EU Listing Act: Änderungen bei der Ad-hoc-Publizität

CLEMENS HASENAUER / MICHAEL EBNER*

Der Rat der EU hat am 8.10.2024 den *EU Listing Act* angenommen, der die öffentlichen Kapitalmärkte der EU attraktiver machen und KMU den Zugang zu Kapital erleichtern soll. Insbesondere ist im Zuge dieser Reform auch eine Neuregelung der Ad-hoc-Publizität geplant. Einerseits sollen Emittenten in Zukunft nicht mehr verpflichtet sein, Zwischenschritte in gestreckten Sachverhalten nach Art 17 Marktmissbrauchsverordnung (MAR) offenzulegen. Zusätzlich soll der Aufschub der Veröffentlichung nach Art 17 Abs 4 MAR angepasst werden. Obwohl die Änderungen iZm der Ad-hoc-Publizität erst 18 Monate nach dem Inkrafttreten der geplanten Verordnung anwendbar sein werden, empfiehlt sich bereits jetzt eine nähere Betrachtung der geplanten Reform.

I. Status quo – Problemstellungen in der Praxis und Reformbedarf

Emittenten haben nach Art 17 MAR[1] bekanntlich sie unmittelbar betreffende Insiderinformationen[2] unverzüglich zu veröffentlichen. Ausgehend von der *Geltl*-Entscheidung[3] des EuGH hat die Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten in der Praxis besondere Bedeutung erlangt. Art 7 Abs 3 MAR normiert nämlich, dass ein Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang dann als Insiderinformation zu betrachten ist, wenn er für sich genommen die Kriterien einer Insiderinformation erfüllt. Trotz dieses vergleichsweise simplen Verordnungstextes zeigt ein Blick auf die in den letzten Jahren ergangenen Entscheidungen des BVwG zur Ad-hoc-Publizität sehr deutlich, dass gerade die Veröffentlichungspflicht von ad-hoc-relevanten Zwischenschritten oftmals mit erheblichen Rechtsunsicherheiten verbunden ist und in der Praxis in langwierigen Gerichtsverfahren münden kann.[4] Gerade in gestreckten Sachverhalten (etwa bei M&A-Transaktionen oder geplanten Kapitalmaßnahmen) ist es für Emittenten nämlich in der Regel unstrittig, dass eine gegenständliche Information zu einem bestimmten Zeitpunkt des Prozesses Kursrelevanz[5] entwickeln wird. Die entscheidende Frage ist oftmals vielmehr, wann bzw durch welchen Auslöser eine Information einen präzisen Zwischenschritt darstellt und es damit zur Ad-hoc-Publizitätspflicht des Emittenten kommt.[6] Emittenten sind daher im Laufe von gestreckten Sachverhalten oftmals mit schwierigen Abwägungsfragen konfrontiert, die unter großem Zeitdruck[7] beantwortet werden müssen.

Diese Rechtsunsicherheit wurde auch auf europäischer Ebene erkannt. Als Gründe für die Reform der Ad-hoc-Publizität führt die Europäische Kommission nämlich einerseits an, dass eine frühe Veröffentlichung von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten nicht ausschließlich positive Effekte iZm dem Abbau von Informationsasymmetrie haben muss, sondern auch zu gesteigerten Opportunitätskosten für Anleger führen kann.[8] Ergänzend nennt ErwGr 67 der geplanten VO[9] als Begründung, dass bei einer Offenlegung von Informationen in einem sehr frühen Stadium Anleger irregeführt werden können, anstatt zur effizienten Preisbildung beizutragen und die Informationsasymmetrie zu beseitigen. Andererseits führt die Europäische Kommission die derzeit unterschiedliche Auslegung der MAR in den einzelnen Mitgliedstaaten für die Reform ins Treffen, die im Ergebnis zu einer stark schwankenden Anzahl an Ad-hoc-Meldungen führt.[10] So gab es im ersten Quartal 2022 in Frankreich zB 6,67 Ad-hoc-Meldungen pro Emittent, in Spanien jedoch lediglich 0,27.[11] Zudem erkennt die Europäische Kommission, dass mit dem derzeitigen Regelwerk erhebliche Kosten und Aufwände auf Seiten der Emittenten anfallen.[12] Schließlich führen die ErwGr der geplanten VO das Zusammenspiel des Verbots von Insidergeschäften und der Ad-hoc-Publizität ins Treffen. Das

* Dr. *Clemens Hasenauer*, LL.M., MBA ist Rechtsanwalt in Wien. *Michael Ebner*, LL.M. ist Unternehmensjurist in Wien.

