auch die in den letzten Tagen erzielten Einsparungen in Höhe von über EUR 5 Mio. sowie die Bereitschaft von Investoren Eigenkapital in das Unternehmen einzuschließen haben die Entscheidung der Banken nicht geändert. Die Eurobike AG und ihre Tochtergesellschaften Eurobike Vermögensverwaltungs GmbH, Hein Gericke Holding GmbH, Hein Gericke Vertriebs GmbH, Schuh GmbH, Paul A. Boy GmbH, HELMET HOUSE GmbH, Motopolis GmbH, BMJ Motor-Sport-Vertriebsgesellschaft mbH, MOTOPORT Beteiligungs-GmbH und MOTOPORT Deutschland GmbH & Co. KG bereiten die Anträge auf Eröffnung der Insolvenzverfahren vor, um sie bei dem jeweils zuständigen Amtsgericht unverzüglich zu stellen

a.i.s AG, 09. September 2003 [Beispiel für eine Ad-hoc-Meldung bei zeitgleichem Insolvenzantrag]

Der Vorstand der a.i.s AG, Mülheim/Ruhr, teilt mit, dass er am heutigen Tage beim zuständigen Amtsgericht Duisburg Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens wegen Zahlungsunfähigkeit gestellt hat. Dieser Schritt ist notwendig geworden, da die Verhandlungen bezüglich des Verkaufs zweier Teilaktivitäten gescheitert sind bzw. nicht in der gebotenen Zeit zum Abschluss gebracht werden konnten. Damit verfügt die Gesellschaft nicht über die notwendigen zusätzlichen Liquiditätsmittel, um den anstehenden Zahlungsverpflichtungen vollständig nachzukommen. Als Folge hieraus werden auch die Konzerngesellschaften des a.i.s-Konzerns Insolvenzanträge bei den jeweilig zuständigen Amtsgerichten stellen müssen. Das operative Geschäft des a.i.s-Konzerns soll weitergeführt werden. Ziel der Gesellschaft ist es, von den 175 Arbeitsplätzen möglichst viele zu erhalten.