universität wien

DISSERTATION

Titel der Dissertation

„Die Überwachung börserechtlicher Transparenzpflichten“

Verfasser

Thomas Maximilian Schöps

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (Dr. iur.)

Wien, 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt:	A 083 101
Dissertationsgebiet lt. Studienblatt:	Rechtswissenschaften
Betreuer:	O. Univ.-Prof. Dr. Bernhard Raschauer

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis 1
Abkürzungsverzeichnis 6
I. Einleitung 11
A. Ausgangslage, Problemstellung und Ziel der Arbeit 11
B. Gang der Untersuchung, Abgrenzung des Themas 13
C. Regelungszweck der Transparenzverpflichtungen 15
II. Transparenzpflichten von börsenotierten Unternehmen und Aktionären 17
A. Gesetzliche Grundlagen der Transparenzpflichten 17
1. Europarechtliche Grundlagen 17
2. Nationale Grundlagen 20
B. Arten von börserechtlichen Transparenzpflichten 20
1. Begriff der „vorgeschriebenen Information“ 21
2. Arten von vorgeschriebenen Informationen 21
3. Andere Transparenzpflichten 22
C. Zuständigkeit der FMA/ Herkunftsmitgliedstaatsprinzip 23
1. Grundsatz 23
2. Einzelne Fallkonstellationen gemäß § 81a Abs 1 Z 7 BörseG 23
3. Abweichungen vom Grundsatz/Auslegungsschwierigkeiten 24
3.1. Ad-hoc-Publizität 25
3.2. Geschäfte von Führungspersonen 27
3.3. Meldepflichten des Aktionärs nach den §§ 91 ff BörseG 28
3.4. Notierung in nur einem Aufnahmemitgliedstaat 31
D. Sprachenregime gemäß § 85 BörseG 34
E. Regelpublizität, §§ 82 Abs 4, 87 Abs 1, 6 BörseG 37
1. Begriff der Regelpublizität 37
1.1. Begriff und gesetzliche Grundlagen der Regelpublizität 37
1.2. Regelungszweck und Entstehungsgeschichte 38
2. Inhalt der Regelpublizitätspflichten 39
2.1. Allgemein gültige Begriffe und Inhalte 39
2.1.1. Emittent iSv § 81a Abs 1 Z 4 BörseG 39
2.1.2. Geregelter Markt iSv § 1 Abs 2 BörseG 39
2.1.3. Wertpapierbegriff in § 81a Abs 1 Z 1 BörseG 40
2.1.4. Schuldtitel iSv § 81a Abs 1 Z 2 BörseG 41

2.1.5. Aktien iSv § 81a Abs 1 Z 3 BörseG, Aktien gleichzustellende Wertpapiere iSv § 81a Abs 1 Z 2 BörseG ... 41
2.2. Veröffentlichungsmodalitäten ... 42
2.3. Übermittlungspflichten ... 45
2.4. Jahresfinanzbericht ... 47
2.4.1. Regelungsinhalt ... 47
2.4.2. Besonderheiten beim Konzernabschluss ... 48
2.4.3. Neuerungen durch die TransparenzRL ... 49
2.4.3.1 Veröffentlichungsmodalitäten ... 49
2.4.3.2 Verantwortlichkeitserklärung nach § 82 Abs 4 Z 3 BörseG ... 50
2.5. Halbjahresfinanzbericht ... 52
2.5.1. Regelungsinhalt ... 52
2.5.2. Neuerungen durch die TransparenzRL ... 55
2.6. Zwischenmitteilungen ... 56
2.6.1. Regelungsinhalt ... 56
2.6.2. Quartalsberichte nach IFRS ... 57
2.6.3. Neuerungen durch die TransparenzRL ... 58
2.6.4. Mögliche Neuerungen durch den TransparenzRL-E ... 59
2.7. Ausnahmen von der Berichtspflicht ... 59
2.8. Problematische Fälle ... 62
2.8.1. Beginn und Ende der Börsezulassung ... 62
2.8.2. Rumpfgeschäftsjahr ... 63
2.8.3. Vorgehensweise bei Nichteinhaltung des Veröffentlichungstermins ... 64
2.8.4. Nachträgliche Änderungen veröffentlichter Berichte ... 65
2.8.5. Verhältnis Regelpublizität/Ad-hoc-Publizität ... 66
2.9. Sanktionen im Fall von Verstößen ... 67
F. Beteiligungspublizität, §§ 91 ff BörseG ... 68
1. Begriff der Beteiligungspublizität ... 68
1.1. Begriff und gesetzliche Grundlagen ... 68
1.2. Regelungszweck und Entstehungsgeschichte ... 69
2. Inhalt der Beteiligungspublizität ... 70
2.1. Adressaten der Beteiligungspublizität ... 70
2.1.1. Aktionäre, Inhaber von Finanzinstrumenten, Personen, denen Stimmrechte zurechenbar sind ... 70
2.1.2. Emittenten ... 73
2.2. Inhalt der Meldeverpflichtungen nach den §§ 91, 92 BörseG ... 74

