

Update: Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen

Im Jahr 2010 haben die Autoren die österreichische Rechtslage, Judikatur und hM zur Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen zuletzt dargestellt.¹⁾ Nun, knapp zwei Jahre danach, ist mit Blick auf einige Entscheidungen zum Thema Ad-hoc-Publizität auf österreichischer und europäischer Ebene der Zeitpunkt gekommen, die bekannten Rechtsfragen noch einmal aufzugreifen und gleichzeitig den damaligen mit dem heutigen Meinungs- und Kenntnisstand zu vergleichen.

1. Einleitung

Nach § 48d Abs 1 BörseG haben Emittenten von Finanzinstrumenten die Pflicht, Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben.²⁾ Eine Insider-Information ist gem § 48a Abs 1 Z 1 BörseG eine öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die direkt oder indirekt 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 beziehen-

der derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, weil sie ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.

Ein Verstoß gegen die Publizitätspflicht des § 48d BörseG ist mehrfach sanktioniert:³⁾ Zunächst kann er von der FMA gem § 48 Abs 1 Z 2 BörseG mit einer Verwaltungsstrafe von bis zu 60.000 € geahndet werden. Diese Strafdrohung wurde mit dem 2. Stabilitätsgesetz 2012⁴⁾ von 30.000 € auf 60.000 € verdoppelt. Zusätzlich kann die FMA den Verstoß nach § 48q Abs 4 BörseG öffentlich bekannt machen („an den Pranger

- 1) Siehe Kalss/Hasenauer, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2010, 301.
- 2) Zur Publizitätspflicht und zum Begriff der Insider-Information siehe ausführlich Kalss/Hasenauer, GesRZ 2010, 302 ff mwN.

- 3) Kalss/Oppitz, Insiderhandel und Kursmanipulationen – Sanktionen, RdW 2011, 587 ff.
- 4) BGBl I 2012/35, in Kraft seit 1. 5. 2012.

stellen“).⁵⁾ Bei notorischer Verweigerung der Ad-hoc-Publizität droht sogar der Entzug der Börsennotierung des Emittenten.⁶⁾ Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder oder sonstige Beauftragte des Emittenten können sich gem § 255 Abs 1 Z 1 AktG gerichtlich strafbar machen, wenn sie in einer Ad-hoc-Mitteilung vorsätzlich Tatsachen unrichtig wiedergeben, verschleiern oder verschweigen.⁷⁾ Schließlich sind zivilrechtliche Ansprüche aufgrund Schutzgesetzverletzung oder aus einer Fortentwicklung der *culpa in contrahendo* denkbar.⁸⁾

In diesem Zusammenhang sei kurz auf die neuesten Entwicklungen auf europäischer Ebene, nämlich den Vorschlag für eine Verordnung über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation⁹⁾ verwiesen, welcher eine neue Kategorie von Insider-Informationen vorsieht, die allerdings nur für den Insiderstrafatbestand, nicht aber für die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht maßgeblich sein soll.¹⁰⁾

2. Judikaturstand 2010

2.1. Entscheidung des UVS Wien vom 22. 2. 2010

In seiner Entscheidung vom 22. 2. 2010¹¹⁾ bestätigte der UVS Wien die hM in Österreich zur Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen.¹²⁾ Ausdrücklich führte der UVS damals ohne Unterscheidung aus: „Nur bei Bejahung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit kann von ausreichender Genauigkeit gesprochen werden, das bedeutet, wenn nach kaufmännischem Ermessen kein vernünftiger Grund am Abschluss zu zweifeln¹³⁾ 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.“

Für betroffene Emittenten und die mit M&A-Transaktionen betrauten Berater war mit dieser Entscheidung eine – relativ –

klare Richtschnur für die Ad-hoc-Publizität nicht nur bei M&A-Transaktionen, sondern auch bei sonstigen „gestreckten Geschehensabläufen“¹⁴⁾ gegeben: Erst wenn *nach kaufmännischem Ermessen kein vernünftiger Grund am Abschluss zu zweifeln besteht*, ist eine Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen. Dieser Zeitpunkt liegt bei Unternehmenskaufverträgen (von bestimmten Konstellationen abgesehen) in der Regel mit der Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte vor.¹⁵⁾

2.2. Entscheidung des deutschen BGH vom 25. 2. 2008

In seiner Entscheidung vom 25. 2. 2008 hatte der Bundesgerichtshof (BGH) zu klären, ob *DaimlerChrysler* den Rückzug seines damaligen Vorstandsvorsitzenden *Jürgen Schrempp* rechtzeitig bekannt gegeben hatte.¹⁶⁾ *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. Nach der Bekanntmachung legte die *Daimler*-Akte spürbar zu. Das deutsche Recht kennt mit dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz ein spezielles Verfahren in Kapitalmarktangelegenheiten, das die gleiche (maßgebliche) Rechtsfrage für eine Vielzahl von Ansprüchen vorweg in einem besonderen Verfahren, dem Musterverfahren, klärt. Der Musterkläger *Markus Geltl* begehrte die gerichtliche Feststellung, dass schon im Mai, und nicht erst nach dem Beschluss im Juli eine Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen gewesen wäre.¹⁷⁾ Der Musterkläger konnte an den Kursgewinnen nicht mehr teilhaben, da er die Aktien unmittelbar vorher veräußert hatte. Er machte daher wegen Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht Haftungsansprüche gegen *Daimler* geltend. Der BGH verneinte im Hinblick auf die noch fehlende Zustimmung des Aufsichtsrats zu dem zustimmungspflichtigen Vorgang das Vorliegen einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit und hielt fest, dass noch nicht einmal eine überwiegende Wahrscheinlichkeit vorgelegen habe.¹⁸⁾

