

Herausgeber:

Peter Braumüller  
Daniel Ennöckl  
Michael Gruber  
Nicolas Raschauer

### Beiträge

Yasin Onur Demirci

**Die neue Ratingverordnung CRA III vor dem Hintergrund der Interessenkonflikte bei Ratingagenturen**

Alexander Schopper/Mathias Walch

**Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten – zugleich eine Besprechung von VwGH 2012/17/0554**

Michael Gruber

**IMD 1.5 – die Änderungen in der IMD 1 durch MiFID II**

### Judikatur

VwGH: Unzulässiger Auftrag betreffend Herstellung des gesetzmäßigen Zustandes unter Androhung des Konzessionsentzugs

OGH in Sachen AMIS: Keine analoge Anwendung von § 93 Abs 4a BWG („Mehrfachauszahlungen“) im System der Anlegerentschädigung

### Aktuelles

► Unionsrecht und nationales Recht

# Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten – zugleich eine Besprechung von VwGH 2012/17/0554

Aus Anlass einer aktuellen VwGH-Entscheidung behandelt der Beitrag die Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten.

## 1. Aktuelle VwGH-Entscheidung zu zeitlich gestreckten Sachverhalten

Folgender Sachverhalt lag dem Erkenntnis 2012/17/0554 des VwGH vom 29. 4. 2014<sup>1)</sup> zugrunde:

Im Rahmen einer Vorstandssitzung der RZ AG am 4. 11. 2009 fasste der Vorstand den Beschluss, ein Mergerprojekt zwischen der RZ AG und der börsennotierten RI AG zu starten. Die tatsächliche Umsetzung des Projekts war zu diesem Zeitpunkt offen, aber nicht unwahrscheinlich. Eine Ad-hoc-Meldung unterblieb und die RI AG fasste auch keinen Beschluss, die Bekanntgabe der Information aufzuschieben. Am 22. 2. 2010 kursierten auf dem Markt Gerüchte über das Mergerprojekt, woraufhin die RI AG die Fusionspläne im Rahmen zweier Ad-hoc-Meldungen am selben Tag bekanntgab.

Die FMA erließ einen Strafbescheid, gegen den die RI AG berief. Der UVS Wien bestätigte den Strafbescheid der FMA. Der VwGH hingegen folgte der Rechtsansicht der FMA und des UVS Wien nicht und hob den Bescheid des UVS Wien wegen Rechtswidrigkeit seines Inhalts auf.

Die VwGH-Entscheidung betrifft die Veröffentlichung von Insiderinformationen bei sogenannten zeitlich gestreckten Sachverhalten. Ein zeitlich gestreckter oder auch „mehraktiger bzw mehrstufiger Sachverhalt“ liegt vor, wenn ein bestimmtes Endereignis<sup>2)</sup> herbeigeführt werden soll und mit diesem Endereignis Zwischenschritte verknüpft sind, die bereits im Vorfeld eintreten. Ein Beispiel für ein Endereignis ist etwa eine Fusion, der eine Due-Diligence-Prüfung und Verhandlungen im Vorfeld als Zwischenschritte vorangehen,<sup>3)</sup> oder eine beschlossene Abdankung des gesellschaftsprägenden Vorstandsmitglieds, die noch der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf, sowie die Aufgabe eines Geschäftsfeldes, die mit Vorbereitungsmaßnahmen verbunden ist.

Im Hinblick auf die Ad-hoc-Meldepflicht stellen sich in dem Zusammenhang zwei grundlegende Fragen: i) Sofern das Endereignis kursrelevant iSd § 48a Abs 1 BörseG ist, stellt sich die Frage, ob die Information über das Endereignis (Fusion) erst veröffentlicht werden muss, wenn das Endereignis bereits eingetreten ist, oder bereits dann, wenn der künftige Eintritt wahrscheinlich ist. ii) Zum anderen ist fraglich, ob lediglich die Information über das Endereignis (Fusion) oder zusätzlich

auch Informationen über einzelne Zwischenschritte (bspw abgeschlossene Due-Diligence-Prüfung) veröffentlicht werden müssen.

## 2. Rechtliche Rahmenbedingungen

Einschlägig für die Ad-hoc-Meldepflicht bei zeitlich gestreckten Sachverhalten sind § 48a Abs 1 BörseG und § 48d BörseG. § 48a Abs 1 BörseG enthält die Legaldefinition für eine Insiderinformation. Es muss sich um eine nicht bekannte, genaue Information handeln, die einen Emittenten direkt oder indirekt betrifft und die kursrelevant ist. Kursrelevant ist eine Information, wenn „*sie ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde*“ (vgl § 48a Abs 1 Z 1 BörseG). Gem § 48d BörseG sind Emittenten von Finanzinstrumenten verpflichtet, Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben.

Allerdings sieht das BörseG keine speziellen Regelungen für zeitlich gestreckte Sachverhalte vor. Insb ist nicht geregelt, ob Zwischenschritte der Ad-hoc-Meldepflicht unterliegen oder generell nicht veröffentlicht werden müssen. Die Rechtslage ist im Wege der Auslegung der § 48a Abs 1 BörseG und § 48d BörseG zu ermitteln.

§ 48a Abs 1 BörseG und § 48d BörseG dienen vor allem der Umsetzung von Vorgaben der Marktmissbrauchs-RL<sup>4)</sup> und der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL<sup>5)</sup>.<sup>6)</sup> Die Bestimmungen sind richtlinienkonform auszulegen.<sup>7)</sup> Da die genannten Richtlinien im Gegensatz zur künftigen Marktmissbrauchs-VO keine speziellen Regelungen für zeitlich gestreckte Sachverhalte vorsehen,<sup>8)</sup> sind solche Sachverhalte nach den allgemeinen Richtlinien-Bestimmungen zur Ad-hoc-Publizität (insb Art 6

1) *Zahradnik*, ÖBA 2014, 627.

2) Genauer müsste es in Anlehnung an § 48d Abs 1 Satz 2 BörseG „bestimmter Umstand und bestimmtes (End-)Ereignis“ heißen. Weder das österreichische Recht noch das Unionsrecht definieren die Begriffe *Umstand* und *Ereignis* näher, sie werden nicht scharf voneinander unterschieden (näher *Klöhn* in KölnKomm WpHG<sup>2</sup> § 13 Rz 18 ff). Im Text wird der besseren Lesbarkeit wegen auf diese umständliche Formulierung verzichtet, mit *Ereignissen* sind stets auch *Umstände* gemeint.