1 Verordnung (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 173 vom 12.6.2014, S 1.

2 Insiderinformationen iSd Art 7 MAR sind (i) öffentlich nicht bekannte, (ii) präzise Informationen, (iii) die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, (iv) wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

3 EuGH 28.6.2012, *Geltl*, C-19/11.

4 Vgl für einen Überblick über aktuelle Entscheidungen zur Ad-hoc-Publizität etwa *Hasenauer/Ebner*, Abgrenzungsfragen bei der Ad-hoc-Publizität, GesRZ 2022, 210 ff.

5 Kursrelevant ist eine Information dann, wenn ein verständiger Anleger aus Ex-ante-Sicht eine Information als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

6 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 Umstands oder Ereignisses verbunden sind, in dieser Hinsicht als präzise Information betrachtet werden.

7 Eine Veröffentlichung nach Art 17 MAR hat ohne schuldhaftes Zögern zu erfolgen, und Veröffentlichungen sind zu jeder Tages- und Nachtzeit (auch sonn- und feiertags) vorzunehmen.

8 Vgl dazu *Veil/Wiesner/Reichert*, Ad Hoc Disclosure under the EU Listing Act, AG 2023, 57, Rz 8 mwN.

9 Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 24.4.2024 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, EU) 596/2014 und (EU) 600/2014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen, COM(2022)0762 – C9-0417/2022 – 2022/0411(COD) (im Folgenden: geplante VO).

10 Vgl *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57, Rz 11.

11 Vgl *European Commission*, Commission Staff Working Document – Impact Assessment Report, SWD(2022) 762 final (7.12.2022) 25.

12 Vgl *European Commission*, SWD(2022) 762 final, 25 f.

Verbot von Insidergeschäften ziele nämlich darauf ab, jede mögliche Ausnutzung von Insiderinformationen zu verhindern, und sollte gelten, sobald eine Insiderinformation vorliegt. Die Pflicht zur Offenlegung von Insiderinformationen soll Anleger hingegen in erster Linie in die Lage versetzen, fundierte Entscheidungen zu treffen.[13] Überdies wird bezweifelt, ob die derzeitige Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität ein effektives Mittel zur Verhinderung von Insiderhandel darstellt. Zum einen ist nach wie vor nicht ausgeschlossen, dass es während eines (zulässigen) Aufschubs der Veröffentlichung zu Insiderhandel kommt, zum anderen existiert stets eine Zeitspanne zwischen dem Entstehen einer Insiderinformation innerhalb eines Emittenten und deren Veröffentlichung (auch wenn kein Aufschub vorgenommen wird), in der ebenfalls Insiderhandel stattfinden kann.[14]

Aus all diesen Gründen wurde von der Europäischen Kommission sodann eine Reform der Ad-hoc-Publizität erarbeitet, die einerseits einen effektiveren Rahmen zum Abbau von Informationsasymmetrie bereitstellen und andererseits zu mehr Kosteneffizienz führen soll.[15] Nachdem die Europäische Kommission bereits am 30.9.2015 einen *„Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion"* vorgestellt hatte, wurde im Dezember 2022 der *„EU Listing Act"* vorgeschlagen.[16] Die damit avisierte ganzheitliche Reform des europäischen Kapitalmarktrechts hat im Wesentlichen zum Ziel, die öffentlichen Wertpapiermärkte in der EU für Unternehmen attraktiver zu gestalten und den Zugang zu Kapital für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) zu erleichtern. Nach der Durchführung eines Konsultationsverfahrens wurde der EU Listing Act am 24.4.2024 vom Europäischen Parlament gebilligt.[17] Am 8.10.2024 wurde der Listing Act schließlich vom Rat der EU angenommen. Mit der nun vorliegenden geplanten VO sollen die Prospekt-Verordnung, die MAR sowie die Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFIR) geändert werden.[18] Begleitend sind auch eine Änderung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID II) sowie die Aufhebung der Börsenzulassungs-RL geplant und soll eine Richtlinie über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien erlassen werden.

