

Schweiz: Bilaterale I und II

Freizügigkeit

Zinsbesteuerung

Naturalrestitution nach dem
Entschädigungsfondsgesetz

UGB
Neues für die Personengesellschaften

Entlassung wegen
Unberechtigter Vorteilsannahme

M&A-Transaktionen
Insider und Ad-hoc-Publizität

Unternehmensgruppe
Verlustvortrag und Firmenwert

Stolperstein
BAWAG-Bürgschaft und Beihilfe

BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen

Mit der BörseGNov 2004 wurde die Marktmissbrauchs-RL umgesetzt und damit die Regelungen für das Insiderhandelsverbot und die Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität einem neuen Regelungsregime unterworfen. Von dieser Neuregelung sind auch M&A-Transaktionen stark betroffen.

SUSANNE KALSS / ANDREAS ZAHRADNIK

A. EINLEITUNG

Die BörseGNov 2004 setzt die Marktmissbrauchs-RL,¹⁾ die drei Durchführungs-RL²⁾ und eine DurchführungsV³⁾ der Kommission um. Die Marktmissbrauchs-RL wurde bereits nach dem sog Komitologieverfahren erlassen, was bedeutet, dass der Rechtsunterworfenen mehrere Normtexte nationaler und europäischer Provenienz unter Heranziehung von umfangreichen Begleittexten (CESR-Dokumenten) anwenden muss, um einen konkreten Sachverhalt zu beurteilen.⁴⁾

Die Umsetzung der europarechtlichen Bestimmungen wurde in der allgemeinen Begriffsbestimmung gem § 48 a BörseG sowie der konkreten Verbotsanordnung in § 48 b BörseG für das Insiderhandelsverbot sowie gem § 48 d BörseG für die Ad-hoc-Publizität vorgenommen, zugleich die bisherige Regelung von § 82 Abs 6 BörseG (alt) aufgehoben. Teilweise bleiben aber Absätze von § 82 BörseG (zB Abs 7 und Abs 8) in Kraft, sodass eine Zusammenschau erforderlich ist.

B. MASSGEBLICHE NEUERUNGEN

Eine Insiderinformation wird als öffentlich nicht bekannte genaue Information umschrieben, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder Finanzinstrumente betrifft, bei denen bei Bekanntwerden in der Öffentlichkeit die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung des Finanzinstruments oder eines Derivats besteht, weil sie ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nützen würde. Das Insiderhandelsverbot gilt für notierte Finanzinstrumente, die auf einem

geregelten Markt zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag auf Zulassung zu diesem Markt gestellt wird, auch wenn das Geschäft selbst nicht auf dem Markt abgewickelt wird.⁵⁾ Damit wird der sachliche Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots deutlich ausgeweitet. Neu ist auch, dass nicht bloß Geschäfte an der Börse, dh unter Einschaltung eines Berufshändlers, in den Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots fallen, sondern vielmehr auch Pakettransaktionen (Face-to-Face-Geschäfte).⁶⁾ Der Kreis der Insiderinformationen wird erweitert, indem allein die direkte oder indirekte Betroffenheit eines oder mehrerer Emittenten von Finanzinstrumenten oder von Finanzinstrumenten ausreicht, sodass auch außenstehende Umstände maßgeblich sein können. Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung des Finanzinstruments oder des Derivats bei Bekanntwerden in der Öffentlichkeit besteht, wenn ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Abzustellen ist auf die Maßgeblichkeit

Univ.-Prof. Dr. *Susanne Kalss*, LL.M., ist Professorin für Bürgerliches und Handelsrecht an der Wirtschaftsuniversität Wien. RA Dr. *Andreas Zahradnik* ist Rechtsanwalt und Partner bei DORDA BRUGGER JORDIS Rechtsanwälte GmbH in Wien.

- 1) 2003/6/EG v 28. 1. 2003, ABI L 96/16 v 12. 4. 2003.
- 2) RL 2003/124/EG v 22. 12. 2003; RL 2003/125/EG v 22. 12. 2003; RL 2004/72/EG v 29. 4. 2004.
- 3) VO (EG) 2273/2003 v 22. 12. 2003.
- 4) Vgl dazu *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 1 Rz 42 ff, Rz 92 ff; ferner *Karpf*, ÖBA 2005, 574.
- 5) *Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533 (534).
- 6) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 17; *Cahn*, Der Konzern, 2005.

für eine Anlageentscheidung,⁷⁾ ohne dass es zu einer konkreten Vermögensdisposition kommen muss.⁸⁾ Das Gesetz unterwirft Primär- und Sekundärs insider dem Handels-, Weitergabe- und Empfehlungsverbot.