3) Siehe allgemein zur Due-Diligence-Prüfung *Brogányi* in *Althuber/Schopper*, Unternehmenskauf & Due Diligence I 1 sowie *Grana/Vondrak* aaO 241.

4) RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl L 2003/96, 16.

5) RL 2003/124/EG zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl L 2003/339, 70.

6) Vgl *Rüffler*, Probleme der börserechtlichen ad-hoc-Publizität bei personellen Veränderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 724 (725).

7) VwGH 24. 3. 2014, 2012/17/0118; *Fleischer*, Ad-hoc-Publizität bei einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden, NZG 2007, 401 (404); allgemein *Habersack/Verse*, Europäisches Gesellschaftsrecht<sup>4</sup> (2011) § 3 Rz 53 ff; vgl zu den Besonderheiten der Rechtsetzung und Auslegung im Kapitalmarktrecht, insb die Rolle des CESR *Kals*, Europäisches Kapitalmarktrecht, in *Riesenhuber*, Europäische Methodenlehre (2006) 387.

8) Vgl insb Art 7 Abs 2 und Abs 3 VO 2014/596/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 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 2014/173, 1; die Bestimmungen orientieren sich wesentlich an EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – *Geltl* (dazu ausführlich *Langenbacher*, Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmissbrauchsverordnung, NZG 2013, 1401).

Marktmissbrauchs-RL) zu beurteilen, wobei der zu solchen Sachverhalten ergangenen EuGH-Rsp eine zentrale Rolle zukommt.

### 3. EuGH – Geltl

Im Zuge von rechtlichen Auseinandersetzungen über das Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds der börsennotierten Daimler AG befassten sich auch deutsche Gerichte mit der Frage, ob Informationen über Zwischenschritte der Ad-hoc-Meldepflicht unterliegen oder lediglich die Information über das Endereignis selbst veröffentlichungspflichtig ist.<sup>9)</sup> Der BGH legte den Fall dem EuGH zur Vorabentscheidung vor<sup>10)</sup> und gab diesem damit die Gelegenheit, sich in der Rs Geltl zur Auslegung der Marktmissbrauchs-RL und der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL zu äußern.<sup>11)</sup>

Der EuGH erkannte, dass Zwischenschritte ganz allgemein eine präzise Information iSd Art 1 Nr 1 der Marktmissbrauchs-RL sein können.<sup>12)</sup> Daraus folgt, dass Informationen über Zwischenschritte als Insiderinformation veröffentlichungspflichtig sind, wenn sie (1.) präzise bzw genau<sup>13)</sup> sowie (2.) kursrelevant sind (§ 48a Abs 1 Z 1 BörseG) und die hier nicht weiter interessierenden sonstigen Voraussetzungen einer Insiderinformation (nicht öffentlich bekannt; Emittentenbezug) vorliegen.

Weiters befasste sich der EuGH mit der Veröffentlichungspflicht von Informationen über künftige Ereignisse. Nach Art 1 Abs 1 der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL ist eine Information über ein künftiges Ereignis präzise, wenn es *„mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird, und diese Information darüber hinaus spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung (...) dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten (...) zulässt“*. Eine hinreichende Wahrscheinlichkeit liegt vor, wenn *„eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden“*.<sup>14)</sup> Trotz der Präzisierung der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ durch den EuGH ist nicht restlos geklärt, welchen Grad an Eintrittswahrscheinlichkeit ein Ereignis für eine präzise Information haben muss. Nach hA muss es aus ex-ante-Sicht *„nach den Regeln der allgemeinen Erfahrung“*<sup>15)</sup> überwiegend wahrscheinlich sein, dass ein Ereignis eintritt (50 % + x).<sup>16)</sup>

9) OLG Frankfurt 12. 2. 2009, 2 Ss-OWi 514/08, NJW 2009, 1520 (Ordnungswidrigkeitsverfahren); OLG Stuttgart 15. 2. 2007, 901 Kap 1/06, NZG 2007, 352; aufgehoben durch BGH 25. 2. 2008, II ZB 9/07, NZG 2008, 300; OLG Stuttgart 22. 4. 2009, 20 Kap 1/98, NZG 2009, 624.

10) BGH 22. 11. 2010, II ZB 7/09, NJW 2011, 309.

11) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Geltl = ZFR 2012/97 = ÖBA 2012, 711 (Ketzer) = GesRZ 2012, 248 = NJW 2012, 2787 = NZG 2012, 784.

12) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Geltl.

13) § 48a Abs 1 Z 1 BörseG weicht hier vom RL-Text ab und spricht von „genauer“ Information, während die Information nach der deutschen Fassung des Art 1 Nr 1 der Marktmissbrauchs-RL „präzise“ sein muss. Ein inhaltlicher Unterschied ist damit aber nicht verbunden (VwGH 24. 3. 2014, 2012/17/0118); keine genaue (weil zu unbestimmte) Information liegt bspw vor, wenn zwar Kaufverhandlungen über ein vom Emittenten gehaltenes Aktienpaket stattfinden, jedoch über den Preis noch nicht verhandelt wird (vgl VwGH aaO).

14) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Geltl.

15) Siehe BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (712).

16) Schall, ZIP 2012, 1282 (1288); Kocher/Widder, BB 2012, 1820 (1821); Hitzer, Zum Begriff der Insiderinformation, NZG 2012, 860 (862); Liese/Kraft, CCZ 2013, 219 (223); Veil in Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2014) § 13 Rz 72; vgl BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (712): „eher mit dem Eintreten des künftigen Ereignisses als mit seinem Ausbleiben zu rechnen sein“; krit Parmentier, Insiderinformation nach dem EuGH und vor der Vereinheitlichung, WM 2013, 970 (974); Möllers/Seidenschwann, Anlegerfreundliche Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH, NJW 2012, 2762 (2763).