II. Geplante Änderungen bei der Ad-hoc-Publizität im Detail

Basierend auf den oben angeführten Reformgründen führt ErwGr 67 der geplanten VO zur Reformierung der Ad-hoc-Publizität ua an, dass sich in einem zeitlich gestreckten Vorgang die Offenlegungspflicht nicht auf Ankündigungen reiner Absichten, laufende Verhandlungen oder – je nach den Umständen – die Fortschritte bei Verhandlungen (wie ein Treffen zwischen Unternehmensvertretern) erstrecken sollte. Der Emittent sollte vielmehr nur Informationen iZm einem bestimmten Umstand oder einem bestimmten Ereignis, der bzw das in dem zeitlich gestreckten Vorgang herbeigeführt werden soll oder hervorgebracht wird (letztes Ereignis), so bald wie möglich nach dem Eintreten dieses Umstands oder Ereignisses offenlegen.

Im Hinblick auf den Aufschub der Veröffentlichung ist ebenfalls eine Anpassung der MAR mit dem Ziel geplant, die Rechtssicherheit für Emittenten sowie eine einheitliche Auslegung der Bedingungen für den Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen zu gewährleisten. Insbesondere soll der Europäischen Kommission die Befugnis übertragen werden, einen delegierten Rechtsakt zu erlassen, in dem eine nicht erschöpfende Liste von Sachverhalten festgelegt wird, in denen die aufzuschiebende Insiderinformation im Widerspruch zur letzten öffentlichen Bekanntmachung oder einer anderen Art der Kommunikation des Emittenten zu derselben Angelegenheit steht, auf die sich die Insiderinformation bezieht.[19]

1. Insbesondere: Keine Ad-hoc-Pflicht bei Zwischenschritten

Die geplante Neufassung von Art 17 Abs 1 MAR ordnet nach wie vor an, dass ein Emittent der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, unverzüglich bekannt zu geben hat. Dieses Erfordernis soll jedoch nicht für Insiderinformationen iZm Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Vorgang gelten, wenn diese Schritte damit verbunden sind, dass ein bestimmter Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt oder hervorgebracht wird. Bei einem zeitlich gestreckten Vorgang muss künftig nur der letzte Umstand oder das letzte Ereignis so bald wie möglich nach seinem Eintreten offengelegt werden. Zwischenschritte in gestreckten Sachverhalten sollen also im Ergebnis nicht mehr der Ad-hoc-Pflicht unterliegen, selbst wenn der betreffende Zwischenschritt sämtliche Tatbestandsmerkmale einer Insiderinformation erfüllt. Wie schon vor dem Inkrafttreten der MAR soll also für Zwecke der Ad-hoc-Publizität in Zukunft ausschließlich auf das Endereignis abgestellt werden und nicht mehr auf den Eintritt oder die überwiegende Wahrscheinlichkeit des Eintritts von Zwischenschritten.[20] Die Rechtslage entspricht also im Wesentlichen wieder jenem Status, der vor der *Daimler/Geltl*-Entscheidung des EuGH aus dem Jahr 2012 Gültigkeit hatte.[21]

Ergänzend soll in Art 17 Abs 1a MAR geregelt werden, dass ein Emittent die Geheimhaltung von Informationen, die die Kriterien für Insiderinformationen gem Art 7 erfüllen, bis zum Zeitpunkt der Offenlegung dieser Informationen nach Art 17 Abs 1 MAR zu gewährleisten hat.[22] Zudem ordnet die künftige Fassung von Art 17 Abs 7 MAR an, dass Emittenten die Öffentlichkeit so schnell wie möglich zu informieren haben, wenn Insiderinformationen iZm Zwischenschritten in einem zeitlich gestreckten Vorgang gem Art 17 Abs 1 MAR

[13] Vgl ErwGr 67 geplante VO.
[14] Vgl *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57, Rz 6.
[15] Vgl *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57, Rz 18.
[16] *European Commission*, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises, COM(2022) 762 final (7.12.2022).
[17] Siehe FN 9.
[18] Für einen Überblick über sämtliche geplante Reformen des Prospekt- und Marktmissbrauchsrechts vgl *Veil*, Der EU Listing Act – Reformen des Wertpapierprospekt- und Marktmissbrauchsrechts, ZFR 2023, 161 ff.
[19] Vgl ErwGr 70 geplante VO.
[20] Vgl etwa *Kalss/Hasenauer* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR (2019) Art 17 MAR Rz 62 ff.
[21] EuGH 28.6.2012, *Geltl*, C-19/11; *Wilhelm*, Der Listing Act vor dem Endspurt; Zeitenwende am Kapitalmarkt für KMU? BKR 2024, 747 (753).
[22] Vgl *European Commission*, COM(2022) 762 final, Art 2 Z 38.

nicht offengelegt wurden und die Vertraulichkeit dieser Insiderinformationen nicht mehr gewährleistet ist.

