

Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen

SUSANNE KALSS/CLEMENS HASENAUER

Ausgehend von den europarechtlichen Vorgaben, den gesetzlichen Bestimmungen in Österreich, der aktuellen Judikatur, insb auch des UVS Wien, und der Rechtsansicht der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) und der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) soll auf Basis der hM¹ ein Überblick über die aktuelle Rechtslage zur Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen gegeben werden. IdZ interessiert vor allem die Frage, zu welchem Zeitpunkt bei gestreckten Geschehensabläufen die Pflicht zur Abgabe einer Ad-hoc-Meldung ausgelöst wird. Typisches Beispiel eines gestreckten Geschehensablaufs ist der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens.

I. Einleitung

Börsennotierte Unternehmen sehen sich bei M&A-Transaktionen mit vielfältigen rechtlichen Fragestellungen konfrontiert. Dazu zählt gerade auch die Ad-hoc-Meldepflicht. Beginnend mit der ersten Kontaktaufnahme zwischen Käufer und Verkäufer bis zum Abschluss der Transaktion müssen die beteiligten Unternehmen (Käufer, Verkäufer und unter Umständen auch die Zielgesellschaft) überlegen, ob und wann genau eine Insider-Information vorliegt, womit die gesetzliche Ad-hoc-Pflicht ausgelöst wird. Für das Unternehmen kann nicht nur die unterlassene oder zu späte Ad-hoc-Meldung negative rechtliche Konsequenzen haben (zB allfällige Verwaltungsstrafen), sondern auch eine verfrühte Veröffentlichung. Sind etwa Anleger durch die (verfrühte) Ad-hoc-Meldung zu Anlageentscheidungen verleitet worden, und kommt der Kauf doch nicht zustande, besteht die Gefahr, dass die Anleger gegenüber dem Unternehmen, das die Ad-hoc-Meldung veröffentlicht hat, Schadenersatzansprüche geltend machen könnten, zumal in einem derartigen Fall die Gefahr der Irreführung gegeben ist. Der Emittent haftet im Grundsatz in diesen Fällen bei entsprechendem Rechtswidrigkeitszusammenhang für den beim Anleger entstandenen Vertrauensschaden,² wobei das Ausmaß des Haftungssubstrats umstritten ist.³

Die Wahl des richtigen Zeitpunkts ist eine Gratwanderung im Spannungsfeld der wirtschaftlichen Interessen der Unternehmen, des Informationsinteresses und der Dispositionsmöglichkeit der Anleger, der Integrität des Marktes und letztlich der Ansicht und Vorgehensweise der zuständigen Behörden. Die Rechtsordnung hat die Interessen von Anlegern, des

Marktes insgesamt und der betroffenen Unternehmen in Einklang zu bringen. Angesichts der Irreversibilität von Information⁴ ist für alle Beteiligten, insb aber für die betroffenen Unternehmen, Rechts- und Planungssicherheit von besonderer Bedeutung. Dies umso mehr, als die unternehmerischen Entscheidungen, somit Entscheidungen mit mehreren Variablen und Alternativen,⁵ in vielen Fällen unter hohem Zeitdruck gefasst werden.

II. Gesetzliche Bestimmungen

1. Europarechtliche Grundlagen

Die gesetzlichen Regelungen für die Ad-hoc-Publizität und das Insiderrecht basieren auf europäischen Vorgaben. Die aktuelle Grundlage bildet die im Jahre 2003 im Rahmen eines Komitologieverfahrens ergangene Marktmissbrauchsrichtlinie,⁶ die ihrerseits die Insiderrichtlinie der EG aus dem Jahre 1989⁷ ersetzte.

Die Marktmissbrauchsrichtlinie dient der Vollendung des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen. Mit der Verpflichtung der Emittenten, wesentliche, den jeweiligen Emittenten unmittelbar betreffende neue Tatsachen unverzüglich zu veröffentlichen (Ad-hoc-Pflicht), soll möglichst zeitnah ein Informationsgleichgewicht der Anleger am Kapitalmarkt geschaffen werden (informationelle Gleichbehandlung und Chancengleichheit).⁸ Neben der Sicherung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte (Funktionsschutz) und dem Schutz der Anleger liegt iSd Sicherung der informellen Gleichbehandlung ein wesentlicher Aspekt der Ad-hoc-Publizität im Flankenschutz zum Insiderhandelsverbot.⁹ In-

Univ.-Prof. Dr. Susanne Kalss, LL.M. (Florenz) ist Vorsitzende des Departments für Unternehmensrecht und Arbeitsrecht an der Wirtschaftsuniversität Wien. Dr. Clemens Hasenauer, LL.M. ist Rechtsanwalt in Wien.

¹ Kalss/Zahradnik, BörsenGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, ecolo 2006, 393; Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten bei unternehmensspezifischen Transaktionen, in Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch Kapitalmarktrecht III. Informationsverhalten am Kapitalmarkt (2006) 130.

² Eckert, Emittentenhaftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation und aktienrechtliche Kapitalerhaltung, GesRZ 2010, 88 (88 f); M. Gruber, Prospekthaftung der AG versus Kapitalerhaltung, GesRZ 2010, 73 (76 und 79); Karollus, Nochmals: Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation und Kapitalerhaltung in der AG, ZFR 2010, 50 (52); Rüffler, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformation und Kapitalerhaltung in der AG, in FS Straube (2009) 113; aA Enzinger, Grundlagen und Voraussetzungen der Haftung für Erklärungen an die Öffentlichkeit, insbesondere im Kapitalmarktrecht, in FS Straube (2009) 19 (24 ff).

³ Siehe etwa: nur ausschüttungsfähige Mittel: Kalss, Anlegerinteressen (2001) 218; vgl FN 2 (Diskussion).

⁴ Kalss/Oelkers, Öffentliche Bekanntgabe – ein wirksames Aufsichtsinstrument im Kapitalmarktrecht? ÖBA, 2009, 123 (132).

⁵ Lutter, Die Business Judgement Rule in Deutschland und Österreich, GesRZ 2007, 79 (82).

⁶ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl L 95 vom 12.4.2003, S 16.

⁷ Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl L 334 vom 18.11.1989, S 30.

⁸ Vgl Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 130.

⁹ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I (2005) § 14 Rz 2 mit Verweis ua auf Altendorfer/Kalss/Oppitz, Börsenrechtliche Publizität, in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts (1998) 109 (139); Oppitz/Schwarz-Vartok, Die Ad-hoc-Publizität aus der Sicht des Unternehmens, RWZ 1995, 258 (258 f); M. Gruber, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239 (240 f).

siderhandel wird als Ausprägung des Marktmissbrauchs gesehen, welcher insgesamt die Integrität und Funktionsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes gefährdet und damit das Vertrauen der Öffentlichkeit, insb auch der Akteure des Kapitalmarkts selbst, in diesen erschüttert. Die Zeitspanne zwischen dem Entstehen einer Insider-Information und deren allgemeiner Bekanntheit soll möglichst kurz gehalten werden, um die Gefahr des Missbrauchs der betreffenden Information hintanzuhalten.¹⁰

Zur Durchführung und näheren Präzisierung der Marktmissbrauchsrichtlinie wurden eine Durchführungsverordnung¹¹ sowie drei Durchführungsrichtlinien¹² erlassen. Die BörseG-Novelle 2004¹³ setzte die europäischen Regeln in nationales Recht um.

2. Österreichisches BörseG

2.1. Allgemeines

Die für die *Ad-hoc*-Publizität relevanten Normen des BörseG enthalten eine Reihe von unbestimmten Tatbestandsmerkmalen, die ihre Anwendung erschweren. Gründe hierfür sind die Entstehungsgeschichte der Marktmissbrauchsrichtlinie im Rahmen eines Komitologieverfahrens sowie die Tatsache, dass der österreichische Gesetzgeber die europäischen Vorgaben weitgehend wortwörtlich und nur zeitlich versetzt jeweils *en bloc* in die österreichische Rechtsordnung übernommen hat, ohne auf die Systematik und Terminologie des BörseG Bedacht zu nehmen.¹⁴

Als Auslegungshilfe¹⁵ kann ein Rundschreiben der österreichischen FMA herangezogen werden. Die Behörde legt in dem Rundschreiben ihre Ansicht zur Auslegung der verschiedenen gesetzlichen Bestimmungen zur *Ad-hoc*-Publizität, zur Insider-Information und zu den Meldungen von *directors' dealings* dar.¹⁶ Aufgrund der (auf den Richtlinien basierenden) ähnlichen Rechtslage in Deutschland und Österreich kann zur Auslegung auch auf deutsche Quellen zurückgegriffen werden, insb auf den Emittentenleitfaden der deutschen BaFin.¹⁷

2.2. Ad-hoc-Publizitätspflicht

Nach § 48d Abs 1 BörseG haben Emittenten von Finanzinstrumenten die Pflicht, Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben. Erforderlich ist es daher, dass die Insider-Information (siehe dazu Pkt II.3) den Emittenten unmittelbar betrifft. Schließlich kann ein Emittent auch lediglich über diese Informationen Auskunft geben.¹⁸ Nicht offenzulegen sind Insider-Informationen, die den Emittenten nur mittelbar betreffen, wie zB allgemeine volkswirtschaftliche Daten, allgemeine Marktentwicklungen, Arbeitslosenzahlen, Änderungen der Gesetzeslage etc.¹⁹

Unverzüglich ist idS zu verstehen, dass die Pflicht zur Offenlegung der Information im Regelfall binnen weniger Stunden ab Eintritt und Kenntnis der Insider-Information besteht.²⁰ Nach der deutschen hM bedeutet unverzüglich (unter Verweis auf § 121 Abs 1 Satz 1 BGB), dass der Emittent seinen Pflichten ohne schuldhaftes Zögern nachkommen muss, wobei ihm jedoch stets ein angemessener Prüfungszeitraum (mit der Möglichkeit, externe Berater heranzuziehen) zusteht.²¹

Auch erhebliche Veränderungen über eine bereits bekannt gegebene Insider-Information sind unverzüglich zu veröffentlichen.²² Die genaue Ausgestaltung der *Ad-hoc*-Meldung wird in einer eigenen Verordnung der FMA festgelegt.²³ Die Veröffentlichung ist nach § 82 Abs 8 BörseG über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das zumindest innerhalb der EG verbreitet ist, vorzunehmen.²⁴ Emittenten von Wertpapieren, die zum amtlichen Handel oder geregelten Freiverkehr zugelassen sind, haben nach § 82 Abs 7 BörseG die nach § 48d BörseG zu veröffentlichenden Tatsachen vor der Veröffentlichung der FMA und dem Börseunternehmen (Wiener Börse AG) mitzuteilen.