Für zeitlich gestreckte Sachverhalte folgt aus dieser Rechtsprechung des EuGH, dass unabhängig von der Information über Zwischenschritte auch Informationen über künftige Endereignisse wie bspw eine geplante Fusion oder die voraussichtliche Abdankung eines prägenden Vorstandsmitglieds veröffentlicht werden müssen. Voraussetzung ist, dass ein Endereignis (1.) mit „hinreichender“ (= überwiegender) Wahrscheinlichkeit eintritt, (2.) bestimmt bzw spezifisch<sup>17)</sup> genug sowie (3.) kursrelevant ist und die sonstigen Voraussetzungen einer Insiderinformation (nicht öffentlich bekannt; Emittentenbezug) vorliegen.

### 4. Veröffentlichungspflichten bei zeitlich gestreckten Sachverhalten

#### 4.1. Erste Fallgruppe: Pflicht zur Veröffentlichung des künftigen Endereignisses

Da die Fallgestaltungen bei zeitlich gestreckten Sachverhalten vielfältig sind, empfiehlt es sich, Fallgruppen herauszuarbeiten. Die voranstehende Analyse von EuGH – Geltl legt nahe, zunächst zwei Fallgruppen zu unterscheiden:<sup>18)</sup>

Informationen über ein künftiges Endereignis (zB Fusion) sind unter den soeben genannten Voraussetzungen<sup>19)</sup> veröffentlichungspflichtig. Zwischenschritte spielen in dieser Fallgruppe grundsätzlich keine Rolle. Sie sind lediglich insoweit von Bedeutung, als durch bereits eingetretene Zwischenschritte die Wahrscheinlichkeit steigen kann, dass das Endereignis tatsächlich eintritt. Bspw könnte uU im Einzelfall erst aufgrund einer positiv ausgefallenen Due-Diligence-Prüfung in Zusammenschau mit voranschreitenden Verhandlungen *„tatsächlich erwartet werden“*,<sup>20)</sup> dass die Fusion stattfindet. Dann läge – sofern auch die sonstigen Voraussetzungen erfüllt sind – ab diesem Zeitpunkt eine Insiderinformation in Bezug auf die Fusion vor und der Emittent müsste die Information über die anstehende Fusion veröffentlichen.<sup>21)</sup>

#### 4.2. Zweite Fallgruppe: Pflicht zur Veröffentlichung von Zwischenschritten

Davon zu unterscheiden ist als zweite Fallgruppe die Veröffentlichungspflicht von Informationen über Zwischenschritte. Informationen über bereits eingetretene Zwischenschritte (bspw abgeschlossene Due-Diligence-Prüfung) können nach EuGH – Geltl unabhängig vom Endereignis (bspw Fusion) bereits für sich genommen eine Insiderinformation und damit veröffentlichungspflichtig sein.<sup>22)</sup> Der EuGH begründet dies vor allem mit teleologischen Überlegungen.<sup>23)</sup> Könnten Zwischenschritte für sich genommen keine Insiderinformationen sein, bestünde nach Ansicht des EuGH die Gefahr, dass mit Informationen

17) § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG weicht hier vom RL-Text ab und spricht von „bestimmt genug“, während die Information nach der deutschen Fassung des Art 1 Nr 1 der Marktmissbrauchs-RL „spezifisch genug“ sein muss. Ein inhaltlicher Unterschied ist damit aber nicht verbunden (VwGH 24. 3. 2014, 2012/17/0118); Bsp für eine unbestimmte Information bei VwGH aaO.

18) So auch BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09 Rz 17: *„Dabei ist zwischen der Information über ein bereits eingetretenes Ereignis oder einen vorliegenden Umstand und der Information über künftige Umstände und Ereignisse zu unterscheiden“*.

19) Siehe Pkt 3 aE.

20) Siehe Pkt 3 bei FN 14.

21) Vgl dazu Temmel in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I 678 f.

22) Vgl BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (710 f).

23) Dazu Liese/Kraft, CCZ 2013, 219 (222); teleologische Überlegungen bereits bei Rüffler, ÖBA 2009, 724 (730).

über Zwischenschritte Insiderhandel betrieben würde.<sup>24)</sup> Das würde dem zentralen Zweck der RL – der Unterbindung von Insiderhandel – widersprechen.<sup>25)</sup> Demnach kann nach EuGH – Gellert kein Zweifel daran bestehen, dass grundsätzlich auch Informationen über Zwischenschritte für sich genommen ad-hoc-meldepflichtig sein können.

Aus einem einzigen Ereignis können gleichzeitig Informationspflichten nach beiden soeben herausgearbeiteten Fallgruppen resultieren. Bei einer positiven Due-Diligence-Prüfung kann bspw die Information über die künftige Fusion veröffentlichungspflichtig sein, wenn diese „hinreichend wahrscheinlich“<sup>26)</sup> ist (erste Fallgruppe), gleichzeitig aber auch die Information über den Abschluss der Due-Diligence-Prüfung, falls diese Information kursrelevant ist (zweite Fallgruppe). Der Emittent muss beide Informationen veröffentlichen, falls jeweils die sonstigen Voraussetzungen einer Insiderinformation erfüllt sind. Er kann idR<sup>27)</sup> die Veröffentlichung beider Informationen in einer einzigen Ad-hoc-Meldung zusammenfassen.

### 4.3. Kursrelevanz eines Zwischenschritts

#### 4.3.1. Meinungsstreit über die Rolle von unwahrscheinlich eintretenden Endereignissen für Kursrelevanz

Während der EuGH den größten Streitpunkt der ersten Fallgruppe klärte, nämlich die Auslegung des Tatbestandsmerkmals der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“<sup>28)</sup> ist bei der zweiten Fallgruppe noch nicht geklärt, unter welchen Voraussetzungen eine Information über einen Zwischenschritt kursrelevant ist.

Dabei ist zu unterscheiden:

(1.) Eine Information über einen Zwischenschritt kann unabhängig vom Eintritt des Endereignisses kursrelevant sein.<sup>29)</sup> Bspw könnte in der Information über einen beabsichtigten Rücktritt eines Vorstandsmitglieds ein Hinweis auf Streitigkeiten im Vorstand liegen. Sofern die Information über die Streitigkeiten einen Schluss auf mögliche Kursauswirkungen zulässt (bestimmte Information)<sup>30)</sup> und ein verständiger Anleger die Information über die Streitigkeiten seiner Anlageentscheidung zugrunde legt,<sup>31)</sup> ist die Information über den beabsichtigten Rücktritt völlig unabhängig von dessen tatsächlichem Eintritt kursrelevant.