Im Bereich der Ad-hoc-Publizität liegen die maßgeblichen Neuerungen darin, dass der Begriff der emittentenbezogenen Tatsache, die gem § 82 Abs 6 BörseG bisher zu veröffentlichen war, durch jenen der Insiderinformation ersetzt wird, die einen Emittenten unmittelbar betrifft. Eine derartige Insiderinformation ist unverzüglich der Öffentlichkeit bekannt zu geben, selbst wenn ein Ereignis noch nicht formal festgestellt wurde. Der maßgebliche Anknüpfungspunkt, nämlich die Insiderinformation, muss sich auf den Emittenten beziehen und ihn unmittelbar betreffen und ist insoweit dem Insiderrecht gleichgestellt worden.⁹⁾ Anders als beim Insiderhandelsverbot sind aber Informationen, die Finanzinstrumente des Emittenten oder diesen bloß indirekt betreffen, nicht erfasst. Ein Erwerb eines Aktienpakets¹⁰⁾ einer börsennotierten Gesellschaft stellt daher aus der Sicht des Erwerbers, des Veräußerers, aber potentiell auch aus der Sicht des Zielunternehmens, dessen Aktien übertragen werden, eine Insiderinformation und damit eine offenlegungspflichtige Information dar; aus der Sicht der Zielgesellschaft allerdings nur, wenn es sich um ein strategisches Investment und nicht bloß eine schlichte Finanzanlage von verhältnismäßig geringem Ausmaß handelt, weil ein solcher Aktionärswechsel idR auch Auswirkungen auf die Organisation und Geschäftspolitik der Zielgesellschaft hat. Dies bedeutet zugleich, dass die Offenlegungspflicht im äußersten Fall, nämlich wenn ein börsennotiertes Aktienpaket von einem börsennotierten Unternehmen auf ein anderes übertragen wird, für drei Emittenten zu beurteilen ist.¹¹⁾ Die Offenlegungspflicht muss aber nicht von jeder Gesellschaft allein vollzogen werden; mit der ersten Offenlegung fällt die Vertraulichkeit weg. Einbezogen in die Ad-hoc-Publizität sind nicht bloß Aktien oder Schuldverschreibungen, sondern alle Finanzinstrumente gem § 48 a Abs 1 Z 3 BörseG. Über einen möglichen Aufschub der Offenlegung entscheidet nunmehr der Emittent und nicht die FMA.¹²⁾ Während das Insiderhandelsverbot auch für Finanzinstrumente des unregulierten Dritten Markts Anwendung findet, greift die Ad-hoc-Publizität nur für den Amtlichen Handel und den Geregelteten Freiverkehr.¹³⁾

C. SANKTIONEN

Wie bisher ist Insiderhandel gerichtlich strafbar. Der Strafraum wurde aber für Primärs insider auf bis zu fünf Jahre, und bei Sekundärs insidern auf bis zu drei Jahre erhöht. Neu ist aber ein Fahrlässigkeitsdelikt nach dem die Verwendung einer Insiderinformation in Kenntnis oder grob fahrlässiger Unkenntnis, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, für die Strafbarkeit genügt, wobei Bereicherungsvorsatz nicht erforderlich ist. Dieses Delikt ist mit Freiheitsstrafe bis zu sechs Monaten oder Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen zu bestrafen.¹⁴⁾ Die Bereicherung kann nach allgemeinen strafrechtlichen Vorschriften (§ 20 StGB) abgeschöpft werden.¹⁵⁾

Für unterlassene Ad-hoc-Meldungen kann eine Verwaltungsstrafe bis zu € 20.000,- gegen die verantwortlichen Organe verhängt werden.¹⁶⁾

Daneben ist nun ein „Pranger“ dahingehend vorgesehen, dass die FMA Amtshandlungen bei Verstößen gegen die §§ 48 a bis 48 f BörseG – somit auch bei Insiderhandel und unterlassenen Ad-hoc-Meldungen – öffentlich oder im Einzelfall bekannt geben darf.¹⁷⁾

In Extremfällen ist auch ein Widerruf der Börsezulassung durch das Börseunternehmen denkbar.

