# Aktuelles zur Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen

SUSANNE KALSS / CLEMENS HASENAUER\*

Gestreckte Sachverhalte stellen für börsenotierte Gesellschaften für die Einhaltung der börserechtlichen Publizitäts- und Verhaltenspflichten große Herausforderungen dar. Im Folgenden sollen die bekannten Rechtsfragen¹ anhand der im Jahr 2014 ergangenen, ersten inhaltlichen Entscheidungen des VwGH zu diesem Thema dargestellt werden. Anders als der EuGH, der den maßgeblichen Zeitpunkt eines Rücktritts, somit einer Entscheidung einer Person, zu beurteilen hatte, beschäftigte sich der VwGH jeweils mit Unternehmenstransaktionen. Zugleich wird auch auf die neue Rechtslage auf europäischer Ebene, nämlich die am 12.6.2014 im Amtsblatt der EU veröffentlichte Marktmissbrauchsverordnung,² eingegangen. Sie ist ab 2016 geltendes Recht und beschäftigt die Praxis bereits jetzt.

## I. Einleitung

Der Begriff der Insider-Information³ wird in § 48a Abs 1 Z 1 BörseG definiert. Eine Insider-Information ist eine öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die direkt oder indirekt⁴ einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten bzw ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, weil sie ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Nach § 48d Abs 1 BörseG haben Emittenten von Finanzinstrumenten die Pflicht, Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben (Ad-hoc-Meldepflicht).⁵

Börsenotierte Unternehmen stehen daher immer wieder – vor allem auch bei zeitlich gestreckten Vorgängen<sup>6</sup> – zur Erfüllung ihrer *Ad-hoc*-Meldepflichten vor der Entscheidung, ob eine Insider-Information vorliegt. Zeitlich gestreckte Sachverhalte sind Vorgänge, bei denen ein bestimmtes Ereignis oder ein Umstand durch mehrere Zwischenschritte während

einer Zeitperiode herbeigeführt werden soll. Die Ad-hoc-Meldung dient wie kein anderes Instrument des Kapitalmarktrechts der Sicherstellung der Marktintegrität und der Verhinderung von Insiderhandel. Gibt aber umgekehrt ein Emittent etwa in einer sehr frühen Phase der Transaktion Informationen preis, kann dies zu einer Verunsicherung potenzieller Geschäftspartner und Anleger führen und in weiterer Folge das gesamte Projekt gefährden. Die jüngste, unten näher behandelte Entscheidung des VwGH vom 29.4.2014, 2012/17/0554,7 stimmt der in der Literatur8 geäußerten Rechtsansicht zu, dass "bei einer Annahme einer Publizitätspflicht in einem sehr frühen Stadium interner Vorüberlegungen eine Gefahr für das Unternehmen" besteht. Schon aus diesem Spannungsfeld ergibt sich, dass es für den Vorstand einer börsenotierten AG nicht leicht ist, zumeist innerhalb weniger Stunden zu entscheiden, wann der gesetzlich verlangte Veröffentlichungszeitpunkt vorliegt.

### II. Bisheriger Judikaturstand – EuGH-Entscheidung Geltl

Die Rs Schrempp beschäftigte eine Reihe von nationalen und europäischen Gerichten mehrfach: In seiner Entscheidung vom 25.2.2008, II ZB 9/07,9 hatte der BGH zu klären, ob DaimlerChrysler den Rückzug seines damaligen Vorstandsvorsitzenden Jürgen Schrempp rechtzeitig bekannt gegeben hat.<sup>10</sup> Schrempp hatte mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden schon Mitte Mai 2005 (!) sein Ausscheiden mit Ende des Jahres besprochen. Ein diesbezüglicher förmlicher Beschluss wurde vom Aufsichtsrat jedoch erst am 28.7.2005 gefasst und in einer entsprechenden Ad-hoc-Meldung veröffentlicht. Nach der Bekanntmachung legte die Daimler-Aktie spürbar zu, weshalb der ehemalige Aktionär Markus Geltl die gerichtliche Feststellung begehrte, dass eine Ad-hoc-Meldung bereits im Mai und nicht erst nach dem förmlichen Beschluss des Aufsichtsrats im Juli zu veröffentlichen gewesen wäre. Da Geltl seine Aktien unmittelbar vorher veräußert hatte,

Univ.-Prof. Dr. Susanne Kalss, LL.M. (Florenz) lehrt am Institut f
ür Zivil- und
Unternehmensrecht der Wirtschaftsuniversit
ät Wien. Dr. Clemens Hasenauer,
LL.M. ist Rechtsanwalt in Wien.

Im Jahr 2010 beschäftigten sich die Autoren erstmals eingehend mit dem Thema der Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen. Knapp zwei Jahre später wurden die Entwicklungen in Literatur und Judikatur auch in Hinblick auf die zwischenzeitlich zu diesem Thema ergangenen Entscheidungen von den Autoren nochmals ausführlich dargestellt; vgl Kalss/Hasenauer, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2010, 301; dies, Update: Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, RdW 2012, 576.

Verordnung (EU) Nr 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), ABl L 173 vom 12.5.2014, S I.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Zur Publizitätspflicht und zum Begriff der Insider-Information siehe ausführlich Kalss/Hasenauer, GesRZ 2010, 301 ff.

Direkte Betroffenheit liegt etwa vor, wenn die Information aus dem Geschäftsbereich des Emittenten stammt; siehe dazu im Detail ua Temmel, Ausgewählte kapitalmarktrechtliche Aspekte des Unternehmens- und Anteilskaufs, in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I (2010) 663 (672).

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> Zu den Sanktionen im Falle einer Missachtung siehe Kalss/Hasenauer, RdW 2012, 576; Kalss/Oppitz, Insiderhandel und Kursmanipulation – Sanktionen, RdW 2011, 575; Thaler, Sanktionen bei Marktmissbrauch (2014) 213.

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> Zu diesem Begriff siehe ua Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>4</sup> (2010) § 13 WpHG Rz 19; Fleischer, Ad-hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen, Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden, NZG 2007, 401 (404); Rüffler, Probleme der börserechtlichen ad-hoc-Publizität bei personellen Veränderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 724 (729).

ÖBA 2014/151 (Zahradnik).

Kalss/Zahradnik, BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, ecolex 2006, 393 (395).

NZG 2008, 300.

Siehe dazu auch OLG Stuttgart 22.4.2009, 20 Kap 1/08, NZG 2009, 624; BGH 22.11.2010, II ZB 7/09, NJW 2011, 309; 23.4.2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708.

konnte er nicht mehr an den Kursgewinnen nach der Bekanntgabe des Rücktritts teilhaben. Er machte daher Haftungsansprüche wegen der Verletzung gegen die Ad-hoc-Publizitätspflichten geltend. Der Rechtsstreit landete vor dem BGH, der dem EuGH zwei Fragen zur Vorabentscheidung vorlegte,11 nämlich

- ob bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, auch die bereits existierenden oder eingetretenen Zwischenschritte dieses Vorgangs präzise (genaue) Informationen sein können<sup>12</sup>
- ob für die Beurteilung des Begriffs der hinreichenden Wahrscheinlichkeit eine Wahrscheinlichkeitsbeurteilung mit überwiegender oder hoher Wahrscheinlichkeit erforderlich ist oder ob das Maß der Wahrscheinlichkeit vom Ausmaß der Auswirkungen auf den Emittenten abhängt und es folglich bei hoher Eignung zur Kursbeeinflussung genügt, wenn der Eintritt des künftigen Umstands oder Ereignisses offen, aber nicht unwahrscheinlich ist. 13