(2.) Regelmäßig hat eine Information über einen Zwischenschritt aber keine eigenständige Kursrelevanz, sondern letztere hängt ausschließlich vom Eintritt des Endereignisses ab. Bspw wirkt sich eine positive Due-Diligence-Prüfung im Rahmen einer geplanten Fusion regelmäßig nur deshalb auf den Kurs des Emittenten aus, weil sie Informationen über die geplante Fusion enthält. Die Information über die positive Due-Diligence-Prüfung hat keinen eigenen Informationswert in Bezug auf den Kurs der Finanzinstrumente des Emittenten, sondern

bezieht ihre Kursrelevanz ausschließlich aus dem Endereignis. Bei diesen Informationen hängt die Kursrelevanz davon ab, wie wahrscheinlich der Eintritt des (kursrelevanten) Endereignisses ist. In der Lehre gibt es dazu zwei unterschiedliche Ansichten.

#### 4.3.2. Unbeachtlichkeit von unwahrscheinlich eintretenden Endereignissen für Kursrelevanz

Nach einem Teil der Lehre legt ein verständiger Anleger seiner Anlageentscheidung nur Informationen über jene künftigen Endereignisse zugrunde, die mit überwiegender Wahrscheinlichkeit eintreten werden.<sup>32)</sup> Er spekuliert nicht auf den Eintritt von unwahrscheinlichen Endereignissen. Nach dieser Ansicht sind Zwischenschritte – sofern sie nicht für sich genommen kursrelevant sind – nur dann kursrelevant, wenn tatsächlich erwartet werden kann, dass das Endereignis, auf das sich der konkrete Zwischenschritt bezieht, mit überwiegender Wahrscheinlichkeit eintritt.<sup>33)</sup> In diesem Fall ist aber regelmäßig auch der Tatbestand der ersten Fallgruppe erfüllt, weil das Endereignis für sich genommen „hinreichend wahrscheinlich“<sup>34)</sup> ist. Abgesehen von Zwischenschritten, die für sich genommen kursrelevant sind,<sup>35)</sup> gibt es nach dieser Ansicht nur wenige Fälle, in denen ein Zwischenschritt zwar kursrelevant, aber nicht gleichzeitig der Tatbestand der ersten Fallgruppe (ad-hoc-meldepflichtiges künftiges Endereignis) erfüllt ist.

#### Beispiel

**Sachverhalt:**

*Die börsennotierte X AG plant eine Fusion mit der Y AG. Falls die Fusion zustande kommt, hat dies große Auswirkungen auf den Kurs der X AG. Die Due-Diligence-Prüfung ist abgeschlossen und positiv. Gleichwohl kann noch nicht mit überwiegender Wahrscheinlichkeit erwartet werden, dass die Fusion tatsächlich zustande kommt.*

**Rechtliche Beurteilung:**

*Die Information über die geplante Fusion ist nicht veröffentlichungspflichtig, weil es an der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ fehlt (erste Fallgruppe). Die Information über die Due-Diligence-Prüfung ist nicht veröffentlichungspflichtig, weil sie nicht kursrelevant ist (zweite Fallgruppe).*

24) Siehe auch BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (712).

25) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Gellert, Rz 35.

26) Bzw überwiegend wahrscheinlich; siehe Pkt 3 bei FN 14.

27) Zu den inhaltlichen und formalen Voraussetzungen einer Ad-hoc-Meldung vgl § 1 ff Veröffentlichungs- und Meldeverordnung (BGBl II 2005/109 idF BGBl II 2008/113).

28) Bzw überwiegende Wahrscheinlichkeit; siehe Pkt 3 bei FN 14.

29) Vgl dazu BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (711).

30) § 48 Abs 1 Z 1 lit a: „und darüber hinaus bestimmt genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Tatsachen oder Ereignisse auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt“.

31) Vor allem die erste Voraussetzung wird bei Streitigkeiten besonders kritisch geprüft werden müssen; vgl auch BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (711).

32) Seibt, Europäische Finanzmarktregulierung zu Insiderrecht und Ad hoc Publizität, ZHR 177 (2013), 388 (401 f); Krause/Brellochs, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich, AG 2013, 309 (313 f); Pawlik in KölnKomm WpHG<sup>1</sup> § 13 Rz 85; vgl aus der Rsp OLG Stuttgart 22. 4. 2009, 20 Kap 1/08, NZG 2009, 624 (627): „Auch die Gegenansicht, die jeden einzelnen eingetretenen Zwischenschritt im Falle seiner Kursrelevanz als Insiderinformation begreifen will (...) führt nicht zu anderen Ergebnissen, weil solche Umstände aus der auch hier maßgeblichen Sicht des verständigen Anlegers (§ WPHG § 13 WPHG § 13 Absatz 1 2 WpHG) nur kursrelevant sein können, wenn das künftige Ereignis, auf das sie inhaltlich gerichtet sind, hinreichend wahrscheinlich eintreten wird“; vgl auch Bachmann, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008) 597 (603) [„... überwiegende Wahrscheinlichkeit dafür gibt, dass ein erheblicher Kursauschlag eintreten wird“]; wohl auch Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>4</sup> § 13 Rz 50; tendenziell auch Kalls/Hasenauer, Update: Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, RdW 2012, 576 (581); Zahradnik, ÖBA 2014, 630.

33) Krause/Brellochs, AG 2013, 309 (313 f).

34) Bzw überwiegend wahrscheinlich; siehe Pkt 3 bei FN 14.

35) Siehe bei FN 29.