Der Emittent kann jedoch unter bestimmten Umständen selbst die Entscheidung treffen, die Bekanntgabe der Insider-Information nach Maßgabe des § 48d Abs 2 BörseG aufzuschieben. Hierfür müssen kumulativ drei Voraussetzungen vorliegen: 1.) Die berechtigten Interessen des Emittenten könnten durch die Veröffentlichung geschädigt werden, 2.) die Unterlassung der Veröffentlichung ist nicht geeignet, die Öffentlichkeit irreführen, und 3.) der Emittent ist für den Zeitraum der Hinausschiebung in der Lage, die Vertrau-

¹⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 2.

¹¹ Verordnung (EG) Nr 2273/2003 der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABl 336 vom 23.12.2003, S 33.

¹² 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, ABl L 339 vom 24.12.2003, S 70; Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl L 339 vom 24.12.2003, S 73; Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen [...], ABl L 162 vom 30.4.2004, S 70.

¹³ BGBl I 2004/127.

¹⁴ Hierzu zB Rüffler, Probleme der börserechtlichen ad-hoc-Publizität bei personellen Veränderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 724 (725 f); Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 131; generell Kalss in Zentrum Soziale Marktwirtschaft, Julius Raab Stiftung (2009) 121.

¹⁵ Siehe Pkt 1. des Rundschreibens der FMA vom 6.3.2006 idF 5.4.2007, online abrufbar unter <http://www.fma.gv.at>.

¹⁶ Rundschreiben der FMA vom 6.3.2006 idF 5.4.2007.

¹⁷ Emittentenleitfaden der BaFin idF 28.4.2009, online abrufbar unter <http://www.bafin.de>.

¹⁸ Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 140.

¹⁹ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 5 und 9; Frowein in Habersack/Mülberr/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation (2008) § 10 Rz 32 ff; Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 140 mit Verweis auf die Empfehlungen des Komitees der europäischen Wertpapier-Aufsichtsbehörden (CESR) – CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-0894, 13 f.

²⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 18; UVS Wien 26.8.2003, 06/42/5011/2003: In dieser Entscheidung geht der UVS Wien offenbar davon aus, dass eine unverzügliche Meldung innerhalb eines Zeitraums von etwas mehr als einer Stunde nach Eintritt des der Meldung zugrunde liegenden Ereignisses vorgenommen werden muss; siehe ferner UVS Wien 22.2.2010, 06/FM/57/7999/2008.

²¹ Assmann in Assmann/Schneider, WpHG⁵ (2009) § 15 Rz 248 f.

²² Zur Aktualisierungs- und Berichtigungspflicht siehe Kalss, Berichtigungs- und Aktualisierungspflichten im Kapitalmarktrecht, in FS Hopt (2010) 2061; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG⁵, § 15 Rz 183 ff; Frowein in Habersack/Mülberr/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 10 Rz 127; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 46 ff.

²³ Vgl Veröffentlichungs- und Meldeverordnung der FMA vom 22.4.2005, BGBl II 2005/109 idF BGBl II 2008/113 (im Folgenden: VMV).

²⁴ Nach § 11 Abs 2 VMV verfügen Reuters, Bloomberg und Dow Jones Newswire über eine solche Verbreitung.

lichkeit der Insider-Information zu gewährleisten.²⁵ Die Entscheidung über den Aufschub ist der FMA unverzüglich mitzuteilen. Sollte eine der drei genannten Voraussetzungen wegfallen, ist die *Ad-hoc*-Mitteilung umgehend vorzunehmen.

Ein wichtiger im Gesetz geregelter Fall des berechtigten Interesses sind laufende Verhandlungen oder damit verbundene Umstände, wenn durch die Veröffentlichung das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen wahrscheinlich beeinträchtigt würde. Neben der demonstrativen Aufzählung von Fällen von berechtigten Interessen in § 48d Abs 2 Z 1 BörseG sind auch weitere Fälle eines berechtigten Interesses möglich.²⁶

Ein Verstoß gegen die Publizitätspflicht des § 48d BörseG kann von der FMA nach § 48 Abs 1 Z 2 BörseG mit einer Verwaltungsstrafe von bis zu 30.000 Euro geahndet werden, zusätzlich kann die FMA den Verstoß nach § 48q Abs 4 BörseG öffentlich bekannt machen („an den Pranger stellen“),²⁷ in besonders schwerwiegenden Fällen droht sogar der Entzug der Börselizenz.²⁸ Darüber hinaus können sich Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder oder sonstige Beauftragte des Emittenten gem § 255 Abs 1 Z 1 AktG gerichtlich strafbar machen, wenn sie in einer *Ad-hoc*-Mitteilung vorsätzlich Tatsachen unrichtig wiedergeben, verschleiern oder verschweigen.²⁹ Weiters sind zivilrechtliche Ansprüche aufgrund Schutzgesetzverletzung oder aus einer Fortentwicklung der *culpa in contrahendo* denkbar.³⁰

3. Insider-Information

Nach § 48a Abs 1 Z 1 BörseG ist eine Insider-Information eine öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die direkt oder indirekt³¹ 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.

Eine Insider-Information ist daher durch drei maßgebliche Tatbestandselemente gekennzeichnet, nämlich:

- Sie darf nicht öffentlich bekannt sein;
- es muss sich um eine genaue Information handeln;
- bei öffentlicher Bekanntheit muss die Information geeignet sein, den Kurs des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.

3.1. Öffentlich nicht bekannte Information

Die hM in Deutschland und Österreich vertritt hinsichtlich des erforderlichen Grads der Öffentlichkeit einer Information

das Konzept der Bereichsöffentlichkeit, welches besagt, dass eine Information bereits dann als öffentlich bekannt gilt, wenn es einer unbestimmten Anzahl von Personen aus dem Kreis der Marktteilnehmer möglich ist, von ihr Kenntnis zu nehmen.³² Es ist daher nicht notwendig, dass die Information die breite Öffentlichkeit oder ein breites Anlegerpublikum tatsächlich erreicht, es genügt bereits die *bloße Möglichkeit der Kenntnisnahme* durch den *engeren Kreis regelmäßiger Marktteilnehmer*, damit die Information als „öffentlich bekannt“ zu qualifizieren ist.³³

Nach dem Rundschreiben der FMA und dem Emittentenleitfaden der BaFin ist eine Information öffentlich bekannt, wenn sie einem breiten Anlegerpublikum und damit einem unbestimmten Kreis von Personen zugänglich gemacht wurde.³⁴ Jeder interessierte Marktteilnehmer hat so die Möglichkeit, von der Insider-Information Kenntnis zu nehmen.³⁵ Jedenfalls ist die Information laut dem FMA-Rundschreiben öffentlich bekannt, wenn sie gem § 82 Abs 1 Z 2 BörseG über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das zumindest im gesamten Bundesgebiet verbreitet ist, veröffentlicht wurde.³⁶ Andere Veröffentlichungsformen werden zum Teil kritisch gesehen.³⁷

Bei Bekanntgabe einer Insider-Information im Zuge einer Hauptversammlung, die in Echtzeit im Internet übertragen wird (§ 102 Abs 3 AktG), ist nicht gewährleistet, dass die betreffende Information *zeitgleich* der Öffentlichkeit bekannt gegeben wird.³⁸ In diesem Fall ist es erforderlich, dass zeitgleich bzw unmittelbar vor Beginn der Hauptversammlung eine *Ad-hoc*-Meldung vorgenommen wird.³⁹ In der Praxis wird es aber eher selten⁴⁰ vorkommen, dass eine Insider-Information gerade während oder unmittelbar vor der Hauptversammlung entsteht.

3.2. Genaue Information

Wann kann eine Information als genau iSd § 48a Abs 1 Z 1 BörseG angesehen werden? Zweck dieses Tatbestandsmerkmals ist es, reine Spekulationen oder unbestimmte Vermutungen aus dem Tatbestand auszuschließen.⁴¹ Der Begriff der Genauigkeit wird in § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG näher umschrieben.

³¹ Direkte Betroffenheit liegt etwa vor, wenn die Information aus dem Geschäftsbereich des Emittenten stammt; siehe dazu ausführlicher ua *Temmel in Althuber/Schopper, Handbuch Unternehmenskauf & Due Diligence I* (2010) 672 Rz 29 ff.

³² *Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar*⁴ (2010) § 13 WpHG Rz 31; *Assmann in Assmann/Schneider, WpHG*⁵, § 13 Rz 34 ff; *Pawlik in Hirte/Möllers, Kölner Komm WpHG* (2007) § 13 Rz 28 ff; *Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG* (2009) § 13 Rz 81 ff; *Schuhmacher, Zur Auslegung des neu gefaßten Tatbestands des Mißbrauchs einer Insider-Information, ÖBA* 2005, 533 (539) mwN.

³³ *Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG*, § 13 Rz 82; *Assmann in Assmann/Schneider, WpHG*⁵, § 13 Rz 34 ff.

³⁴ Pkt 2.3.1.1. des Rundschreibens der FMA; Pkt III.2.1.2. des Emittentenleitfadens der BaFin.

³⁵ Pkt III.2.1.2. des Emittentenleitfadens der BaFin.

³⁶ Pkt 2.3.1.1. des Rundschreibens der FMA.