Zur ersten Vorlagefrage befand der EuGH in seinem Urteil vom 28.6.2012, Rs C-19/11, Geltl, 4 dass eine Information über einen Zwischenschritt eines zeitlich gestreckten Vorgangs bzw Sachverhalts eine Insider-Information darstellen kann, sofern dieser Information eigenständige Kursrelevanz zukommt.15 Ein Zwischenschritt selbst kann demnach eine präzise (genaue) Information sein, sofern er schon eigetreten ist oder sein Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist (siehe dazu die Ausführungen zur zweiten Vorlagefrage unten) und sofern er auch spezifisch genug ist, um "einen Schluss auf die möglichen Auswirkungen der fraglichen Reihe von Umständen oder des fraglichen Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten" zuzulassen.16 Ein Zwischenschritt stellt daher nur dann eine präzise (genaue) Information dar, wenn auch das Erfordernis der Kursspezifität gegeben ist. 17 Darunter wird verstanden, dass der verständige Anleger aufgrund des Zwischenschritts verlässliche Rückschlüsse auf die Kursentwicklung der Aktie ziehen können muss. 18 Es muss also für den verständigen Anleger zumindest möglich sein, beurteilen zu können, ob sich aufgrund der Information über den Zwischenschritt der Kurs der Aktie hinauf- oder hinunterbewegen wird. 19 Ansonsten wäre sein Vorgehen lediglich spekulativer Natur, da er nicht wissen kann, ob er durch den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten einen Vorteil aus der Information ziehen kann.<sup>20</sup> Die Kursspezifität (Richtung der Kursbewegung) ist Teil der präzisen Information.<sup>21</sup>

In Bezug auf die zweite Vorlagefrage stellte der EuGH fest, dass der Nachweis einer hohen Wahrscheinlichkeit nicht erforderlich ist, sondern vielmehr von der Auslegung des Begriffs auch Schritte betroffen sind, mit denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie zukünftig existieren oder eintreten werden: Hinreichende Wahrscheinlichkeit liegt dann vor, wenn eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass das Eintreten des künftigen Ereignisses "tatsächlich erwartet werden kann". 22 Zugleich verwarf er - unter Berücksichtigung einer Reihe von Sprachfassungen der betreffenden Richtlinien<sup>23</sup> – explizit das vom Generalanwalt vertretene Probability-magnitude-Konzept, wonach die Eintrittswahrscheinlichkeit mit den zu erwartenden Auswirkungen auf den Emittenten in Beziehung zu setzen ist und diese zu berücksichtigen sind.24 Mit anderen Worten: Nach dem Probabilitymagnitude-Konzept soll schon eine geringere Eintrittswahrscheinlichkeit ausreichen, wenn die Kursrelevanz des betreffenden Ereignisses besonders hoch ist. Der EuGH legt dar, dass der erforderliche Grad der Eintrittswahrscheinlichkeit eines zukünftigen Ereignisses nicht mit den Folgen im Falle des Eintritts des Ereignisses vermengt werden darf.<sup>25</sup> Die Tatbestandselemente 1.) der präzisen Information (einschließlich der Kursspezifität) und 2.) deren Eignung zur Kursrelevanz sind daher stets getrennt voneinander zu beurteilen.<sup>26</sup>

Nach dem EuGH sind bei gestreckten Sachverhalten stets zwei Ebenen zu prüfen:

- Einerseits muss der Emittent beurteilen, ob das Endereignis (das Zustandekommen der Transaktion) hinreichend wahrscheinlich ist. Dies ist nur dann der Fall, wenn der Eintritt des betreffenden Endereignisses tatsächlich erwartet werden kann und somit zumindest überwiegend wahrscheinlich ist. Außerdem muss das Endereignis auch spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieses Endereignisses auf den Aktienkurs zuzulassen. Ist das Endereignis dann auch noch kursrelevant, ist unverzüglich eine Ad-hoc-Meldung vorzunehmen.
- Andererseits kann aber auch schon jedes Zwischenereignis für sich genommen eine Insider-Information sein, wenn der Zwischenschritt schon eingetreten ist oder sein Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist und auch die Erfordernisse der Kursspezifität und der Kursrelevanz erfüllt sind. Sobald ein Zwischenereignis, wie zB der Abschluss eines unverbindlichen letter of intent oder einer-Due-Diligence-Prüfung, eingetreten ist oder tatsächlich erwartet werden kann, dass ein solches Zwischenereignis eintritt, 27 kommt es für die Frage des Vorliegens einer Ad-hoc-Meldepflicht nur mehr auf die Kursspezifität und die Kursrelevanz des betreffenden Zwischenereignisses an. Sind diese zu beja-

<sup>11</sup> BGH 22.11.2010, II ZB 7/09.

Siehe EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, Geltl, Rn 23 und 27.
 Siehe EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, Geltl, Rn 23 und 41.

<sup>14</sup> GesRZ 2012, 248 (Oppitz).

<sup>15</sup> Siehe dazu auch VwGH 24.3.2014, 2012/17/0118.

Siehe EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, Geltl, Rn 39; § 48a Abs 1 lit a Z 1 BörseG.

Klöhn, Lafonta/AMF - die neue cause célèbre des europäischen Insiderrechts? ZIP 2014, 945; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>4</sup>, § 13 WpHG Rz 13; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG6 (2012) § 13 Rz 8.

Emittentenleitfaden der FMA vom 19.6,2013, S 60.

Ausführlich Klöhn, ZIP 2014, 951 f; ferner ders in Hirte/Möllers, Kölner Komm WpHG2 (2014) § 14 Rz 121 und 217; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>4</sup>, § 13 WpHG Rz 13; Pkt III.2.1.4 des Emittentenleitfadens der BaFin vom 8.11.2013, online abrufbar unter http://www.bafin.de. Diese Frage wird bald vom EuGH entschieden werden (siehe unten bei FN 28)

VwGH 24.3.2014, 2012/17/0118.

Klöhn, ZIP 2014, 952; Ihrig/Kranz, Das Gelti/Daimler-Verfahren in der nächsten Runde, AG 2013, 515 (517).

Siehe EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, Geltl, Rn 49 und 56.

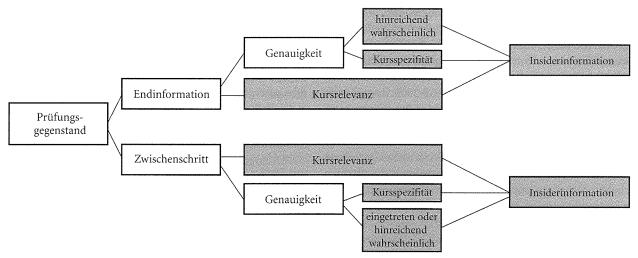
Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl L 96 vom 12.4.2003, S 16.

Siehe EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, Geltl, Rn 50; Kocher/Widder, Die Absage des EuGH an den Probability Magnitude Test verdient uneingeschränkten Beifall, BB 2012, 1820; Oppitz, GesRZ 2012, 250 (252).

Oppitz, GesRZ 2012, 252.

Vgl auch Zahradnik/Kapeller, Ad-hoch-Publizität – Pflichten der Emittenten bei unternehmensspezifischen Transaktionen, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch Kapitalmarktrecht III: Informationsverhalten am Kapitalmarkt (2006)

<sup>&</sup>lt;sup>27</sup> Siehe EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, *Geltl*, Rn 38.



hen, ist schon das Zwischenereignis selbst ad hoc meldepflichtig. Die Frage der Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses spielt uE auch hier eine entscheidende Rolle, weil einerseits nicht jeder Zwischenschritt bereits spezifisch genug ist, um einen Schluss auf Kursauswirkungen zuzulassen, und andererseits ein verständiger Anleger Aktien nicht deswegen kauft oder verkauft, weil etwa ein unverbindlicher letter of intent oder eine Due-Diligence-Prüfung abgeschlossen wird, sondern weil diese Schritte Informationen über das Endereignis (die M&A-Transaktion) enthalten. Damit ist aber die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses bei derartigen Zwischenschritten und nicht der Zwischenschritt selbst für die Anlageentscheidung von entscheidender Bedeutung. Bei gestreckten Sachverhalten wird es daher in der Praxis häufig am Vorliegen des Erfordernisses der (eigenständigen) Kursrelevanz des Zwischenschritts für einen verständigen (und nicht spekulative handelnden) Anleger mangeln.