Kommt es also im Laufe eines gestreckten Sachverhalts zu einem Zwischenschritt, der für sich genommen sämtliche Tatbestandsmerkmale einer Insiderinformation erfüllt, müssen Emittenten

- keine Ad-hoc-Veröffentlichung vornehmen (und folglich auch keinen Aufschub der Veröffentlichung in Betracht ziehen), aber
- die Geheimhaltung des Zwischenschritts sicherstellen.

Es kommt also im Ergebnis zu einer Entkopplung des Verbots von Insiderhandel einerseits und der Ad-hoc-Publizität andererseits, ohne die in Art 7 MAR normierten Tatbestandsmerkmale einer Insiderinformation anzutasten, und damit zu einer Aufweichung des bisher geltenden Einheitsprinzips.[23] Dies ist insofern bemerkenswert, als im Zuge des Konsultationsverfahrens noch zur Diskussion stand, in der Neufassung der MAR zwischen einer Definition von Insiderinformationen für die Zwecke der Marktmissbrauchsregulierung und einem Begriff von Insiderinformationen, die die Ad-hoc-Publizitätspflicht auslösen, zu unterscheiden.[24] Letztlich ist die Europäische Kommission diesem Ansatz jedoch nicht gefolgt und hat sich für das nun vorliegende Modell entschieden.[25]

2. Insbesondere: Änderungen beim Aufschub der Veröffentlichung

Die Änderungen des Aufschubs der Veröffentlichung beschränken sich im Wesentlichen darauf, die Leitlinien der ESMA[26] zur Irreführung in die MAR zu implementieren. Bereits bisher durfte ein Aufschub der Offenlegung gem Art 17 Abs 4 lit b MAR bekanntlich nicht geeignet sein, die Öffentlichkeit irrezuführen.[27] Die entsprechende ESMA-Leitlinie führte dazu konkrete Umstände an, die jedenfalls geeignet sind, die Öffentlichkeit in die Irre zu führen.[28] Zukünftig wird Art 17 Abs 4 lit b MAR ausdrücklich vorsehen, dass Insiderinformationen, deren Offenlegung der Emittent aufzuschieben beabsichtigt, nicht im Widerspruch zur letzten öffentlichen Bekanntmachung oder einer anderen Art der Kommunikation des Emittenten zu derselben Angelegenheit, auf die sich die Insiderinformationen beziehen, stehen dürfen.

Flankierend dazu sieht die geplante VO vor, dass der Europäischen Kommission die Befugnis übertragen wird, einen delegierten Rechtsakt in Form einer nicht erschöpfenden Liste von Sachverhalten festzulegen, in denen die Insiderinformationen, deren Offenlegung der Emittent aufzuschieben beabsichtigt, im Widerspruch zur letzten öffentlichen Bekanntmachung oder einer anderen Art der Kommunikation des Emittenten zu derselben Angelegenheit, auf die sich die Insiderinformationen beziehen, stehen.

3. Stellungnahme

Der tatsächliche Mehrwert der geplanten Änderungen bei der Ad-hoc-Publizität wird entscheidend von den noch zu erlassenden delegierten Rechtsakten der Europäischen Kommission abhängen, die im Idealfall richtungsweisende Anhaltspunkte zur Auslegung der neuen MAR-Bestimmungen enthalten werden. In der Praxis wird sich nämlich insbesondere die Frage stellen, auf welches finale Ereignis in einem gestreckten Sachverhalt für Zwecke der Ad-hoc-Publizität abzustellen ist. Mit Blick auf die *Geltl*-Entscheidung gehen Stimmen in der Literatur bislang etwa davon aus, dass die Europäische Kommission ua den Rücktritt eines CEO als finales Ereignis definieren wird, welches im Zeitpunkt der korrespondierenden Sitzung des Nominierungsausschusses überwiegend wahrscheinlich wird.[29] Die ErwGr der geplanten VO führen in diesem Zusammenhang exemplarisch an, dass im Fall eines Unternehmenszusammenschlusses die Offenlegung so bald wie möglich erfolgen sollte, nachdem eine Einigung über die Kernelemente dieses Zusammenschlusses erzielt wurde und die Unternehmensleitung daraufhin die Unterzeichnung einer Vereinbarung über diesen Zusammenschluss beschlossen hat.