³⁷ Zur Frage der Öffentlichkeit und gegebenenfalls des maßgeblichen Zeitpunkts bei Mitteilung von Informationen auf anderem Wege, wie zB an Nachrichtenagenturen, im Rahmen von Pressekonferenzen, Hauptversammlungen, auf der Homepage des Unternehmens oder in einem Gerichtsverfahren, siehe ua *Assmann in Assmann/Schneider, WpHG*⁵, § 13 Rz 38 ff; *Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG*, § 13 Rz 92 ff; *Pawlik in Kölner Komm WpHG*, § 13 Rz 30 ff; *Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar*⁴, § 13 WpHG Rz 31.

³⁸ Pkt 2.3.1.1. des Rundschreibens der FMA; Pkt III 2.1.2. des Emittentenleitfadens der BaFin; *Temmel in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I*, 669 Rz 21.

³⁹ *Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten*, 136; *Kalss, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung*⁷ (2010) § 221a Rz 67.

⁴⁰ Einer der wenigen bereits gerichtlich entschiedenen Fälle beruhte allerdings auf einer Information in einer Hauptversammlung!

⁴¹ *Schuhmacher, ÖBA* 2005, 539.

²⁵ *Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I*, § 14 Rz 30 ff; *Kalss/Zahradnik, ecolex* 2006, 396; *Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten*, 157.

²⁶ IdS auch Pkt 2.4. des Rundschreibens der FMA; siehe dazu ausführlicher *Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten*, 158 ff; *Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I*, § 14 Rz 32 ff.

²⁷ Ausführlich *Kalss/Oelkers, ÖBA* 2009, 132.

²⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I*, § 14 Rz 52.

²⁹ *Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I*, § 14 Rz 51; *Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten*, 161; *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG* (2003) § 255 Rz 22.

³⁰ Ausführlich *M. Gruber, ÖBA* 2003, 247 ff mwN; *Wilhelm, Zur Haftungsbegründung nach falschen Ad hoc-Mitteilungen, ecolex* 2010, 534 (534 f); zum Schutzgesetz *Rüffler, Kapitalmarktrechtliche Informations- und Verhaltenspflichten als Schutzgesetz?* GeS 2010, 113; aA *Enzinger, Haftung für Erklärungen an die Öffentlichkeit*, 24 ff.

Eine Information gilt dann als genau, wenn sie 1.) eine Reihe von bereits vorhandenen oder solchen Tatsachen und Ereignissen erfasst, bei denen man *mit hinreichender Wahrscheinlichkeit* davon ausgehen kann, dass sie *in Zukunft eintreten* werden, und 2.) 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.

Das Gesetz legt in dieser Bestimmung nicht fest, um wie viele (zahlenmäßig) Tatsachen oder Ereignisse es sich handeln muss. Vielmehr kommt es darauf an, ob die Tatsache(n) oder das Ereignis/die Ereignisse, allein oder im Zusammenspiel mit anderen Tatsachen oder Ereignissen, im Ergebnis eine Auswirkung auf den Markt haben können.⁴²

Die Frage, ob eine Information als „genau“ anzusehen ist, ist nach einer zweistufigen Prüfung zu beantworten. In einem ersten Schritt ist zu fragen, ob ein Ereignis oder eine Tatsache bereits eingetreten ist, bzw, sofern dies nicht der Fall ist, der Eintritt dieser Tatsachen oder Ereignisse hinreichend wahrscheinlich ist (zur hinreichenden Wahrscheinlichkeit siehe noch genauer unter Pkt IV.2.).

In einem zweiten Schritt ist die Kursrelevanz der betreffenden Information zu prüfen, dh, es ist zu fragen, ob die Information bestimmt/konkret genug ist, um kursrelevante Schlüsse zuzulassen.⁴³ Auf dieser Ebene ist die tatsächliche Kurserheblichkeit der fraglichen Information nicht Gegenstand der Prüfung. Maßgeblich ist an dieser Stelle der Umstand, ob die Information aufgrund ihres hinreichenden Emittenten- oder Insiderpapierbezuges überhaupt die Eignung zur Beeinflussung des Kurses besitzt.⁴⁴

Beide Elemente müssen kumulativ vorliegen, dh, es muss die hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit ebenso gegeben sein wie die ausreichende Bestimmtheit, um die Kursbeeinflussungseignung für eine Entscheidung eines verständigen Anlegers abschätzen zu können.⁴⁵

Nach dem Rundschreiben der FMA kann bereits bei Vorliegen einer Tatsache oder eines Ereignisses eine genaue Information vorliegen, sofern sie hinreichend Grundlage für die Einschätzung über den zukünftigen Verlauf des Börse- oder Marktpreises sein kann.⁴⁶ Die BaFin hält fest, dass diesem Anspruch nur konkrete Umstände genügen, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden.⁴⁷

3.3. Eignung, den Kurs des Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen

Die Information ist nur zu veröffentlichen, wenn sie bei öffentlicher Bekanntheit *geeignet wäre*, den Kurs des betreffenden Finanzinstruments *erheblich* zu beeinflussen, weil sie ein verständiger Anleger *wahrscheinlich* als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

Die Information muss daher lediglich die Eignung zur Kursbeeinflussung haben. Es kommt grundsätzlich nicht darauf an, ob sich der Kurs des Finanzinstruments nach Veröffentlichung der Information tatsächlich ändert.⁴⁸ Die Kurserheblichkeit ist damit ein abstraktes Gefährdungsmerkmal, das einen Erfolg (tatsächliche Kursbeeinflussung) nicht voraussetzt.⁴⁹ Naturgemäß ist aber die tatsächliche Kursveränderung ein maßgebliches Indiz für die Eignungsprüfung.

Das Tatbestandsmerkmal der *erheblichen Kursbeeinflussung* macht deutlich, dass Bagatellfälle von der Publizitätspflicht ausgenommen sind.⁵⁰ Gemeint sind damit Fälle, in denen die Verwertung einer unveröffentlichten Information von vornherein keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil verspricht und damit der Anreiz, diese Information zu verwerten, wegen des Risikos von einzukalkulierenden Kurschwankungen und -trends gering ist.⁵¹ Die Kursrelevanz ist *ex ante*, aus der Perspektive eines verständigen Anlegers auf Basis aller vor dem Geschäft bekannten preisrelevanten Umstände zu beurteilen.⁵²

Nach Ansicht der BaFin ist in zwei Schritten vorzugehen. So ist zuerst mittels einer *Ex-ante*-Betrachtung zu klären, ob der Umstand für sich allein betrachtet im Zeitpunkt des Handels des Insiders nach allgemeiner Erfahrung ein erhebliches Preisbeeinflussungspotenzial haben kann. Dieser allgemeinen Prüfung folgt daraufhin eine Prüfung unter Einbeziehung aller konkreten Umstände des Einzelfalls, die sich auf das Potenzial zur Preisbeeinflussung erhöhend oder vermindern auswirken können.⁵³

Ob die Insider-Information geeignet ist, für eine erhebliche Abweichung des Kurses zu sorgen, ist nach Ansicht der FMA auch mit Blick auf die historische Volatilität des Wertpapiers zu prüfen. Wegen der unterschiedlichen Schwankungsbreite der Wertpapiere bietet sich nach Ansicht der FMA eine bestimmte Prozentzahl als Maßstab nicht an. Bei einem wenig volatilen Wertpapier kann es demnach leichter zu einer erheblichen Kursbeeinflussung kommen als bei Wertpapieren mit hoher Volatilität.⁵⁴

Die FMA setzt sich im Gegensatz zur BaFin nicht mit der zur hM gewordenen Anreiztheorie⁵⁵ auseinander. Danach ist eine Information geeignet, den Kurs erheblich zu beeinflussen, wenn von ihr für den verständigen Anleger ein erheblicher Kauf- oder Verkaufsanreiz ausgeht, es sich also für den verständigen Anleger lohnt, das Geschäft abzuschließen.⁵⁶ Lehrmeinungen stellen im Rahmen der Anreiztheorie darauf ab, ob es sich für die als Insider in Betracht kommende Person lohnt, ihre Kenntnis über nicht öffentlich bekannte Umstände in Geschäften mit dem Insiderpapier auszunutzen.

⁴² Temmel in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 671 Rz 24.

⁴³ Assmann in Assmann/Schneider, WpHG³, § 13 Rz 8.

⁴⁴ Assmann in Assmann/Schneider, WpHG³, § 13 Rz 8, Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 14; CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive Ref CESR/02/08901, TZ 18.

⁴⁵ Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 143.

⁴⁶ Pkt 2.3.1.5. des Rundschreibens der FMA.

⁴⁷ Pkt III.2.1.1. des Emittentenleitfadens der BaFin mit Verweis auf Art 1 Abs 1 der Richtlinie 2003/124/EG.

⁴⁸ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 14; zur Indizienwirkung einer eingetretenen erheblichen Änderung des Börsepreises siehe Pkt III.2.1.4. des Emittentenleitfadens der BaFin.

⁴⁹ Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG, § 13 Rz 123.

⁵⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht I, § 14 Rz 14; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG³, § 13 Rz 51; Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG, § 13 Rz 124.

⁵¹ Assmann in Assmann/Schneider, WpHG³, § 13 Rz 51; Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG, § 13 Rz 124.

⁵² Lösler in Habersack/Mülbart/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz 38.

⁵³ Pkt III.2.1.4. des Emittentenleitfadens der BaFin.

⁵⁴ Pkt 2.3.1.3. des Rundschreibens der FMA.

⁵⁵ Pawlik in Kölner Komm WpHG, § 13 Rz 74 ff; Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG, § 13 Rz 159 ff; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG³, § 13 Rz 64 ff.

