

Abgrenzungsfragen bei der Ad-hoc-Publizität

CLEMENS HASENAUER / MICHAEL EBNER*

Während der Themenkomplex rund um die Ad-hoc-Publizität im Zuge des Inkrafttretens der Marktmissbrauchsverordnung¹ im Jahr 2016 einen regelrechten Dauerbrenner in der kapitalmarktrechtlichen Literatur darstellte, ist es zuletzt merklich ruhiger um diesen Rechtsbereich geworden. Dabei haben in letzter Zeit nicht nur die Corona-Pandemie sowie der Krieg in der Ukraine gezeigt, dass die Pflicht zur Veröffentlichung von Insider-Informationen für Emittenten nach wie vor höchst relevant ist. Vielmehr stellen sich für Emittenten auch im laufenden Tagesgeschäft (etwa im Zuge von M&A-Transaktionen) schwierige Abwägungsfragen, die oftmals unter großem Zeitdruck beantwortet werden müssen. Zudem sind in den vergangenen Jahren gleich mehrere richtungsweisende Entscheidungen des BVwG zur Ad-hoc-Publizität ergangen. Ziel dieses Beitrags ist es daher, die aktuellsten Entscheidungen des BVwG systematisch zu analysieren und darauf aufbauend auftretende Abgrenzungsfragen in praxistauglicher Art und Weise zu lösen.

I. Rechtliche Rahmenbedingungen

1. Allgemeines

Eine Insider-Information iSd Art 7 der Marktmissbrauchsverordnung ist bekanntermaßen eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Daran anknüpfend normiert Art 17 der Marktmissbrauchsverordnung die sog Ad-hoc-Pflicht, wonach Emittenten eine sie unmittelbar² betreffende Insider-Information unverzüglich zu veröffentlichen haben. Während die Tatbestandsmerkmale „nicht öffentlich bekannt“ und „unmittelbarer Emittentenbezug“ betroffene Emittenten kaum vor Probleme stellen, bedürfen die Begriffe „präzise Information“ sowie „Kursrelevanz“ einer genaueren Betrachtung.

2. Präzise Information: Ad-hoc-Pflichten bei Vorbereitungshandlungen?

Art 7 Abs 2 der Marktmissbrauchsverordnung fordert für das Vorliegen einer präzisen Information zwei kumulative Voraussetzungen, die am Beispiel eines gestreckten Sachverhalts im Rahmen einer M&A-Transaktion erläutert werden sollen. Zum einen ist eine Information dann als präzise anzusehen, wenn damit ein Ereignis gemeint ist, das bereits eingetreten ist oder von dem vernünftigerweise erwartet werden kann, dass es in Zukunft eintreten wird. Zudem muss die Information auch spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche

Auswirkung dieses Ereignisses auf den Kurs des Finanzinstruments zuzulassen.³ Zur Beantwortung der Frage, ob eine präzise Information vorliegt, ist also stets eine zweistufige Prüfung vorzunehmen.⁴

Bei üblichen Zwischenschritten im Laufe einer M&A-Transaktion (wie bspw dem Abschluss eines *letter of intent* oder eines *memorandum of understanding*, der Abgabe eines Angebots oder der Genehmigung der Transaktion durch den Aufsichtsrat) muss also zunächst geprüft werden, ob der jeweilige Zwischenschritt bereits eingetreten ist oder vernünftigerweise⁵ erwartet werden kann. Sämtliche Zwischenschritte, die bereits eingetreten sind, stellen somit auf der Ebene des ersten Prüfungsschritts jedenfalls eine präzise Information dar.⁶ Dies würde allerdings – ohne zusätzliches Korrektiv auf der Prüfungsebene der präzisen Information – zu einer Ausuferung der Veröffentlichungspflicht führen.

Daher ordnet Art 7 Abs 2 der Marktmissbrauchsverordnung als zweite Voraussetzung für das Vorliegen einer präzisen Information an, dass eine Information auch spezifisch, also bestimmt genug sein muss, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung des Ereignisses auf den Kurs des Finanzinstruments zuzulassen. Ein Zwischenschritt in einem gestreckten Sachverhalt kann demnach nur dann eine präzise Information – und somit auch eine Insider-Information – darstellen, wenn ein verständiger Anleger aufgrund der Information über den Zwischenschritt in der Lage ist, mögliche Kursauswirkungen zu beurteilen.⁷ Eine Information ist also

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

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

² Zur Abgrenzung zwischen den Emittenten unmittelbar und bloß mittelbar betreffenden Informationen vgl etwa Klöhn in Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung (2018) Art 17 Rz 65 ff; weiters die beispielhafte Aufzählung im BaFin-Emittentenleitfaden Modul C: Regelungen aufgrund der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) vom 25.3.2020, Pkt I.2.1.3., online abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.pdf?__blob=publicationFile&v=5.

³ Vgl etwa Assmann in Assmann/Schneider/Müllbert, Wertpapierhandelsrecht⁷ (2019) Art 7 VO Nr 596/2014 Rz 10 ff.

⁴ Vgl etwa Hössl-Neumann/U. Torggler in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG – MAR (2019) Art 7 MAR Rz 20; Sindelar in Gruber, BörseG 2018 – MAR (2020) Art 7 MAR Rz 13; zur alten Rechtslage in Deutschland Mennicke/Jakovou in A. Fuchs, WpHG² (2016) § 13 Rz 26.

⁵ In der Literatur wird dafür eine überwiegende Wahrscheinlichkeit (50 % + x) gefordert; vgl etwa Klöhn in Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Art 7 Rz 97; Kalss/Hasenauer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG – MAR, Art 17 MAR Rz 37; Sindelar in Gruber, BörseG 2018 – MAR, Art 7 MAR Rz 23.

⁶ Kalss/Hasenauer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG – MAR, Art 17 MAR Rz 34.

⁷ Kalss/Hasenauer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, BörseG – MAR, Art 17 MAR Rz 40. IdZ ist zudem darauf hinzuweisen, dass es seit der EuGH-Entscheidung vom 11.3.2015, Rs C-628/13, Lafonta, für das Kriterium der Kursspezifität nicht mehr erforderlich ist, die Richtung der Kursentwicklung vorherzusagen.

nur dann „präzise“ iSd Art 7 Abs 2 der Marktmissbrauchsverordnung, wenn 1.) das zugrunde liegende Ereignis bereits eingetreten ist oder vernünftigerweise erwartet werden kann und 2.) die Information spezifisch genug ist, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung des Ereignisses auf den Kurs des Finanzinstruments zuzulassen (siehe Abbildung 1).