### 4.3.3. Beachtlichkeit von unwahrscheinlich eintretenden Endereignissen für Kursrelevanz

Nach der Gegenansicht bezieht ein verständiger Anleger in seine Anlageentscheidung auch Informationen über Endereignisse ein, die zwar mit überwiegender Wahrscheinlichkeit nicht eintreten, aber im Falle des Eintritts besonders große Kursveränderungen erwarten lassen.<sup>36)</sup> Diese Informationen sind daher entgegen der obigen Ansicht (Pkt 4.3.2) kursrelevant. Die probability magnitude Formel, die der EuGH für das Tatbestandsmerkmal der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ ausdrücklich abgelehnt hat,<sup>37)</sup> findet beim Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz Eingang in das Regime der Ad-hoc-Publizität.<sup>38)</sup> Je höher die zu erwartenden Kursveränderungen sind, desto geringere Anforderungen sind an die Eintrittswahrscheinlichkeit zu stellen.

Bei besonders kursrelevanten Endereignissen verschiebt sich der Zeitpunkt, in dem ein Emittent Informationen über Zwischenschritte veröffentlichen muss, im Vergleich zur Ansicht in Pkt 4.3.2 zeitlich deutlich nach vorne.

#### Beispiel (Sachverhalt wie oben Pkt 4.3.2.)

##### Rechtliche Beurteilung:

Die Information über die geplante Fusion ist nicht veröffentlichungspflichtig, weil es an der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ fehlt und die Information daher nicht genau ist. Auf die Höhe der Kursauswirkungen einer durchgeführten Fusion kommt es nicht an (erste Fallgruppe). Die Information über die Due-Diligence-Prüfung ist – abweichend von der Ansicht in Pkt 4.3.2 – trotz geringer Eintrittswahrscheinlichkeit der Fusion veröffentlichungspflichtig, falls die zu erwartenden Kursänderungen im Falle einer Fusion entsprechend groß sind (zweite Fallgruppe).

### 4.3.4. Stellungnahme

Für die zweitgenannte Ansicht (Pkt 4.3.3) spricht das im ersten Erwägungsgrund der 1. Marktmissbrauchs-Durchführungs-RL dargelegte Bild des verständigen Anlegers. Demnach stützen *verständige Investoren* „ihre Anlageentscheidungen auf Informationen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen (verfügbare Ex-ante-Informationen). Die Prüfung der Frage, ob ein verständiger Investor [...] ein bestimmtes Ereignis im Rahmen seiner Investitionsentscheidung berücksichtigt hätte, sollte folglich anhand der ex ante vorliegenden Informationen erfolgen. Eine solche Prüfung sollte auch die möglichen Auswirkungen der Information in Betracht ziehen [...]“.

Somit bezieht ein verständiger Anleger in seine Anlageentscheidung nicht nur die Eintrittswahrscheinlichkeit eines künftigen Endereignisses, sondern auch die möglichen Auswirkungen einer Information auf den Kurs mit ein. Für ihn sind solche Informationen kursrelevant.<sup>39)</sup> Für eine Auslegung, wonach ein verständiger Anleger auf diese Informationen verzichten würde, gibt es in der lex lata keinen Anhaltspunkt.

Der EuGH hat sich zu dieser wichtigen Frage nicht explizit geäußert, allerdings scheint er ebenfalls der hier vertretenen Ansicht zuzuneigen.<sup>40)</sup> In einem obiter dictum deutet er an, dass das Ausmaß der möglichen Kursbeeinflussung für das Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz von Bedeutung ist.<sup>41)</sup> Im Ergebnis ist der zweitgenannten Ansicht (Pkt 4.3.3) zu folgen, dh Informationen über Zwischenschritte sind kursrelevant, wenn das Endereignis mit überwiegender Wahrscheinlichkeit nicht eintritt, aber im Falle des Eintritts zu großen Kursveränderungen führt. Häufig wird gerade in solchen Konstellationen ein berechtigtes Interesse des Emittenten an der Geheimhaltung bestehen. Von besonderem Interesse ist daher die Möglichkeit eines Aufschubs der Ad-hoc-Meldung (dazu unten Pkt 7).

### 4.4. Dritte Fallgruppe: Pflicht zur Veröffentlichung von künftigen Zwischenschritten

Die beiden bisher erwähnten Fallgruppen werden durch eine dritte Fallgruppe ergänzt. Der EuGH weist in der Entscheidung Geltl lediglich obiter darauf hin.

„Folglich kann eine Information über einen Zwischenschritt eines zeitlich gestreckten Vorgangs eine präzise Information darstellen. Es ist darauf hinzuweisen, dass diese Auslegung nicht nur für Schritte gilt, die bereits existieren oder bereits eingetreten sind, sondern nach Art. 1 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124 auch Schritte betrifft, bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden“.<sup>42)</sup>

Nicht nur Informationen über bereits eingetretene Zwischenschritte müssen veröffentlicht werden (zweite Fallgruppe), sondern auch Informationen über künftige Zwischenschritte. Voraussetzung ist, (1.) dass tatsächlich erwartet werden kann, dass der *Zwischenschritt* eintreten wird und (2.) die Information über den Zwischenschritt kursrelevant ist.<sup>43)</sup>

#### Beispiel

##### Sachverhalt:

Wie oben Pkt 4.3.2, die Due-Diligence-Prüfung ist aber noch nicht abgeschlossen. Es ist jedoch sehr wahrscheinlich, dass diese positiv ausfallen wird.

##### Rechtliche Beurteilung:

Die Information über die noch nicht abgeschlossene Due-Diligence-Prüfung ist veröffentlichungspflichtig, falls die zu erwartenden Kursänderungen im Falle einer Fusion entsprechend groß sind.<sup>44)</sup> Es kann nämlich tatsächlich erwartet werden (laut Sachverhalt „sehr wahrscheinlich“), dass die Due-Diligence-Prüfung positiv ausfällt.

36) Klöhn, Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH, ZIP 2012, 1885; Rehahn, Teilschritte gestreckter Vorgänge als Insiderinformationen, GPR 2012, 319 (321); vgl BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (712); vgl auch Ruffler, ÖBA 2009, 724 (730 f).

37) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Geltl, insb Rz 56; dazu Zahradnik, ÖBA 2014, 630 (632).

38) Schall, ZIP 2012, 1282 (1288); Langenbacher, NZG 2013, 1401 (1403); Veil in Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 13 Rz 54; vgl dazu auch Hitzer, NZG 2012, 860 (862); krit Kocher/Widder, BB 2012, 1820 (1821).