Im Allgemeinen sollte nach den ErwGr der geplanten VO bei vertraglichen Vereinbarungen davon ausgegangen werden, dass das letzte Ereignis eingetreten ist, wenn eine Einigung über die wesentlichen Bedingungen dieser Vereinbarung erzielt wurde.[30] In der Praxis wird dies zumeist erst knapp vor Signing der Fall sein. Schließlich stellen auch die ErwGr der geplanten VO darauf ab, dass nicht nur eine Einigung auf die Kernelemente vorzuliegen hat, sondern darüber hinaus die Unternehmensleitung die Vertragsunterzeichnung auch beschlossen haben muss. Diese Anhaltspunkte ließen sich uE auch gut mit den derzeit bestehenden Grundsätzen in Einklang bringen, wonach im Rahmen eines gestreckten Sachverhalts das Vorliegen einer Insiderinformation – und damit auch die Ad-hoc-Pflicht – grundsätzlich durch einen entsprechenden Vorstandsbeschluss ausgelöst wird, durch den sich die *„klare Absicht"* zur Durchführung einer ad-hoc-pflichtigen Maßnahme in der Regel manifestiert.[31] Dennoch ist die Festlegung eines entsprechenden *„finalen Ereignisses"* mitunter sehr komplex, da die Beurteilung aus einer Ex-ante-Perspektive erfolgen wird müssen.

Überlässt man die Festlegung des finalen Ereignisses in einem gestreckten Sachverhalt in erster Linie dem Emittenten,[32] kann der Zeitpunkt der Veröffentlichung maßgeblich vom Emittenten selbst beeinflusst werden, was sich wohl nicht mit dem Regelungszweck von Art 17 MAR vereinbaren lässt.[33] Eine objektive Festlegung von Anknüpfungspunkten für zu veröffentlichende finale Ereignisse hat uE hingegen

[23] *Wilhelm*, BKR 2024, 747 (753).
[24] Vgl dazu ausführlich Pkt II.3.
[25] Vgl *Veil*, ZFR 2023, 161 (165).
[26] Vgl ESMA 2016/1478, Rz 9.
[27] Vgl etwa *Kalss/Hasenauer* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR, Art 17 MAR Rz 102 ff.
[28] Genannt werden folgende Umstände: (i) Die aufzuschiebende Insiderinformation unterscheidet sich wesentlich von der früheren öffentlichen Ankündigung des Emittenten hinsichtlich des Gegenstandes, auf den sich die Insiderinformationen bezieht, oder (ii) die aufzuschiebende Insiderinformation betrifft die Tatsache, dass die finanziellen Ziele des Emittenten aller Wahrscheinlichkeit nach nicht erreicht werden, wobei diese Ziele zuvor öffentlich bekannt gegeben worden waren, oder (iii) die aufzuschiebende Insiderinformation steht im Gegensatz zu Markterwartungen, wobei diese Erwartungen auf Signalen beruhen, die der Emittent zuvor an den Markt gesendet hat (zB durch Interviews oder Roadshows).
[29] *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57, Rz 32.
[30] Vgl ErwGr 67 geplante VO, der von *„Kernbedingungen"* spricht.
[31] Vgl *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2022, 210 (216).
[32] Für einen solchen Zugang könnte uE sprechen, dass der Emittent die Hintergründe und die Zielsetzungen eines beabsichtigten Vorgangs am besten kennt und damit den Verlauf (inkl des entsprechenden Endereignisses) des gestreckten Sachverhalts am besten einschätzen kann.
[33] So auch *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57, Rz 41.

einen entscheidenden Schwachpunkt: Ad-hoc-relevante Sachverhalte sind oftmals höchst individuell, komplex und von Fall zu Fall verschieden. In der Literatur wurde in diesem Zusammenhang bereits vorgeschlagen, sich für die Beurteilung des finalen Ereignisses zu fragen, ob die zukünftige Auswirkung eines Ereignisses auf den Fundamentalwert des Emittenten noch von einem weiteren rechtlich definierten Schritt oder Ereignis abhängt. In diesem Fall soll dieses Ereignis als *„finales Ereignis"* gelten.[34] Im Sinne einer praxistauglichen Regelung wäre es also wünschenswert, dass der delegierte Rechtsakt der Europäischen Kommission einerseits eine hinreichend konkrete Richtschnur für *„finale Ereignisse"* zur Verfügung stellt, aber andererseits auch genügend Spielraum für individuelle, einzelfallbezogene Besonderheiten verbleibt.