Zum Grad der Wahrscheinlichkeit hat sich in Deutschland, insb auch infolge der *DaimlerChrysler*-Entscheidung ein Literaturstreit entwickelt. So war für die Aufsichtsbehörden und manche Autoren – wohl auch gestützt auf den mit der Urteilsbegründung nicht übereinstimmenden 2. Leitsatz der BGH-Entscheidung – eine bloß überwiegende Wahrscheinlichkeit¹⁹⁾ ausreichend, während andere Autoren auf eine ganz überwiegende oder hohe Wahrscheinlichkeit abstellten.²⁰⁾ *Assmann* hielt diesbezüglich fest, dass eine *bloß überwiegende Wahrscheinlichkeit* („eher wahrscheinlich als nicht“, 50 % plus x) nicht

5) *Kalss/Oelkers*, Öffentliche Bekanntgabe – ein wirksames Aufsichtsinstrument im Kapitalmarktrecht? ÖBA 2009, 132.

6) Siehe *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I (2005) § 14 Rz 52.

7) Siehe *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 303, mit Verweis auf *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 51; *Zahradnik/Kapeller* in *Brandt/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht III, Informationsverhalten am Kapitalmarkt (2006) 161, sowie *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz (2003) § 255 Rz 22.

8) Siehe zuletzt die Entscheidung des OGH 15. 3. 2012, 6 Ob 28/12d, GesRZ 2012, 252 mit Anm F. *Schuhmacher*; ferner *Gruber*, Haftung börsennotierter Unternehmen bei Verletzung der Ad-hoc-Publizität, Aufsichtsrat aktuell 2012 H 3, 26. Siehe weiters *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 303; *Gruber*, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 247 ff; *Wilhelm*, Zur Haftungs begründung nach falschen Ad hoc-Mitteilungen, eolx 2010, 534 f; zum Schutzgesetz: *Rüffler*, Kapitalmarktrechtliche Informations- und Verhaltenspflichten als Schutzgesetz, Ges 2010, 113 ff; aA *Enzinger*, Grundlagen und Voraussetzungen der Haftung für Erklärungen an die Öffentlichkeit, insbesondere im Kapitalmarktrecht, in FS Straube (2009) 24 ff.

9) Vgl Vorschlag für eine Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), 2011/0295 (COD). Siehe in diesem Zusammenhang auch den Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, 2011/0297 (COD).

10) Siehe dazu *Hasenauer/Eichler*, Novelle der Emittenten-Compliance-Verordnung 2007, GesRZ 2012, 224; *Mock*, Gestreckte Verfahrensabläufe im Europäischen Insiderhandelsrecht, ZBB 2012, 290, mit möglichen Auswirkungen auf die künftige Ad-hoc-Publizität.

11) UVS Wien 22. 2. 2010, 06/FM/577/999/2008.

12) Siehe *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 306, mit Verweis auf *Kalss/Zahradnik*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, eolx 2006, 393.

13) Hervorhebung durch die Verfasser.

14) Zu diesem Begriff siehe uA *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar⁴ (2010) WpHG § 13 Rz 19; *Fleischer*, Ad hoc-Publizität beim einvernehmlichen vorzeitigen Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden, NZG 2007, 404; *Rüffler*, Probleme der börsennotierten Ad hoc-Publizität bei personellen Veränderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 729.

15) *Temmel* in *Althuber/Schopper*, Unternehmenskauf & Due Diligence, Band I: Legal (2010) 679 Rz 59.

16) Vgl BGH 25. 2. 2008, II ZB 9/07; siehe ferner OLG Düsseldorf in WM 2009, 1655, 1658.

17) Siehe *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2010, 305, mit Verweis auf *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.

18) *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG⁵ (2009) § 13 Rz 25.

19) *Pavlik* in Kölner Kommentar zum WpHG (2007) § 13 Rz 93, der eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50 % genügen lässt.