Bald wird sich der EuGH wiederum mit der Frage der Begriffsbestimmung einer präzisen Information als Insider-Information zu beschäftigen haben, und zwar hat er dabei zu klären, ob der Begriff der präzisen Information verlangt, dass eine Auswirkung auf die Kurse der betreffenden Finanzinstrumente in eine bestimmte Richtung entfaltet wird. Somit wird es in diesem Verfahren vor dem EuGH vor allem um den Begriff der Kursspezifität gehen. Der französische Kassationsgerichtshof fragte gerade nicht nach der Kursrelevanz einer Information, sondern nach der Präzision mit der Kursspezifität als Teilelement des Begriffs der präzisen Information.

### III. Aktuelle Judikatur

Erstmals seit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>29</sup> im Jahr 2004 hat sich der VwGH mit der Frage auseinandergesetzt, zu welchem Zeitpunkt für börsenotierte Unternehmen die Pflicht zu einer *Ad-hoc-*Meldung besteht. Dabei handelt es sich um die ersten Entscheidungen, in denen sich ein österreichisches Höchstgericht infolge der vom EuGH entschiedenen Rs *Geltl* mit dem Thema der *Ad-hoc-*Publizität bei zeitlich

gestreckten Vorgängen und konkret mit der Frage, welche Zwischenschritten nun tatsächlich selbständig eine *Ad-hoc-*Meldepflicht auslösen können, auseinandersetzt. Der VwGH folgt dabei hinsichtlich der Prüfung, ob eine Insider-Information vorliegt, dem Prüfschema des EuGH. Dieses lässt sich grafisch wie in der oben dargestellten Abbildung skizzieren.

Zur Erklärung: Bei einem gestreckten Sachverhalt sind sowohl das Endereignis als auch jeder einzelne Zwischenschritt jeweils für sich allein genommen ein eigener Prüfungsgegenstand. Eine Insider-Information liegt dann vor, wenn

- das Endereignis 1.) hinreichend wahrscheinlich ist (der Eintritt des Endereignisses kann tatsächlich erwartet werden), 2.) spezifisch genug ist, um einen Schluss auf die Richtung der Kursbewegung zuzulassen, und 3.) kursrelevant ist und somit für einen verständigen Anleger ein erheblicher Kauf- oder Verkaufsanreiz ausgeht<sup>30</sup> (es sich also für den verständigen Anleger lohnt, aufgrund der Information über das Endereignis das Geschäft abzuschließen) oder
- ein Zwischenschritt 1.) bereits eingetreten ist oder sein Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist, 2.) spezifisch genug ist, um einen Schluss auf die Richtung der Kursbewegung zuzulassen, und 3.) kursrelevant ist und somit für einen verständigen Anleger ein erheblicher Kauf- oder Verkaufsanreiz ausgeht.

Es müssen also jeweils alle in den Pkt 1.) bis 3.) genannten Voraussetzungen entweder in Bezug auf das Endereignis oder in Bezug auf einen Zwischenschritt erfüllt sein, damit eine Insider-Information vorliegt.

### 1. VwGH 24.3.2014, 2012/17/0118

Gegenstand der ersten Entscheidung war der Ende März 2009 durchgeführte Verkauf einer Beteiligung von 21,2 % an der ungarischen M. durch die börsennotierte O. AG an das russische Unternehmen Sn. Kurz nach Abschluss der Transaktion am 30.3.2009 veröffentlichte die O. AG eine entsprechende Adhoc-Meldung. Nach Ansicht der FMA hätte die O. AG jedoch bereits am 22.3.2009 ihre Veräußerungsabsicht ad hoc melden müssen. Zum 22.3.2009 wurde das Kaufinteresse der Sn. von der Investmentbank J. nämlich bereits als so realistisch eingeschätzt, dass diese der O. AG in einer E-Mail-Nachricht dazu

Vorabentscheidungsersuchen der Cour de cassation (Frankreich) vom 2.12.2013 (EuGH Rs C-628/13, *Lafonta*), ABl C 39 vom 8.2.2014, S 13; dazu *Klöhn*, ZIP 2014, 945 ff.

<sup>29</sup> Siehe FN 23.

<sup>30</sup> Kalss/Hasenauer, GesRZ 2010, 304.

geraten hatte, verschiedene Maßnahmen iZm einer möglichen Transaktion zu setzen, wie etwa das Einholen rechtlicher Beratung oder die Vorbereitung der für den Verkauf erforderlichen Dokumentation sowie der Vorbereitung von Kernbotschaften für allfällige Bekanntgaben. Überdies betonte die Investmentbank J. in Ihrer E-Mail-Nachricht vom 22.3.2009, dass sie nunmehr von der O. AG für den Verkauf der Beteiligung auch beauftragt werden wolle und mit ihr eine entsprechende Honorarvereinbarung abgeschlossen werden sollte. Allerdings lag zu diesem Zeitpunkt lediglich eine Preisvorstellung seitens der O. AG für den zu verkaufenden Anteil vor, die überdies noch dem damaligen doppelten Marktwert entsprach. Zu diesem Zeitpunkt wurden auch noch keine direkten Verhandlungen mit dem potenziellen Käufer geführt.

Nach Ansicht des UVS Wien lag am 22.3.2009 noch keine ad hoc meldepflichtige Insider-Information vor "zumal sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit als auch die Genauigkeit vor erstmaligen direkten Verhandlungen mit dem in Aussicht genommenen Vertragspartner Sn. und vor Bekanntwerden der konkreten Kaufpreisvorstellung von Sn. unter Zugrundelegung der gegenständlich gebotenen Ex-Ante-Betrachtung noch nicht hinreichend verdichtet war(en)."<sup>31</sup>

Der UVS Wien folgte der hM in der Literatur,<sup>32</sup> dass bei M&A-Transaktionen eine Insider-Information dann vorliegt, wenn eine Einigung über alle wesentlichen Vertragspunkte erzielt wurde. Der UVS Wien erließ seinen Bescheid noch vor der Entscheidung des EuGH in der Rs *Geltl*.

Der VwGH<sup>33</sup> bestätigte den Bescheid des UVS Wien und stellte klar, dass "die Information mangels einer Bezifferung des Kaufpreises nicht so ausreichend bestimmt ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf den Kurs des Finanzinstruments zuließe." Ein verständiger Anleger könne ohne die Angabe eines Verkaufspreises in einer Ad-hoc-Meldung nur über die Kursentwicklung spekulieren "und bei Zugrundelegung des damals niedrigen Börsenkurses der M.-Aktien eher negative und bei Annahme des letztlich erzielten und in der Bilanz der O. AG ausgewiesenen Buchwerts des M.-Anteils wohl eine positive Auswirkung auf die Entwicklung der O.-Aktien vermuten."

Da es zum gegenständlichen Zeitpunkt "sowohl an der Eintrittswahrscheinlichkeit für das Zustandekommen eines Verkaufes der M.-Aktien fehlte als auch keine ausreichenden Anhaltspunkte dafür vorlagen, welcher Verkaufspreis bekannt zu geben gewesen wäre, womit es an der Bestimmtheit für die mögliche Auswirkung des Ereignisses auf den Kurs des Finanzinstituts mangelte", lag nach der Ansicht des VwGH am 22.3.2009 noch keine genaue und damit auch keine ad hoc meldepflichtige Insider-Information vor. Der VwGH verneinte also nicht nur das Vorliegen einer hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses, nämlich des Zustandekommens des Verkaufs der M.-Aktien, sondern auch das Vorliegen der Kursspezifität. Der verständige Anleger konnte nämlich (selbst bei voller Offenlegung des dem Verkäufer am 22.3.2009 bekannten Sachverhalts) nicht wissen, zu welchem Preis die Transaktion zustande kommen würde. Schließlich verlangte die O. AG für den Anteil den doppelten Marktwert, weil der Anteil mit diesem Wert in ihren Büchern stand. Bei einer Transaktion zu diesem Preis hätte wahrscheinlich mit positiven Kursauswirkungen gerechnet werden können. Bei einem Preis, der substantiell unter dem Buchwert liegt, hätte wohl eine negative Kursauswirkung erwartet werden müssen. Der verständige Anleger konnte also allein aufgrund der Information über die Preisvorstellungen der O. AG keinen verlässlichen Rückschluss auf die Kursauswirkungen der O.-Aktie ziehen.