2.2.1. § 91 BörseG ... 74
2.2.1.1 Maßgeblicher Zeitpunkt für die Meldepflicht ... 74
2.2.1.2 Meldepflichten bestimmter Personenmehrheiten und grundsätzliche Fragestellungen ... 78
2.2.1.3 Formale Fragestellungen im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG ... 81
2.2.1.4 Praxisrelevante Sachverhalte ... 87
2.2.1.5 Problemfragen bei der Berücksichtigung und Nichtberücksichtigung von Stimmrechten ... 90
2.2.1.6 Meldeplichten für Kapitalanlagegesellschaften und verschiedene Fondskonstruktionen ... 94
2.2.1.7 Handhabung der Meldepflichten bei Konzernunternehmen gemäß § 91 Abs 3 BörseG ... 97
2.2.1.8 Erstmalige Zulassung von Aktien nach § 91 Abs 4 BörseG ... 98
2.2.2. Einzelne Zurechnungstatbestände nach § 92 BörseG ... 100
2.2.2.1 § 92 Z 1 BörseG ... 101
2.2.2.2 § 92 Z 2 BörseG ... 105
2.2.2.3 § 92 Z 3 BörseG ... 107
2.2.2.4 § 92 Z 4 BörseG ... 108
2.2.2.5 § 92 Z 5 BörseG ... 112
2.2.2.6 § 92 Z 6 BörseG ... 116
2.2.2.7 § 92 Z 7 BörseG ... 117
2.3. Meldepflichten nach § 91a BörseG ... 121
2.3.1. Inhalt der Meldepflicht ... 121
2.3.2. Erfasste Finanzinstrumente ... 124
2.3.3. Einzelne Auslegungsfragen und technische Details zur Meldung ... 125
2.4. Veröffentlichungspflichten des Emittenten nach § 93 BörseG ... 127
2.4.1. Veröffentlichung der Gesamtstimmrechtszahl gemäß § 93 Abs 1 BörseG ... 127
2.4.2. Veröffentlichung der Aktionärsmeldungen gemäß § 93 Abs 2 BörseG ... 129
2.5. Formale Anforderungen an Meldungen nach den §§ 91 ff BörseG ... 131
2.6. Entwicklungen auf nationaler und europäischer Ebene ... 133
2.6.1. Entwicklungen auf nationaler Ebene ... 133
2.6.1.1 Börsegesetz idF BGBl I 2012/83 ... 133
2.6.1.2 Wichtigste Regelungen im Einzelnen ... 134
2.6.1.2.1. § 91 BörseG ... 134
2.6.1.2.2. § 91a BörseG ... 135
2.6.1.2.3. § 94a BörseG ... 138