Schließlich ist zu erwägen, inwieweit Insiderhandel und die Verletzung von Ad-hoc-Meldungen auch Grundlage für zivilrechtliche Ansprüche sein können.¹⁸⁾

D. TYPISCHER ABLAUF EINER M&A-TRANSAKTION

Vereinfacht dargestellt läuft eine M&A-Transaktion in folgenden Schritten ab: Nach internen Beschlussfassungen und einer ersten Kontaktaufnahme geben Verkäufer und Käufer eine Absichtserklärung (Letter of Intent, Memorandum of Understanding etc) ab, die wesentliche Elemente des abzuschließenden Vertrages (zB idR einen vorläufigen Kaufpreis) und den Ablauf der Transaktion enthält. Anschließend führt der Käufer eine Due Diligence-Prüfung der Zielgesellschaft durch. Auf deren Basis erfolgen Vertragsverhandlungen. Ist über die Verträge Einigung erzielt, sind häufig noch (soweit nicht schon im Vorfeld eingeholt) Organbeschlüsse, insbesondere die Zustimmung des Aufsichtsrats erforderlich. Dem folgt die Vertragsunterschrift (Signing). Die Wirksamkeit des Kaufvertrages ist in der Regel vom Eintritt verschiedener Bedingungen (zB kartellrechtliche Genehmigung, Zustimmungen von Aufsichtsbehörden etc) abhängig (Closing).

In all diesen Phasen haben der börsennotierte Käufer oder Verkäufer (und allenfalls die Zielgesellschaft) zu überlegen, ob bereits eine Insiderinformation vorliegt, die sie zu einer Ad-hoc-Meldung verpflichtet. In

7) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 18; *Schubmacher*, ÖBA 2005, 533 (542).

8) Rundschreiben der FMA v 6. 3. 2006 betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings, P 2.3.1.4.

9) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 5 ff.

10) Siehe nur *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 7.

11) Übernahmerechtliche Fragen werden hier ausdrücklich ausgeklammert.

12) Vgl unten F.

13) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 4; *Schubmacher*, ÖBA, 533 (534 f).

14) Näher siehe *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 34 ff. Zu den neuen strafprozessualen Regelungen vgl auch *N. Raschauer*, ÖBA 2005, 379.

15) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 42 mwN.

16) Dazu und zu weiteren Konsequenzen siehe *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 49 ff.

17) § 48 q Abs 4 BörseG; diese Bestimmung wirft einige Zweifelsfragen auf, wie etwa ob die Veröffentlichung bereits bei Abschluss des Verfahrens erster Instanz oder erst bei Rechtskraft erfolgen darf.

18) Eine nähere Auseinandersetzung damit würde den Rahmen dieses Aufsatzes sprengen; siehe dazu *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 53 f und § 20 Rz 49 f jeweils mwN.

einigen Fällen wird man dies bereits deshalb ausschließen können, weil die Transaktion für den Emittenten so geringfügig ist, dass eine Kursbeeinflussungseignung nicht besteht und daher keine Insiderinformation vorliegt. Ist eine Kursbeeinflussung aber wahrscheinlich, stellt sich die Frage, zu welchem Zeitpunkt die Ad-hoc-Meldung zu erstatten ist.¹⁹⁾