⁵⁶ Pawlik in Kölner Komm WpHG, § 13 Rz 74; Pkt III.2.1.4. des Emittentenleitfadens der BaFin.

zen.⁵⁷ Verspricht demnach die Verwendung der Information keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil, besteht auch kein Anreiz, die Information zu verwenden.⁵⁸ Zum Teil gelangt die Literatur unter Einbeziehung der Kursschwankungsbreite des Wertpapiers zu dem Ergebnis, dass von einer erheblichen Kursrelevanz dann auszugehen sei, wenn eine das übliche Maß der Schwankungen deutlich übersteigende Kursänderung zu erwarten sei.⁵⁹

III. Aktuelle Judikatur

In jüngster Zeit sind mehrere einschlägige Entscheidungen von Gerichten und Verwaltungsbehörden ergangen, die sich mit der Frage der *Ad-hoc*-Publizität und insb auch mit dem Tatbestandselement der genauen Information beschäftigt haben. Allein der Umstand, dass gerade zu diesen Fragen von völlig unterschiedlichen Behörden Entscheidungen getroffen wurden, zeigt, wie schwierig und zugleich von welch herausragender Bedeutung die Auslegung des Begriffes der genauen Information und damit des Auslösens der *Ad-hoc*-Publizitätspflicht ist. Die genaue Aufbereitung der Judikatur soll auch dazu beitragen, die Rechts- und damit auch die Planungssicherheit für die betroffenen Unternehmen in den entscheidungserheblichen Situationen zu erhöhen; insb da sich aus der Zusammenschau der Entscheidungen tatsächlich verlässliche Wegleitungen erkennen lassen.

1. Deutschland – Entscheidung des BGH vom 25.2.2008

In seiner Entscheidung vom 25.2.2008 hatte der BGH zu klären, ob *DaimlerChrysler* den Rückzug seines damaligen Vorstandsvorsitzenden *Jürgen Schrempp* rechtzeitig bekannt gegeben hatte.⁶⁰ *Schrempp* hatte mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden schon Mitte Mai 2005 sein Ausscheiden mit Ende des Jahres besprochen, dieses wurde aber erst am 28.7.2005 vom Aufsichtsrat förmlich beschlossen und anschließend im Rahmen einer *Ad-hoc*-Meldung veröffentlicht. Der Musterkläger begehrte die gerichtliche Feststellung, dass schon im Mai und nicht erst nach dem Beschluss im Juli eine *Ad-hoc*-Meldung zu veröffentlichen gewesen wäre.⁶¹

Für den notwendigen Grad der hinreichenden Wahrscheinlichkeit kam der BGH zu dem Schluss, dass im Hinblick auf die noch fehlende Zustimmung des Aufsichtsrats zu dem zustimmungspflichtigen Vorgang noch nicht einmal eine überwiegende Wahrscheinlichkeit vorgelegen habe.⁶² Der BGH geht idZ bei überwiegender Wahrscheinlichkeit von einer reinen Mindestwahrscheinlichkeit aus. *Fleischer* führt unter Berufung auf die Durchführungsrichtlinie⁶³ treffend aus,

dass die Eintrittswahrscheinlichkeit mit den zu erwartenden Auswirkungen auf den Emittenten in Beziehung zu setzen ist und diese zu berücksichtigen sind. Je größer die möglichen Auswirkungen der Information auf die Gesamttätigkeit des Emittenten, desto eher kommt die genannte Mindestwahrscheinlichkeitsgrenze zur Anwendung.⁶⁴ Bildhaft lässt sich dieses naheliegende Verständnis als bewegliches System zur Ausmessung eines offenen Tatbestands umschreiben. Dieses bewegliche System findet aber in der Mindesteintrittswahrscheinlichkeit von mehr als (zumindest) 50 % jedenfalls seine Grenze. Überträgt man die Abwägung auf M&A-Transaktionen, bedeutet dies, dass – sofern der Unternehmenskauf/-verkauf auf die Gesamttätigkeit des Emittenten keinen besonders großen Einfluss hat, wie zB der Verkauf einer relativ kleinen Tochtergesellschaft, der Gesellschafterausschluss in einer Tochtergesellschaft oder die Veräußerung einer schlichten Finanzbeteiligung – die erforderliche Eintrittswahrscheinlichkeit schon nach der Judikatur des BGH weit über 50 % liegen muss, um die *Ad-hoc*-Pflicht auszulösen.

Tendenziell wird in der Literatur in zutreffender Weise überhaupt überwiegend vertreten, dass die Realisierung deutlich mehr als bloß überwiegend wahrscheinlich ist.⁶⁵ Der Grund liegt einfach in der notwendigen Trennschärfe und praxistauglichen Abgrenzbarkeit. IdS hat für Österreich der UVS Wien⁶⁶ diese Frage unter Berücksichtigung der hier beschriebenen Judikatur des BGH bereits entschieden (siehe dazu Pkt III.3.), indem er das Vorliegen einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit dann bejaht, „wenn nach kaufmännischem Ermessen kein vernünftiger Grund am Abschluss zu zweifeln besteht“. Eine hinreichend wahrscheinliche Information verlangt daher das Vorliegen einer hohen und nicht bloß einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit, weil ansonsten nicht davon ausgegangen werden kann, dass kein vernünftiger Grund besteht, am Eintritt des Ereignisses zu zweifeln.⁶⁷

2. Österreich – Entscheidung des OGH vom 11.6.2008 (*Hirsch Servo*)

Der OGH hatte jedenfalls implizit⁶⁸ neben verschiedenen aktienrechtlichen Fragen auch zu der kapitalmarktrechtlichen Frage Stellung zu nehmen, ob und wann eine Suspendierung und nachfolgende, endgültige Auflösung von Vorstandsverträgen der *Ad-hoc*-Publizitätspflicht unterliegt.⁶⁹ Der OGH

⁵⁷ Siehe ausführlicher *Pawlik* in *Köln Komm WpHG*, § 13 Rz 76; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG, § 13 Rz 161; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 64 und 66, jeweils mwN.

⁵⁸ *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG, § 13 Rz 161; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 66; Pkt III.2.1.4. des Emittentenleitfadens der BaFin.

⁵⁹ *Pawlik* in *Köln Komm WpHG*, § 13 Rz 76.

⁶⁰ Vgl BGH 25.2.2008, II ZB 9/07; siehe ferner OLG Düsseldorf 19.6.2009, I-22 U 2/09, WM 2009, 1655 (1658).

⁶¹ Zu dieser Entscheidung siehe ausführlich *Möllers*, Der BGH, die BaFin und der EuGH: *Ad-hoc*-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden *Jürgen Schrempp*, NZG 2008, 330; *Fleischer*, *Ad-hoc*-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden, NZG 2007, 401; *Zollner*, *Ad-hoc*-Publizität beim vorzeitigen Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds, ZFR 2009, 24.

⁶² *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 25.

⁶³ Siehe Erwägungsgrund 1 der Richtlinie 2003/124/EG.

⁶⁴ *Fleischer*, NZG 2007, 405, siehe auch *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG, § 13 Rz 67 mit Verweis ua auf *Möllers*, NZG 2008, 332; *Harbarth*, *Ad-hoc*-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898 (1901).

⁶⁵ Zuletzt *Schwarck/Kruse* in *Schwarck/Zimmer*, Kapitalmarktgesetz-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 12, *Assmann*, Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht, ZHR 172 (2008), 635 (648); *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG, § 13 Rz 70 ff; *Wilsing/von der Linden*, EWIR 2008, 317 (318).

⁶⁶ UVS Wien 22.2.2010, 06/FM/57/7999/2008.

⁶⁷ Die Auffassung, dass bei zu erwartender erheblicher Kurssteigerung auch eine geringere Eintrittswahrscheinlichkeit (unter 50 % oder weniger) möglich sei, liegt jedenfalls außerhalb des Rahmens und fügt sich nicht in die Abwägung. Sie lässt sich daher weder mit dem BGH-Urteil noch mit der Judikatur des UVS Wien in Einklang bringen. Bezieht man die vom Gesetz geforderte hinreichende Wahrscheinlichkeit nämlich nicht im vorgeschriebenen Ausmaß ein und macht man in weiterer Folge die Insider-Information lediglich bzw hauptsächlich von der Kurserheblichkeit abhängig, wird aus dem verständigen Anleger ein wenig umsichtiger Spekulant. Dies widerspricht aber eindeutig dem Wortlaut des Gesetzes und den europäischen Grundlagen. AA *Rüffler*, ÖBA 2009, 730 (allerdings vor der UVS-Entscheidung vom 22.2.2010).

⁶⁸ OGH 11.6.2008, 7 Ob 58/08t, GesRZ 2008, 378 (*Kalss/Zollner*).

⁶⁹ *Kalss/Zollner*, GesRZ 2008, 383 ff; *Schima*, Zulässigkeitsgrenzen von „Golden Handshakes“ – zugleich Anmerkungen zu OGH 11. Juni 2008, 7 Ob 58/08t, in FS Binder (2010) 817 (829 ff); *ders*, Die Begründung, Gestaltung und Beendigung der Vorstandstätigkeit durch den Aufsichtsrat, in *Kalss/Kunz*, Handbuch für den Aufsichtsrat (2010) 309 (§ 12 Rz 186); ferner *Rüffler*, ÖBA 2009, 724.

ging dabei davon aus, dass maßgebliche Entscheidungen in der Zusammensetzung des Vorstandes eine Ad-hoc-Publizitätsmitteilung auslösen können. Nach Aussage des OGH können auch Suspendierungen von Vorstandsmitgliedern ad-hoc-publizitätspflichtig sein. Der OGH hat im konkreten Fall allerdings den Tatbestand der Suspendierung als Auslöser der Ad-hoc-Publizitätspflicht falsch gewürdigt.⁷⁰ Der OGH hat schlicht übersehen, dass bereits ein publizitätspflichtiges Ereignis eingetreten ist, nämlich die Suspendierung, und dass das jedenfalls offenzulegen ist, unabhängig davon, ob ein daran anknüpfendes Ereignis nach überwiegender Wahrscheinlichkeit eintreten wird. Wegen dieses ersten grundlegenden Fehlers in der Entscheidung ist die Aussage des OGH, dass unverzüglich auch in wenigen Tagen liegen kann, gerade auch mit Blick auf die UVS-Judikatur,⁷¹ wohl auch zu relativieren. Nicht nachvollziehbar ist daher die Ansicht des OGH, dass Verhandlungen und eine allfällige gütliche Einigung nach der Suspendierung und der Abschluss einer solchen Einigung das Eingreifen der Ad-hoc-Publizitätsmitteilung verhindern können. Noch weniger nachvollziehbar sind die Ausführungen des Gerichts, dass Handlungsalternativen darauf zielen, die Ad-hoc-Mitteilung durch nachträgliche Maßnahmen überhaupt unterlassen zu können.⁷²

3. Österreich – Entscheidung des UVS Wien vom 22.2.2010

Ohne näher auf den komplexen Sachverhalt des Bescheids des UVS Wien vom 22.2.2010⁷³ einzugehen, lässt sich die zugrunde liegende Rechtsfrage darauf reduzieren, welche Voraussetzungen an das Vorliegen einer ad-hoc-pflichtigen genauen Information geknüpft sind. In diesem Verfahren war der Begriff der genauen Information im Rahmen eines Transaktionsprozesses zu beurteilen, nämlich wann ein Unternehmenserwerb sowie die damit verbundene Umstrukturierung des Unternehmens mit hinreichender Wahrscheinlichkeit feststehen. Der UVS Wien bejaht in seiner Entscheidung für den konkreten, sehr spezifischen Sachverhalt das Vorliegen einer genauen Information zu einem bestimmten Zeitpunkt und erkannte daher einen Verstoß gegen § 48d BörseG wegen Unterlassung der unverzüglichen Veröffentlichung von Insider-Informationen. Die rechtlichen Ausführungen sind wegen der klaren Positionierung der Behörde von hoher Relevanz.