2.6.1.2.4. § 96 Z 22 BörseG ... 139
2.6.2. Entwicklungen auf europäischer Ebene ... 141
2.7. Sanktionen im Fall von Verstößen ... 142
G. Ad-hoc-Publizität, § 48d Abs 1, 2, § 48a Abs 1 Z 1 BörseG ... 144
1. Begriff der Ad-hoc-Publizität ... 144
1.1. Begriff und gesetzliche Grundlagen ... 144
1.2. Regelungszweck ... 145
2. Inhalt der Ad-hoc-Publizitätspflicht ... 146
2.1. Allgemeines ... 146
2.2. Tatbestand des § 48d Abs 1 BörseG ... 148
2.2.1. Begriff der Insider-Information gemäß § 48a Abs 1 Z 1 BörseG ... 148
2.2.1.1 Öffentlich nicht bekannt ... 149
2.2.1.2 Genaue Information ... 152
2.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- oder Finanzinstrumentebezug ... 159
2.2.1.4 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung ... 165
2.2.2. „Unmittelbar betreffen“ iSv § 48d Abs 1 BörseG ... 170
2.2.3. Rechtsfolge: Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung ... 174
2.3. Aktualisierungspflicht bereits offengelegter Insider-Informationen ... 177
2.4. Aufschub der Bekanntgabe von Insider-Informationen gemäß § 48d Abs 2 BörseG ... 178
2.4.1. Allgemeine Fragen zum Aufschub der Veröffentlichung ... 178
2.4.2. Tatbestandsvoraussetzungen des § 48d Abs 2 BörseG ... 184
2.4.2.1 Berechtigte Interessen iSv § 48d Abs 2 Z 1 lit a, b BörseG ... 184
2.4.2.2 Keine Irreführungseignung der Öffentlichkeit ... 188
2.4.2.3 Gewährleistung der Vertraulichkeit der Information ... 189
2.5. Problematische Fälle im Bereich der Ad-hoc-Publizität ... 190
2.5.1. Öffentliche Bekanntheit iSv § 48a Abs 1 Z 1 BörseG ... 190
2.5.2. Genaue Information und hinreichende Wahrscheinlichkeit iSv § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG ... 193
2.5.2.1 Konstellationen bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen ... 193
2.5.2.2 Behandlung von Kapitalerhöhungen ... 194
2.5.2.3 Prognosen ... 195
2.5.3. Primärmarktpublizität und Ad-hoc-Publizität ... 195
2.5.4. Konzernsachverhalte ... 197
2.5.5. Verhältnis Ad-hoc-Pflicht und Übernahmerecht ... 197
2.6. Formale Anforderungen an Ad-hoc-Meldungen ... 199

2.6.1. Veröffentlichungs- und Meldeverordnung 199
2.6.2. Vorabmitteilung gemäß § 82 Abs 7 BörseG 201
2.7. Sanktionen im Fall von Verstößen 203
2.8. Entwicklungen europäischer Ebene 208
III. Zusammenfassung und wichtigste Ergebnisse sowie rechtspolitische Vorschläge 213
A. Wichtigste Ergebnisse der Untersuchung 213
1. Regelpublizität 213
2. Beteiligungspublizität 214
3. Ad-hoc-Publizität 220
B. Rechtspolitsche Erwägungen, Empfehlungen und Vorschläge 224
1. Regelpublizität 224
2. Beteiligungspublizität 225
3. Ad-hoc-Publizität 226
4. Themenübergreifende Vorschläge 227
Literaturverzeichnis 229
Abstract 238
Lebenslauf 240

Abkürzungsverzeichnis

1. BörsenzulassungsRL	1. BörsenzulassungsRL 79/279/EWG
aA	anderer Ansicht
aaO	am angeführten Ort
AB	Ausschussbericht
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch JGS 946
ABl	Amtsblatt der EuropäischenUnion
abl	ablehnend
Abs	Absatz
ADC	Austrian Depositary Certificate
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AFRAC	Austrian Financial Reporting and Auditing Committee
AG	Aktiengesellschaft
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AIF	Alternative Investment Fund
AktG	Aktiengesetz 1965 BGBl 1965/98
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz (Deutschland)
APA	Austria Presse Agentur
Art	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Der Betriebsberater
BGB	deutsches Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Bundesgerichtshof in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BlgNR	Beilage(n) zu den stenographischen Protokollen des Nationalrats
BörseG	Börsegesetz 1989 BGBl 1989/555
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz BGBl 1930/1
BT-Drucksache	Bundestagsdrucksache
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht (Deutschland)
BVerwGE	Bundesverwaltungsgericht Entscheidung (Deutschland)
BWG	Bankwesengesetz BGBl 1993/532
bzw	beziehungsweise

CESR	Committee of European Securities Regulators
CFL	Corporate Finance Law
dAktG	deutsches Aktiengesetz
DB	Der Betrieb
DepG	Depotgesetz BGBl 1969/424
dh	das heißt
DiskE	Diskussionsentwurf
dRGBl	deutsches Reichsgesetzblatt
DRS	Deutsche Rechnungslegungs Standards
DStR	Deutsches Steuerrecht
ecolex	Fachzeitschrift für Wirtschaftsrecht
EG	Europäische Gemeinschaft
ErläutRV	Erläuterungen zur Regierungsvorlage
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
etc	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f	folgende
ff	fortfolgende
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde
FN	Fußnote
FS	Festschrift
FTP	File Transfer Protocol
GeS	Zeitschrift für Gesellschaftsrecht und angrenzendes Steuerrecht
GesBR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GesRZ	Der Gesellschafter
ggf	gegebenenfalls
ghM	ganz herrschende Meinung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung RGBl 1906/58
GP	Gesetzgebungsperiode
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