Ist der Erwerb einer Beteiligung (bei Eignung zur Kursbeeinflussung) unstreitig eine Insider- und damit bekanntmachungspflichtige Information, so bedeutet dies nämlich keineswegs, dass damit bereits jede Vorstufe, insbesondere die Unterfertigung einzelner vorausgehender Teil- bzw Verhandlungsprozessdokumente (zB Letter of Intent), als offenlegungspflichtige Insiderinformation anzusehen ist. Entscheidungen werden nicht auf einem Schlag getroffen, vielmehr durchlaufen sie im Regelfall einen weitreichenden innerbetrieblichen Entscheidungsprozess, der über einen mehr oder weniger langen Zeitraum dauert. Gerade weil derartige Entscheidungsprozesse von unterschiedlichen Unsicherheiten geprägt sind, wäre die Publizitätspflicht für Vorbereitungshandlungen zu einem Zeitpunkt, bei dem die Realisierungswahrscheinlichkeit noch relativ gering oder überhaupt nicht gegeben ist, sowohl für den Markt als auch für die beteiligten Unternehmen eine Gefahr; sie würde nämlich Anleger verunsichern und diese mit dem Risiko belasten, die weitere Eintrittswahrscheinlichkeit laufend beurteilen zu müssen, womit eine große Unsicherheit einherginge. Die verfrühte Meldung des Abschlusses einer M&A-Transaktion, die dann doch scheitert, könnte zumindest ebensolche Schäden für die Anleger (und den Emittenten) verursachen, wie eine verspätete Meldung. Zum anderen würde die frühe Offenlegung vielfach zu einem Scheitern der Transaktion führen (etwa weil Konkurrenten Maßnahmen zur Vereitelung ergreifen), was wiederum den Emittenten benachteiligt.²⁰⁾ Genau aus diesem Grund sind Einzelschritte eines Vorhabens, bei dem die endgültige Realisierung noch nicht absehbar ist, mangels Genauigkeit nicht als genaue Information und damit nicht als relevante Insiderinformation anzusehen.²¹⁾ Die beiden entscheidenden Angelpunkte für die Beurteilung der Notwendigkeit der Bekanntmachung im Rahmen einer M&A-Transaktion sind somit (a) das Bestehen einer genauen Information, die die Informationspflicht überhaupt erst auslöst und (b) das Vorliegen der Voraussetzungen, die zu einem Aufschub der öffentlichen Bekanntmachung berechtigen.

E. GENAUE INFORMATION

Der Begriff der genauen Information ist nach der neuen Rechtslage flexibel ausgestaltet und enthält zwei Komponenten.²²⁾ Eine Information gilt gem § 48 a Abs 1 Z 1 lit a BörseG²³⁾ dann als genau, wenn sie 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 darüber hinaus bestimmt genug sind, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder Derivaten zulassen. Die Tatsache muss nicht vorliegen, sondern es genügt eine ver-

nünftige Prognose, dh es muss eine Rückbindung zu Tatsachen vorgenommen und substantiiert werden. Von herausragender Bedeutung ist somit die Erklärung der Umstände, wann ein Ereignis, somit der Anteils- oder Unternehmenserwerb, 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,²⁴⁾ 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, dh 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 Dilligence-Prüfung zufriedenstellend abgeschlossen wurde und eine feste Erwerbsabsicht besteht,²⁵⁾ wobei aber wohl zusätzlich auch eine Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte vorliegen und der Eintritt sonstiger Voraussetzungen ebenso wahrscheinlich sein muss.

Auch wenn im Rahmen eines Letter of Intent oder eines Memorandum of Understanding eine Verhandlungsexklusivität eingeräumt wird, ist die temporäre hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit noch nicht gegeben,²⁶⁾ ebenso wenig bei einer Vereinbarung, die nur die Vertraulichkeit sichert, sei, dass dies in einem Confidentiality Agreement, in einem Letter of Intent oder in einem Memorandum of Understanding vorgenommen wird.²⁷⁾

Temporäre Exklusivität sowie die Festlegung einer Preisspanne sind Elemente, die die Ernsthaftigkeit der Absichten der Verhandlungsparteien dokumentieren, den Verhandlungsprozess fortzuführen. Allerdings wird damit noch nicht eine Insiderinformation be-

19) Diese Fragestellung wird in strukturierten Verkaufsprozessen mit mehreren Bietern noch erschwert, weil für den Bieter besonders schwer einzuschätzen ist, ob er den Zuschlag erhält.

20) *Kümpell/Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG³ § 15 Rz 59.

21) So ausdrücklich BaFin, Emittentenleitfaden, Stand 15. 7. 2005, 51 f.

22) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 7, § 20 Rz 14; s ferner *Harbarth*, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskauf, ZIP 2005, 1898 ff; *Schubmacher*, ÖBA 2005, 533 (541).

23) Die alte Rechtslage verlangte eine bestimmte, somit präzise Information; s dazu *Hausmaninger*, Insidertrading 187 ff.

24) *Kümpell/Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG³ § 15 Rz 58; s ferner *Schubmacher*, ÖBA 2005, 533 (541).

25) FMA-Rundschreiben zu Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings, P 2.3.2.1. lit a.

26) FMA-Rundschreiben zu Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings, P 2.3.2.1. lit a.