39) Klöhn, ZIP 2012, 1885; Rehahn, GPR 2012, 319 (321); aA Krause/Brellochs, AG 2013, 309 (313 f).

40) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Geltl, Rz 55.

41) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Geltl, Rz 55.

42) EuGH 28. 6. 2012, C-19/11 – Geltl, Rz 38.

43) Die sonstigen Voraussetzungen einer Insiderinformation (nicht öffentlich bekannt; Emittentenbezug) bleiben im Text ausgeklammert, müssen aber ebenfalls erfüllt sein.

44) Dem Umstand, dass die Due-Diligence-Prüfung noch nicht abgeschlossen ist, wird ein verständiger Anleger dadurch Rechnung tragen, dass er der Information eine niedrigere Kursrelevanz beimisst als einer Information über eine abgeschlossene Due-Diligence-Prüfung.

## 5. Zwischenergebnis

### 5.1. Zusammenfassung

Die Analyse von EuGH – Geltl legt nahe, drei Fallgruppen zu unterscheiden, die einen Emittenten bei zeitlich gestreckten Sachverhalten zur Ad-hoc-Meldung von Informationen verpflichten.

- Die Information über das Endereignis muss veröffentlicht werden, wenn tatsächlich zu erwarten ist, dass das Endereignis eintreten wird (erste Fallgruppe).
- Die Information über einen bereits eingetretenen Zwischenschritt muss veröffentlicht werden, wenn diese Information kursrelevant ist (zweite Fallgruppe). (1.) Die Information über einen Zwischenschritt kann unabhängig vom Eintritt des Endereignisses kursrelevant sein, (2.) aber die Kursrelevanz kann auch ausschließlich vom Eintritt des Endereignisses abhängen. Im letztgenannten Fall ist eine Information über den Zwischenschritt kursrelevant, wenn entweder der Eintritt des Endereignisses überwiegend wahrscheinlich ist, oder der Eintritt des Endereignisses zwar unwahrscheinlich ist (also das Ausbleiben des Ereignisses überwiegend wahrscheinlich ist), aber im Falle eines Eintritts hohe Kursveränderungen zu erwarten sind.
- Die Information über einen noch nicht eingetretenen Zwischenschritt muss veröffentlicht werden, wenn tatsächlich erwartet werden kann, dass dieser Zwischenschritt eintritt und die Information über den Zwischenschritt kursrelevant ist (dritte Fallgruppe).

### 5.2. Würdigung

Im Ergebnis können einen Emittenten aufgrund der zweiten und dritten Fallgruppe bereits in einem sehr frühen Stadium eines zeitlich gestreckten Sachverhalts Veröffentlichungspflichten treffen. Das steht in einem offenkundigen Spannungsverhältnis zu den Ausführungen des EuGH in der Entscheidung *Geltl*, wonach gewährleistet werden sollte, dass „Ereignisse, deren Eintritt nicht wahrscheinlich ist, nicht als präzise Informationen eingestuft werden“.<sup>45)</sup> Denn Informationen über ein unwahrscheinlich eintretendes Endereignis müssen zwar nicht direkt veröffentlicht werden (erste Fallgruppe), über den „Umweg“ der veröffentlichten Information über den Zwischenschritt kommt es aber mittelbar zur Veröffentlichung der Information über das Endereignis in einem sehr frühen Zeitpunkt (zweite Fallgruppe).

Die aktuelle Rechtslage führt zu einer großen Rechtsunsicherheit für die Emittenten und auch für die mit der Vollziehung betrauten Behörden. Stets muss bei einer Vielzahl von auch nur mit geringer Wahrscheinlichkeit eintretenden Ereignissen geprüft werden, ob eine Insiderinformation vorliegen könnte. Die Praxis lässt den Emittenten und deren Beratern freilich nicht viel Zeit für feinsinnige und tieferschürfende rechtliche Beurteilungen, denn Insiderinformationen müssen möglichst „unverzüglich“<sup>46)</sup> (§ 48d Abs 1 BörseG) veröffentlicht werden. Das geltende Regime der Veröffentlichungspflicht bei zeitlich gestreckten Sachverhalten stellt überzogene Anforderungen an Emittenten. Der Aufschub der Ad-hoc-Meldung ist, wie sich

noch zeigen wird (Pkt 7), kein vollwertiger Ausgleich für die zeitlich früh geltende Veröffentlichungspflicht.<sup>47)</sup>

## 6. Ad-hoc-Meldepflicht bei dem der VwGH-Entscheidung zugrunde liegenden Sachverhalt

### 6.1. Vorstandssitzung über geplante Fusion als Zwischenschritt

Beurteilt man den zeitlich gestreckten Sachverhalt, welcher der VwGH-Entscheidung (Pkt 1) zugrunde lag, nach den soeben aus der Entscheidung *EuGH – Geltl* abgeleiteten Fallgruppen, könnte eine Ad-hoc-Meldepflicht allenfalls bereits im Zusammenhang mit der Vorstandssitzung am 4. 11. 2011 bestanden haben.

Vor der Vorstandssitzung bestanden jedenfalls keine Informationspflichten und zwar weder hinsichtlich der geplanten Vorstandssitzung (dritte Fallgruppe: künftiger Zwischenschritt), weil die Information über eine anstehende Vorstandssitzung mit ungewissem Ausgang nicht „bestimmt genug“ war, um überhaupt einen Schluss auf eine mögliche Kursauswirkung zuzulassen (vgl § 48 Abs 1 Z 1 lit a BörseG), noch – aufgrund der geringen Eintrittswahrscheinlichkeit – über die geplante Fusion (erste Fallgruppe).

Nach der Vorstandssitzung musste die RI AG die Information über die geplante Fusion veröffentlichen, falls mit überwiegender Wahrscheinlichkeit erwartet werden konnte, dass die Fusion stattfindet (erste Fallgruppe). Der VwGH entschied, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit hierfür nicht hoch genug war. Auf eine Pflicht zur Veröffentlichung der Information über die abgehaltene Vorstandssitzung (zweite Fallgruppe) ging der VwGH nicht näher ein.