20) *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Komm, WpHG § 13 Rz 12; *Assmann*, ZHR 2008, 635, 648; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG (2009) § 13 Rz 67.

als hinreichende Wahrscheinlichkeit zu betrachten ist.²¹⁾ Ein Teil des deutschen Schrifttums vertrat das sogenannte, aus der US-amerikanischen Praxis stammende *Magnitude-Probability-Konzept*, wonach 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 käme die genannte Mindestwahrscheinlichkeitsgrenze zur Anwendung (und vice versa).²²⁾ Insofern wäre die hinreichende Wahrscheinlichkeit das Produkt von Wahrscheinlichkeit und Auswirkung.²³⁾

Der Rechtsstreit landete aufgrund einer Revision noch einmal vor dem BGH. Im zweiten Anlauf legte er dem EuGH die Sache zur Vorabentscheidung vor. Kurz vorweg: Der EuGH erteilte in seiner Entscheidung dem *Magnitude-Probability-Konzept* eine Absage; stellte nicht auf das Vorliegen einer *überwiegenden Wahrscheinlichkeit*, sondern darauf ab, ob *tatsächlich erwartet werden kann*, dass die künftigen Umstände oder Ereignisse eintreten werden; verlangt aber für jeden Zwischenschritt eine Prüfung. Siehe dazu unter Punkt 3.2.2.

3. Jüngste Entscheidungen

Seit dem Jahr 2010 hatte der UVS mehrere Fälle zur börserechtlichen Ad-hoc-Publizität zu entscheiden.²⁴⁾ In diesem Beitrag werden zwei besonders relevante Entscheidungen herausgegriffen, die sich mit dem Erwerb und der Veräußerung von Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften beschäftigen. Darüber hinaus hatten auf europäischer Ebene, wie bereits kurz angemerkt, auch der Generalanwalt und der EuGH Gelegenheit, zu diesem Themenbereich Stellung zu nehmen.

3.1. Österreich

3.1.1. Entscheidung des UVS Wien vom 15. 11. 2011 – Beteiligungserwerb

In dieser Entscheidung hatte sich der UVS Wien mit der Frage zu beschäftigen, ob die bloße Absicht, eine wesentliche Beteiligung zu erwerben, eine ad-hoc-meldepflichtige Insiderinformation darstellt.²⁵⁾

In dem betreffenden Fall diskutierte die börsennotierte K AG intern über eine längere Zeit, außerbörslich eine wesentliche Beteiligung von bis zu 33,33 % an der Q, einer Mitbewerberin, zu erwerben.²⁶⁾ Zum Erwerb kam es schließlich mithilfe der von der K AG beauftragten Investmentbank, welche der K AG am 16. 1. 2009 mitteilte, dass sie 20,47 % der Aktien an der Q von – der K AG unbekannten – Großaktionären erworben habe. Dieser Erwerb wurde von der K AG unverzüglich ad-hoc gemeldet, hatte sie doch die Investmentbank gerade zu diesem Zweck beauftragt. Nach Ansicht der FMA im darauf ergange-

nen Straferkenntnis hätte die K AG jedoch bereits am 12. 1. 2009 ihre – nach Ansicht der FMA manifestierte – Erwerbsabsicht ad-hoc melden müssen. Zu diesem Zeitpunkt stand allerdings weder der endgültige Erwerbspreis – bzw das von der Emittentin festzulegende Preislimit für den außerbörslichen Erwerb – noch das endgültige Volumen der Akquisition fest. Vor allem war es aber auch überhaupt nicht absehbar, ob – aufgrund des von der K AG festgesetzten Mindesterwerbsvolumens – ausreichend verkaufswillige Großaktionäre zu einem Verkauf ihrer Anteile zum festgesetzten Maximalpreis bereit wären.²⁷⁾

Der Berufungswerber führte aus, dass der bloß beabsichtigte Erwerb einer wesentlichen Beteiligung nach dem klaren Gesetzeswortlaut keine Insider-Information darstellen könne, da eine Absicht weder eine Tatsache noch ein Ereignis sei. Ein Erwerb könne bei Vorliegen der sonstigen Voraussetzungen zweifelsohne als Tatsache oder Ereignis qualifiziert werden, nicht aber die Erwerbsabsicht. Der UVS Wien gab dem Berufungswerber insofern recht, „als die beim Emittenten bestehende bloße Absicht eines möglichen künftigen Erwerbs einer wesentlichen Beteiligung ohne hinreichende Wahrscheinlichkeit der Realisierung dieses Erwerbs tatsächlich nicht nach § 48d Abs 1 BörseG publizitätspflichtig ist“. Weiters führte der UVS aus: „anderes gilt hingegen für einen (beabsichtigten) bevorstehenden Erwerb einer solchen Beteiligung durch einen Emittenten, wenn eine hinreichende Wahrscheinlichkeit für den Eintritt des Erwerbes vorliegt“.