Im Zuge dieser Entscheidung hat sich der VwGH umfassend mit der Entscheidung in der Rs *Geltl* auseinandergesetzt und ist auch dem oben dargestellten zweistufigen Prüfungsschema gefolgt:

- Zunächst hat der VwGH die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses (dh des Verkaufs des O. AG-Anteils an der M. AG) verneint: Lediglich die Kenntnis der Kaufpreisvorstellungen des Verkäufers reichen nicht aus, dass der Abschluss der Transaktion bereits tatsächlich erwartet werden kann. Außerdem kann man ohne direkte Verhandlungen noch nicht davon ausgehen, dass es tatsächlich zu einer Transaktion kommt.
- Darüber hinaus hat sich der VwGH mit der Frage auseinandergesetzt, inwieweit vielleicht schon ein Zwischenschritt die Ad-hoc-Meldepflicht ausgelöst haben könnte. Nach Meinung der FMA lag nämlich bereits aufgrund der E-Mail-Nachricht der Investmentbank J. vom 22.3.2009 ein ad hoc meldepflichtiger Zwischenschritt vor. Der VwGH verneint allerdings mangels Kursspezifität das Vorliegen einer Ad-hoc-Meldepflicht zu diesem Zeitpunkt. Er geht nämlich davon aus, dass ohne Angabe des Verkaufspreises in der Ad-hoc-Meldung ein verständiger Anleger über die möglichen Kursauswirkungen nur spekulieren konnte. Ohne Kenntnis des Kaufpreises konnte der Anleger nämlich nicht wissen, ob sich eine potenzielle Transaktion positiv oder negativ auf den Kurs der O.-Aktie auswirken würde und damit auch keinen verlässlichen Vorteil aus der Information ziehen. Ein ad hoc meldepflichtiger Zwischenschritt lag somit nicht vor.

# 2. VwGH 29.4.2014, 2012/17/0554

Gegenstand dieser zweiten Entscheidung des VwGH war der im November 2009 in einer Vorstandsklausur der RZ AG<sup>34</sup> gefasste Beschluss, ein Merger-Projekt mit der RI AG zu starten. Nachdem am 22.2.2010 (= 3,5 Monate später) nachmittags Gerüchte über Pläne für eine komplette Umstrukturierung des R.-Konzerns in der Medienöffentlichkeit kursierten, wurden von der RI AG zwei Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlicht. Die FMA war der Auffassung, dass bereits der Beschluss in der Vorstandsklausur vom 4.11.2009 eine ad hoc meldepflichtige Insider-Information darstellt. Die FMA führte in ihrem Straferkenntnis aus: "Die tatsächliche Umsetzung des Projekts sei zu diesem Zeitpunkt zwar offen, aber nicht unwahrscheinlich gewesen." Die FMA vertrat insb die Auffassung,

<sup>31</sup> UVS Wien 20.3.2012, 06/FM/46/3347/2011.

Etwa Kalss/Zahradnik, ecolex 2006, 393; Kalss/Hasenauer, RdW 2012, 576; so auch UVS Wien 22.2.2010, 06/FM/57/7999/2008; 20.3.2012, 06/FM/46/3347/2011.

<sup>&</sup>lt;sup>33</sup> VwGH 24.3.2014, 2012/17/0118; ferner Schopper/Walch, Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten, ZFR 2014 (in Druck).

Fraglich ist, weshalb ein Beschluss der RZ AG überhaupt eine Insider-Information für die RI AG darstellen kann. Dies wurde in der Entscheidung vom VwGH nicht hinterfragt, sondern offenbar aufgrund der teilweisen Personenidentität und einer damit verbundenen Wissenszurechnung der Vorstände der RI AG und der RZ AG so angenommen.

"dass es <u>nicht stets</u> auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des zukünftigen Umstandes ankomme."<sup>35</sup>

Offenbar änderte der UVS Wien als Folge der EuGH-Entscheidung Geltl seine Judikaturlinie. Der UVS Wien bestätigte den Strafbescheid der FMA und führte dazu aus, dass "auch wenn naturgemäß die Ergebnisse der mit dem Vorstandsbeschluss vom 4.11.2009 über den Start des Merger-Projekts in Angriff genommenen Schritte im Zeitpunkt des Beschlusses noch nicht festgestanden seien, so sei doch, unbeschadet der Wahrscheinlichkeit, dass das Ergebnis letztlich zu einem Merging führt, jedenfalls schon in dem Beschluss vom 4.11.2009 eine genaue Information zu erblicken. Bereits dieser Beschluss habe als Faktum für sich genommen konkrete Schlüsse für einen verständigen Anleger und Auswirkungen auf den Kurs der RI AG-Aktie zugelassen. Dies zeige sich anschaulich daran, dass bereits der Zweitbeschwerdeführer - ex ante - in der Vorstandsklausur vom 4.11.2009 selbst auf zu erwartende Kurseinbrüche von an die 20 bis 25 % hingewiesen habe. Diese Einschätzung sei letztlich auch empirisch bestätigt worden, indem nach der - durch gerüchteweise in den Medien aufgetauchte Informationen veranlassten – Ad-hoc-Meldung vom 22.2.2010 der Kurs der RI AG-Aktien tatsächlich um 20 % nachgegeben habe." 36

Der VwGH stellte idZ nunmehr klar, dass "§ 48d Abs 1 iVm § 48a Abs 1 Z 1 BörseG dahin gehend zu verstehen ist, dass für das Vorliegen einer genauen Information nicht erforderlich sei, dass die für die Durchführung einer Transaktion erforderlichen Beschlüsse der Organe der beteiligten Gesellschaften schon getroffen sein müssen." Vielmehr geht der VwGH in Übereinstimmung mit dem EuGH<sup>37</sup> (siehe Pkt II.) und in Anlehnung an verschiedene Literaturmeinungen<sup>38</sup> davon aus, dass es "auf eine hinreichende Wahrscheinlichkeit (mit dem vom EuGH dazu getroffenen Klarstellungen) der Durchführung der Transaktion ankommt. Auch wenn somit im Rahmen eines gestreckten Prozesses auch Teilschritte vor dem Abschluss des Prozesses als genaue Information iSd § 48a Abs 1 Z 1 BörseG in Frage kommen können, stellt eine interne Beschlussfassung<sup>39</sup> wie im Beschwerdefall der Vorstandsbeschluss vom 4.11.2009, die im Ergebnis auf die Durchführung von Prüfungen, ob eine bestimmte Variante tatsächlich gewählt werden soll, hinausläuft, keine derartige genaue Information dar."40

Weiters führte der VwGH aus: "Wie die belangte Behörde selbst festgestellt hat, folgten auf den Beschluss noch eine Reihe von internen Prüfungen und Due-Diligence-Prüfungen sowie Erörterungen, wie sich eine Zusammenführung der Institute auf die von der RZ AG nach englischem Recht emittierten Anleihen auswirken würden. … Es kann daher nicht davon ausgegangen werden, dass durch den Beschluss vom 4.11.2009 bereits die Annahme ('vernünftigerweise' im Sinn des Urteils des EuGH in der Rechtssache Geltl) gerechtfertigt war, dass und in welcher Weise das Projekt auch tatsächlich durchgeführt werde." Außerdem kommt nach Ansicht des VwGH dem Umstand, dass ab

dem 4.11.2009 "keine anderen Projekte außer dem dann verwirklichten Merger verfolgt (geprüft) wurden", wie dies von der belangten Behörde vorgebracht wurde, keine wesentliche Bedeutung zu, da dies bedeuten würde, "dass immer dann, wenn nur ein einziges Projekt erwogen wird, der Zeitpunkt für den Eintritt der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität früher anzunehmen wäre, als in Fällen in denen verschiedene strategische Optionen erwogen, einzelne aber (naturgemäß) später – nach der erforderlichen Entscheidung, welches Projekt umgesetzt wird – nicht weiter verfolgt werden."