Abbildung 1

Nach übereinstimmendem Meinungsstand in der Literatur können somit Informationen über Diskussionen, Überlegungen von Mitgliedern des Managements, Prüfungen oder Meinungen, selbst wenn diese bereits eingetreten sind, auf der Prüfungsebene der „präzisen Information“ vom Anwendungsbereich des Art 7 der Marktmissbrauchsverordnung ausgeschlossen werden, da diese das Kriterium der Kursspezifität nicht erfüllen.⁸

Die eben dargestellten Grundsätze zum Tatbestandsmerkmal der präzisen Information geben somit wertvolle Hinweise zur Beantwortung der besonders praxisrelevanten Frage, ob auch Vorbereitungshandlungen zu Beginn eines gestreckten Sachverhalts eine *Ad-hoc*-Pflicht auslösen können. Neben den in der Literatur explizit erwähnten Beispielen, die mangels Kursspezifität keine Veröffentlichungspflicht auslösen, liefert dazu auch die neue Rspr des BVwG wertvolle Erkenntnisse. So verweist das BVwG etwa in seiner Entscheidung vom 8.5.2020, W148 2217970-1,⁹ auch auf das zentrale Erkenntnis des VwGH vom 29.4.2014, 2012/17/0554, zur *Ad-hoc*-Publizität, in dem der VwGH in einem ähnlichen Fall ua festgehalten hat, dass „eine interne Beschlussfassung ..., die im Ergebnis auf die Durchführung von Prüfungen, ob eine bestimmte Variante tatsächlich gewählt werden soll, hinausläuft, keine derartige genaue Information dar[stellt].“ Zuletzt bestätigte das BVwG auch in seiner Entscheidung vom 4.3.2021, W158 2225331-1,¹⁰ dass Informationen über „bloße Diskussionen, Überlegungen oder Meinungen“ aufgrund deren Unbestimmtheit keine Insider-Information darstellen können.

Diese Rechtsprechungslinie wird nicht zuletzt auch durch eine Entscheidung des BVwG zum Meldezeitpunkt einer Sonderdividende¹¹ bestätigt, in der das BVwG eine *Ad-hoc*-Pflicht zum Zeitpunkt des Vorliegens einer Machbarkeitsuntersuchung, also einer Vorbereitungshandlung, mangels Vorliegens einer präzisen Information verneint hat.¹²

Als erstes entscheidendes Zwischenergebnis lässt sich somit Folgendes festhalten: Sowohl die Literatur als auch das BVwG gehen im Einklang mit dem VwGH davon aus, dass

Diskussionen, Überlegungen, Prüfungen oder Meinungen sowie sonstige reine Vorbereitungshandlungen zu Beginn eines gestreckten Sachverhalts¹³ in aller Regel keine *Ad-hoc*-Pflicht auslösen.¹⁴ Diese entsteht vielmehr erst bei Vorliegen einer klaren Absicht zur Durchführung einer Maßnahme.¹⁵ Besonders hervorzuheben ist idZ, dass sich solch eine klare Absicht nicht zwingend durch einen Vorstandsbeschluss manifestieren muss. Hat nämlich ein Vorstandsbeschluss lediglich die Durchführung von Prüfungen hinsichtlich einer *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahme zum Gegenstand und ist deren Realisierbarkeit noch offen, liegt trotz Vorstandsbeschlusses gerade keine klare Absicht zur Durchführung der Maßnahme (und damit auch keine *Ad-hoc*-Pflicht) vor.¹⁶

3. Kursrelevanz einer Information

Neben dem Tatbestandsmerkmal „präzise Information“ kommt im Zuge der Prüfung, ob eine Insider-Information vorliegt, dem Tatbestandsmerkmal der Kursrelevanz, dh der Frage, ob ein verständiger Anleger aus *Ex-ante*-Sicht eine Information als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde, ebenfalls entscheidende Bedeutung zu. In der Praxis stellt sich die Frage nach der Kursrelevanz einer Insider-Information meist im Rahmen von gestreckten Sachverhalten, die von mehreren Zwischenschritten geprägt sind. Basierend auf der *Geltl*-Entscheidung des EuGH¹⁷ normiert Art 7 Abs 3 der Marktmissbrauchsverordnung idZ, dass auch jeder einzelne Zwischenschritt in einem gestreckten Sachverhalt eine Insider-Information darstellt, falls er für sich genommen alle Kriterien einer Insider-Informationen erfüllt. Führt man sich dazu eine M&A-Transaktion mit zahlreichen Zwischenschritten¹⁸ als Beispiel für einen gestreckten Sachverhalt vor Augen, stellt sich rasch die entscheidende Frage, unter welchen Voraussetzungen ein konkreter Zwischenschritt nun „für sich genommen“ alle Tatbestandsmerkmale einer Insider-Information iSd Marktmissbrauchsverordnung erfüllt und damit, sofern kein Aufschub nach Art 17 Abs 4 der Marktmissbrauchsverordnung erfolgt, der Veröffentlichungspflicht unterliegt. Wenn etwa eine Due-Diligence-Prüfung abgeschlossen wurde (oder dies vernünftigerweise erwartet werden kann), wird ein verständiger Anleger in aller Regel kaum alleine aufgrund der Information über diesen Zwischenschritt handeln.¹⁹ Vielmehr wird er diese Information idR dann zum Anlass nehmen, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen, wenn er davon ausgeht, dadurch sei der Eintritt des

¹³ Weitere Beispiele sind etwa die Durchführung allgemeiner Marktanalysen, aber auch unbestimmte Informationen (wie reine Spekulationen, Vermutungen oder Gerüchte); vgl dazu auch BVwG 16.4.2021, W276 2232379-1.

¹⁴ Dies deckt sich auch mit den Ausführungen der BaFin in ihrem Emittentenleitfaden, wo zu M&A-Transaktionen festgehalten wird, dass rein interne organisatorische Maßnahmen (wie Prüf- und Vorbereitungshandlungen, die erstmalige Beauftragung von Beratern [Rechtsanwälte, Banken, Unternehmensberater] oder eine erstmalige Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft) regelmäßig noch keine Insider-Informationen darstellen; vgl BaFin-Emittentenleitfaden Modul C, Pkt I.2.1.5.6.