27) FMA-Rundschreiben zu Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings, P 2.3.2.1. lit a.

gründet.²⁸⁾ Die hinreichende Wahrscheinlichkeit hängt eben nicht allein von der Festlegung eines Preisbandes ab, sondern darüber hinaus auch von der Einigung des Vorstands über das weitere Vorgehen, Möglichkeiten der Finanzierung, Unsicherheiten wegen rechtlicher Schwierigkeiten (Zustimmung von Aufsichtsbehörden, Kartellbehörden), insbesondere aber vor allem vom Verhalten und vom Bindungswillen des Vertragspartners. Gerade bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen ist es daher notwendig, die einzelnen Stufen jeweils gesondert zu prüfen, sowohl die externen Einzelschritte als auch die internen Organbeschlüsse.

Zu berücksichtigen ist bei der Beurteilung auch, ob ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.²⁹⁾ Als verständige Anleger sind uE Personen zu verstehen, die zumindest Informationsquellen nutzen, die jedem Privatanleger zur Verfügung stehen (Wirtschaftsseiten der Tageszeitungen, Meldungen auf der Homepage des Emittenten, Ad-hoc-Meldungen). Es kann bei einem verständigen Anleger von rationalen, auf konkreten Tatsachen bzw. „sachlichen Informationen“³⁰⁾ beruhenden Veranlagungsentscheidungen ausgegangen werden; auf reine Spekulation aufgrund von unbestätigten Gerüchten (auch wenn diese zufällig letztlich zutreffen sollten) basierende Veranlagungsentscheidungen und daraus resultierende Kursbeeinflussungen sind nicht zu berücksichtigen. Die bloße Absicht eines Unternehmenskaufs oder -verkaufs wird dh idR auch aus diesem Gesichtspunkt keine Pflicht zur Ad-hoc-Meldung auslösen, weil das Zustandekommen der Transaktion und deren Bedingungen (insbesondere Preis) offen sind und eine seriöse Bewertung der Auswirkungen auf die Unternehmensaussichten und den Kurs nicht möglich ist, weshalb ein verständiger Anleger sie bei der Veranlagung als nicht maßgeblich beurteilen würde (auch wenn diese Information vielleicht bereits Spekulanten zum Kauf oder Verkauf veranlassen würde).

Das Scheitern von Verhandlungen über einen Unternehmenserwerb muss zu keiner Ad-hoc-Meldung führen.³¹⁾ Anderes könnte aber gelten, wenn am Markt bei verständigen Anlegern bereits die Erwartungshaltung besteht, dass der Unternehmenserwerb erfolgen wird und das Scheitern Kursrelevanz haben kann; eine Offenlegungspflicht besteht aber wohl bei vorangegangener Ad-hoc-Meldung über die Transaktion.

Die fehlende Zustimmung des Aufsichtsrats ist idR nur Grund für den Aufschub einer Ad-hoc-Meldung, nicht aber für deren Unterlassung.³²⁾

F. AUFSCHUB DER OFFENLEGUNG

Anders als vor Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie liegt der Aufschub einer Ad-hoc-Meldung in der eigenverantwortlichen Entscheidung des Emittenten. Es besteht aber die Pflicht zur Meldung an die FMA.³³⁾ Der Aufschub ist nur unter drei Voraussetzungen zulässig:³⁴⁾ Erstens müssen berechnete Interessen des Emittenten gefährdet sein; zweitens darf die Unterlassung nicht geeignet sein, die Öffentlich-

keit irreführen; drittens muss der Emittent in der Lage sein, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Die Meldung ist sofort nachzuholen, wenn auch nur eine Voraussetzung für den Aufschub wegfällt.

Ein berechtigtes Interesse besteht insbesondere bei laufenden Verhandlungen, wenn das Ergebnis durch die Veröffentlichung beeinträchtigt würde.³⁵⁾ Dies wird bei M&A-Transaktionen (zumindest auf Käuferseite) häufig zutreffen, weil Konkurrenten oder andere Dritte versuchen könnten, den Abschluss zu vereiteln. Bei ausstehender Organzustimmung liegt ein berechtigtes Interesse nur vor, wenn die Veröffentlichung die korrekte Beurteilung durch das Publikum gefährden würde (also in Fällen, wo die Zustimmung unklar ist).³⁶⁾ Auf die Interessen der anderen Vertragspartei kann bei der Unterlassung einer Ad-hoc-Meldung nur Rücksicht genommen werden, wenn sonst die Transaktion an sich gefährdet wäre.³⁷⁾ Der Abschluss von Geheimhaltungsvereinbarungen allein schafft kein berechtigtes Interesse, weil dadurch die gesetzlich zwingende Regelung umlaufen werden könnte.