Ungeachtet der maßgeblichen Bedeutung der delegierten Rechtsakte sollte es uE also – auch vor dem Hintergrund des Probability-Magnitude-Konzepts[35] – in der Praxis tatsächlich zu einer von der Europäischen Kommission intendierten Verschiebung des Veröffentlichungs- bzw Aufschubszeitpunkts kommen. Führt man sich klassische Zwischenschritte einer M&A-Transaktion vor Augen, sollten diese zukünftig keine Ad-hoc-Pflicht mehr auslösen. Schon bisher galt: Wenn etwa eine Due-Diligence-Prüfung positiv abgeschlossen wurde oder ein verbindliches Angebot abgegeben wurde, wird ein verständiger Anleger in aller Regel kaum alleine aufgrund der Information über solch einen Zwischenschritt handeln.[36] Vielmehr wird er diese Information in der Regel dann zum Anlass nehmen, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, wenn er davon ausgeht, dadurch sei der Eintritt des Endereignisses wahrscheinlicher geworden. Der Abschluss der Due-Diligence-Prüfung oder die Abgabe eines verbindlichen Angebots wirkt sich somit nur deswegen auf den Kurs des Emittenten aus, weil das Ereignis Informationen über die geplante M&A-Transaktion enthält. Die Information über den Abschluss der Due-Diligence-Prüfung oder die Abgabe eines verbindlichen Angebots selbst, dh über den jeweiligen Zwischenschritt, hat hingegen in aller Regel keinen eigenen Informationsgehalt für die Eignung der Kursentwicklung, sondern ist nur aufgrund des Endereignisses kursrelevant.[37] Resultiert also die Abgabe eines verbindlichen Angebots in einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit für die Einigung über die Kernbedingungen des Kaufvertrags (also dem *„finalen Ereignis"* nach den ErwGr) und manifestiert sich darin die klare Absicht zur Durchführung der Transaktion, ist jedenfalls derzeit – sofern kein Aufschub möglich ist – ad hoc zu melden. Dieser Mechanismus sollte sich in Zukunft jedoch ändern, weil gemäß dem Wortlaut der geplanten VO bei einem zeitlich gestreckten Vorgang das letzte Ereignis nämlich künftig erst so bald wie möglich nach seinem Eintreten offengelegt werden muss. Es liegt auf der Hand, dass die Abgabe eines verbindlichen Angebots nicht als *„letztes Ereignis"* in einer M&A-Transaktion anzusehen ist.[38]

In Zukunft ergibt sich somit ein entscheidender Unterschied in Bezug auf die Frage, ab welchem Zeitpunkt eine veröffentlichungspflichtige Insiderinformation vorliegt: Es ist uE zukünftig nicht mehr zu fragen, ob der Eintritt des Endereignisses durch den Eintritt eines bestimmten Zwischenschritts (der aus Ad-hoc-Sicht für sich selbst genommen zukünftig ebenfalls unbeachtlich ist) überwiegend wahrscheinlich geworden ist. Vielmehr ist erst dann ad hoc zu melden, wenn das Endereignis selbst eingetreten ist.[39] Im Fall einer M&A-Transaktion besteht die Ad-hoc-Pflicht uE also zukünftig – unabhängig von der Anzahl und Art von eingetretenen Zwischenschritten – erst dann, wenn sich die Parteien auf die wesentlichen Transaktionsbedingungen geeinigt haben und der Vorstand des Emittenten die Vertragsunterzeichnung genehmigt hat. Diese kumulativen Voraussetzungen werden in der Regel erst kurz vor dem Signing vorliegen, womit – eine praxisgerechte Interpretation des neuen Regelwerks durch die zuständigen Behörden und Gerichte vorausgesetzt – eine leichtere Handhabung der Ad-hoc-Meldepflicht für Emittenten einhergehen sollte.