Ausdrücklich führt der UVS Wien aus: „Von herausragender Bedeutung ist somit die Erklärung der Umstände, wann ein Ereignis, somit – wie in diesem Fall – der Anteils- oder Unternehmenserwerb sowie die damit verbundene Umstrukturierung des Unternehmens, mit hinreichender Wahrscheinlichkeit feststeht. Die beiden Elemente der genannten Information müssen kumulativ vorliegen, es muss somit die hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit ebenso gegeben sein wie die ausreichende Bestimmtheit, um die Kursbeeinflussungseignung für eine Anlageentscheidung eines vernünftigen Anlegers abschätzen zu können.

Damit die Kursbeeinflussungseignung aber überhaupt abgeschätzt werden kann, bedarf es eines ausreichenden Maßes an Wahrscheinlichkeit des Eintritts. Somit ist vorweg zu prüfen, ob anlässlich einer Vorbereitungshandlung tatsächlich die Wahrscheinlichkeit der endgültigen Realisierung des Unternehmenskaufs gegeben ist. Nur bei Bejahung der hinreichen Wahrscheinlichkeit kann von ausreichender Genauigkeit gesprochen werden, das bedeutet, wenn nach kaufmännischem Ermessen kein vernünftiger Grund am Abschluss zu zweifeln besteht. Ist etwa über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt und sind erforderliche Zustimmungen eher als Formsache zu beurteilen, liegt eine ‚Insiderinformation‘ vor. Eine solche Genauigkeit könnte etwa vorliegen, wenn die Due-Diligence-Prüfung zufriedenstellend abgeschlossen wurde und eine feste Erwerbsabsicht besteht, wobei aber wohl zusätzlich auch eine Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte vorliegen und der Eintritt sonstiger Voraussetzungen ebenso wahrscheinlich sein muss.“⁷⁴

Der UVS Wien bestätigt damit die hM in Österreich,⁷⁵ wonach der Begriff der hinreichenden Wahrscheinlichkeit bei M&A-Transaktionen idS zu verstehen ist, dass nach kaufmännischem Ermessen kein vernünftiger Grund am Abschluss zu zweifeln vorliegen darf. Die Ansicht der FMA, wonach eine zufriedenstellende Due-Diligence-Prüfung eine Insider-Information darstellen kann, ergänzt der UVS Wien dahingehend, dass dies nur zutrifft, wenn die Due-Diligence-Prüfung zufriedenstellend abgeschlossen wurde und eine feste Erwerbsabsicht besteht, wobei zusätzlich auch eine Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte vorliegen und der Eintritt sonstiger Voraussetzungen ebenso wahrscheinlich sein muss.⁷⁶

Für das Entstehen einer Ad-hoc-Meldepflicht bei M&A-Transaktionen ist es nach Meinung des UVS Wien erforderlich, dass zumindest über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt wird und zugleich eine feste Erwerbs- und umgekehrt demgemäß auch eine feste Veräußerungsabsicht vorliegen. Darüber hinaus muss der Eintritt möglicher sonstiger Voraussetzungen für das Zustandekommen der Transaktion entsprechend wahrscheinlich sein, damit es tatsächlich zur Ad-hoc-Meldepflicht kommt.

Verknüpft man nun die Judikatur des BGH und die des UVS Wien für die österreichische Rechtslage, so wird erkennbar, dass der UVS Wien von einer überaus hohen Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines Ereignisses ausgeht, weil nur in diesem Fall kein vernünftiger Grund, am Abschluss des Geschäfts zu zweifeln, besteht. Zu beachten ist idZ, dass die Judikatur des BGH im Zuge des Verfahrens vor dem UVS Wien detailliert vorgebracht und somit vom UVS Wien auch entsprechend berücksichtigt wurde. Das Vorliegen einer Wahrscheinlichkeit von bloß mehr als 50 % ist daher eindeutig zu wenig. Die Wahrscheinlichkeit muss im Licht der UVS-Entscheidung zumindest bei 80 % liegen.

4. EuGH

Trotz der maßgeblichen Beeinflussung des österreichischen Ad-hoc- bzw Insiderrechts durch europarechtliche Vorgaben

⁷⁰ Kalss/Zollner, GesRZ 2008, 384, Schima, Zulässigkeitsgrenzen, 830; ders in Kalss/Kunz, Handbuch für den Aufsichtsrat, § 12 Rz 186 FN 945.

⁷¹ Vgl oben unter Pkt II.2.2.

⁷² Schima, Zulässigkeitsgrenzen, 831.

⁷³ UVS Wien 22.2.2010, 06/FM/57/7999/2008.

⁷⁴ Hervorhebungen durch die Verfasser.

⁷⁵ Der UVS Wien zitiert und stützt seine rechtlichen Ausführungen auf den Artikel von Kalss/Zahradnik, ecolex 2006, 393.

⁷⁶ Vgl Pkt 2.3.2.1.a. des Rundschreibens der FMA.

können Entscheidungen des EuGH für den vorliegenden Fragenkreis wegen der sehr spezifischen Vorlagefragen nur bedingt als Erkenntnisquelle dienen.

Dennoch ist es bemerkenswert, dass der EuGH gerade zur Frage der Insider-Information bereits mehrfach Stellung nehmen musste.

So befasste sich der EuGH in der Rs *Georgakis*⁷⁷ mit der Frage, ob Börsengeschäfte, die Vorstandsmitglieder untereinander durchführen, unter entsprechenden Umständen auch als Insidergeschäfte qualifiziert werden können. Dies wurde vom EuGH bejaht.

In der Entscheidung vom 22.11.2005 hatte der EuGH in der Rs *Grøngaard und Bang*⁷⁸ nicht über das Tatbestandselement der Insider-Information, sondern über eine Folgefrage, nämlich die zulässige Weitergabe der Insider-Information, zu entscheiden.⁷⁹

In der bis dato einzigen Entscheidung des EuGH zur Marktmissbrauchsrichtlinie, der Rs *Spector*,⁸⁰ waren vorrangig Fragen zur Höhe einer möglichen Strafbemessung beim Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot sowie zur subjektiven Vermutung des tatbestandsmäßigen Handelns bei objektiver Erfüllung des Tatbilds des Insiderhandelsverbots zu beantworten. Letztlich ging es um die Auslegung des Begriffs der *Nutzung* von Information.⁸¹ Der EuGH kam zu dem Schluss, dass alleine die Tatsache, dass ein Primär-Insider, der eine Insider-Information besitzt und auf dem Markt ein Geschäft mit Finanzinstrumenten, auf die sich diese Information bezieht, tätigt, die Nutzung derselben iSd Richtlinie (Ausnützen der Information mit Bereicherungsabsicht) iS einer widerlegbaren Vermutung impliziert; naturgemäß muss der Vorsatz für die sonstigen Tatbestandselemente des Insiderhandelsverbots gem § 48a BörseG vorliegen. Die Beweislastumkehr bezieht sich nur auf das Tatbestandsmerkmal der „Nutzung“ oder „Verwendung“ der Information.

Insofern ist bereits die mit der Insider-Information erweiterte Chancen- und Risikobewertung als Verwendung anzusehen. Somit ist eine bloße Bestärkung des bereits gefassten Handlungsentschlusses nach der weitreichenden Ansicht des EuGH ausreichend, um den Tatbestand der Verwendung zu erfüllen.⁸² Umgekehrt bedeutet dies, dass bei *mangelnder zusätzlicher* Chancen- und Risikobewertung und mangelnder Bestärkung, dh nicht erheblicher weiterer Information, und Ausführung eines Geschäfts unter Motivenkonkurrenz keine Verwendung vorliegt.⁸³

IdZ sind auch mögliche Auswirkungen auf M&A-Transaktionen zu untersuchen. So stellt sich etwa die Frage, ob ein Insiderhandel vorliegt, wenn ein ohne Insiderwissen gefasster Transaktionsentschluss nach Kenntniserlangung der Insider-Information umgesetzt wird. Darf ein Erwerbsinteressant nach Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung, in deren Rahmen er Insider-Informationen über das *target* erlangt, seine bereits gefasste Erwerbsabsicht umsetzen oder ist ihm dies aufgrund des Insiderhandelsverbots verwehrt. Nach der sog „Masterplan-Ausnahme“ der hM⁸⁴ liegt ungeachtet zwischenzeitlich erlangter Insider-Informationen dann kein Verstoß vor, wenn der Transaktionsentschluss im Wesentlichen unverändert umgesetzt wird (dh, nicht infolge der Due Diligence erheblich modifiziert wird).⁸⁵ Diese Ausnahme, die in der deutschen Literatur umfassend diskutiert wurde,⁸⁶ wird allerdings oftmals nicht zum Tragen kommen, da es bei dem *target* regelmäßig ohnehin keine (bisher unveröffentlichte) Insider-Information geben wird/geben sollte. Jedenfalls sollte – will man sich im Fall der Fälle nicht dem Vorwurf der Schutzbehauptung aussetzen – der Transaktionsentschluss sorgfältig dokumentiert werden.⁸⁷