Das Kriterium des Ausschlusses der Irreführungseignung ist unklar, weil jeder Aufschub grundsätzlich irreführend ist. Es muss sich offenbar um eine „qualifizierte Irreführung“ handeln (zB nur Veröffentlichung einer positiven Nachricht ohne Erwähnung einer negativen Nachricht; bei anders lautenden Gerüchten bzw rein spekulative Medienberichten wird die Irreführungseignung situationsabhängig zu beurteilen sein).³⁸⁾

Das Erfordernis, die Vertraulichkeit zu gewährleisten, soll verhindern, dass sich die Information unkontrolliert verbreitet und es zu Insiderhandel kommen kann.³⁹⁾ Daher muss bei unkontrollierter Verbreitung der Insider-Information die Ad-hoc-Meldung unverzüglich nachgeholt werden.

Obwohl die Ad-hoc-Meldung nicht erst bei Abschluss der Verträge (Signing) erfolgen muss, kann sie im Ergebnis bei M&A-Transaktionen in der Re-

28) BaFin, Emittentenleitfaden 52 regt in einem derartigen Fall eine genauere Prüfung an.

29) Vgl *Schulmacher*, ÖBA 2005, 533 (542).

30) *Schulmacher*, ÖBA 2005, 533 (542).

31) Siehe dazu auch *Harbarth*, ZIP 2005, 1907.

32) Vgl § 48 d Abs 2 Z 1 lit b BörseG; s dazu auch unten F.

33) Dabei ist nach der Veröffentlichungs- und Meldeverordnung der FMA, BGBl II 2005/109 vorzugehen.

34) *Kals/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 30 ff mwN.

35) § 48 d Abs 2 Z 1 lit a BörseG.

36) § 48 d Abs 2 Z 1 lit b BörseG.

37) Dies würde daher auch einen Aufschub durch einen Verkäufer ermöglichen, der sonst selbst durch die Offenlegung nicht beeinträchtigt wäre.

38) Vgl *Kals/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 37 mwN in FN 62; dem FMA-Rundschreiben zu Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings (P 2.3.1.1.), wonach jedenfalls ein Dementi oder eine Bestätigung von Medienberichten zu erfolgen hat, ist nicht zu folgen.

39) In diesem Zusammenhang muss der Emittent für die Personen, die an der M&A-Transaktion beteiligt sind, einen eigenen Vertraulichkeitsbereich schaffen oder sonstige Maßnahmen ergreifen, um die Vertraulichkeit sicher zu stellen; zur Emittenten-Compliance seit 1. 1. 2005 siehe *Resch/Sidlo*, ÖBA 2005, 299; *Kals/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 22.

gel bis zu diesem Zeitpunkt aufgeschoben werden. In Ausnahmefällen ist ein Aufschub auch bis zum Closing dann denkbar, wenn der Eintritt der Bedingungen durch vorzeitige Information der Öffentlichkeit erheblich gefährdet wäre (so etwa, wenn die Zustimmung von Dritten erforderlich ist, mit denen noch Verhandlungen geführt werden müssen – zB finanzierende Banken im Rahmen einer Reorganisation).

Sind zwei (oder mehr) börsennotierte Unternehmen an der Transaktion beteiligt, empfiehlt es sich, die gegenseitige Vorabinformation über geplante Ad-hoc-Meldungen bzw deren Aufschub schon frühzeitig zu vereinbaren, weil die Einschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit oder das Vorliegen von Gründen zum Aufschub auf beiden Seiten zu unterschiedlichen Ergebnissen führen kann.