### 6.2. Würdigung der VwGH-Entscheidung

Nach der hier vertretenen Auffassung wäre zu prüfen gewesen, ob trotz der vom VwGH angenommen geringen Eintrittswahrscheinlichkeit der Fusion die Auswirkungen auf den Kurs bei Durchführung der Fusion so groß sind, dass ein verständiger Anleger die Information über die abgehaltene Vorstandssitzung seiner Anlageentscheidung zugrunde legen würde (zweite Fallgruppe). Bejahendenfalls hätte die RI AG die Information über die abgehaltene Vorstandssitzung veröffentlichen müssen. Die Entscheidung des VwGH ist daher uE nicht vollständig begründet. Es liegt nahe, dass dem VwGH auch im Ergebnis nicht zuzustimmen ist, denn ein verständiger Anleger hätte die Information über die abgehaltene Vorstandssitzung wohl in seine Anlageentscheidung miteinbezogen, sodass die Information kursrelevant war (zweite Fallgruppe). Somit steht die Entscheidung auch in Widerspruch zu Ausführungen des EuGH in der *Rs Geltl*, konkret zur Rz 55 der Entscheidungsbegründung. Da auch die sonstigen Voraussetzungen einer Insiderinformation vorlagen, traf die Emittentin wohl eine Meldepflicht und den Vorinstanzen (FMA; UVS Wien) ist uE im Ergebnis entgegen dem VwGH zuzustimmen.

45) *EuGH* 28. 6. 2012, C-19/11 – *Geltl*, Rz 48.

46) Dazu ausführlich *Klöhn* in *KölnKomm WpHG* § 15 Rz 98 ff.

47) Siehe aber *BGH* 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (712): „Der Emittent ist dadurch geschützt, dass er die Veröffentlichung auf das eigene Risiko, die Vertraulichkeit gewährleisten zu können, aufschieben darf“.

## 7. Aufschieb der Ad-hoc-Meldung

### 7.1. Praktische Bedeutung des Aufschiebs bei zeitlich gestreckten Sachverhalten

Der VwGH ging auf den Aufschieb von Ad-hoc-Meldungen nicht näher ein, weil nach seiner Ansicht ohnehin keine Insiderinformation vorlag. Geht man hingegen mit der FMA und dem UVS Wien davon aus, dass die RI AG die Information über die abgehaltene Vorstandssitzung veröffentlichen musste, hätte sich als nächstes die Frage gestellt, ob die Ad-hoc-Meldung gem § 48d Abs 2 BörseG aufgeschoben wurde.

Ein Emittent kann sich gem § 48d Abs 2 BörseG von der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung einer Insiderinformation befreien, (1.) wenn die Ad-hoc-Meldung berechtigten Interessen des Emittenten schaden könnte, die bei zeitlich gestreckten Sachverhalten regelmäßig vorliegen werden,<sup>48)</sup> (2.) der Aufschieb nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und (3.) der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Zudem muss der Emittent gem § 48d Abs 2 letzter Satz BörseG die FMA unverzüglich von der Entscheidung, die Bekanntgabe der Insiderinformationen aufzuschieben, unterrichten. Ein Aufschieb ist auch ohne Mitteilung an die FMA wirksam, dh die Pflicht zur Veröffentlichung der Insiderinformation ist aufgeschoben. Der Emittent begeht jedoch eine Verwaltungsübertretung.<sup>49)</sup>

### 7.2. Beschluss über Aufschieb

Nach der in Österreich und Deutschland hA setzt ein wirk-samer Aufschieb eine bewusste Entscheidung des Emittenten voraus.<sup>50)</sup> Der in Deutschland im Vordringen begriffenen Auf-fassung, dass es sich bei der Befreiung von der unverzüglichen Veröffentlichungspflicht gem § 15 Abs 3 WpHG um eine Lega-lausnahme handelt,<sup>51)</sup> dh keine bewusste Entscheidung für einen Aufschieb erforderlich ist, steht in Österreich der Wortlaut des § 48d Abs 2 BörseG entgegen, weshalb de lege lata an der hA festzuhalten ist.<sup>52)</sup> Der Vorstand muss einen Beschluss fassen, die Ad-hoc-Meldung aufzuschieben.<sup>53)</sup> Für Emittenten ist diese Voraussetzung in der Praxis mit Rechtsunsicherheiten verbunden. Geht ein Emittent unrichtig davon aus, dass es sich bei einem Zwischenschritt nicht um eine Insiderinformation handelt, veröffentlicht er konsequenterweise auch keine Ad-

hoc-Meldung und fasst auch keinen Beschluss, die Ad-hoc-Meldung aufzuschieben, weil keine Notwendigkeit hierfür aus Sicht des Emittenten besteht. In einem solchen Fall liegt ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Meldepflicht selbst dann vor, wenn die Voraussetzungen für einen Aufschieb zweifelsfrei vorgelegen wären. Aus Praxissicht wird Emittenten daher zu raten sein, im Zweifel den Aufschieb einer geheimhaltungsbedürftigen Information zu beschließen.<sup>54)</sup>

### 7.3. Sanktionen bei fehlendem Beschluss über den Aufschieb

Einem Emittenten, der eine Insiderinformation nicht auf-schiebt und nicht veröffentlicht, droht eine Geldstrafe von bis zu € 60.000,- (§ 48 Abs 1 BörseG).<sup>55)</sup> Finanziell härter als eine Verwaltungsstrafe würden einen Emittenten in vielen Fällen zivilrechtliche Schadenersatzansprüche von Anlegern treffen. Diese richten sich nach allgemeinem Zivilrecht (§§ 1293 ff iVm § 1311 ABGB).<sup>56)</sup> Bei einem unterlassenen Aufschieb scheitern Schadenersatzansprüche von Anlegern nach Ansicht des BGH jedoch regelmäßig am Einwand des rechtmäßigen Alternativ-verhaltens<sup>57)</sup> bzw an der fehlenden Kausalität.<sup>58)</sup> Hätte sich der Emittent rechtmäßig verhalten, hätte er einen Beschluss über den Aufschieb der Ad-hoc-Meldung gefasst und den Aufschieb der FMA gemeldet. Der Anleger hätte somit auch bei rechts-konformen Verhalten des Emittenten infolge des Aufschiebs keine Kenntnis über die Insiderinformation erlangt.

