

Aufgeschoben ist nicht aufgehoben

Was der Aufschub der Offenlegung einer Insiderinformation bei Transaktionen bewirken kann

Die Einführung der Marktmissbrauchsverordnung (MAR) im Juli 2016 und die neue Judikatur des Verwaltungsgerichtshofs vom 20. April 2016 (VwGH Ra 2015/02/0152) haben dazu geführt, dass börsennotierte Unternehmen Insiderinformationen früher offenlegen müssen als bisher. Während nach der früheren Judikatur des VwGH davon ausgegangen werden konnte, dass eine Veröffentlichungspflicht nur dann gegeben war, wenn das Zustandekommen der Transaktion überwiegend wahrscheinlich war, besteht nunmehr eine solche Veröffentlichungspflicht auch dann, wenn die Wahrscheinlichkeit des Zustandekommens der Transaktion zwar gering, die mögliche Auswirkung auf den Aktienkurs aber hoch ist.

Von Dr. Clemens Hasenauer



Ein berechtigtes Interesse zum Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation ist in der Regel immer dann anzunehmen, wenn der Emittent Verhandlungen führt, deren Ergebnis durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich gefährdet würde.

Je höher die mögliche Kursauswirkung einer Transaktion, desto geringer muss ihre Eintrittswahrscheinlichkeit sein, um eine Veröffentlichungspflicht auszulösen (Probability/Magnitude Test).

Neues „Aufschub-Regime“

Umso mehr gewann im letzten Jahr daher das in Art 17 Abs. 4 MAR vorgesehene Institut des Aufschubs der Veröffentlichung einer Insiderinformation an Bedeutung. Ein weiterer Grund für diesen Bedeutungsgewinn liegt darin, dass nach der neuen Rechtslage die FMA (anders als bisher) erst unmittelbar nach der Veröffentlichung der Insiderinformation vom Aufschub zu informieren ist. Dies hat zur Folge, dass keinerlei Meldung an die FMA zu erstatten ist, wenn ein Aufschub

beschlossen wurde – die betreffende Transaktion dann jedoch nicht zustande kommt. Erfolgt jedoch nach einem Aufschub eine Veröffentlichung, sieht § 48d Abs 4 BörseG nunmehr vor, dass der FMA auf Verlangen schriftlich zu erläutern ist, inwieweit die Voraussetzungen für den Aufschub erfüllt wurden. Zu beachten ist außerdem, dass im Fall von Transaktionen regelmäßig ein gestreckter Sachverhalt vorliegt, der sich aus zahlreichen Zwischenschritten (z.B. Abschluss eines LOI, Due-Diligence-Prüfung, Vertragsverhandlungen etc.) zusammensetzt. Der Aufschub muss dabei für jeden dieser Zwischenschritte vorgenommen werden, sofern der betreffende Zwischenschritt schon eingetreten (oder sein Eintritt überwiegend wahrscheinlich) und kurs-

relevant ist, und ist dann zulässig, wenn die folgenden drei Voraussetzungen vorliegen.

Berechtigtes Interesse

Zunächst muss es ein berechtigtes Interesse des Emittenten an der Vornahme des Aufschubs geben. Ein solches ist in der Regel immer dann anzunehmen, wenn der Emittent Verhandlungen führt, deren Ergebnis durch die unverzügliche öffentliche Bekanntgabe wahrscheinlich gefährdet würde. Außerdem besteht ein berechtigtes Interesse, wenn die Insiderinforma-



ZUM AUTOR

Dr. Clemens Hasenauer, LL.M. ist Managing Partner bei **CHSH Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati Rechtsanwälte** und leitet das Corporate Transactions Department. Er ist auf M&A-Transaktionen, Finanzierungen, Übernahmerecht und Restrukturierungen spezialisiert und unter anderem Vortragender an der WU Executive Academy und an der Donau Universität Krems sowie Autor zahlreicher Fachbeiträge zum Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.

tion eine Angelegenheit betrifft, die noch der Zustimmung eines anderen Organs (etwa des Aufsichtsrats) bedarf und nicht wirklich abgeschätzt werden kann, wie dieses Organ entscheiden wird. Dabei muss der Emittent dafür sorgen, dass die noch ausstehende Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird. Auch der geplante Erwerb oder Verkauf einer wesentlichen Beteiligung an einem anderen Unternehmen kann ein solches berechtigtes Interesse darstellen, wenn die Offenlegung dieser Information aller Wahrscheinlichkeit nach die Durchführung dieses Vorhabens gefährden würde. Zu beachten ist, dass es sich hierbei nur um Beispiele handelt und auch andere ähnlich gelagerte Sachverhalte ein berechtigtes Interesse darstellen können.

Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Weiterhin ist der Aufschub der Veröffentlichung nur dann zulässig, wenn dadurch die Öffentlichkeit nicht in die Irre geführt wird: Eine Irreführung ist im Wesentlichen immer dann möglich, wenn die aufzu-

schiebende Insiderinformation dem widerspricht, was der Emittent bislang gegenüber dem Kapitalmarkt bekanntgegeben oder auch nur indiziert hat. So ist ein Aufschub z.B. dann unzulässig, wenn die aufzuschiebende Insiderinformation im Gegensatz zu Markterwartungen steht – wobei diese Erwartungen auf Signalen beruhen, die der Emittent zuvor an den Markt gesendet hat (etwa im Wege von Interviews oder Roadshows).

Gewährleistung der Vertraulichkeit

Die letzte Voraussetzung betrifft die Gewährleistung der Vertraulichkeit. Schon die Emittenten-Compliance-Verordnung schreibt eine Vielzahl von Maßnahmen, wie etwa die Einrichtung von eigenen Vertraulichkeitsbereichen, den Abschluss von Non-Disclosure-Agreements etc., vor, um die Vertraulichkeit zu gewährleisten. Problematisch wird es allerdings dann, wenn Gerüchte auf dem Markt auftreten. Sollten diese Gerüchte so ausreichend präzise sein, dass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit nicht mehr

gewährleistet ist, schreibt Art 17 Abs. 7 MAR die unverzügliche Veröffentlichung der Insiderinformation vor. Zu diesem Zweck muss der Emittent stets eine entsprechende „Notfall-Ad-hoc-Meldung“ vorbereitet haben, um im Fall des Auftretens solcher Gerüchte rasch reagieren zu können.

Fazit

Wie eingangs erwähnt, zählt es sich für Emittenten aus, sich im Detail mit dem Institut des Aufschubs der Veröffentlichung einer Insiderinformation zu beschäftigen. Dies auch aufgrund des nunmehr drastischen Strafrahmens bei Verstößen gegen die Offenlegungspflicht – so drohen den Emittenten Strafen von bis zu 2,5 Mio. EUR oder 2% des Konzernumsatzes. Demnach kann mit dem Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation ermöglicht werden, dass nicht nur das Scheitern von Transaktionen infolge von frühzeitigen Veröffentlichungen, sondern auch die Bezahlung von saftigen Strafen verhindert werden kann. ■