¹⁵ Siehe Pkt III.2.

¹⁶ Vgl VwGH 29.4.2014, 2012/17/0554, wenngleich jedoch anzumerken ist, dass das BVwG in einigen seiner zuletzt ergangenen Entscheidungen jeweils einen Vorstandsbeschluss als das die *Ad-hoc*-Pflicht auslösende Ereignis angesehen hat; siehe Pkt III.2.1., III.2.2. und III.2.3.

¹⁷ EuGH 28.6.2012, Rs C-19/11, *Geltl*.

¹⁸ Etwa vom Abschluss eines *letter of intent* über die Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung bis hin zur Unterzeichnung eines *sales and purchase agreement*.

¹⁹ Eine eigenständige Kursrelevanz einer Due-Diligence-Prüfung wäre etwa in Fällen denkbar, in denen sich im Zuge der Prüfung herausstellt, dass große Teile der Liegenschaften des Emittenten kontaminiert sind; vgl dazu auch Th. Barth, Der Zwischenschritt, GesRZ 2017, 312 (315).

⁸ Vgl dazu etwa Hössl-Neumann/U. Torggler in Kalls/Oppitz/U. Torggler/Winner, *BörseG – MAR*, Art 7 MAR Rz 27; Klöhn in Klöhn, *Marktmissbrauchsverordnung*, Art 7 Rz 91.

⁹ Siehe Pkt III.2.3.

¹⁰ Siehe Pkt III.1.

¹¹ Siehe Pkt III.2.2.

¹² Vielmehr war das die *Ad-hoc*-Pflicht auslösende Ereignis in diesem Fall ein Vorstandsbeschluss zur Durchführung der Maßnahme.

Endereignisses wahrscheinlicher geworden. Der Abschluss der Due-Diligence-Prüfung wirkt sich somit nur deswegen auf den Kurs des Emittenten aus, weil er Informationen über die geplante M&A-Transaktion enthält.²⁰ Die Information über den Abschluss der Due-Diligence-Prüfung selbst, dh über den Zwischenschritt, hat hingegen in aller Regel keinen eigenen Informationsgehalt für die Eignung der Kursentwicklung, sondern ist nur aufgrund des Endereignisses kursrelevant.²¹

IZm der Prüfung der Kursrelevanz von Zwischenschritten hat der VwGH in einer durchaus kontrovers diskutierten Entscheidung vom 27.4.2017, Ro 2016/02/0020, klargestellt, dass dabei auch der sog *Probability-magnitude*-Test zu berücksichtigen ist.²² Während man bis zu dieser Entscheidung in Österreich davon ausgehen konnte, dass für das Vorliegen einer präzisen Information, sei es auf der Prüfungsebene des Zwischenschritts oder jener des Endereignisses, eine überwiegende Eintrittswahrscheinlichkeit, dh von über 50 %, vorhanden sein musste,²³ ist die Eintrittswahrscheinlichkeit nunmehr mit den erwartbaren Kursauswirkungen in Beziehung zu setzen.²⁴ Die Anwendung dieses Konzepts hat im Ergebnis zur Folge, dass Informationen auch dann zu veröffentlichen sind, wenn mit deren Eintritt zwar nicht mit einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit zu rechnen ist, die erwartbaren Auswirkungen dieser Information jedoch besonders groß sind. Eine erhebliche Kursauswirkung soll dabei eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit kompensieren.²⁵

4. Unverzüglichkeit der Veröffentlichung

Hinsichtlich des Zeitfensters, das Emittenten für die Veröffentlichung von Insider-Informationen zur Verfügung steht, war schon bisher anerkannt, dass dies ohne schuldhaftes Zögern zu erfolgen hat und Veröffentlichungen zu jeder Tages- und Nachtzeit (auch sonn- und feiertags) vorzunehmen sind.²⁶ In der erst kürzlich ergangenen Entscheidung vom 16.4.2021, W276 2232379-1, wurde diese Sichtweise auch vom BVwG bestätigt. Das der Entscheidung zugrunde liegende Ereignis bestand aus einer um 15:30 Uhr ergangenen telefonischen Information eines Mitarbeiters einer Fluglinie an ein Vorstandsmitglied der Emittentin, wonach diese den Zuschlag in einem Ausschreibungsverfahren über die Vergabe eines dreijährigen Catering-Vertrages erhalten habe. Nach interner Prüfung durch die Emittentin erfolgte die Veröffentlichung dieser Information im Wege einer *Ad-hoc*-Meldung am Morgen des Folgetages.

In seiner Entscheidung hielt das BVwG insb fest, dass der Gewinn der Ausschreibung für die Emittentin nicht völlig unvorhergesehen bzw auch nicht völlig überraschend erfolgte,

die Emittentin die Veröffentlichung dieser Information daher sehr rasch vorzunehmen hatte, und verwies hinsichtlich des zur Verfügung stehenden Zeitfensters auf die Literatur, wonach eine Stunde als angemessen anzusehen ist. Ergänzend wurde festgehalten, dass bei völlig unvorhersehbaren Umständen zwar eine längere und nicht „*minutenmäßig abgestoppte*“ Prüfung unter Beiziehung externer Berater erforderlich und vertretbar sein kann. Auch für unvorhersehbare *Ad-hoc*-Meldungen müssen jedoch die nötige Infrastruktur und die personellen (internen und externen) Ressourcen 24 Stunden am Tag zur Verfügung stehen, da allfällige Insider-Informationen von Emittenten jedenfalls binnen weniger Stunden zu veröffentlichen sind.

II. Weitere Problemstellung aus Sicht der Praxis

Zur weiteren Analyse der Pflicht zur Veröffentlichung von Insider-Informationen sowie der aktuellen Rspr des BVwG empfiehlt es sich, zwischen zwei Fallgruppen zu unterscheiden: Zum einen können Veröffentlichungspflichten nach Art 17 der Marktmissbrauchsverordnung aus Informationen resultieren, die außerhalb des Emittenten entstehen und plötzlich in Erscheinung treten.²⁷ Diese Fallgruppe bereitet in der Praxis für gewöhnlich weniger häufig Probleme, da punktuell geprüft werden kann, ob die konkrete Information die Tatbestandsmerkmale des Art 7 der Marktmissbrauchsverordnung erfüllt und gegebenenfalls unverzüglich zu veröffentlichen ist.