G. SPANNUNGSVERHÄLTNIS ZWISCHEN INSIDERRECHTLICHEM HANDELSVERBOT UND BEKANNTMACHUNGSPFLICHT

Die einheitliche Anknüpfung des Insiderstraftatbestands und der Ad-hoc-Publizität betonen das Zusammenspiel der beiden Aspekte und die Flankierung des Insiderhandelsverbots durch die Ad-hoc-Publizität. Zugleich macht sie aber auch das Spannungsverhältnis deutlich, ab wann das insiderrechtliche Handelsverbot und die sonstigen insiderrechtlichen Verbote greifen und ab wann die Offenlegungspflicht. Durchaus sind Fälle gleichzeitiger Auslösung vorstellbar, aber auch solche, bei denen die Offenlegung erst später schlagend werden soll, zumal die Maßnahme noch nicht ausreichend gesichert ist oder sonstige Interessen für eine – zumindest noch temporäre – Geheimhaltung gegeben sind. Nach dem Gesetz fallen diese Momente wegen der einheitlichen Anknüpfung an der genauen Insiderinformation grundsätzlich zusammen.⁴⁰⁾ Sofern eine Insiderinformation tatsächlich schon gegeben ist, da bereits der notwendige Konkretisierungsgrad und die hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit erreicht worden sind, steht für die Überbrückung des Spannungsverhältnisses nur das Instrument des Aufschubs der Insiderinformation zur Verfügung. Die Mitteilungspflicht an die FMA soll dieser auch die gezielte Insiderüberwachung sowie die unverzügliche Herstellung des rechtmäßigen Zustands zur Sicherung der Marktintegrität sichern, sodass eine Aufschiebung bei gleichzeitiger Information der FMA in dieser Phase sachgerecht ist.⁴¹⁾

Wie ist aber vorzugehen, sofern eine Insiderinformation im rechtlichen Sinn noch nicht vorliegt, als das Kriterium der Genauigkeit noch nicht erreicht ist? Vielfach ist es auf Seiten der Vertragsparteien geboten, unbedingt sicherzustellen, dass auch während der Phase, in der gerade noch nicht offengelegt werden muss, jedenfalls keine Insidergeschäfte bzw keine gegen das Insiderverbot verstößende Handlungen vorgenommen werden. Wurde etwa erst ein Memorandum of Understanding über einen bestimmten Beteiligungserwerb abgeschlossen, ist aber die Eintritts-

wahrscheinlichkeit noch nicht sehr hoch und ist daher noch keine genaue Information gegeben und besteht somit auch noch keine Offenlegungspflicht, so ist dennoch sicherzustellen, dass die an den Verhandlungen Beteiligten sowie eingebundene Aktionäre in dieser Phase keinesfalls mehr sensible Geschäfte tätigen oder sonstige Handlungen setzen. Dabei genügt es nicht, dass bloß auf das Verbot des Insiderhandels hingewiesen wird, da eine Insiderinformation ja gerade noch nicht vorliegt. Würde diese vage Tatsache aber intern als Insiderinformation umschrieben, wäre dies ein stilles Eingeständnis dafür, dass eigentlich doch bereits eine Insiderinformation mit ausreichender Genauigkeit vorläge. Zudem gibt es bei Feststellung der Schwelle, ab der von einer Insiderinformation auszugehen ist, im Hinblick auf die zahlreichen unbestimmten Gesetzesbegriffe erhebliche Auslegungsspielräume, sodass im Hinblick auf die massiven potentiellen Sanktionen schon im Vorfeld der Materialisierung einer Insiderinformation der Handel mit den relevanten Instrumenten unterlassen werden sollte (während eine Ad-hoc-Meldung jedenfalls verfrüht wäre, weil – wie dargelegt – eine solche verfrühte Meldung Schäden verursachen könnte).

Um in dieser Phase sicherzustellen, dass das (allenfalls doch bereits bestehende) Insiderverbot, insbesondere das Handelsverbot, eingehalten wird, zugleich aber nicht implizit doch von einer Insiderinformation ausgegangen wird, ist für die Sicherung der Hintanhaltung von Erwerb und Veräußerung der insiderrelevanten Papiere ein anderer Anknüpfungspunkt zu wählen. Während die Emittenten-Compliance-Verordnung von der Insiderinformation ausgeht, spricht der Standard-Compliance-Code für Kreditinstitute von der Compliance-relevanten Information, worunter Pkt 3.7 S.C.C vertrauliche anlage- und preisrelevante Informationen versteht,⁴²⁾ sodass der Begriff deutlich weiter ist. Er verzichtet auf das Kriterium der Genauigkeit, stellt aber wie die Insiderinformation auf die Vertraulichkeit und auf eine allfällige Anlage- und Preisrelevanz ab. Ein Emittent, bei dem aber die Voraussetzungen des Vorliegens der Insiderinformation nicht vorliegen, der aber trotzdem zugleich die Durchsetzung des Insiderhandelsverbots schon zu einem Zeitpunkt, zu dem die Information noch nicht diese Bestimmtheit erreicht, sicherstellen will, sollte daher auf die Compliance-relevante Information abstellen und die Personen, die Zugang zu dieser Information haben, seiner Compliance-Einrichtung unterstellen, indem etwa die entsprechende Informationsflusskontrolle ebenso geschaffen wird, wie die Sicherung der Vertraulichkeitsbereiche.⁴³⁾