Die Frage, mit der sich der UVS daher zu beschäftigen hatte, war, ab welchem Zeitpunkt sich der Aktienwerb an der Q zu einem Ereignis verdichtet hat, welches mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintreten wird und welches auch im Ausmaß so weit konkretisiert war, dass es als bestimmt genug angesehen werden konnte, um einen Schluss auf mögliche Auswirkungen auf den Kurs der Aktien der K AG zuzulassen. Laut UVS hatte der Berufungswerber uA zu Recht darauf hingewiesen, dass am 12. 1. 2009 eine Insider-Information nicht vorlag, da nicht mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden konnte, dass genügend verkaufswillige Großaktionäre der Q bereit waren, zu dem von der K AG intern festgesetzten maximalen Kaufpreis ihre Beteiligung zu verkaufen. Es konnte somit im fraglichen Zeitpunkt nicht mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass der Erwerb einer Beteiligung an Q in Zukunft eintreten wird. Somit war am 12. 1. 2009 der bevorstehende Erwerb einer Beteiligung an Q noch nicht als genaue Information nach § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG anzusehen. Da es sich nach Ansicht des UVS um keine genaue Information handelte, ging er auf die Frage, ob die ex ante zu beurteilende Kursrelevanz gegeben war, auch nicht weiter ein. Dies zeigt sehr schön, dass der UVS – ebenso wie der EuGH (siehe dazu unten) – eine klare Trennung der Elemente der Wahrscheinlichkeitsbeurteilung und der Kursrelevanz vornimmt.²⁸⁾ Der UVS bestätigte damit auch die derzeitige Praxis, nach der es nicht üblich ist, schlichte Erwerbsabsichten oder ein bloßes Interesse an einem Unternehmens- oder Beteiligungserwerb ad-hoc zu melden.²⁹⁾

21) Assmann in Assmann/Schneider, WpHG § 13 Rz 25; Assmann, ZHR 2008, 635, 648; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Komm, WpHG § 13 Rz 12.

22) Fleischer, NZG 2007, 405; ferner Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG § 13 Rz 67; Möllers, NZG 2008, 332; Harbarth, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1901.

23) Mock, ZBB 2012, 289.

24) UVS Wien 6. 5. 2010, 06/FM/47/5235/2009; 26. 4. 2011, 06/FM/29/2526/2010; 11. 8. 2011, 06/FM/47/8666/2010; 15. 11. 2011, 06/FM/47/3338/2011; 24. 11. 2011, 06/FM/29/8215/2010; 20. 3. 2012, 06/FM/46/3347/2011; 27. 3. 2012, 06/FM/47/170/2011.

25) UVS Wien 15. 11. 2011, 06/FM/47/3338/2011; Zahradnik, Bloß beabsichtigter Erwerb einer wesentlichen Beteiligung als ad-hoc-meldepflichtige Insider-Information, ZFR 2012, 35 ff.

26) Zahradnik, ZFR 2012, 35.

27) Zahradnik, ZFR 2012, 35.

28) Oppitz, Anmerkung zur Entscheidung des EuGH vom 28. 6. 2012 in der Rs C-19/11, GesRZ 2012, 252.

29) Zahradnik, ZFR 2012, 36.

3.1.2. Entscheidung des UVS Wien vom 20. 3. 2012 – Beteiligungsveräußerung

Gegenstand dieser Entscheidung³⁰⁾ des UVS war der von der börsennotierten O AG Ende März 2009 durchgeführte Verkauf einer 21,2%-Beteiligung an der ungarischen M an das russische Unternehmen Sn. Der Verkauf wurde von der O AG – kurz nach Abschluss (Signing) der Transaktion – am 30. 3. 2009 ad-hoc veröffentlicht. Nach Ansicht der FMA hätte der Verkauf bereits am 22. 3. 2009 ad-hoc gemeldet werden müssen.

Nach Ansicht des UVS war zu prüfen, ob sich am 22. 3. 2009 der Verkauf bereits zu einem Ereignis verdichtet hatte, von welchem die O AG annehmen konnte, dass es (i) mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eintreten wird und (ii) welches bereits so weit konkretisiert war, dass es als bestimmt genug angesehen werden konnte, um einen Schluss auf mögliche Auswirkungen auf den Kurs der Aktien der O AG zuzulassen.

Obwohl am 22. 3. 2009 bereits ein Kaufinteressent aufgetreten war, dessen Kaufinteresse zu den von der O AG angestrebten Verkaufskonditionen von der Investmentbank J als so realistisch eingeschätzt wurde, dass die Investmentbank der O AG dazu geraten hat, einige Maßnahmen im Hinblick auf eine mögliche Transaktion zu setzen (wie zB zusätzliche rechtliche Beratung einzuholen, die Dokumentation als Verkäufer zu entwerfen, die Art der benötigten Dokumente und Genehmigungen zu besprechen, einen Entwurf von Kernbotschaften für allfällige Bekanntgaben zu erarbeiten und schließlich ein Mandat für J zu unterfertigen und ein Honorar mit der Investmentbank zu vereinbaren), lag nach Ansicht des UVS am 22. 3. 2009 keine ad-hoc meldepflichtige Insiderinformation vor. Der UVS begründete seine Beurteilung so: „Dem steht allerdings gegenüber, dass am 22. 3. 2009 von russischer Seite noch kein konkreter Vorschlag über den Kaufpreis vorlag – anzumerken ist, dass der Buchwert der M-Anteile zu diesem Zeitpunkt ungefähr das Doppelte des damaligen Marktwertes betrug und die O AG ihre M-Anteile nicht unter dem Buchwert veräußern wollte – und noch keine direkten Verhandlungen zwischen der O. und dem russischen Kaufinteressenten geführt worden waren.“