Die zweite Fallgruppe, also jene Informationen, die innerhalb des Emittenten entstehen, stellt Entscheidungsträger in der Praxis jedoch regelmäßig vor schwierige Abwägungsfragen, die laufend überwacht und beantwortet werden müssen. Insb stellt sich oftmals die Frage, wann eine im Unternehmen bereits vorhandene Information²⁸ nun keine (nicht *ad-hoc*-pflichtige) Vorbereitungshandlung mehr darstellt, sondern solch einen Konkretisierungsgrad erreicht hat, dass die Pflicht zu einer *Ad-hoc*-Meldung besteht.

Im Folgenden soll daher versucht werden, diese Frage unter Heranziehung der aktuellen Rspr des BVwG zur *Ad-hoc*-Meldepflicht zu beantworten und gleichzeitig eine praxistaugliche Handlungsanleitung für Emittenten zur Vermeidung etwaiger Verstöße gegen Art 17 der Marktmissbrauchsverordnung zu entwickeln.

III. Update zur Rechtsprechung

1. Ad-hoc-Pflicht bei außerhalb des Emittenten entstehenden Informationen

Zunächst soll allerdings noch ein kurzer Überblick über den Umgang mit außerhalb des Emittenten entstehenden Informationen erfolgen. Neben der Entscheidung betreffend den Gewinn einer Ausschreibung²⁹ hat sich das BVwG in jüngster

²⁰ Vgl Schopper/Walch, *Ad-hoc-Publizität bei zeitlich gestreckten Sachverhalten*, ZFR 2014, 255 (257).

²¹ Kalss/Hasenauer, *GesRZ* 2014, 269 (274); dies in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, *BörsG – MAR*, Art 17 MAR Rz 58; vgl auch Th. Barth, *Zwischenschritte* (2018) 70.

²² Vgl dazu etwa Klöhn in Klöhn, *Marktmissbrauchsverordnung*, Art 7 Rz 217 ff; vgl auch BaFin-Emittentenleitfaden Modul C, Pkt I.2.1.4.3., der davon ausgeht, dass ein Kursbeeinflussungspotenzial umso eher anzunehmen ist, je gewichtiger und wahrscheinlicher das Endereignis ist.

²³ Vgl nur Kalss/Oppitz/Zollner, *Kapitalmarktrecht*² (2015) § 16 Rz 31.

²⁴ Vgl Kalss/Hasenauer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, *BörsG – MAR*, Art 17 MAR Rz 62 ff.

²⁵ Vgl Th. Barth, *GesRZ* 2017, 317.

²⁶ Vgl dazu etwa Klöhn in Klöhn, *Marktmissbrauchsverordnung*, Art 17 Rz 116 ff; Kalss/Hasenauer in Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner, *BörsG – MAR*, Art 17 MAR Rz 77.

²⁷ Zu denken wäre hier – neben den Sachverhalten, die in jüngerer Vergangenheit das BVwG beschäftigt haben (siehe Pkt I.4. sowie III.1.) – etwa an einen Unfall auf einer wichtigen Betriebsstätte oder an einen Hackerangriff.

²⁸ Dies betrifft Informationen zu Sachverhalten oder zukünftigen Umständen (bspw oberflächliche Diskussionen zu geplanten M&A-Aktivitäten auf Ebene eines Projektteams oder die langjährige Forschung an einem neuartigen Produkt) innerhalb eines Emittenten, die zwar bereits existieren, jedoch noch so unkonkret und vage sind, dass die Tatbestandsmerkmale des Art 7 der Marktmissbrauchsverordnung keinesfalls erfüllt sind.

²⁹ Siehe Pkt I.4.

Vergangenheit auch in einer zweiten Entscheidung mit einem außerhalb des Emittenten entstandenen Ereignis beschäftigt.

Dieser Entscheidung vom 4.3.2021, W158 2225331-1, lag der Widerruf einer Bewilligung zur Produktion und zum Inverkehrbringen von Arzneimitteln zugrunde, wobei der betroffenen Emittentin die Herstellung, die Kontrolle und das Inverkehrbringen von ausgewählten Arzneimitteln mit Bescheid vom 13.11.1998 bewilligt worden war. Seit 11.12.2017 war jedoch ein Verfahren vor dem Bundesamt für Sicherheit im Gesundheitswesen (BASG) wegen möglicher Verunreinigung eines Arzneimittels anhängig. IdZ erging am 16.2.2018 ein Schreiben des BASG, dass die von der Emittentin getroffenen Maßnahmen zur Mängelbehebung teils unzureichend sind. Am 29.3.2018 fand eine Besprechung zwischen dem BASG und Vorstandsmitgliedern der Emittentin statt, in der der Emittentin die voraussichtlichen Spruchpunkte eines zu erlassenden Bescheids mittels Präsentation mitgeteilt wurden. Insb wurde im Rahmen dieser Besprechung auch der Bescheidentwurf präsentiert und thematisiert, welcher einen (teilweisen) Widerruf der Bewilligung vom 13.11.1998 vorsah. Am 11.4.2018 erging eine E-Mail einer Mitarbeiterin der Emittentin an den Vorstand, wonach der „Non-Compliance-Report“ online sei. Am 12.4.2018 (dies war zugleich das Datum des Bescheids) nahm die Emittentin schließlich die *Ad-hoc*-Meldung vor.

Das BVwG hielt fest, dass die *Ad-hoc*-Pflicht im gegenständlichen Fall bereits am 29.3.2018 bestand. Begründend wurde insb angeführt, dass bereits zu diesem Zeitpunkt aus objektiver Sicht *ex ante* klar war, dass es zu einem Widerruf der Bewilligung zur Produktion und zum Inverkehrbringen von Arzneimitteln bzw zu einer teilweisen Einschränkung kommen werde und daher eine präzise Information vorlag.³⁰ Zudem wussten die Mitglieder des Vorstands der Emittentin spätestens seit der Besprechung am 29.3.2018 im Wesentlichen, welche Bereiche eingeschränkt werden. Zur Kursrelevanz führte das BVwG an, dass ein behördlicher Bewilligungswiderruf bei Pharmaunternehmen für den verständigen Anleger eine wesentliche Information sei und auch der Kurseinbruch in Höhe von 11 % am Tag der *Ad-hoc*-Mitteilung als Indiz für die Kursrelevanz angesehen werden kann.³¹

Diese Entscheidung zeigt somit einerseits, dass Führungskräfte von Emittenten sämtliche von außen an sie herangetragenen Informationen auf eine potenzielle Veröffentlichungspflicht prüfen und im Falle des Falles unverzüglich handeln müssen. Andererseits wird deutlich, dass *Ad-hoc*-Pflichten auch im Rahmen von Gesprächen und Treffen mit nicht in die Kapitalmarktüberwachung eingebundenen Behörden – wie im hier beschriebenen Fall dem BASG – entstehen können. In Zusammenschau mit der Entscheidung des BVwG vom 14.2.2019, W210 2195872-1, betreffend die Begebung einer Pflichtwandelanleihe³² wird zudem deutlich, dass auch auf

informellem Weg, sei es im Wege eines Telefonats oder im Rahmen eines PowerPoint-Vortrags, übermittelte Informationen die Veröffentlichungspflicht nach Art 17 der Marktmissbrauchsverordnung auslösen können.