40) Zu den Unterschieden hinsichtlich Unmittelbarkeit und Relevanz nur hinsichtlich des Emittenten siehe oben B.

41) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 5.

42) Abgedruckt bei *Hausmaninger/Kretschmer/Oppitz*, Insiderrecht und Compliance 95; s ferner *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 22 Rz 17.

43) Siehe dazu nur *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 22 Rz 13 ff.

H. INFORMATIONSFLOSS ZWISCHEN VERÄUSSERER UND ERWERBER

Im Rahmen der Transaktion ist es zulässig, Compliance-relevante Informationen, aber auch Insiderinformationen (zB unerwartete Verluste)⁴⁴⁾ über das Unternehmen im Rahmen der Vertragsverhandlungen oder aus einer Due Diligence mitzuteilen oder zugänglich zu machen.⁴⁵⁾ Ist eine Veräußerungs- bzw Kaufentscheidung schon gefasst und wird nur der Transaktionsplan verwirklicht, ist die Verwirklichung dieses Plans jedenfalls zulässig.⁴⁶⁾ Die Begründung liegt auf der Hand: Der Erwerber einer bedeutenden Beteiligung muss sich über die Lage des Unternehmens informieren lassen, widrigenfalls Haftungs-(culpa in contrahendo), Gewährleistungs- und Irrtumsfragen dem Anteilserwerb nachfolgen. Die nach zivilrechtlichen Grundsätzen bestehenden Aufklärungspflichten überlagern das insiderrechtliche Informationsrückhaltungsgebot, wäre doch sonst jeder Anteilserwerb undurchführbar; zudem wird dadurch der Kurswert der Aktien nicht beeinträchtigt. Ebenso wie der Veräußerer ist auch die Gesellschaft, deren Anteile übertragen werden, zur Informationsweitergabe berechtigt.⁴⁷⁾ Unzulässig ist es allerdings, dass der Käufer wegen der zusätzlichen Insiderinformation außerhalb der Vertragsverhandlung sonstige Käufe tätigt. Sieht der Käufer wegen der erlangten Insiderinformation von dem Kauf des Pakets ab, wird ein Insiderverstoß überhaupt nicht verwirklicht.⁴⁸⁾

I. ZUSAMMENFASSUNG

Das neue Insiderrecht und die neue Ad-hoc-Publizität unterwerfen M&A-Transaktionen strengen Regelungen. Im Rahmen einer Transaktion ist für jeden Einzelschritt zu prüfen, ob die Durchführung der Transaktion hinreichend wahrscheinlich ist und ob daher schon eine genaue Information vorliegt. Die Ad-hoc-Meldung ist idR dann zu erstatten, wenn über die wesentlichsten Punkte der Transaktion Einigung erzielt wurde und bei üblichem Verlauf damit gerechnet werden kann, dass die Transaktion wirksam zustande kommt (dh auch keine ernstlichen Zweifel am Eintreten aufschiebender Bedingungen bestehen). Auch wenn dies zu bejahen ist, gestattet das Gesetz einen zumindest temporären Aufschub der Offenlegung, was aber voraussetzt, dass aner kennenswerte Interessen des Emittenten (Sicherung der Transaktion) bestehen und der Aufschub nicht zu einer (qualifizierten) Irreführung des Publikums führt. Jedenfalls hat der Emittent während der gesamten Transaktion die Vertraulichkeit der Information sicherzustellen und zugleich Vorsorge zu treffen, dass in seinem Umfeld keine Insidertransaktionen getätigt werden.

44) Zur Offenlegung siehe oben.

45) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 26; *Assmann/Cramer* in *Assmann/Schneider*, WpHG³ § 14 Rz 88 b.

46) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 24.

47) *Assmann/Cramer*, WpHG³ § 14 Rz 88 b.

48) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 23.