Die Masterplan-Ausnahme steht auch mit dem EuGH in Einklang, basiert doch das Urteil des EuGH auf der Erwägung, dass Insider-Informationen integraler Bestandteil des Entscheidungsprozesses sein müssen.⁸⁸ Konnte die Insider-Information den Kaufentschluss nicht beeinflussen, weil dieser schon vor Kenntnis gefasst wurde, so war die Insider-Information gerade eben nicht integraler Bestandteil des Entscheidungsprozesses. Ein Insiderhandelsverbot liegt folglich nicht vor, da keine Insider-Information ausgenutzt oder verwendet wurde, somit die Chancen- und Risikoabschätzung nicht erweitert wurde und der Kaufentschluss weder bestärkt noch abgeschwächt wurde.⁸⁹

Ebenso fallen Pakettransaktionen außerhalb der Börse nicht unter das Insiderhandelsverbot, wenn die Insider-Information beiden Seiten bekannt ist.⁹⁰ Gleiches gilt auch für Übernahmeangebote, die der EuGH wohl auch dann für zulässig hält, wenn Insider-Informationen bei der Festlegung der Angebotsbedingungen berücksichtigt worden sind, sofern der Angebotspreis über dem Börsenpreis liegt.⁹¹

IV. Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen und Ad-hoc-Publizität

1. Allgemeines

Unternehmens- und Beteiligungstransaktionen laufen – abhängig von den konkreten Umständen – auf unterschiedliche Art und Weise ab. In der Praxis gleicht kaum eine M&A-

⁷⁷ Vgl. EuGH 10.5.2007, Rs C-391/04, *Georgakis*. Die Vorlagefragen bezogen sich noch auf die alte Richtlinie 89/592/EWG zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte.

⁷⁸ EuGH 22.11.2005, Rs C-384/02, *Grøngaard und Bang*.

⁷⁹ Dazu *Kalss*, Das Informationsregime des Aufsichtsrats, in *Kalss/Kunz Handbuch für den Aufsichtsrat* (2010) 687 (§ 19 Rz 43); *dies*, Auskunftsrechte und -pflichten für Vorstand und Aufsichtsrat im Konzern, *GesRZ* 2010, 137 (142); *Veil*, Weitergabe von Informationen durch den Aufsichtsrat an Aktionäre und Dritte, *ZHR* 172 (2008), 239 (252 ff.).

⁸⁰ Vgl. EuGH 23.12.2009, Rs C-45/08, *Spector*.

⁸¹ *Langenbacher/Brenner/Gellings*, Zur Nutzung von Insiderinformationen nach der Marktmissbrauchsrichtlinie, *BKR* 2010, 133; *Schulz*, Das Insiderhandelsverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG im Lichte der Spector-Rechtsprechung des EuGH, *ZIP* 2010, 609; *Gehrmann*, Das Spector-Urteil des EuGH – Zur Beweislastumkehr beim Insiderhandel, *ZBB* 2010, 48; *Langenbacher*, The „Use or possession“ debate revisited – Spector Photogroup and Insidertrading in Europe, *Capital Markets Law Journal* 5 (2010), 452; *Nietsch*, Die Verwendung von Insiderinformation, *ZHR* 174 (2010), 556; *Casante/Bingel*, Ist „Nutzung“ mehr als „Kenntnis“? – Das Insiderhandelsverbot vor dem EuGH, *AG* 2009, 894.

⁸² *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 582.

⁸³ *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 580 ff.

⁸⁴ Vgl. etwa *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, *WpHG*, § 14 Rz 55 ff.; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, *WpHG* § 14 Rz 31 und 35.

⁸⁵ Vgl. *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 580 ff.; *Widder*, Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen, *BB* 2010, 515 mit Verweis auf *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2008) § 15 Rz 55 ff.

⁸⁶ *Koch*, Due Diligence und Beteiligungserwerb aus Sicht des Insiderrechts (2007); *Herbold*, Das Verwendungsmerkmal im Insiderhandelsverbot (2009); *Pawlik* in *Kölner Komm WpHG*, § 14 Rz 16 und 23 ff.; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, *WpHG*, § 14 Rz 55 ff.; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, *WpHG*, § 14 Rz 31 und 35.

⁸⁷ *Widder*, *BB* 2010, 516 mit Verweis auf *Mennicke* in *Fuchs*, *WpHG*, § 14 Rz 58.

⁸⁸ EuGH 23.12.2009, Rs C-45/08, *Spector*.

⁸⁹ *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 580 ff.

⁹⁰ *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 584 ff.

⁹¹ *Widder*, *BB* 2010, 518; ferner *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 585 f, der aber auf die strengere Sicht der BaFin im Emittentenleitfaden verweist.

Transaktion zur Gänze der anderen. Vielfach erstrecken sich M&A-Transaktionen über mehrere Monate und durchlaufen eine Reihe von – von einander abgrenzbaren – Zwischenschritten bzw Phasen.⁹²

- Die erste Kontaktaufnahme stellt den Beginn des Transaktionsprozesses dar, der oft in einem „Abtasten“ der potenziellen Vertragsparteien und einem „Vorfühlen“, ob die Gegenseite dem Grunde nach einen Erwerb/Verkauf in Erwägung ziehen könnte, besteht.
- In einem nächsten Schritt geben Käufer und Verkäufer meist – zu diesem Zeitpunkt idR unverbindliche – Absichtserklärungen ab (*letter of intent*, *memorandum of understanding*, *term sheet*). Zum Teil werden in dieser Phase bereits Vertraulichkeitserklärungen unterfertigt und Exklusivitätsvereinbarungen zwischen dem potenziellen Käufer und dem potenziellen Verkäufer geschlossen.
- Den nächsten Schritt stellt oftmals eine Due-Diligence-Prüfung dar. Neben den verschiedenen möglichen Bereichen der Due-Diligence-Prüfung (zB wirtschaftliche, steuerliche, technische und rechtliche Due Diligence) ist zu beachten, dass diese häufig gestaffelt ablaufen kann. So werden manche Informationen jedem ernsthaften Kaufinteressenten zur Verfügung gestellt, während besonders sensible Informationen (sog *red files* wie zB Protokolle von Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen, wichtige Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse) erst in einer „zweiten Runde“, etwa nach Abgabe eines bedingten Angebots oder Abschluss eines Vorvertrages, zugänglich gemacht werden.⁹³
- Basierend auf den Ergebnissen der Due-Diligence-Prüfung werden die potenziellen Vertragsparteien die Einzelheiten des Kaufvertrages, wie zB den Gewährleistungskatalog (inklusive etwaiger Garantiezusagen), und abhängig davon den Kaufpreis verhandeln.⁹⁴
- Kommen die (potenziellen) Vertragsparteien zu einer Einigung, so ist der nächste Schritt die Unterzeichnung des Kaufvertrages (*signing*).
- Dies bedeutet jedoch nicht zwingend, dass die Transaktion auch durchgeführt wird. So kann die Wirksamkeit des Kaufvertrages (*closing*) noch vom Eintritt bestimmter Bedingungen abhängen (zB kartellrechtliche Genehmigung, Zustimmungen von Organen der betreffenden Gesellschaften sowie von Aufsichtsbehörden).⁹⁵

M&A-Transaktionen können sich aber auch kurzfristig ergeben und relativ zügig ablaufen. Besteht der potenzielle Kaufgegenstand zB lediglich in einer bloßen Finanzbeteiligung oder handelt es sich um eine völlig unerwartete „Einmalgelegenheit“ einer ohnehin bekannten Gesellschaft (zB Übernahme eines zusätzlichen Pakets), kann es vorkommen, dass viele der zuvor dargestellten Schritte (zB Abgabe eines *letter of intent*, Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung) ausgelassen oder übersprungen werden. Zeitlicher Zwang auf Käufer- oder Verkäuferseite kann dazu führen, dass schnell ge-

handelt werden muss und umfangreiche Vorbereitungshandlungen ausgelassen werden. Verhandlungen über den Kaufgegenstand können vorerst eher zäh und wenig Erfolg versprechend verlaufen, das Verhandlungsklima und/oder das Interesse der Gegenseite kann aber plötzlich umschlagen, so dass wieder Bewegung in die Transaktion kommt, und das Geschäft kommt doch schließlich relativ rasch unter Dach und Fach, obwohl unmittelbar davor keine der Parteien mit einem Abschluss rechnen konnte.