2. *Ad-hoc*-Pflicht bei innerhalb des Emittenten entstehenden Informationen

2.1. *Ad-hoc*-Pflicht bei Änderungen der Dividendenpolitik?

Informationen über die geplante Gewinnausschüttung eines Emittenten stellen naturgemäß einen Kernbereich der *Ad-hoc*-Publizität dar, da solche Informationen oftmals direkten Einfluss auf den Fundamentalwert des Emittenten haben.³³ Während in Österreich lange Zeit keine Rspr zum Zeitpunkt der Veröffentlichungspflicht bei Finanzinformationen existierte, hatte das BVwG im Jahr 2019 gleich zweimal die Gelegenheit, sich mit der *Ad-hoc*-Publizität iZm Dividenden zu beschäftigen.

In dem der ersten Entscheidung vom 13.6.2019, W204 2209288-1, zugrunde liegenden Sachverhalt verfolgte die betroffene Emittentin eine langfristige Dividendenpolitik, wobei im Durchschnitt stets eine Ausschüttungsquote von rund einem Drittel des Jahresgewinns angepeilt wurde. Während Analystenprognosen auf Basis der Dividendenpolitik sowie des erwarteten Gewinns ab Februar 2016 von einer Dividende von rund 0,70 € je Aktie ausgegangen waren, beschloss der Vorstand am 8.6.2016,³⁴ der Hauptversammlung eine Dividende in Höhe von 1,50 € je Aktie für das Wirtschaftsjahr 2015/2016 vorzuschlagen. Diesem Beschluss gingen Gespräche zwischen dem Vorstandsvorsitzenden und dem Vorsitzenden des Prüfungsausschusses und Aufsichtsrats voraus. Nachdem der Vorstandsvorsitzende seine Argumente für eine Gewinnausschüttung von 1,50 € je Aktie dargelegt hatte, folgte der Aufsichtsrats- und Prüfungsausschussvorsitzende diesen Argumenten. Nachdem sich auch der Aufsichtsrat der Emittentin am 21.6.2016 dem Vorschlag des Vorstands angeschlossen hatte, erfolgte am 22.6.2016 eine entsprechende *Ad-hoc*-Meldung. Die FMA vertrat jedoch die Ansicht, dass bereits der Vorstandsbeschluss am 8.6.2016 eine *ad-hoc*-pflichtige Information gewesen sei, und leitete ein Verwaltungsstrafverfahren ein.

In seiner Entscheidung hielt das BVwG zunächst fest, dass dem Vorschlag des Vorstands vom 8.6.2016 im gegenständlichen Fall schon alleine deshalb eine hohe Bedeutung zugekommen ist, weil in der Vergangenheit sowohl der Aufsichtsrat als auch die Hauptversammlung dem Vorschlag des Vorstands stets gefolgt sind.³⁵ Dieser Umstand trug im vorliegenden Fall wohl maßgeblich dazu bei, dass es sich zumindest um eine präzise Information handelt. Auf der Prüfungsebene der Kursrelevanz ist sodann mithilfe der Anreiztheorie aus einer

³⁰ Ergänzend führte das BVwG an, dass es dafür unerheblich sei, wenn nicht völlig klar war, wann es zum Widerruf kommen wird und welche Medikamente davon genau betroffen sein werden.

³¹ Wenngleich die Indizwirkung einer tatsächlichen Kursbewegung dem überwiegenden Meinungsstand in der Literatur entspricht (vgl etwa Sindelar in Gruber, BÖrseG 2018 – MAR, Art 7 MAR Rz 50 f), so ist solch eine Argumentation uE nicht unbedingt systemkonform, zumal die Beurteilung der Kursrelevanz stets aus einer *Ex-ante*-Perspektive zu erfolgen hat und eine tatsächliche Kursbewegung daher für die Beurteilung der *Ad-hoc*-Pflicht vollkommen unbeachtlich sein sollte.

³² Siehe Pkt III.2.4.

³³ Siehe dazu etwa FMA-Jahresbericht 2021, S 87 (Tabelle 28), online abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/publikationen/fma-jahresberichte>, wonach im Jahr 2020 von 447 *Ad-hoc*-Meldungen 130 die Bereiche „Finanzberichte/Geschäftszahlen“ bzw „Prognosen, Gewinnwarnungen“ betroffen haben (im Jahr 2021 waren diesen Bereichen 48 von 421 *Ad-hoc*-Meldungen zuzuordnen); vgl dazu auch Assmann in Assmann/Schneider/Mülbert, Wertpapierhandelsrecht⁷, Art 7 VO Nr 596/2014 Rz 95.

³⁴ Zu diesem Zeitpunkt lag der finale Konzernabschluss für das Geschäftsjahr 2015/2016 vor und es erfolgte die Freigabe des konsolidierten Jahresabschlusses durch den Konzernprüfer.

³⁵ Zudem gab die Emittentin im Verfahren selbst bekannt, dass die Höhe der Dividende für sie bereits am 8.6.2016 hinreichend wahrscheinlich bzw bereits entschieden war.

Ex-ante-Perspektive zu prüfen, ob ein verständiger Anleger die Information über den Dividendenvorschlag des Vorstands als Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt hätte.³⁶ Das BVwG führte dazu aus, dass ein verständiger Anleger vor dem Hintergrund der langjährig verfolgten Dividendenpolitik und der Ausschüttungen der letzten Jahre jedenfalls davon ausgehen konnte, dass die Dividende nicht über 1 € je Aktie liegen würde. Weiters hielt das BVwG fest, dass ein verständiger Anleger die Information über die Höhe der geplanten Dividende pro Aktie jedenfalls als Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt hätte und diese Information daher als kursrelevant einzustufen ist. Im vorliegenden Fall hätte daher die Information über die geplante Dividende in Höhe von 1,50 € pro Aktie bereits am 8.6.2020 im Wege einer *Ad-hoc*-Mitteilung veröffentlicht werden müssen.