## 8. Zusammenfassung in Thesen

- Es sind drei Fallgruppen zu unterscheiden, in denen ein Emittent bei zeitlich gestreckten Sachverhalten zur Ad-hoc-Meldung verpflichtet sein kann. Die Information über das Endereignis muss veröffentlicht werden, wenn tatsächlich zu erwarten ist, dass das Endereignis eintreten wird (erste Fallgruppe). Die Information über einen Zwischenschritt muss veröffentlicht werden, wenn diese Information kurs-relevant ist (zweite Fallgruppe). Sie ist auch dann kurs-relevant, wenn das Endereignis zwar mit überwiegender Wahrscheinlichkeit nicht eintritt, aber bei einem Eintritt große Kursänderungen zu erwarten sind. Die Information über einen noch nicht eingetretenen Zwischenschritt muss veröffentlicht werden, wenn tatsächlich erwartet werden kann, dass dieser Zwischenschritt eintritt und die Informa-tion über den Zwischenschritt kursrelevant ist (dritte Fall-gruppe).
- Der VwGH hat in der Entscheidung 2012/17/0554 nur die erste Fallgruppe, nicht aber die zweite Fallgruppe berück-sichtigt. Unter Berücksichtigung der zweiten Fallgruppe – was uE aufgrund der Entscheidung EuGH – Geldt geboten

48) Vgl die Beispiele in § 48d Abs 2 Z 1 BörseG.

49) *Lechner/Temmel in Temmel*, Börsegesetz § 48d Rz 70.

50) Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde vom 19. 6. 2013 betreffend Melde- und Veröffentlichungspflichten von Emittenten („Emittentenleit-faden“) 68; dazu *Lechner/Temmel in Temmel*, Börsegesetz § 48d Rz 69; aus Deutschland Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienst-leistungsaufsicht (2013) 59; *Frowein in Habersack/Mülbert/Schlitt*, Handbuch der Kapitalmarktinformation<sup>2</sup> (2013) § 10 Rz 74; *Koch in Veil*, Europäisches Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> § 19 Rz 109; *Mennicke*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentschei-dung des Emittenten, NZG 2009, 1059 (1061).

51) *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>6</sup> § 15 Rz 165a ff; *Klöhn*, Der Auf-schieb der Ad-hoc-Publizität wegen überwiegender Geheimhaltungsinter-essen des Emittenten (§ 15 Abs 3 WpHG), ZHR 178 (2014) 55 (94 ff); *ders* in *KölnKomm WpHG<sup>2</sup> § 15 Rz 312 ff*; OLG Stuttgart 22. 4. 2009, 20 Kap 1/08, NZG 2009, 624; *Ihrig/Kranz*, EuGH-Entscheidung Geldt/Daimler: „Selbst-befreiung“ von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, BB 2013, 451.

52) Nach § 48d Abs 2 aE BörseG muss der Emittent die FMA unverzüglich von der Entscheidung unterrichten, die Bekanntgabe der Insiderinformationen aufzuschieben. Dies setzt voraus, dass überhaupt eine Entscheidung des Emittenten vorliegt. Überdies ist § 48d Abs 2 Satz 1 BörseG im Aktiv formuliert („Ein Emittent [...] aufzuschieben“; nicht: ist aufgeschoben), was ebenfalls für ein Beschlusserfordernis spricht.

53) Vgl Emittentenleitfaden (FN 50) 68 f; zur Delegation dieser Aufgabe an andere Personen siehe Emittentenleitfaden 69; vgl auch *Ihrig/Kranz*, BB 2013, 451 (456).

54) Vgl zur Zulässigkeit von vorsorglichen Selbstbefreiungen *Ihrig/Kranz*, BB 2013, 451 (456 f).

55) Vgl *Temmel in Althuber/Schopper*, Unternehmenskauf & Due Diligence I 681; Art 30 Abs 2 Marktmissbrauchs-VO (FN 8) wird die Verwaltungsstrafen erheblich anheben.

56) Die Ad-hoc-Meldepflicht ist nach Ansicht der Rsp in Österreich ein Schutz-gesetz zugunsten einzelner Anleger; siehe OGH 15. 3. 2012, 6 Ob 28/12d; OGH 24. 1. 2013, 8 Ob 104/12w; krit *Schopper*, Ad-hoc-Meldepflicht als Schutzgesetz, ÖBA 2014, 495.

57) BGH 23. 4. 2013, II ZB 7/09, NZG 2013, 708 (713); vgl auch *Bachmann*, Ad-hoc-Publizität nach „Geldt“, Der Betrieb 2012, 2006 (2010).

58) Vgl dazu *Koziol*, Wegdenken und Hinzudenken bei der Kausalitätsprüfung, RdW 2007, 12; *ders*, Haftpflichtrecht I<sup>3</sup> (1997) Rz 8/63 in FN 239; *ders*, Grundfragen des Schadenersatzrechts (2010) Rz 7/24; *Karollus*, Funktion und Dogmatik der Haftung aus Schutzgesetzverletzung (1992) 392.

wäre – ist die Entscheidung des VwGH wohl auch im Ergebnis abzulehnen.

- Der Aufschiebung einer Ad-hoc-Meldung setzt einen Beschluss des Vorstands voraus. Liegen die Voraussetzungen für einen

Aufschiebung der Ad-hoc-Meldung vor und fasst der Vorstand keinen entsprechenden Beschluss, begeht der Emittent eine Verwaltungsübertretung. Anleger stehen in dem Fall aber keine Schadenersatzansprüche gegen den Emittenten zu.

Foto privat



**Der Autor:**

Univ.-Prof. Dr. Alexander Schopper ist Inhaber eines Lehrstuhls für Unternehmensrecht am Institut für Unternehmens- und Steuerrecht der Universität Innsbruck.

**Kontakt:** alexander.schopper@uibk.ac.at

**Der Autor:**

MMag. Dr. Mathias Walch ist am selben Institut als Universitätsassistent tätig.

**Kontakt:** mathias.walch@uibk.ac.at

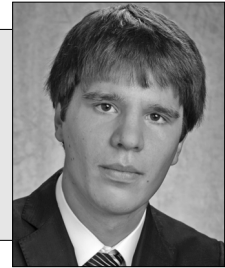


Foto Hoferlbk