Die in der Vorstandsklausur vom 4.11.2009 geäußerte Befürchtung eines möglichen Kursabsturzes iVm dem tatsächlichen Eintreten eines solchen Kursverfalls ist nicht von Relevanz. Dieser Umstand zeigt nach der Auffassung des VwGH vielmehr, dass bei einer Annahme einer Publizitätspflicht in einem sehr frühen Stadium interner Vorüberlegungen eine Gefahr für das Unternehmen zu erblicken sei.<sup>41</sup>

Auch iZm diesem Erkenntnis hat sich der VwGH detailliert mit der Rs *Geltl* auseinandergesetzt, ist aber dem oben dargestellten zweistufigen Prüfungssystem (gesonderte Prüfung von Endereignis und Zwischenschritt) nicht so eindeutig gefolgt, wie in seinem ersten Erkenntnis vom 24.3.2014, 2012/17/0118:

2.1. Klar bringt der VwGH in der Entscheidung zum Ausdruck, dass der Eintritt des Endereignisses (das Zustandekommen des Merger-Projekts) zum Zeitpunkt der Vorstandsklausur im November 2009 nicht erwartet werden konnte. Zum damaligen Zeitpunkt ging es lediglich darum, die Durchführbarkeit der angedachten Projekte zu prüfen. Es fehlte noch jegliche Präzisierung, wie die Zusammenführung der RI AG und der RZ AG erfolgen sollte. Der Eintritt des Endereignisses war daher im November 2009 noch nicht hinreichend wahrscheinlich und eine Ad-hoc-Meldepflicht konnte aus diesem Grund noch nicht vorliegen.

2.2. Weniger exakt beschäftigt sich der VwGH in der Entscheidung mit der Prüfung des Zwischenschritts "Vorstandsklausur" selbst. Sowohl die FMA als auch der UVS Wien gingen davon aus, dass die Vorstandsklausur im November 2009 selbst *ad hoc* meldepflichtig gewesen wäre. Die Tatsache der Abhaltung einer Vorstandsklausur ist ja auch tatsächlich eingetreten. Entgegen der Ansicht der Unterinstanzen ist aber dadurch keine *Ad-hoc*-Meldepflicht der RI AG ausgelöst worden. Wie oben dargestellt, wäre eine solche nur dann gegeben gewesen, wenn sowohl die Erfordernisse der Kursspezifität als auch der Kursrelevanz des Zwischenschritts im November 2009 erfüllt gewesen wären.

Das Vorliegen der Kursspezifität des Zwischenschritts "Vorstandsklausur" wurde im konkreten Fall offenbar auch vom VwGH ohne nähere Begründung bejaht: Es war anscheinend klar, dass ein Merger-Projekt eine negative Kursauswirkung auf die RI AG-Aktie haben würde. Dies wurde dann bei der erstmaligen Veröffentlichung des Vorhabens im Februar 2010 auch empirisch bestätigt. IdZ merkt der VwGH an, dass die im Februar 2010 veröffentlichten Ad-hoc-Meldungen noch keine konkreten Angaben über das Ob und das Wie der Transaktion enthalten konnten, sodass es auch nicht als aus-

<sup>35</sup> Hervorhebung durch die Verfasser.

<sup>36</sup> Hervorhebung durch die Verfasser.

<sup>37</sup> EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, Geltl.

<sup>&</sup>lt;sup>38</sup> Vgl ua Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I (2005) § 20 Rz 15; Ch. Hausmaninger, Insider Trading (1997) 187; Kalss/Zahradnik, ecolex 2006, 393; Kalss/Hasenauer, RdW 2012, 576.

<sup>&</sup>lt;sup>39</sup> Vgl hier etwa Brandl in Temmel, BörseG (2011) § 48a Rz 27, wonach die Qualifikation als Insider-Information nicht von den Beschlussfassungen der Organe abhänge, sondern aus dem Blickwinkel der Einschätzung der Kurserheblichkeit eines verständigen Anlegers zu betragen sein werden.

<sup>40</sup> Hervorhebung durch die Verfasser.

<sup>&</sup>lt;sup>41</sup> Unter Bezugnahme des VwGH auf Kalss/Zahradnik, ecolex 2006, 393.

gemacht angesehen werden kann, dass zu diesem Zeitpunkt (Februar 2010) eine Verpflichtung zur *Ad-hoc*-Publizität bestand. Nachdem der Zwischenschritt "Vorstandsklausur" unstrittigerweise im November 2009 bereits eingetreten war und auch die Kursspezifität bejaht wird, kann uE der einzige Grund im Nichtvorliegen einer *Ad-hoc*-Meldepflicht zu diesem Zeitpunkt daher nur in der mangelnden Kursrelevanz dieses Ereignisses liegen.

Für Fragen des Vorliegens eines kursrelevanten Ereignisses stellt die hM<sup>42</sup> auf die sog Anreizprüfung<sup>43</sup> ab. Danach ist eine Information geeignet, den Kurs erheblich zu beeinflussen, wenn von ihr ein erheblicher Kauf- oder Verkaufsanreiz ausgeht, es sich für den Anleger also lohnt, das Geschäft abzuschließen. Als Beurteilungsmaßstab ist dabei von einem verständigen Anleger, der seine Anlageentscheidung auf einer fundierten Basis treffen wird,44 auszugehen.45 Der verständige Anleger ist nicht auf spekulative Investments aus, sondern trifft seine Anlageentscheidung erst dann, wenn ein Zwischenschritt voraussichtlich auch zum erwarteten Endereignis führt, wenn also das Merger-Projekt durch den konkreten Zwischenschritt (hier: die Vorstandsklausur vom November 2009) überwiegend wahrscheinlich geworden ist. 46 Genau dies hat der VwGH zu Recht verneint. Der VwGH ist offenbar idS zu verstehen, wenn er festhält, dass er die Auffassung der Unterbehörden, die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses sei für die Frage, ob eine Insider-Information vorgelegen sei, ohne Bedeutung, für rechtswidrig hält. Im Rahmen der gebotenen Ex-ante-Betrachtung durfte somit der Vorstand der RI AG zu Recht davon ausgehen, dass ein verständiger Anleger die Information über den Vorstandsbeschluss, nämlich ein Merger-Projekt zu starten (um zu prüfen, ob ein Merger denn überhaupt möglich ist), nicht zum Anlass nehmen würde, eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen. Im Gegenteil: Die Veröffentlichung eines derartigen Inhalts hätte den Anleger lediglich zu Spekulationen darüber verleitet, ob ein Merger durchgeführt wird oder nicht.

Bei M&A-Transaktionen ist genau diese Frage etwa von Due-Diligence-Prüfungen bekannt. Eine positive Due-Diligence-Prüfung wirkt sich regelmäßig nur deswegen auf den Kurs des Emittenten aus, weil sie Informationen über die geplante M&A-Transaktion enthält. Die Information über eine abgeschlossene Due-Diligence-Prüfung selbst hat aber keinen eigenen Informationsgehalt,<sup>47</sup> sondern ist nur aufgrund des Endereignisses kursrelevant.<sup>48</sup> Der VwGH geht damit in Einklang mit Teilen der Literatur davon aus, dass ein verständiger Anleger nur dann von einer kursrelevanten

Information ausgeht, wenn auch das Endereignis zumindest mit überwiegender Wahrscheinlichkeit eintreten wird.