hA	herrschende Ansicht
hL	herrschende Lehre
hM	herrschende Meinung
HS	Halbsatz
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
idgF	in der geltenden Fassung
idF	in der Fassung
idR	in der Regel
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
InsiderRL	Insiderrichtlinie 89/592/EWG
InvFG 1993	Investmentfondsgesetz BGBl 1993/532
InvFG	Investmentfondsgesetz BGBl I 2011/77
IRZ	Zeitschrift für internationale Rechnungslegung
iS	im Sinne
iSd	im Sinne des
ISIN	International Securities Identification Number
iSv	im Sinne von
iVm	in Verbindung mit
JGS	Justizgesetzsammlung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KMG	Kapitalmarktgesetz BGBl 1991/625
lit	litera (Buchstabe)
M&A	Mergers and Acquisitions
MAD	Market Abuse Directive
MarktmissbrauchsRL	Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG
MarktmissbrauchsVO	Marktmissbrauchsverordnung
MarktmissbrauchsVO-E	Marktmissbrauchsverordnungs-Entwurf
mE	meines Erachtens
MTF	Multilateral Trading Facility
mwN	mit weiteren Nachweisen
Nr	Nummer
NZ	Österreichische Notariats-Zeitung

NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZI	Neue Zeitschrift für das Recht der Insolvenz und Sanierung
oa	oben angeführt
OAM	Officially Appointed Mechanism for the central storage of regulated information
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
ÖJZ	Österreichische Juristen-Zeitung
OeKB	Oesterreichische Kontrollbank
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OGH	Oberster Gerichtshof
OLG	Oberlandesgericht
ORF	Österreichischer Rundfunk
OTF	Organised Trading Facility
RdW	Österreichisches Recht der Wirtschaft
RegE	Regierungsentwurf
RGBl	Reichsgesetzblatt
RL	Richtlinie
Rs	Rechtssache
RWZ	Österreichische Zeitschrift für Rechnungswesen
Rz	Randzahl
s	siehe
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
Slg	Sammlung der Rechtsprechung des EuGH
SPO	Secondary Public Offering
SWK	Österreichische Steuer- und Wirtschaftskartei
TransparenzRL	Transparenzrichtlinie 2004/109/EG
TransparenzRL-E	Transparenzrichtlinien-Entwurf
TransV	Transparenz-Verordnung BGBl II 2007/175
ua	unter anderem
ÜbG	Übernahmegesetz BGBl I 1998/127
ÜbK	Übernahmekommission
ÜbRÄG	Übernahmerechts-Änderungsgesetz BGBl I 2006/75
UGB	Unternehmensgesetzbuch dRGBl 1897, 219 idF BGBl I 2005/120)
Unterabs	Unterabsatz

URÄG	Unternehmensrechts-Änderungsgesetz BGBl I 2008/70
uU	unter Umständen
UVS	Unabhängiger Verwaltungssenat
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz BGBl 1978/569
VfGH	Verfassungsgerichtshof
VGH	Verwaltungsgerichtshof (Deutschland)
vgl	vergleiche
VMV	Veröffentlichungs- und Meldeverordnung BGBl II 2005/109
VO	Verordnung
VStG	Verwaltungsstrafgesetz 1991 BGBl 1991/52
WAG 2007	Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 BGBl I 2007/60
wbl	wirtschaftsrechtliche Blätter, Zeitschrift für österreichisches und europäisches Wirtschaftsrecht
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAIV	deutsche Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	deutsches Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	deutsches Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Z	Ziffer, Zahl
zB	zum Beispiel
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zT	zum Teil