Davon abgesehen führte die zukünftig in Art 17 Abs 7 MAR enthaltene Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten bei nicht gewährleisteter Vertraulichkeit – also insbesondere bei Auftreten von substantiierten Gerüchten auf dem Markt – in der Literatur bereits zu Kritik, weil Emittenten nach *Veil* damit nun doch angehalten werden, das Vorliegen von Zwischenschritten für Zwecke der Veröffentlichungspflicht nach Art 17 MAR laufend zu prüfen.[40] Auch *Wilhelm* geht davon aus, dass die Entlastung der Emittenten durch die neue Regelung überschätzt wird, da der mit Zwischenschritten auch in Zukunft verbundene Compliance-Aufwand im Wesentlichen weiterhin bestehen wird und sich nur auf andere Normen verlagert.[41] Diese Kritik ist uE nachvollziehbar, da die Neuregelung für Zwischenschritte in gestreckten Sachverhalten im Ergebnis lediglich zu einer Art „Aufschub light" führt. Emittenten werden daher uE – in Anlehnung an die ohnehin geltenden Regelungen über die Sicherstellung der Vertraulichkeit beim Aufschub der Veröffentlichung[42] – also auch zukünftig stets einen aktuellen Entwurf einer Ad-hoc-Mitteilung über einen (weder aufgeschobenen noch veröffentlichten) insiderrelevanten Zwischenschritt zur Verfügung haben müssen.

Im Hinblick auf die von der Europäischen Kommission festzulegende Liste betreffend widersprüchliche Bekanntmachungen beim Aufschub der Veröffentlichung[43] bleibt überdies zu hoffen, dass die Europäische Kommission ihre

[34] Vgl *Veil/Wiesner/Reichert*, AG 2023, 57, Rz 42.

[35] IZm der Prüfung der Kursrelevanz von Zwischenschritten hat der VwGH in einer durchaus kontrovers diskutierten Entscheidung vom 27.4.2017, Ro 2016/02/0020, klargestellt, dass dabei auch der Probability-Magnitude-Test zu berücksichtigen ist.

[36] Eine eigenständige Kursrelevanz einer Due-Diligence-Prüfung wäre etwa in Fällen denkbar, in denen sich im Zuge der Prüfung herausstellt, dass große Teile der Liegenschaften des Emittenten kontaminiert sind; vgl dazu auch *Th. Barth*, Der Zwischenschritt, GesRZ 2017, 312 (315).

[37] Vgl *Hasenauer/Ebner*, GesRZ 2022, 210 (211 f); *Schopper/Walch*, Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten, ZFR 2014, 255 (257); *Kalss/Hasenauer*, Aktuelles zur Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2014, 269 (274).

[38] Das Gleiche gilt für viele andere Zwischenschritte im Laufe einer M&A-Transaktion (zB die Beauftragung von Beratern, die Erstellung von *execution timetables*, der positive Abschluss einer Due-Diligence-Prüfung).

[39] *Wilhelm* sieht im Entfall des bisherigen Kriteriums der hinreichenden Wahrscheinlichkeit für zukünftige Endereignisse einen radikalen Einschnitt in die etablierte Dogmatik und wünscht sich eine Klärung der Frage, wann ein Endereignis als eingetreten gilt, per delegiertem Rechtsakt der Europäischen Kommission. *Wilhelm*, BKR 2024, 747 (753).

[40] Vgl *Veil*, ZFR 2023, 161 (166).

[41] *Wilhelm*, BKR 2024, 747 (753).

[42] Ist während eines Aufschubs der Veröffentlichung die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet, muss der Emittent jederzeit in der Lage sein, die aufgeschobene Insiderinformation zu veröffentlichen, vgl dazu *Kalss/Hasenauer* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR, Art 17 Rz 106 ff.

[43] Vgl Art 17 Abs 12 lit b geplante VO.

Befugnis in praxistauglicher Art und Weise ausübt. Insbesondere stellt sich das Thema iZm widersprüchlichen Bekanntmachungen nämlich immer wieder, wenn bei gestreckten Sachverhalten nach einer bereits erfolgten Ad-hoc-Meldung – etwa aufgrund eines Leaks – in weiterer Folge die Veröffentlichung im selben gestreckten Sachverhalt erneut aufgeschoben werden soll. Insoweit sich in solch einem Fall der Sachverhalt lediglich weiterentwickelt und damit nicht im Widerspruch zur bereits erfolgten Veröffentlichung steht – also etwa, wenn im normalen Transaktionsablauf weitere Schritte gesetzt werden –, ist der Aufschub jedoch auch schon nach derzeitiger Praxis ohne Weiteres möglich.