Beim verständigen Anleger handelt es sich nämlich um einen normativen Begriff.<sup>49</sup> Es geht also nicht darum, mit empirischen Kapitalmarkstudien oder Theorien über Anlegerverhalten nachzuweisen, welche Informationen ein bestimmtes Anlegerverhalten auslösen können. Durch die Rechtsfigur des verständigen Anlegers soll vielmehr erreicht werden, dass nicht jede genaue und kurssensible Information auch gleichzeitig eine Insider-Information ist.50 Es sollen eben bei gestreckten Sachverhalten nur solche Informationen als Insider-Informationen qualifiziert werden und damit ad hoc meldepflichtig sein, die aufgrund ihres wahren Gehalts des Eintritt des Endereignisses - geeignet sind, dass ein Anleger auf einer fundierten Basis eine Entscheidung treffen kann. Die Vertraulichkeit der Information und die Sicherstellung von Handelsverboten werden in diesen Fällen zum Schutz der Kapitalmärkte durch die Umsetzung der Bestimmungen der Emittenten-Compliance-Verordnung 2007<sup>51</sup> erreicht. Genau davon spricht der VwGH, wenn er darlegt, dass eine zu frühe Information eine Gefahr für das Unternehmen darstellen kann, weil Anleger verunsichert werden. Diese Aussage belegen auch zahlreiche Behavioural-finance-Studien, wonach der Inhalt von Ad-hoc-Meldungen von Anlegern tendenziell überbewertet wird. So werden etwa in der Meldung dargelegte Unsicherheiten und Einschränkungen über das tatsächliche Zustandekommen der Transaktion von den Anlegern großteils schlicht ignoriert.52

Zum Teil wird die Ansicht vertreten, dass trotz der geringen Eintrittswahrscheinlichkeit einer Transaktion eine Adhoc-Meldung über einen Zwischenschritt (hier: den Vorstandsbeschluss vom November 2009) zu erfolgen hat, wenn die Auswirkungen auf den Kurs bei der tatsächlichen Durchführung der Transaktion besonders groß sind (Probabilitymagnitude-Prinzip). Dieser Rechtsansicht ist nicht zu folgen. In Übereinstimmung mit dem VwGH kann davon ausgegangen werden, dass bloß vorbereitende Vorstandsbeschlüsse in der Frühphase von Vorhaben – wie im gegenständlichen Fall – keine eigenständige Kursrelevanz zukommt. Auch aus der Entscheidung Geltl ist nicht abzuleiten, dass der EuGH für die Frage der Kursrelevanz von der Anwendbarkeit des Probability-magnitude-Prinzips ausgeht. 54

Daraus folgt, dass ein Zwischenschritt nach der VwGH-Entscheidung nur dann kursrelevant sein kann, wenn er entweder 1.) eigenständige Kursrelevanz aufweist und diese nicht in erster Linie aus dem Endereignis bezieht oder 2.) seine Kursrelevanz aus dem Endereignis ableitet und der Eintritt dieses Endereignisses hinreichend wahrscheinlich ist. Die in der Literatur geäußerte Kritik, wonach der EuGH aufgrund der Bejahung der Tatsache, dass auch Zwischenschritte Insider-Informationen darstellen können, eine Sperrwirkung des

<sup>&</sup>lt;sup>42</sup> Klöhn in Kölner Komm WpHG<sup>2</sup>, § 13 Rz 74 ff; Mennicke/Jakovou in A. Fuchs, WpHG (2009) § 13 Rz 159 ff; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>6</sup>, § 13 Rz 64 ff; Gruber, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239 (246).

<sup>&</sup>lt;sup>43</sup> Auch "Theorie der subjektiven Ex-ante-Relevanz des Handelns eines verständigen Anlegers" genannt.

<sup>&</sup>lt;sup>44</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>6</sup>, § 13 Rz 25; F. Schuhmacher, Zur Auslegung des neu gefaßten Tatbestands des Mißbrauchs einer Insider-Information, ÖBA 2005, 533 (542); siehe auch Erwägungsgrund 1 der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABI L 339 vom 24.12.2003, S 70.

Temmel, Ausgewählte kapitalmarktrechtliche Aspekte, 672.

Krause/Brellochs, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, AG 2013, 309 (313).

<sup>&</sup>lt;sup>47</sup> Parmentier, Ad-hoc-Publizität bei Börsengang und Aktienplatzierung, NZG 2007, 407 (412)

<sup>48</sup> Schopper/Walch, ZFR 2014 (in Druck).

<sup>&</sup>lt;sup>49</sup> F. Schuhmacher, ÖBA 2005, 543; Krause/Brellochs, AG 2013, 313 mwN.

<sup>50</sup> Krause/Brellochs, AG 2013, 313 mwN.

<sup>51</sup> BGBl II 2007/213 idF BGBl II 2012/30

Fleischer, NZG 2007, 405; allgemein Kahneman, Schnelles Denken, langsames Denken (2012) 356 und 564.

<sup>53</sup> Schopper/Walch, ZFR 2014 (in Druck); Langenbucher, Über die allmähliche Verfertigung des Gesetzes beim Regulieren, ÖBA 2014, 656 (661); Klöhn, Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH, ZIP 2012, 1885 (1886 ff) mwN.

<sup>54</sup> Oppitz, GesRZ 2012, 252.

Endereignisses gerade abgelehnt hat,<sup>55</sup> bezieht sich allein auf diese Konkurrenzebene der hinreichenden Wahrscheinlichkeit, zumal das Zwischenereignis ja schon eingetreten ist. Bei Zwischenschritten, die eine eigenständige und somit nicht vom Endereignis abgeleitete Kursrelevanz aufweisen, kann es eine solche Sperrwirkung naturgemäß nicht geben, sodass hier kein Widerspruch mit der EuGH-Judikatur zu erkennen ist.

Damit geht es nicht darum, zu prüfen,<sup>56</sup> ob ein verständiger Anleger in seine Anlageentscheidung auch Informationen über Endereignisse miteinbezieht, deren Eintritt zwar überwiegend unwahrscheinlich ist, aber im Falle des Eintritts besonders große Kursveränderungen erwarten lassen.<sup>57</sup> Aufgrund der klaren und auch generellen Absage des EuGH zum *Probability-magnitude-*Konzept<sup>58</sup> (siehe Pkt II.) wäre es auch nicht nachvollziehbar, warum dieses – klar – abgelehnte Konzept über eine Hintertür, nämlich auf der Ebene der Kursrelevanz, wieder eingeführt werden soll.<sup>59</sup>

# IV. Zu den wesentlichen Neuerungen durch die Marktmissbrauchsverordnung

# 1. Allgemeines

Auf europäischer Ebene stehen weitreichende Entwicklungen zum Thema "Ad-hoc-Publizität" an. Am 12.6.2014 wurde die Marktmissbrauchsverordnung im Amtsblatt der EU veröffentlicht.<sup>60</sup> Die Bestimmungen dieser Verordnung werden mit 3.7.2016 wirksam. Sie haben erhebliche Auswirkungen auf Regelungen in den einzelnen Mitgliedstaaten, da die Kernmaterien des Kapitalmarktrechts nicht mehr durch im Detail oft unterschiedliche einzelstaatliche Gesetze geregelt werden, sondern unionsweit einheitlich der Marktmissbrauchsverordnung unterliegen (Maximalharmonisierung). Ziel dieser Verordnung ist es, einen gemeinsamen Rechtsrahmen für Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insider-Informationen und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) sowie für Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch zu schaffen.61 Dadurch sollen die Integrität der Finanzmärkte in der Union sichergestellt und der Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte gestärkt werden. Ergänzt wird die Marktmissbrauchsverordnung durch die neue Marktmissbrauchsrichtlinie vom 16.4.2014,62 die von den Mitgliedstaaten bis zum 3.7.2016 in nationales Recht umge-