Weiters führte der UVS aus: „Vor diesem Hintergrund kann nicht davon ausgegangen werden, dass im Hinblick auf den Verkauf [...] bereits am 22. 3. 2009 eine ad-hoc meldepflichtige Insiderinformation vorlag, zumal sowohl die Eintrittswahrscheinlichkeit als auch die Genauigkeit vor erstmaligen direkten Verhandlungen mit dem in Aussicht genommenen Vertragspartner Sn. und vor Bekanntwerden der konkreten Kaufpreisvorstellungen von Sn. unter Zugrundelegung der gegenständlich gebotenen Ex-ante-Betrachtung noch nicht hinreichend verdichtet war.“ Darüber hinaus beurteilte der UVS Wien die Kursrelevanz mit folgenden Worten: „Ganz abgesehen davon, wäre [...] die Information über den bevorstehenden Verkauf [...] erst dann von entsprechendem Wert, wenn auch der Verkaufspreis zumindest ungefähr beziffert worden wäre, hätten sich doch ein Verkauf zum damals niedrigen Börsenkurs der M-Aktie eher negativ, der letztlich bewerkstelligte Verkauf zu für die O. deutlich besseren Konditionen dagegen eher positiv auf die Entwicklung der O.-Aktie auswirken können.“

Die Entscheidung des UVS Wien deckt sich mit der herrschenden Meinung: Eine Insider-Information liegt erst vor, wenn „über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt“ wurde.³¹⁾ Maßgeblich ist die Einigung über die wesentlichen

Vertragsinhalte, dh die Erzielung eines kommerziellen und juristischen Konsenses.³²⁾ So hielt auch der UVS fest: „Der gegenständlich zu beurteilende Sachverhalt unterscheidet sich somit deutlich von jenen Sachverhalten, in denen der UVS Wien das Vorliegen einer Ad-hoc-Meldepflicht bei bevorstehenden Anteilsübernahmen bejaht hatte [...], zumal in diesen Fällen die Essentialia des Rechtsgeschäfts, wie insbesondere Umfang und Preis bereits festgestanden waren [...]“. Nicht entscheidend ist es nach Auffassung des UVS daher, ob eine Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte hinreichend wahrscheinlich ist. Eine hinreichende Wahrscheinlichkeit liegt überhaupt erst vor, wenn über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt wurde.

3.2. Deutschland

Gemäß dem ersten Urteil des BGH in der Rs *DaimlerChrysler* vom 25. 2. 2008 (siehe oben unter Punkt 2.2.) wurde die Sache wegen eines Verfahrensfehlers an das OLG Stuttgart zurückverwiesen. Das OLG Stuttgart nahm in der zweiten Entscheidung an, dass die Insiderinformation am Vortag der AR-Zustimmung entstanden sei, nicht hingegen früher.³³⁾ Die Entscheidung des OLG Stuttgarts im zweiten Rechtsgang landete aufgrund einer Revision wiederum vor dem BGH, der dem EuGH – im zweiten Anlauf – gem Art 267 AEUV zwei Fragen zur Vorabentscheidung vorlegte.³⁴⁾

Mit der ersten Frage wollte der BGH wissen, ob bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, nicht nur dieser Umstand oder dieses Ereignis präzise (genaue) Informationen sein können, sondern auch die bereits existierenden oder eingetretenen *Zwischenschritte* dieses Vorgangs, die mit der Verwirklichung des Umstands oder Ereignisses verknüpft sind.³⁵⁾

Die zweite Frage des BGH stellte darauf ab, ob für die Beurteilung des Begriffs der hinreichenden Wahrscheinlichkeit eine Wahrscheinlichkeitsbeurteilung mit überwiegender oder hoher Wahrscheinlichkeit erforderlich ist, oder ob das Maß der Wahrscheinlichkeit vom Ausmaß der Auswirkungen auf den Emittenten abhängt und es folglich bei hoher Eignung zur Kursbeeinflussung genügt, wenn der Eintritt des künftigen Umstands oder Ereignisses offen, aber nicht unwahrscheinlich ist. Mit dieser Frage war auch das *Magnitude-Probability-Konzept* angesprochen.³⁶⁾

3.2.1. Schlussanträge des Generalanwalts in der Sache *Geltl gegen Daimler AG* vom 21. 3. 2012

Im Rahmen der ersten Vorlagefrage bejahte Generalanwalt Mengozzi die Möglichkeit, dass Zwischenschritte – bei Vorliegen aller sonstigen Voraussetzungen – präzise Informationen iSd maßgeblichen Richtlinien³⁷⁾ und somit Insider-Informationen sein können. Der Generalanwalt führte aus, dass „jede Information bekannt zu geben ist, die – selbstverständlich auch im Rahmen eines zeitlich gestreckten Vorgangs – präzise sowie

32) Temmel in Althuber/Schopper, Handbuch Unternehmenskauf 679 Rz 58 ff.

33) OLG Stuttgart in ZIP 2009, 962; demgegenüber entschied das OLG Frankfurt in ZIP 2009, 563, im Rahmen des Bußgeldverfahrens (BaFin), dass eine verspätete Offenlegung vorgelegen habe.