Als Zwischenfazit lässt sich somit festhalten, dass die *Ad-hoc*-Publizität nach Ansicht des BVwG im gegenständlichen gestreckten Sachverhalt durch einen Vorstandsbeschluss ausgelöst wurde. Zumal auch der Vorsitzende des Aufsichtsrats den Gewinnverwendungsvorschlag des Vorstands zuvor in Gesprächen gebilligt hatte, stellte der Vorstandsbeschluss für einen verständigen Anleger eine präzise Information dar, die aufgrund deren immanenter Kursrelevanz veröffentlichungspflichtig war.

2.2. Ad-hoc-Pflicht bei Sonderdividende?

In der Entscheidung vom 21.8.2019, W148 2196914-1, hatte sich das BVwG erneut mit der Frage der *Ad-hoc*-Pflicht bei Dividenden zu befassen. Im verfahrensgegenständlichen Sachverhalt entstand im Aufsichtsrat der Emittentin am 23.2.2016 zunächst die Idee, zusätzlich zur Bardividende in Höhe von 1 € eine einmalige Sonderdividende (*scrip dividend*) in Höhe von 0,50 € pro Aktie auszuschütten.

Nachdem sich die praktische Umsetzung der Sonderdividende als rechtlich komplex herausstellte und erst am 11.4.2016 das positive Ergebnis einer Machbarkeitsuntersuchung vorlag, erfolgte ein entsprechender Vorstandsbeschluss am 13.4.2016, welcher umgehend im Wege einer *Ad-hoc*-Mitteilung veröffentlicht wurde.

Während die FMA der Ansicht war, dass im vorliegenden Fall bereits am 11.4.2016 eine *Ad-hoc*-Veröffentlichung vorzunehmen gewesen wäre, entschied das BVwG, dass der Zeitpunkt der *Ad-hoc*-Meldung rechtskonform war. Begründend wurde insb angeführt, dass der Projektleiter im Zuge des Verfahrens glaubhaft gemacht hat, dass er noch am 11.4.2016 von zahlreichen Variablen ausging und wusste, dass der Vorstand eine Präferenz für eine Lösung nach „Einfachheit und Klarheit“ hat. Er war daher bis zuletzt von der Realisierbarkeit der von ihm schlussendlich vorbereiteten Variante keineswegs überzeugt, weil sie den bekannten Präferenzen des Vorstands nicht entsprach. Erst mit 13.4.2016 nachmittags war für den Vorstand hinreichend klar, dass die Ausschüttung einer Sonderdividende tatsächlich funktionieren würde.

Auch in diesem Fall war der entscheidende Anknüpfungspunkt für das Vorliegen einer Insider-Information somit die entsprechende Beschlussfassung des Vorstands. Wie bereits

unter Pkt I.2. aufgezeigt wurde, zeigt die Entscheidung allerdings auch sehr deutlich, dass Vorbereitungs-handlungen (wie hier die Durchführung [sowie der positive Abschluss] einer Machbarkeitsuntersuchung) nicht zwingend zu einer *Ad-hoc*-Pflicht führen. Vielmehr war die tatsächliche Realisierbarkeit der Sonderdividende im gegenständlichen Fall bis zum Beschluss des Vorstands unklar, sodass bis zu diesem Zeitpunkt auch keine präzise Information vorlag.

2.3. Ad-hoc-Pflicht bei Kapitalerhöhungen

Die eben geschilderte Rechtsprechungslinie des BVwG setzt sich auch in der Entscheidung vom 8.5.2020, W148 2217970-1, fort. Dieser Entscheidung lag ein „Schulbeispiel“ für eine Insider-Information zugrunde, nämlich eine geplante Kapitalerhöhung. Die beschwerdeführende Emittentin war ein auf Wachstum ausgerichtetes Immobilienunternehmen, das sich permanent mit Finanzierungsmöglichkeiten beschäftigte. Während im Dezember 2016 noch verschiedenste Formen einer zusätzlichen Finanzierung in Erwägung gezogen wurden, fand am 10.1.2017 eine Sitzung des Aufsichtsrats statt, in der der CFO der Emittentin ua festhielt, dass sich die Sinnhaftigkeit einer Kapitalerhöhung im Umfang von 350 bis 400 Mio € in den nächsten Monaten ergeben könnte und der Vorstand dementsprechend überlege, allgemeine Marktanalysen und Vorbereitungen zu starten. Ab 17.2.2017 war sodann der 15.5.2017 als Termin für die Durchführung der Kapitalerhöhung bekannt und existierte ein prozesssteuerndes Dokument mit dem Titel „*Execution Timetable*“, in dem alle wesentlichen Prozesse für die Durchführung der Kapitalerhöhung genau und mit konkretem Datum beschrieben waren. Im Rahmen eines am 6.3.2017 gefassten Vorstandsbeschlusses wurden schließlich Banken und Rechtsanwälte (zB für die Prospekterstellung sowie für die Due-Diligence-Prüfung) beauftragt, wobei dieser Beschluss ausdrücklich von einer „geplanten“ Kapitalerhöhung sprach. Erst nachdem der Aufsichtsrat am 15.5.2017 um 7:45 Uhr den Rahmenbeschluss des Vorstands über die Durchführung einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital genehmigt hatte, erfolgte die *Ad-hoc*-Meldung am 15.5.2017 um 8:16 Uhr (MEZ).