2. Unternehmens- und Beteiligungstransaktionen und hinreichende Wahrscheinlichkeit

M&A-Transaktionen stellen sog „gestreckte Geschehensabläufe“ dar. Die endgültige Entscheidung beruht auf einer *Mehrzahl von unternehmensinternen oder unternehmensexternen Zwischenschritten* und die Maßnahme wird erst dann endgültig wirksam, wenn zumindest ein weiterer Umstand eintritt.⁹⁶ Bis zur Erreichung der letzten Stufe kann das Vorhaben noch leicht scheitern.⁹⁷

Gestreckte Geschehensabläufe erfassen nicht nur interne mehrstufige Entscheidungsprozesse, etwa die Beschlussfassung durch den Vorstand und den Aufsichtsrat, vielmehr sind im Rahmen eines gestreckten Geschehensablaufs verschiedene andere Umstände und Ansatzpunkte für das Vorliegen einer Insider-Information von Bedeutung. Ein Verkaufsprozess einer Beteiligung als einmaliger, mehrstufiger Entscheidungsablauf ist einzelfallbezogen zu beurteilen.⁹⁸

Liegt und zu welchem Zeitpunkt liegt bereits eine genaue Information vor, die die Eignung zur Kursbeeinflussung besitzt, bzw falls nicht, ob bzw wann ist ihr Eintritt hinreichend wahrscheinlich? So ist bei jeder einzelnen Zwischenstufe zu prüfen, ob die Information eine gegenwärtige Tatsache oder ein solches Ereignis oder aber eine Tatsache oder ein Ereignis erfasst, bei dem man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass es *in Zukunft* eintreten wird.⁹⁹ Die Kenntnis eines bestimmten Umstands ist dann als konkrete Information zu betrachten, wenn auf der Grundlage dieses Wissens mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass der angestrebte Erfolg in Zukunft eintreten wird.¹⁰⁰ Ein vorausgehender Teilschritt kann somit als konkrete Information angesehen werden, sofern gerade dieser es als hinreichend *wahrscheinlich erscheinen* lässt, dass der bereits angestoßene Anlauf dieses Transaktionsprozesses zu dem *angestrebten Erfolg* führen wird.¹⁰¹

Die Wahrscheinlichkeit der Realisierung eines Vorhabens nimmt in dem Maße zu, in dem sich der mehrstufige Ent-

⁹² Harbarth, ZIP 2005, 1900; Pfüller in Fuchs, WpHG, § 15 Rz 205; Kalss/Zahradnik, ecolex 2006, 394.

⁹³ Rieder in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 367 Rz 43.

⁹⁴ So erhöhen etwa umfangreiche Gewährleistungszusagen idR den Kaufpreis; vgl Hasenauer/Pracht in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 98 Rz 3.

⁹⁵ Kalss/Zahradnik, ecolex 2006, 394.

⁹⁶ Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 19; Fleischer, NZG 2007, 404; Rüffler, ÖBA 2009, 729.

⁹⁷ Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 19.

⁹⁸ Pkt 2.3.2.1. des Rundschreibens der FMA; Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 146.

⁹⁹ Pkt 2.3.2. des Rundschreibens der FMA; ferner Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 19; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG³, § 13 Rz 28; Lösler in Habersack/Mülberr/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz 26; Möllers, Insiderinformation und Befreiung von der Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 3 WpHG, WM 2005, 1393 (1394 f).

¹⁰⁰ Assmann in Assmann/Schneider, WpHG³, § 13 Rz 28; Lösler in Habersack/Mülberr/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz 26; Möllers, WM 2005, 1394 f.

¹⁰¹ Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 19; Frowein in Habersack/Mülberr/Schlitt, Kapitalmarktinformation, § 10 Rz 15; Pkt IV.2.2.14. des Emittentenleitfadens der BaFin.

scheidungsprozess und gestreckte Geschehensablauf seinem Ende nähert.¹⁰²

Nach dem Emittentenleitfaden der BaFin entsteht eine Insider-Information, wenn aus Sicht eines verständigen Anlegers eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen der betreffenden Transaktion besteht und diese einschließlich der Aussicht auf eine etwa zu erwartende Gegenleistung eine Insider-Information begründen kann.¹⁰³

Was allerdings unter dem Begriff der *hinreichenden Wahrscheinlichkeit* zu verstehen ist, präzisieren weder die europäischen Vorgaben noch die Bestimmungen des BörseG oder des WpHG explizit.¹⁰⁴

Nach dem Emittentenleitfaden der BaFin müssen konkrete Anhaltspunkte vorliegen, die den Eintritt des Umstandes als voraussehbar erscheinen lassen. Eine an Sicherheit grenzende Wahrscheinlichkeit ist nicht erforderlich.¹⁰⁵ Zum Grad der Wahrscheinlichkeit hat sich in Deutschland, insb auch infolge der *DaimlerChrysler*-Entscheidung des BGH¹⁰⁶ (siehe dazu unter Pkt III.1.), ein Literaturstreit entwickelt. So lassen manche Autoren – wohl auch gestützt auf den mit der Urteilsbegründung nicht übereinstimmenden 2. Leitsatz der BGH-Entscheidung – eine bloß überwiegende Wahrscheinlichkeit genügen,¹⁰⁷ während andere zutreffend auf eine ganz überwiegende oder hohe Wahrscheinlichkeit abstellen wollen.¹⁰⁸ Wie *Assmann* zutreffend festhält, sollte dem zu entnehmen sein, dass eine *bloß überwiegende Wahrscheinlichkeit* („eher wahrscheinlich als nicht“, 50 % plus x) nicht als hinreichende Wahrscheinlichkeit zu betrachten ist.¹⁰⁹ Er begründet dies auch mit dem subjektiven Ansatz des Gesetzes, das bei der Beurteilung des Kursbeeinflussungspotenzials von einem verständigen Anleger ausgeht, der Anlageentscheidungen nicht spekulativ (überwiegende Wahrscheinlichkeit von 51 %), sondern auf einer fundierteren Basis (is einer hohen Wahrscheinlichkeit) trifft.¹¹⁰ Dies fügt sich auch genau in die vom UVS Wien geprägte Formel, dass eben nach kaufmännischem Ermessen kein vernünftiger Grund, am Abschluss zu zweifeln, bestehen darf.¹¹¹ Der Begriff des vernünftigen Grundes markiert deutlich eine ausreichende Erheblichkeit, somit hohe Wahrscheinlichkeit. Dies umso mehr, als der UVS Wien weitere praxistaugliche Abgrenzungsmöglichkeiten etabliert, die die Nähe des Abschlusses indizieren.

An dieser Stelle ist noch auf eine Besonderheit in der deutschen Fassung der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG hinzuweisen, die wortgleich in das österreichische BörseG bzw

das deutsche WpHG übernommen wurde. Die deutsche Version spricht von einer „*hinreichenden Wahrscheinlichkeit*“, die notwendig ist, um davon auszugehen, dass eine Tatsache bzw ein Ereignis eintreten wird.¹¹² Diese Formulierung deckt sich nicht mit anderen – sprachlich leicht zugänglichen – Fassungen der Richtlinie, die alle auf den Begriff der hinreichenden Wahrscheinlichkeit verzichten und vielmehr auf einen konkreten Einzelfall abstellen.¹¹³ So spricht etwa die englische Fassung von „*a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence*“. Dieser Divergenz in den Sprachfassungen muss demnach unter Berücksichtigung des Auslegungsgrundsatzes der Gleichberechtigung aller Sprachen¹¹⁴ bei der Auslegung der besagten Passage in § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG zusätzlich Rechnung getragen werden.

3. Zwischenschritte bei einer Beteiligungs- und Unternehmenstransaktion und Ad-hoc-Pflicht

3.1. Interne Entscheidungen und erste Kontaktaufnahme

Interne Entscheidungen, mit einer potenziellen Zielgesellschaft Kontakt aufzunehmen, sind keine Insider-Information.¹¹⁵ Ebenso stellen die Beauftragung von Beratern (zB Rechtsanwälten, Banken, Unternehmensberatern)¹¹⁶ und idR auch die Abgabe eines nicht bindenden Angebotsschreibens (*non binding indicative offer letter*) lediglich reine Vorbereitungshandlungen dar, die keine *Ad-hoc*-Pflicht auslösen.¹¹⁷ Regelmäßig liegt bei sämtlichen Schritten vor Abschluss eines *letter of intent* keine hinreichend genaue/konkrete Information vor.¹¹⁸

3.2. Letter of Intent

Ein schlichter *letter of intent* reicht für sich alleine nicht zum Vorliegen einer Insider-Information aus¹¹⁹ und zwar auch dann nicht, wenn für einen bestimmten Zeitraum eine Exklusivitätsvereinbarung geschlossen wird.¹²⁰

Nur in dem Fall, in dem nur ein Interessent vorhanden ist oder sich die Verhandlungspartner Exklusivität zugestanden haben, ist bei Abschluss eines *letter of intent* mit typischem Inhalt (Vereinbarung der Eckpunkte des künftigen Vertrages, Preisspanne) oder einer anderen Vereinbarung, in der sich der ernsthafte Einigungswille der Verhandlungspartner manifestiert, zu prüfen, ob bereits eine Insider-Information vorliegt.¹²¹ Von Bedeutung ist dabei, wann der *letter of intent*

¹⁰² *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 29; *Lösler* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Kapitalmarktinformation, § 2 Rz 26; *Schwarz/Kruse* in *Schwarz/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 20.

¹⁰³ Pkt IV.2.2.14. des Emittentenleitfadens der BaFin.

¹⁰⁴ *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 25.

¹⁰⁵ Pkt III.2.1.1.2. des Emittentenleitfadens der BaFin; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 25; *ders*, ZHR 172 (2008), 648.

¹⁰⁶ BGH 25.2.2008, II ZB 9/07.

¹⁰⁷ *Pawlik* in *Kölner Komm WpHG*, § 13 Rz 93, der eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50 % genügen lässt.

¹⁰⁸ Siehe dazu ausführlicher *Schwarz/Kruse* in *Schwarz/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 12; *Assmann*, ZHR 172 (2008), 648; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG, § 13 Rz 67.

¹⁰⁹ *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 25; *ders*, ZHR 172 (2008), 648; *Schwarz/Kruse* in *Schwarz/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴, § 13 WpHG Rz 12. Siehe aber S 11 der Präsentation der Informationsveranstaltung der BaFin vom 4.6.2009 („Überarbeitung des Leitfadens in den Bereichen Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings Meldungen“), wonach eine Wahrscheinlichkeit von 50 % plus x ausreicht (online abrufbar unter <http://www.bafin.de>).

¹¹⁰ *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵, § 13 Rz 25.

¹¹¹ UVS Wien 22.2.2010, 06/EM/57/7999/2008.

¹¹² Art 1 Abs 1 der Richtlinie 2003/124/EG.

¹¹³ Dies gilt etwa für die englische, französische sowie italienische Fassung der Richtlinie; vgl hierzu *Fleischer*, NGZ 2007, 405 f; *Möller*, NZG 2008, 332 f; beide Autoren sprechen sich für eine Vorlage beim EuGH zur Klärung dieser Rechtsfrage aus.

¹¹⁴ *Fleischer*, NGZ 2007, 405.