34) Oppitz, GesRZ 2012, 250.

35) Siehe Rz 23 und 27 der Entscheidung des EuGH 28. 6. 2012, C-19/11.

36) Rz 23 und 41 der zitierten Entscheidung des EuGH.

37) Richtlinie 2003/6/EG (Marktmissbrauchs-RL) und Richtlinie 2003/124/EG (Durchführungs-RL zur Marktmissbrauchs-RL).

30) UVS Wien 20. 3. 2012, 06/FM/46/3347/2011.

31) Kalss/Zahradnik, eCollex 2006, 393.

geeignet ist, den Kurs der Finanzinstrumente [...] erheblich zu beeinflussen, wenn sie öffentlich bekannt würde“.³⁸⁾ Nach Ansicht Mengozzis ist nicht die zeitliche Stellung der Information innerhalb des Entstehungsprozesses eines Ereignisses entscheidend, sondern die präzise Natur der Information sowie – über die fehlende öffentliche Kenntnis hinaus – die Eignung zur spürbaren Beeinflussung der Marktnotierung.³⁹⁾

Dass Zwischenschritte eine Insiderinformation darstellen können, deckt sich mit der Ansicht der FMA⁴⁰⁾ und wurde auch vielfach in der Literatur⁴¹⁾ vertreten.

Weitreichender war die zweite Vorlagefrage, bei der der Generalanwalt zu dem Ergebnis kam, dass der Begriff der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ keine überwiegende oder hohe Wahrscheinlichkeit erfordere.⁴²⁾ Darüber hinaus hielt er fest, dass „sofern die Information in hohem Maße geeignet ist, die Aktienkurse zu beeinflussen, es ausreicht, dass der Eintritt des künftigen Umstands oder Ereignisses weder unmöglich noch unwahrscheinlich, wenn auch offen ist“.⁴³⁾ Damit legte sich der Generalanwalt auf eine besondere Ausformung des *Magnitude-Probability-Konzepts* fest. Denn der Text der maßgeblichen Richtlinien erfasst Informationen über künftige Umstände oder Ereignisse, bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft eintreten werden, und die darüber hinaus spezifisch genug sind, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse von Finanzinstrumenten zulassen. Danach ist also eine klare Trennung zwischen den Elementen der Eintrittswahrscheinlichkeit und der Kursbeeinflussung vorzunehmen.

Zwar weist der Generalanwalt in den Schlussanträgen darauf hin, dass der Begriff der „hinreichenden Wahrscheinlichkeit“ eine Besonderheit der deutschen Fassung der Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG ist, die auch wortgleich in das österreichische BörseG bzw das deutsche WpHG übernommen wurde. In anderen Fassungen der Richtlinie findet er sich nicht wieder. So spricht die englische Fassung bspw von einem „set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence“.⁴⁴⁾ Die Ansicht des Generalanwaltes lässt sich auch nur schwer mit der englischen Sprachfassung vereinbaren. Von einem Ereignis, das lediglich „weder unmöglich noch unwahrscheinlich, wenn auch offen ist“, kann gerade nicht vernünftigerweise erwartet werden, dass es eintreten wird, „may reasonably be expected to come into existence“.

3.2.2. Entscheidung des EuGH in der Sache *Geltl gegen Daimler AG* vom 28. 6. 2012

Die erste Frage des BGH beantwortete der EuGH, dem Generalanwalt folgend, dahin gehend, dass eine Information über einen *Zwischenschritt* eines gestreckten Sachverhalts eine In-

siderinformation darstellen kann,⁴⁵⁾ sofern dieser Information eigenständige Kursrelevanz zukommt.

Zur zweiten Vorlagefrage stellte der EuGH fest, dass der Nachweis einer hohen Wahrscheinlichkeit nicht erforderlich wäre. Zugleich verwarf er – unter Berücksichtigung einer Reihe von Sprachfassungen der betreffenden Richtlinien – explizit das vom Generalanwalt vertretene *Magnitude-Probability-Konzept*: „Damit die im dritten Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/124 angesprochene Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer, zu denen auch die Emittenten zählen, gewährleistet ist, können jedoch Informationen über Umstände und Ereignisse, deren Eintritt nicht wahrscheinlich ist, nicht als präzise Informationen eingestuft werden.“⁴⁶⁾ Weiters führte der EuGH aus: „Die Frage, ob die erforderliche Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses je nach dem Ausmaß der Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf den Kurs von Finanzinstrumenten variieren kann, ist zu verneinen.“⁴⁷⁾ Darüber hinaus hat der EuGH im besagten Urteil auch entschieden, dass „durch den Gebrauch der Worte ‚mit hinreichender Wahrscheinlichkeit‘ auf künftige Umstände und Ereignisse abgestellt wird, bei denen eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden“.^{48), 49)}