Das BVwG gelangte hingegen zur Ansicht, dass bereits der Vorstandsbeschluss vom 6.3.2017 eine präzise Information iSd Art 7 der Marktmissbrauchsverordnung darstellte, da bereits zu diesem Zeitpunkt eine „klare Absicht“ vorlag, eine Kapitalerhöhung zum 15.5.2017 vorzunehmen, und die Kapitalerhöhung zu diesem Zeitpunkt mehr als nur wahrscheinlich war. Dabei sei insb von Bedeutung, dass 1.) der Vorstandsbeschluss selbst ausdrücklich von einer „geplanten“ Kapitalerhöhung spricht, 2.) die Beauftragung der Banken und Rechtsanwälte äußerst konkret war und eine beträchtliche Honorarhöhe beinhaltete, 3.) alle anderen Formen der Kapitalbeschaffung (Fremdkapital, Aufstockung der Wandschuldverschreibung etc) zuvor eingehend (intern und extern) abschließend geprüft und verworfen wurden, 4.) das prozesssteuernde Dokument bereits ab dem 17.2.2017 den Titel „*Execution Timetable*“ trug und alle wesentlichen Prozesse für die Durchführung der Kapitalerhöhung mit konkretem Datum enthielt und 5.) auch die beiden wichtigen Prozesse Due Diligence und Prospekterstellung bereits mit 12.2.2017 bzw mit 22.2.2017 begonnen wurden. Zur Frage der Kurs-

³⁶ Vgl etwa Klöhn in Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Art 17 Rz 169 ff; siehe auch Assmann in Assmann/Schneider/Müllert, Wertpapierhandelsrecht, Art 7 VO Nr 596/2014 Rz 78.

relevanz hielt das BVwG insb fest, dass Kapitalmaßnahmen grundsätzlich kursbeeinflussende Umstände sind und eine Kapitalerhöhung nur dann nicht als Insider-Information einzustufen wäre, wenn sie in völlig unerheblichem Ausmaß erfolgt.

Aus dieser richtungsweisenden Entscheidung lässt sich ebenfalls klar erkennen, dass die *Ad-hoc*-Pflicht im gegenständlichen Fall durch einen Vorstandsbeschluss ausgelöst wurde, durch den die klare Absicht zur Durchführung der Kapitalmaßnahme zum Ausdruck kam. Für die Praxis lässt sich in Zusammenschau mit den oben vorgestellten Entscheidungen des BVwG somit grundsätzlich schlussfolgern, dass sich eine klare Absicht zur Durchführung einer Maßnahme im Regelfall durch einen entsprechenden Vorstandsbeschluss manifestiert. Trotz dieses Grundsatzes erscheint es allerdings – auch mit Blick auf die Entscheidung des BVwG vom 14.2.2019, W210 2195872-1, zur Begebung einer Pflichtwandelanleihe³⁷ – nicht empfehlenswert, von einem bedingungslosen Gleichlauf der Veröffentlichungspflicht nach Art 17 der Marktmissbrauchsverordnung einerseits und dem Vorliegen eines Vorstandsbeschlusses andererseits auszugehen. In Ausnahmefällen kann nämlich auch bereits ohne Vorstandsbeschluss eine klare Absicht zur Durchführung einer *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahme bestehen. So ist etwa eine Umgehung der Veröffentlichungspflicht durch Hinauszögern eines Vorstandsbeschlusses kein gangbarer Weg.

2.4. *Ad-hoc*-Pflicht ohne Vorstandsbeschluss?

Bestätigt wird die Auffassung, dass für die *Ad-hoc*-Pflicht nicht zwingend ein Vorstandsbeschluss vorliegen muss, durch eine weitere Entscheidung des BVwG, die die geplante Begebung einer Pflichtwandelanleihe zum Gegenstand hatte.

In dem dieser Entscheidung vom 14.2.2019, W210 2195872-1, zugrunde liegenden Sachverhalt veröffentlichte die betroffene Emittentin am 20.11.2015 zunächst eine *Ad-hoc*-Meldung betreffend einen *asset deal*, der in weiterer Folge zu einem Kapitalbedarf führte. Vom 25.11.2015 bis zum 13.1.2016 wurden sodann verschiedene Überlegungen zu Varianten der Kapitalbeschaffung angestellt und externe Berater beauftragt. Am 20.1.2016 fand schließlich eine Präsentation in den Räumlichkeiten der FMA statt, in deren Rahmen die Absicht der Begebung einer Pflichtwandelanleihe von den beiden Vorstandsmitgliedern der Emittentin als einzig beabsichtigte Variante zur Kapitalbeschaffung präsentiert wurde. Die Begebung der Pflichtwandelanleihe wurde sodann am 4.3.2016 vom Vorstand beschlossen und noch am selben Tag vom Aufsichtsrat genehmigt. Als am 8.3.2016 das *term sheet* an Dritte übermittelt wurde, nahm die Emittentin die entsprechende *Ad-hoc*-Meldung vor.

Das BVwG kam jedoch zum Ergebnis, dass die Pflicht zur *Ad-hoc*-Meldung bereits zum Zeitpunkt der Präsentation am 20.1.2016 bestanden hatte, zumal zu diesem Zeitpunkt die Absicht der Begebung einer Pflichtwandelanleihe erstmals nachweislich als die einzige „beabsichtigte“ Variante präsentiert wurde. Obwohl zu diesem Zeitpunkt weder ein formeller Vorstandsbeschluss, ein *term sheet*, der Zinssatz der Anleihe noch der vorläufige Wandlungspreis vorlagen, ging der erken-

nende Senat davon aus, dass zu diesem Zeitpunkt der Eintritt des Ereignisses, also die Begebung einer Wandelschuldverschreibung, mehr als nur wahrscheinlich war.³⁸ Zur Kursrelevanz führte das BVwG aus, dass diese bei einer derartigen Wandelschuldverschreibung nicht in der Höhe der dadurch anfallenden Zinskosten liegt, sondern primär in der Kapitalverwässerung nach erfolgter Wandlung.

Diese Entscheidung zeigt anschaulich, dass die *Ad-hoc*-Pflicht in Ausnahmefällen auch ohne Vorliegen eines expliziten Vorstandsbeschlusses (wie im vorliegenden Fall jenem vom 4.3.2016) ausgelöst werden kann. Kristallisiert sich nämlich innerhalb eines Emittenten bereits vor einer formellen Beschlussfassung durch den Vorstand die „klare Absicht“ zur Durchführung einer *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahme heraus, kann bereits zu diesem Zeitpunkt eine veröffentlichungspflichtige Insider-Information vorliegen. Am ehesten könnte hier an Fälle gedacht werden, in denen eine *ad-hoc*-pflichtige Maßnahme nach der anwendbaren Geschäftsordnung für den Vorstand nicht in die Zuständigkeit des Gesamtvorstands fällt und die Fassung eines Vorstandsbeschlusses zur Implementierung der Maßnahme schlicht nicht erforderlich ist. Erfahrungsgemäß sind solche Fälle bei *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahmen in der Praxis allerdings selten. Offenbar sind damit wohl eher Fälle gemeint, in denen eine Geschäftsführungsentcheidung bereits implizit, also ohne formellen Vorstandsbeschluss, getroffen wurde und sich daraus eine klare Absicht zur Durchführung einer Maßnahme ableiten lässt.