¹¹⁵ Ausdrücklich Pkt IV.2.2.14. des Emittentenleitfadens der BaFin.

¹¹⁶ Pkt IV.2.2.14. des Emittentenleitfadens der BaFin; *G. Bachmann*, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, ZHR 172 (2008), 597 (606); *Eufinger/Teigelack*, Praxis und Entwicklung der Ad-hoc-Publizität, in *Hopt/Veil/Kämmerer*, Kapitalmarktgesetzgebung im Europäischen Binnenmarkt (2008) 63 (72); *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG, § 15 Rz 197.

¹¹⁷ Pkt IV.2.2.14. des Emittentenleitfadens der BaFin.

¹¹⁸ *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG, § 15 Rz 205.

¹¹⁹ Pkt 2.3.2.1a. des Rundschreibens der FMA.

¹²⁰ Pkt 2.3.2.1a. des Rundschreibens der FMA; *Kalss/Zahradnik*, *ecolex* 2006, 395; *Zahradnik/Kapeller*, Pflichten der Emittenten, 146 f; *Temmel* in *Althuber/Schopper*, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 677 Rz 51 f.

¹²¹ Pkt IV.2.2.14. des Emittentenleitfadens der BaFin; *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG, § 15 Rz 205; *Frowein* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Kapitalmarktinformation, § 10 Rz 41.

geschlossen wird. Ein *letter of intent* vor einer Due Diligence begründet mangels Bindungswillens keine Insider-Information. Sollte jedoch *nach* einer (zufriedenstellenden) Due Diligence ein weiterer *letter of intent* abgeschlossen werden, ist es durchaus möglich, dass dieser neue *letter of intent* eine Insider-Information darstellt.¹²² Vor einer Einigung über die wesentlichen Eckpunkte des Vertrages – dabei handelt es sich zumindest um die Transaktionsstruktur und den Preis, typischerweise auch um das zu vereinbarende Haftungsregime, das den Kaufpreis erheblich beeinflusst – kann eine Insider-Information nicht vorliegen.

3.3. Due-Diligence-Prüfung

Unabhängig von der Zahl der Kaufinteressenten löst die Tatsache, dass eine Due-Diligence-Prüfung durchgeführt werden soll, idR keine *Ad-hoc*-Pflicht aus, da der Interessent die Due Diligence auch durchführt, um das Zielobjekt auf etwaige *deal-breaker*, die den Erwerb unmöglich oder wirtschaftlich uninteressant machen, zu untersuchen.¹²³ Ebenso ist die Tatsache, dass die Due Diligence zufriedenstellend verlaufen ist, idR für sich allein keine Insider-Information, da meist die Vertragsverhandlungen und somit insb die Kaufpreisfestsetzung noch ausstehen.¹²⁴ Daher verändert ein zufriedenstellendes Ergebnis der Due Diligence die Situation allein nicht und löst insofern allein deswegen keine neuerliche Prüfungspflicht aus, ob nunmehr eine Insider-Information vorliegt.¹²⁵ Auch im Lichte der EuGH-Judikatur (Rs *Spector*) wird keine Insider-Information geschaffen.

3.4. Vertragsverhandlungen und Signing

Während der Vertragsverhandlungen kann nur bei Bejahung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit des Abschlusses des Vertrages von einer ausreichenden Genauigkeit ausgegangen werden, dh, wenn nach kaufmännischem (unternehmerischem) Ermessen kein vernünftiger Grund besteht, am Abschluss zu zweifeln.¹²⁶

Die bloße Ausarbeitung eines Vertragsentwurfs stellt für sich genommen noch keine hinreichende Wahrscheinlichkeit dar. IdR trachtet jeder der potenziellen Vertragspartner danach, den ersten Vertragsentwurf ausarbeiten zu können. Hat er doch damit den Vorteil, auf Basis eines ihm bekannten und in verschiedenen Bereichen schon erprobten Vertragsmusters verhandeln zu können, um sich bei dem allfälligen Einstieg in intensive Vertragsverhandlungen den möglichen Vorteil der Bekanntheit und Vertrautheit von bestimmten Vertragsformulierungen zu bewegen. Eine Bindungsabsicht ist daraus nicht erkennbar.

Auch die Tatsache allein, dass Verhandlungen geführt werden, bedeutet grundsätzlich noch nicht, dass bereits eine Insider-Information vorliegt. Eine genaue Information liegt erst vor, wenn als *Ergebnis* dieser Verhandlungen über alle *wesentlichen Vertragspunkte* Einigkeit erzielt wird, insb Gegenstand und Preis, einschließlich den zugrunde liegenden Haftungsregelungen wie Gewährleistungszusagen oder Garantien, fest-

stehen und zugleich eine feste Erwerbs- und Veräußerungsabsicht besteht.¹²⁷

Auf jeden Fall ist dies bei Abschluss des Kaufvertrages (*signing*) gegeben. Das Fehlen von zusammenschlussrechtlichen Genehmigungen oder der Zustimmung des Aufsichtsrats und somit das Ausstehen des *closing* des Vertrages hindern die *Ad-hoc*-Meldepflicht idR nicht.¹²⁸

Auch wenn die *Ad-hoc*-Pflicht somit – in bestimmten Konstellationen – schon vor dem *signing* vorliegen kann,¹²⁹ kommt es in der Praxis sehr häufig erst bei der tatsächlichen Vertragsunterfertigung zum Vorliegen des die *Ad-hoc*-Pflicht auslösenden wirtschaftlichen und juristischen Konsenses und damit zum Vorliegen des erforderlichen Bindungswillens. So können etwa bis zur tatsächlichen Unterschriftenleistung noch große Unsicherheiten bestehen, ob der Vertrag tatsächlich unterfertigt wird und somit das Eintreten des Ereignisses des gestreckten Sachverhalts scheitern kann.

In bestimmten Ausnahmefällen liegt nicht einmal mit der Einigung über die maßgeblichen Vertragspunkte und den darauf bezogenen Bindungswillen eine konkrete Information vor, sondern sogar *erst mit Eintritt* von ganz bestimmten *Bedingungen* oder sonstigen Voraussetzungen. So kann etwa bei Abgabe einer Finanzierungszusage einer maßgeblich beteiligten Bank die ausreichende Genauigkeit der Information gegeben sein.¹³⁰ Nur wenn keine ernsthaften Zweifel am Eintritt derartiger Bedingungen bestehen, wird auch die *Ad-hoc*-Meldepflicht nicht gehindert.¹³¹

V. Zusammenfassung

Bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen sind für die Beurteilung, ob eine die *Ad-hoc*-Pflicht auslösende Insider-Information vorliegt, insb die hinreichende Wahrscheinlichkeit und die Kurserheblichkeit des Abschlusses des Kaufvertrages maßgeblich.

Generell ist zur Sicherung einer praxistauglichen Abgrenzung von einer hohen Wahrscheinlichkeit des künftigen Eintritts eines Ereignisses auszugehen. IdS gehen im Anschluss an die BGH-Judikatur der UVS Wien und die hM davon aus, dass bei Unternehmens- und Beteiligungstransaktionen eine Insider-Information nur dann gegeben ist, wenn kein vernünftiger Grund besteht, am Abschluss des Kaufvertrages zu zweifeln. Zumindest muss über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt worden sein und zugleich eine feste Erwerbs- bzw Veräußerungsabsicht der beteiligten Parteien vorliegen. Darüber hinaus muss der Eintritt möglicher sonstiger Voraussetzungen für das Zustandekommen der Transaktion entsprechend wahrscheinlich sein, damit tatsächlich die *Ad-hoc*-Meldepflicht ausgelöst wird.

Sofern keine zusätzlichen Umstände hinzutreten, ist daher die *Ad-hoc*-Meldepflicht bei M&A Transaktionen idR eher in zeitlicher Nähe zum *signing* als zu einem *letter of intent* oder einer bloßen Due-Diligence-Prüfung anzusiedeln, was auch für die Praxis eine sichere und damit lebensnahe Pflichtenlage bedeutet.

¹²² Pkt III.2.1.1.1. des Emittentenleitfadens der BaFin.

¹²³ Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 148; Temmel in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 679 Rz 57.

¹²⁴ Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 147 f; Temmel in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 678 Rz 54 ff.

¹²⁵ Pkt 2.3.2.1a. des Rundschreibens der FMA.

¹²⁶ UVS Wien 22.2.2010, 06/FM/57/7999/2008; Kalss/Zahradnik, ecolx 2006, 395.

¹²⁷ Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 148.

¹²⁸ Temmel in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 679 Rz 60; Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 149; Harbath, ZIP 2005, 1900.

¹²⁹ Temmel in Althuber/Schopper, Unternehmenskauf & Due Diligence I, 679 Rz 59.

¹³⁰ Zahradnik/Kapeller, Pflichten der Emittenten, 150; Kalss/Zahradnik, ecolx 2006, 396.

¹³¹ Kalss/Zahradnik, ecolx 2006, 398.

Der **G**esellschafter

Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht

Herausgegeben von
Nikolaus Arnold und Susanne Kalss

GesRZ

Susanne Kalss/Clemens Hasenauer

Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen

Harald Baum

Garantie-Zertifikate und „Emittentenrisiko“

Michael Umfahrer

Übertragung und Abfindung von GmbH-Anteilen

Nora Aburumieh/Heinrich Foglar-Deinhardstein

Internationale Umstrukturierungen

Eva Eberhartinger/Matthias Petutschnig

Forderungsbewertung nach UGB, BWG und EStG

Zentrum für Stiftungsrecht

Das neue Stiftungsrecht nach dem Ministerialentwurf 2010

Aus der aktuellen Rechtsprechung

OGH-Entscheidungen zu Kapitalgesellschaften, Firmenbuch und Privatstiftungen
VwGH-Judikatur zum Unternehmenssteuerrecht

Unternehmensrecht aktuell

BWG-Novelle (CRD III)

Budgetbegleitgesetz: Abgaben- und Justizbereich

Neuer EU-Rahmen für Krisenmanagement im Finanzsektor