Der EuGH legte dar, dass der erforderliche Grad der Eintrittswahrscheinlichkeit eines zukünftigen Ereignisses nicht mit den Folgen im Falle des Eintritts des Ereignisses vermischt werden darf.⁵⁰⁾ Der EuGH trennt die beiden Tatbestandselemente des Insiderartbestands (präzise Information und Eignung zur Kursrelevanz) und durchschneidet mit der systematischen Trennung die bewegliche Wechselbeziehung.⁵¹⁾ Im Bereich der Wahrscheinlichkeitsprüfung ist daher für das vielfach vertretene *Magnitude-Probability-Konzept* kein Platz. Der EuGH hat damit diesem Konzept generell eine Absage erteilt.⁵²⁾ Nicht zu folgen ist daher der in der Literatur vertretenen Ansicht,⁵³⁾ wonach – bei einem unsicheren Endergebnis – die einzelnen Zwischenschritte über die Multiplikation der geringen Wahrscheinlichkeit mit der hohen Kursrelevanz jeweils schon für sich eine Insiderinformation darstellen können. Sobald daher die Schwelle der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses erreicht ist, ist die Kursbeeinflussungseignung als ex ante zu beurteilender Kausalzusammenhang zwischen Veröffentlichung einer Information und Kursbeeinflussung separat zu beurteilen.⁵⁴⁾ Der UVS Wien hat in seiner Entscheidung vom 15. 11. 2011 (siehe oben unter Punkt 3.1.1.) diese systematische Trennung bereits vorgenommen, indem er die Notwendigkeit der Prüfung der Kursrelevanz mit dem Hinweis auf die mangelnde Genauigkeit der Information verneinte.⁵⁵⁾

38) Siehe Rz 37 der Schlussanträge des Generalanwaltes Paolo Mengozzi vom 21. 3. 2012 in der Rs C-19/11.

39) Rz 38 der zitierten Schlussanträge.

40) Punkt 2.3.2 des Rundschreibens der FMA vom 6. 3. 2006 idF vom 5. 4. 2007 betreffend Ad-hoc-Publikität und Directors'-Dealings-Meldungen („Es ist bei jeder einzelnen Zwischenstufe eines mehrstufigen Entscheidungsprozesses 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.“).

41) Oppitz, GesRZ 2012, 251, mit Verweis auf Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG 2009 § 13 Rz 74; Brandl in Temmel, Börsegesetz (2011) § 48a Rz 27. Siehe weiters auch Kalss/Hasenauer, GesRZ 2010, 308 mwN.

42) Siehe Rz 95 der zitierten Schlussanträge.

43) Rz 106 und 109 der zitierten Schlussanträge.

44) Siehe Rz 63 der zitierten Schlussanträge.

45) Siehe Rz 38 und 40 der Entscheidung des EuGH 28. 6. 2012, C-19/11.

46) Siehe Rz 46 und Rz 48 der zitierten Entscheidung.

47) Siehe Rz 50 der zitierten Entscheidung.

48) Hervorhebung durch die Verfasser.

49) Siehe Rz 49 und 56 der zitierten Entscheidung.

50) Oppitz, GesRZ 2012, 252; Mock, ZBB 2012, 289.

51) Mock, ZBB 2012, 289.

52) Oppitz, GesRZ 2012, 252; Bachmann, EuGH EWIR § 13 WpHG 2/12, 468; Mock, ZBB 2012, 289 f.

53) Schall, ZIP 2012, 1288.

54) Oppitz, GesRZ 2012, 252.

55) Siehe UVS Wien 15. 11. 2011, 06/FM/47/3338/2011. Siehe diesbezüglich auch Oppitz, GesRZ 2012, 252.

Der EuGH hat in dieser Entscheidung mit der Formulierung „dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie [die künftigen Umstände und Ereignisse] in Zukunft existieren oder eintreten werden“⁵⁶⁾, festgehalten, dass bloß Mögliches keine Insiderinformation darstellt und ein offener Ausgang nicht genügt. In diesem Sinn hat der EuGH auch den Befürchtungen der Praxis vor einer uferlosen Publizitätspflicht Rechnung getragen.⁵⁷⁾ Wie bereits erwähnt, hat der UVS Wien zum Grad der Wahrscheinlichkeit festgehalten, dass eine genaue Information dann vorliegt, wenn „über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt“ wurde (siehe dazu oben Punkt 2.1.) sowie, dass in jenen Fällen, in denen das Vorliegen einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit bejaht wurde, „die Essentialia des Rechtsgeschäfts, wie insbesondere Umfang und Preis bereits festgestanden waren [...]“ (siehe dazu oben Punkt 3.1.2.). In diesem Sinn kann die Formulierung des UVS auch mit der Entscheidung und dem vom EuGH vorgegebenen „Tatsächlich-Erwarten-Können“ in Einklang gebracht werden, da wohl erst dann, wenn man sich über die wesentlichen Vertragspunkte geeinigt hat, tatsächlich erwartet werden kann, dass ein künftiges Ereignis (zB der Abschluss einer M&A-Transaktion) eintreten wird.