Im Ergebnis zeigt die vorliegende Entscheidung jedenfalls, dass – wie bereits ausgeführt – eine Umgehung der Veröffentlichungspflicht durch Hinauszögern (oder durch gänzlich Unterbleiben) eines Vorstandsbeschlusses nicht zielführend ist. Davon abgesehen sollte uE jedoch nicht übersehen werden, dass jene Fallkonstellationen, in denen *Ad-hoc*-Pflichten bei gestreckten Sachverhalten ohne vorangegangenen Vorstandsbeschluss bestehen, in der Praxis den Ausnahmefall darstellen. In aller Regel wird nämlich die Willensbildung innerhalb eines Emittenten auf dem Weg zur Durchführung einer *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahme ohne Vorstandsbeschluss schlichtweg noch nicht den für eine „klare Absicht“ erforderlichen Konkretisierungsgrad erreicht haben. Im Regelfall ist somit im Einklang mit den übrigen Entscheidungen des BVwG weiterhin davon auszugehen, dass sich eine klare Absicht zur Durchführung einer *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahme durch einen entsprechenden Vorstandsbeschluss manifestiert, der – bei Vorliegen der übrigen Tatbestandsvoraussetzungen einer Insider-Information – zugleich den maßgeblichen Zeitpunkt für die Veröffentlichungspflicht darstellt.

IV. Fazit

Für die Praxis lassen sich aus den aktuellen Entscheidungen des BVwG zur *Ad-hoc*-Publizität die folgenden Schlussfolgerungen ableiten:

- Reine Vorbereitungshandlungen (Beispiele reichen von unbestimmten Informationen über Meinungen, Überlegungen, Prüfungen, Diskussionen bis hin zur Durchführung allgemeiner Marktanalysen oder Machbarkeits-

³⁷ Siehe Pkt III.2.4.

³⁸ Auf Basis welcher konkreter Anhaltspunkte das BVwG im vorliegenden Fall die Schlussfolgerung traf, bleibt aber offen.

untersuchungen) zu Beginn eines gestreckten Sachverhalts lösen mangels Kursspezifität in aller Regel keine *Ad-hoc*-Pflicht aus.

- Im Rahmen eines gestreckten Sachverhalts wird bei innerhalb des Emittenten entstehenden Informationen das Vorliegen einer Insider-Information – und damit auch die *Ad-hoc*-Pflicht nach Art 17 der Marktmissbrauchsverordnung – grundsätzlich aufgrund eines entsprechenden Vorstandsbeschlusses ausgelöst, durch den sich die „klare Absicht“ zur Durchführung einer *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahme manifestiert.
- Zudem kann in Ausnahmefällen auch bereits dann eine *Ad-hoc*-Pflicht bestehen, wenn – unabhängig vom Vorliegen eines formellen Vorstandsbeschlusses – innerhalb des Emittenten eine „klare Absicht“ zur Durchführung einer *ad-hoc*-pflichtigen Maßnahme besteht, sodass insb eine Umgehung der Veröffentlichungspflicht nach Art 17 der Marktmissbrauchsverordnung durch Hinauszögern eines Vorstandsbeschlusses nicht möglich ist.

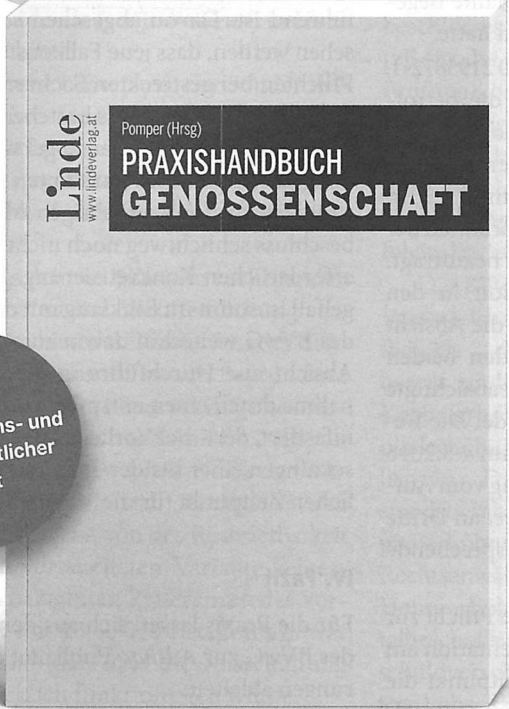
- Treffen Insider-Informationen den Emittenten nicht völlig unvorhergesehen, sind diese im Regelfall binnen einer Stunde zu veröffentlichen. Unvorhergesehene Insider-Informationen müssen innerhalb weniger Stunden gemeldet werden. Die nötige Infrastruktur und die personellen (internen und externen) Ressourcen für die Vornahme einer *Ad-hoc*-Veröffentlichung müssen 24 Stunden am Tag zur Verfügung stehen.

Nicht zuletzt aufgrund des kontinuierlichen Anstiegs der Höhe der tatsächlich verhängten Strafen bei Verletzungen der *Ad-hoc*-Pflicht³⁹ sollten betroffene Emittenten und deren Führungskräfte jedenfalls achtsam mit sich anbahnenden Insider-Informationen umgehen, rechtzeitig Compliance-Bereiche einrichten und auch (vorsorgliche) Aufschübe der Veröffentlichung nach Art 17 Abs 4 der Marktmissbrauchsverordnung in Betracht ziehen.

³⁹ Zuletzt wurde etwa im Jahr 2021 eine Geldstrafe in Höhe von 360.000 € gegen eine AG (rechtskräftig) durch das BVwG bestätigt.

Linde

Von der Wiege bis zur Bahre: Idee – Gründung – Beendigung



Aus
unternehmens- und
steuerrechtlicher
Sicht

**Praxishandbuch
Genossenschaft**
Pomper (Hrsg.)

2022
400 Seiten, kart.
978-3-7073-4619-0

€ 78,-
 digital
erhältlich



Steuern.
Wirtschaft.
Recht.
Am Punkt.

Versandkostenfrei bestellen
www.lindeverlag.at