Gem Art 2 Abs 1 der Marktmissbrauchsverordnung erfasst die Verordnung nicht nur Finanzinstrumente,<sup>63</sup> die auf einem geregelten Markt zugelassen sind, sondern insb auch solche, die

auf einem multilateralen Handelssystem (multilateral trading facility - MTF) oder auf einem organisierten Handelssystem (organised trading facility - OTF) gehandelt werden. 64 Gravierende Änderungen ergeben sich daher vor allem für Emittenten auf dem dritten Markt. Haben derartige Emittenten sich auch schon bisher an das Insiderverbot zu halten, so müssen sie sich in Zukunft auch mit den Themen der Ad-hoc-Publizität, der Director's dealing-Meldungen oder etwa auch mit der Führung von Insiderverzeichnissen auseinandersetzen. 65 Obwohl Drittmarkt-Emittenten das Insiderhandelsverbot beachten müssen, können sie derzeit Insider-Informationen nicht ad hoc melden. sondern müssen auf andere Weise dafür sorgen, dass derartige Information öffentlich bekannt werden, ohne dass es zu einer asymmetrischen Marktinformation kommt. Aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung wird nun auch solchen Emittenten das Instrument der Ad-hoc-Mitteilung offenstehen. Der Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung ist somit weiter gefasst als jener der Marktmissbrauchsrichtlinie aus 2003.66

# 2. Definition Insider-Information

Der Begriff der Insider-Information iSd Marktmissbrauchsverordnung<sup>67</sup> entspricht im Wesentlichen der des § 48a BörseG sowie den vom EuGH in der Rs Geltl (siehe dazu Pkt II.) entwickelten Grundsätzen. Eine Insider-Information ist demnach eine "nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft." Zusätzlich muss die Information, wie dies schon bisher im österreichischen BörseG geregelt ist, im Falle des öffentlichen Bekanntwerdens geeignet sein, den "Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen" (Art 7 Abs 1 der Marktmissbrauchsverordnung). Kursrelevant sind Informationen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde (Art 7 Abs 4 Satz 1 der Marktmissbrauchsverordnung).

Eine präzise Information liegt nach Art 7 Abs 2 Satz 1 der Marktmissbrauchsverordnung in einer Reihe von Umständen, die bereits gegeben sind "oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden, oder in einem Ereignis, das bereits eingetreten ist oder dessen Eintritt vernünftigerweise erwartet werden kann, wenn diese Informationen darüber hinaus spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente zuzulassen."68 Anders als der Wortlaut des § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG ist eine Information iSd Marktmissbrauchsverordnung dann als präzise anzusehen, wenn der Eintritt des Ereig-

<sup>55</sup> Klöhn, ZIP 2012, 1891; ders, ZIP 2014, 953; Bachmann, EuGH EWiR § 13 WpHG 2/ 12, 467 (468).

Schall, ZIP 2012, 1286; Klöhn, ZIP 2012, 1886 ff; Rüffler, ÖBA 2009, 730 f; BGH 23.4.2013, II ZB 7/09.

<sup>57</sup> Schopper/Walch, ZFR 2014 (in Druck).

Oppitz, GesRZ 2012, 252; Bachmann, EuGH EWiR § 13 WpHG 2/12, 468; Mock, Gestreckte Verfahrensabläufe im Europäischen Insiderhandelsrecht, ZBB 2012, 286 (289).

<sup>59</sup> Kocher/Widder, BB 2012, 1820 f.

<sup>60</sup> Siehe FN 2.

Art 1 der Marktmissbrauchsverordnung.

<sup>&</sup>lt;sup>62</sup> Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABI L 173 vom 12.6.2014, S 179.

<sup>&</sup>lt;sup>63</sup> Die Marktmissbrauchsverordnung verweist hinsichtlich der Determinierung dieses Begriffs auf Art 4 Abs 1 Z 15 der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente, ABI L 173 vom 12.6.2014, S 349.

<sup>&</sup>lt;sup>64</sup> Erfasst werden auch Finanzinstrumente die an einem multilateralen Handelssystem oder einem geregelten Markt zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag gestellt wurde.

Vorausgesetzt wird, dass die Finanzinstrumente auf Initiative des Emittenten im Freiverkehr gehandelt werden.

<sup>66</sup> Siehe FN 23.

<sup>&</sup>lt;sup>67</sup> Gem Art 7 Abs 1 lit a bis d definiert die Marktmissbrauchsverordnung den Begriff der Insider-Information für Finanzinstrumente, Emittenten von Finanzinstrumenten, Warenderivate, Emissionszertifikate und Personen, die Aufträge für Geschäfte in Finanzinstrumenten ausführen; zur Gesetzeswerdung ausführlich Langenbucher, ÖBA 2014, 656 ff.

<sup>&</sup>lt;sup>8</sup> Hervorhebung durch die Verfasser.

nisses vernünftigerweise erwartet werden kann. Auf den Begriff der "hinreichenden Wahrscheinlichkeit" wird nicht mehr abgestellt.<sup>69</sup> Auch in dieser Bestimmung der Marktmissbrauchsverordnung wird deutlich, dass der europäische Gesetzgeber iZm den Ad-hoc-Pflichten der Emittenten die zentralen Aussagen aus der EuGH-Entscheidung Geltl (siehe dazu Pkt II.) übernommen hat.<sup>70</sup>

# 3. Gestreckte Sachverhalte – Zwischenschritte

Die Marktmissbrauchsverordnung enthält erstmals ausdrückliche Regelungen für Ad-hoc-Publizitätspflichten bei zeitlich gestreckten Vorgängen. Auch dort spiegeln sich die Aussagen des EuGH klar wider. "So können im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll oder hervorbringt, dieser betreffende zukünftige Umstand bzw. das betreffende zukünftige Ereignis und auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden sind, in der Hinsicht als präzise Information betrachtet werden" (Art 7 Abs 2 Satz 2 der Marktmissbrauchsverordnung). Gem Art 7 Abs 3 der Marktmissbrauchsverordnung wird ein Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang als eine Insider-Information betrachtet, "falls er für sich genommen die Kriterien einer Insiderinformation erfüllt."71 Der Zwischenschritt selbst kann also als präzise Information betrachtet werden,72 wenn ihm eine eigenständige Eignung zur Kursrelevanz zukommt. Dies fügt sich in die oben dargelegte Ansicht, dass eben nicht jeder Zwischenschritt kursrelevant ist, sondern nur ein solcher, der seine Kursrelevanz nicht vom Endereignis ableitet, sondern aus sich selbst heraus bereits als kursrelevant anzusehen ist.

## 4. Aufschub der Veröffentlichungspflicht

Ein Emittent kann gem Art 17 Abs 4 der Marktmissbrauchsverordnung die Offenlegung von Insider-Informationen auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn

- die unverzügliche Offenlegung geeignet ist, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen,
- der Aufschub nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen und
- der Emittent die Geheimhaltung der Insider-Informationen sicherstellen kann.

Diese Kriterien entsprechen im Wesentlichen den geltenden Voraussetzungen für einen Aufschub gem § 48d Abs 2 BörseG. Ein Aufschub ist unter den genannten Voraussetzungen ausdrücklich auch bei einzelnen Zwischenschritten eines zeitlich gestreckten Vorgangs möglich (Art 17 Abs 4 der Marktmissbrauchsverordnung). Nicht geregelt wird die Frage, ob die Emittenten eine Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung treffen müssen (idR im Wege der Fassung eines Vorstandsbeschlusses) oder die Veröffentlichung ex lege so

lange hinausgeschoben wird, bis die Voraussetzungen für einen Aufschub erfüllt sind. Ausdrücklich normiert wird hingegen, dass unmittelbar nach Offenlegung der Information die zuständige Behörde über den Aufschub der Offenlegung zu informieren ist. Dabei ist schriftlich zu erläutern, inwieweit die für den Aufschub erforderlichen Voraussetzungen erfüllt waren. Alternativ können die Mitgliedstaaten aber auch festlegen, dass eine solche Erläuterung nur auf Ersuchen der zuständigen Behörde an diese übermittelt werden muss (Art 17 Abs 4 letzter Unterabsatz der Marktmissbrauchsverordnung).