Insgesamt wird sich aber die Anzahl der Aufschubsentscheidungen wohl reduzieren, weil in Zukunft Zwischenschritte nicht mehr aufgeschoben werden müssen.[44] Somit fällt zumindest dieser Teil des administrativen Aufwands in Zukunft für die Emittenten weg. Auch eine Verpflichtung zur Vorabinformation der FMA sieht der neue Entwurf der MAR im Art 17 Abs 4 nicht vor, sondern es genügt – wie auch schon bisher – die Offenlegung über den Aufschub an die FMA unmittelbar nach der erfolgten Ad-hoc-Meldung. Im Zuge der Neuregelung wäre es allerdings uE zu begrüßen, wenn der österreichische Gesetzgeber von der ebenfalls im Art 17 Abs 4 MAR vorgesehenen Ermächtigung Gebrauch machen würde, wonach die Mitgliedstaaten die Vornahme einer Erläuterung des Aufschubs lediglich auf Verlangen der zuständigen Behörde vornehmen müssen. Dadurch würde der administrative Aufwand noch mehr reduziert werden, ohne dass das Informationsbedürfnis der FMA in der Substanz beschnitten werden würde.

III. Fazit und Ausblick

Als zentrale Neuerung werden Emittenten zukünftig nicht mehr verpflichtet sein, Zwischenschritte in gestreckten Sachverhalten nach Art 17 MAR zu veröffentlichen, selbst wenn diese sämtliche Tatbestandsmerkmale des Art 7 MAR erfüllen. Es kommt also insoweit zu einer Entkoppelung des Vorliegens einer Insiderinformation von der Verpflichtung zur Ad-hoc-Veröffentlichung, wobei aus Sicht der Praxis die geplanten Änderungen grundsätzlich zu begrüßen sind, da die Veröffentlichungspflicht von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten derzeit nahezu immer mit schwierigen Abwägungsfragen und daraus resultierenden Rechtsunsicherheiten verbunden ist. Aufgrund des vorläufigen Charakters der Veröffentlichungen von Zwischenschritten besteht bislang auch stets die Gefahr einer gewissen Marktirreführung.[45]

Insbesondere ist künftig nicht mehr zu fragen, ob der Eintritt des Endereignisses durch den Eintritt eines bestimmten Zwischenschritts (der aus Ad-hoc-Sicht für sich selbst genommen zukünftig ebenfalls unbeachtlich ist) überwiegend wahrscheinlich geworden ist. Vielmehr ist erst dann ad hoc zu melden, wenn das Endereignis selbst eingetreten ist. Im Fall einer M&A-Transaktion sollte die Ad-hoc-Pflicht uE zukünftig – unabhängig von der Anzahl und Art von eingetretenen Zwischenschritten – erst dann bestehen, wenn sich die Parteien auf die wesentlichen Transaktionsbedingungen geeinigt haben und der Vorstand des Emittenten die Vertragsunterzeichnung genehmigt hat. Diese kumulativen Voraussetzungen werden in der Regel erst kurz vor dem Signing vorliegen, womit eine leichtere Handhabung der Ad-hoc-Meldepflicht für Emittenten einhergehen sollte.

Da Zwischenschritte auch in Zukunft bei nicht gewährleisteter Vertraulichkeit ad hoc veröffentlicht werden müssen, führt das neue Regime bei Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten im Ergebnis jedoch lediglich zu einer Art „Aufschub light". Emittenten müssen daher also auch zukünftig stets das Vorliegen von Zwischenschritten beobachten und einen aktuellen Entwurf einer Ad-hoc-Mitteilung über einen (weder aufgeschobenen noch veröffentlichten) insiderrelevanten Zwischenschritt zur Verfügung haben.

Der praktische Mehrwert der neuen Regelungen für Emittenten sowie deren detaillierte Ausgestaltung – etwa auch im Hinblick auf das nach Inkrafttreten der neuen Regelungen tatsächlich relevante Endereignis bei M&A-Transaktionen – werden aber insbesondere von den noch zu erlassenden delegierten Rechtsakten der Europäischen Kommission abhängen.

[44] Vgl auch *Wilhelm*, BKR 2024, 747 (754).

[45] Vgl *Wilhelm*, BKR 2024, 747 (753).

Gesellschafts- und Steuerrecht aus einer Hand

Linde

2024
1.068 Seiten, geb.
978-3-7073-5059-3 (Print & digital)
978-3-7073-4889-7 (Print)

Print & digital
€ 248,–

€ 198,–

Steuern.
Wirtschaft.
Recht.
Am Punkt.

Online bestellen &
Versandkosten sparen
shop.lindeverlag.at