4. Praktische Folgen

Die Vornahme einer Ad-hoc-Meldung beim Unternehmens- oder Beteiligungserwerb wird durch die Entscheidung des EuGH künftig maßgeblich beeinflusst:

- Jeder Zwischenschritt der Transaktion – von der ersten Kontaktaufnahme, dem Letter of Intent, der Due-Diligence-Prüfung, den Vertragsverhandlungen, dem Signing und Closing – ist dahin gehend zu prüfen, ob der jeweilige Schritt eine eigenständige Kursrelevanz aufweist. Für eine sachgerechte Prüfung der Einzelschritte muss die Referenzgröße genau definiert werden. Worauf bezieht sich der Einzelschritt und wie wirkt er sich in der konkreten Gesamtgröße aus?⁵⁸⁾ Für die Frage des Vorliegens der Kursrelevanz stellt die hM⁵⁹⁾ auf die Anreiztheorie ab. Danach ist eine Information geeignet, den Kurs erheblich zu beeinflussen, wenn von ihr für den verständigen Anleger ein erheblicher Kauf- oder Verkaufsanreiz ausgeht. Die Kursrelevanz hängt aber wiederum von der gewählten Gesamtgröße ab (zB Führungswechsel Daimler etc). Für

den verständigen Anleger muss es sich somit lohnen, das Geschäft abzuschließen.⁶⁰⁾ Für die Frage der Beurteilung des Kursbeeinflussungspotenzials ist von einem verständigen Anleger auszugehen. Dieser trifft seine Anlageentscheidungen nicht spekulativ, sondern auf einer fundierteren Basis.⁶¹⁾ In der Regel werden die Zwischenschritte bis zu dem Zeitpunkt, zu dem sich die Käufer und Verkäufer über die wesentlichen Vertragspunkte geeinigt haben, noch nicht die nötige Kursrelevanz aufweisen. Der verständige Anleger ist nicht auf spekulative Investments aus, sondern wird seine Anlageentscheidung erst dann treffen, wenn man von einem „Deal“ der Vertragsparteien ausgehen kann. Dies wird aber erst bei Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte, insb über die Essentialia des Rechtsgeschäfts der Fall sein.

- Das angestrebte Endergebnis (der Abschluss der Transaktion) ist darauf hin zu prüfen, zu welchem Zeitpunkt der Eintritt dieses Endergebnisses hinreichend wahrscheinlich ist. Unter der Annahme, dass der Abschluss der Transaktion für den Emittenten als solcher kursrelevant ist, ist bei Vorliegen der hinreichenden Wahrscheinlichkeit unverzüglich eine Ad-hoc-Meldung vorzunehmen. Der Abschluss der Transaktion kann aber erst erwartet werden, wenn über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt wurde.
- Letztlich bestätigt die Entscheidung des EuGH somit die Rechtsmeinung des UVS und die derzeitige Praxis, wonach dies der entscheidende Zeitpunkt für die Vornahme der Ad-hoc-Meldung beim Unternehmens- oder Beteiligungserwerb ist.

5. Resümee

Die dargestellten Entscheidungen des UVS entwickeln die schon vorher eingeschlagene Judikaturlinie konsequent im Sinne einer praxistauglichen Abgrenzung für die betroffenen Emittenten fort und bestätigen die hM in Österreich zur Ad-hoc-Publizität beim Unternehmens- und Beteiligungserwerb. Eine Ad-hoc-Meldung ist in der Regel vorzunehmen, wenn Käufer und Verkäufer über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigung erzielt haben. Die Entscheidung des EuGH in der Rs *Geltl/Daimler* bestätigt dieses Konzept.

56) Hervorhebung durch die Verfasser.

57) Vgl. Bachmann, EuGH EWiR § 13 WpHG 2/12, 468.

58) Mock, ZBB 2012, 288.

59) Pawlik in KK-WpHG § 13 Rz 74 ff; Mennicke/Jakovou in Fuchs, WpHG § 13 Rz 159 ff, sowie Assmann in Assmann/Schneider, WpHG § 13 Rz 64 ff.

60) Pawlik in KK-WpHG § 13 Rz 74, sowie Pkt III.2.1.4 des Emittentenleitfadens der BaFin idF 14. 5. 2009, online abrufbar unter <http://www.bafin.de>.

61) Assmann in Assmann/Schneider, WpHG § 13 Rz 25.

Fotostudio Wilke



Die Autorin:

Univ.-Prof. Susanne Kalss ist Vorsitzende des Departments für Unternehmensrecht und Arbeitsrecht an der WU Wien.

Publikationen:

Kalss/Schauer/Winner, Allgemeines Unternehmensrecht (2011); Kalss/Kunz (Hrsg), Handbuch für den Aufsichtsrat (2010); Kalss, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung (2010); Kalss/Nowotny/Schauer, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008).

Der Autor:

Dr. Clemens Hasenauer, LL.M., ist Rechtsanwalt und Partner bei CHSH Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati mit den Schwerpunkten M&A, Kapitalmarkt- und Übernahmerecht. Er leitet das Corporate Transaction Department.

Kontakt: Clemens.Hasenauer@chsh.com

Publikationen:

Hasenauer/Eichler, Novelle der Emittenten-Compliance-Verordnung 2007, GesRZ 2012, 222; Kalss/Hasenauer, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmens-transaktionen, GesRZ 2010, 301.



Foto CHSH