Diese Regelung erleichtert für österreichische börsenotierte Unternehmen den Umgang mit dem Aufschub erheblich, ist es doch bisher gem § 48d Abs 2 BörseG erforderlich, die FMA schon vor Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung vom Aufschub zu informieren: Jeder Emittent muss nämlich die FMA schon von der Entscheidung, die Bekanntgabe der Insider-Information aufzuschieben, im Detail unterrichten.<sup>74</sup> Ab dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Aufschubs stehen die eine Meldung aufschiebenden Emittenten somit idR auf dem "Radar" der FMA. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen bei einem Aufschub "Probleme" mit der FMA bekommt, ist praktisch groß: Denn eine Insider-Information bzw die dahinter stehenden Umstände können sich inhaltlich schlagartig binnen kürzester Zeit vollkommen verändern. Zu denken wäre hier etwa an den Kaufpreis, die Transaktionsstruktur oder die Bedingungen von Kundenverträgen. Dies führt nicht selten dazu, dass sich die betroffenen Unternehmen vor der FMA dafür rechtfertigen müssen, warum die tatsächliche Ad-hoc-Meldung letztendlich anders lautete, als jene, die der FMA ursprünglich im Zuge der Mitteilung des Aufschubs bekannt gegeben wurde. In rechtlicher Hinsicht kommt es jedoch ausschließlich auf die Sachlage zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Insider-Information an. Die Bestimmung der Marktmissbrauchsverordnung über den Aufschub einer Ad-hoc-Meldung ist daher iS einer praxistauglichen Handhabung zu begrüßen, zumal schon die geltende Marktmissbrauchsrichtlinie eine Vorabinformation der Aufsichtsbehörde nicht verlangt. In den meisten Mitgliedstaaten ist bereits derzeit eine nachträgliche Meldung des Aufschubs an die zuständige Aufsichtsbehörde vorgesehen. Diese Regelungspraxis führt auch nicht dazu, dass sich ein Unternehmen der Kontrolle der Aufsichtsbehörden entziehen kann. Die Einhaltung der Voraussetzungen für einen Aufschub wird lediglich im Nachhinein geprüft.

Kredit- oder Finanzinstitute haben darüber hinaus in Zukunft die Möglichkeit, eine *Ad-hoc*-Meldung aufzuschieben, wenn 1.) die Offenlegung der Information das Risiko birgt, dass die finanzielle Stabilität des Emittenten und das Finanzsystem untergraben wird, 2.) der Aufschub im öffentlichen Interesse liegt, 3.) die Geheimhaltung der Insider-Information gewährleistet werden kann und – in diesem Fall – 4.) die zuständige Behörde dem Aufschub zugestimmt hat (Art 17 Abs 5 der Marktmissbrauchsverordnung). Stimmt die zuständige Behörde dem Aufschub der Veröffentlichung der Insider-Information nicht zu, so hat der Emittent unverzüglich die

<sup>&</sup>lt;sup>69</sup> Einzig die deutsche Sprachfassung der Richtlinie 2003/124/EG (siehe FN 43) stellt auf die hinreichende Wahrscheinlichkeit ab. Dies wurde auch bereits in der EuGH-Entscheidung Geltl thematisiert.

Siehe dazu auch Langenbucher, Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Markmissbrauchsverordnung, NZG 2013, 1401; dies, ÖBA 2014, 656 ff; Veil, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform furch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85.

<sup>71</sup> Hervorhebung durch die Verfasster.

<sup>&</sup>lt;sup>72</sup> Langenbucher, ÖBA 2014, 661.

<sup>&</sup>lt;sup>73</sup> Siehe dazu auch Ketzer/Pauer, Die wesentlichen Neuerungen der geplanten Verordnung und Richtlinie der Kommission zu Insiderhandel und Marktmanipulation, ÖBA 2014, 162.

<sup>&</sup>lt;sup>74</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 31; Rüffler, ÖBA 2009, 731 f.

Insider-Information offenzulegen (Art 17 Abs 6 der Marktmissbrauchsverordnung). Im Falle eines Aufschubs hat die jeweilige zuständige Behörde sicherzustellen, dass der Aufschub nur für den im öffentlichen Interesse erforderlichen Zeitraum gewährt wird. Die Voraussetzungen für den Aufschub müssen mindestens wöchentlich von der zuständigen Behörde überprüft werden (Art 17 Abs 6 der Marktmissbrauchsverordnung). Die befreiende Wirkung des Aufschubs endet, wenn die Vertraulichkeit der Insider-Information nicht mehr gewährleistet ist. In diesem Fall hat der Emittent die Öffentlichkeit so schnell wie möglich zu informieren (Art 17 Abs 7 Unterabsatz 1 der Marktmissbrauchsverordnung).

# V. Zusammenfassung

Der VwGH hat sich in seinen beiden Erkenntnissen zu Unternehmenstransaktionen intensiv mit der EuGH-Entscheidung Geltl - zu einer Personalentscheidung - auseinandergesetzt und die darin enthaltenen Aussagen auf die den Entscheidungen zugrunde liegenden Sachverhalte angewendet. Im Einzelnen geht der VwGH bei gestreckten Sachverhalten vom Vorliegen einer Ad-hoc-Meldepflicht aus, wenn der Eintritt des Endereignisses (zB einer M&A-Transaktion) tatsächlich erwartet werden kann, ein Zwischenschritt bereits eingetreten ist oder der Eintritt eines Zwischenschritts tatsächlich erwartet werden kann und darüber hinaus das Endereignis oder der Zwischenschritt ausreichend bestimmt sind, um einen verlässlichen Schluss auf Kursauswirkungen zuzulassen. Außerdem muss die Information geeignet sein, dass ein verständiger Anleger seine Anlageentscheidung auf Basis dieser Information treffen würde.

Bei einem gestreckten Sachverhalt sind daher sowohl das Endereignis als auch jeder einzelne Zwischenschritt jeweils für sich allein genommen ein eigener Prüfungsgegenstand. Damit eine Insider-Information vorliegt, muss *entweder* 

- der Eintritt des Endereignisses 1.) hinreichend wahrscheinlich, 2.) kursspezifisch und 3.) kursrelevant sein oder
- der Zwischenschritt 1.) bereits eingetreten oder sein Eintritt hinreichend wahrscheinlich, 2.) kursspezifisch und 3.) kursrelevant sein.

Bei Zwischenschritten, die naturgemäß viel früher im Rahmen eines gestreckten Sachverhalts eintreten als das Endereignis, geht der VwGH uE davon aus, dass solche Zwischenschritte, die ihre Kursrelevanz vom Endereignis ableiten – dh, deren Bedeutung also darin liegt, dass sie Informationen über das Endereignis enthalten –, dann als kursrelevant anzusehen sind, wenn der Eintritt des Endereignisses tatsächlich erwartet werden kann. Gestützt wird diese Ansicht auch durch Art 7 Abs 3 der Marktmissbrauchsverordnung, wonach ein Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang nur dann eine Insider-Information darstellt, "falls er für sich genommen die Kriterien einer Insiderinformation erfüllt", der Zwischenschritt selbst also als präzise Information betrachtet werden kann, dem eine eigenständige (und keine abgeleitete) Eignung zur Kursrelevanz zukommt.

Eine wesentliche Erleichterung für die Emittenten bewirkt die Marktmissbrauchsverordnung in Bezug auf den Aufschub der Veröffentlichung einer Insider-Information. Der Aufschub muss nicht mehr vorweg der FMA gemeldet werden. Vielmehr wird die FMA in Zukunft über den Aufschub erst nach Veröffentlichung der Insider-Information zu informieren sein, sofern künftige österreichische Gesetze nicht überhaupt vorsehen werden, dass eine solche Information stets nur auf Anfrage der Aufsichtsbehörde vorzunehmen ist.