I. Einleitung

A. Ausgangslage, Problemstellung und Ziel der Arbeit

Das österreichische Börsegesetz[1] normiert verschiedene Transparenzpflichten, die in der Vergangenheit und auch in der Gegenwart gleichermaßen immer wieder Gegenstand neuer Entwicklungen auf europäischer Ebene gewesen sind. Umfangreiche Änderungen ergaben sich zuletzt durch die Umsetzung der RL 2004/109/EG[2] („TransparenzRL"). Die Umsetzung dieser RL in das österreichische Börsegesetz erfolgte durch die Börsegesetznovelle im April 2007[3]. Wesentliche Transparenzvorschriften wurden durch diese Börsegesetz-novelle modifiziert. Materielle Änderungen betrafen vor allem die Bereiche der Beteiligungspublizität, §§ 91 ff BörseG, und der Regelpublizität, § 82 Abs 4, § 87 Abs 1, 6 BörseG. Mit der TransparenzRL wurden auch ein europaweites Veröffentlichungsregime und der Begriff der „vorgeschriebenen Information"[4] eingeführt. Auch nach der Börsegesetznovelle 2007 war das Funktionieren der börserechtlichen Transparenzvorschriften immer wieder Diskussionsgegenstand.[5] Vor allem im Bereich der Beteiligungspublizität ergeben sich auf Grund des Mindestharmonisierungscharakters der TransparenzRL und der daraus resultierenden unterschiedlichen Umsetzung in den Mitgliedstaaten vor allem für grenzüberschreitend tätige Investoren Schwierigkeiten, da gleichgelagerte Sachverhalte in verschiedenen Mitgliedstaaten unterschiedliche Schritte

---

[1] Bundesgesetz vom 8. November 1989 über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen und über die Abänderung des Börsensensale-Gesetzes 1949 und der Börsegesetz-Novelle 1903 (Börsegesetz 1989 – BörseG) BGBl 1989/555, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/83.

[2] Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl L 2004/390, 38.

[3] BGBl I 2007/19.

[4] S zum Begriff der vorgeschriebenen Information § 81a Abs 1 Z 9 iVm § 82 Abs 8 BörseG sowie die Ausführungen in Kapitel II.B.1 und II.B.2.

[5] Vgl Transparency Directive Assessment Report Study on the application of selected obligations of directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report-application-annexes_en.pdf (13.11.2012). Der Bericht untersuchte die Effektivität der TransparenzRL auf den europäischen Finanzmärkten und enthält darüber hinaus die wesentlichen Erkenntnisse und Empfehlungen, die das Funktionieren der TransparenzRL weiter verbessern sollen.

erfordern können.[6] Die Europäische Kommission hat im August 2010 eine öffentliche Konsultation über die Modernisierung der TransparenzRL eröffnet.[7] In diesem Rahmen wurde von der Europäischen Kommission ein Bericht über die Anwendung der TransparenzRL und ihres Einflusses auf die Finanzmärkte erarbeitet. In diesem Zusammenhang fanden auf CESR[8]-Ebene Vorarbeiten für den von der Kommission geplanten Bericht über die tatsächliche Umsetzung der TransparenzRL in den Mitgliedstaaten statt. In der Zwischenzeit hat die Europäische Kommission am 25.10.2011 einen Vorschlag zur Revision der TransparenzRL veröffentlicht.[9] Der sich in den letzten Jahren ohnehin schon in Bewegung befindliche Bereich der Transparenzpflichten börsenotierter Unternehmen wird damit in absehbarer Zeit wieder mit weiteren Änderungen konfrontiert werden.

Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es, jene Konstellationen innerhalb der börserechtlichen Meldepflichten zu ermitteln, bei denen sich in der Praxis Schwierigkeiten ergeben, und dabei praktische Lösungsmöglichkeiten für die Adressaten der Transparenzverpflichtungen aufzuzeigen. Für die Schwierigkeiten sind verschiedene Gründe ursächlich. Oftmals lässt das Börsegesetz Raum für unterschiedliche Interpretationen, teilweise werden aber auch Transparenzverpflichtungen von den Meldepflichtigen nicht zutreffend ausgelegt, so dass es dann in der Folge zu Verstößen kommt. Viele Detailfragen sind in der Literatur trotz hoher Praxisrelevanz noch nicht oder kaum behandelt worden. Auch Entwicklungen auf europäischer und nationaler Ebene werden im Rahmen der Arbeit behandelt sowie rechtspolitische Überlegungen angestellt.

Die höchste Komplexität weisen erfahrungsgemäß die Transparenzverpflichtungen im Bereich der Beteiligungspublizität nach den §§ 91 ff BörseG und im Bereich der

---

[6] Beispielsweise gibt es in den Mitgliedstaaten verschiedene Meldeschwellen und auch die Frage, ob derivative Instrumente gemäß § 91a BörseG für die Feststellung der Meldepflicht mit Aktien zusammengerechnet werden müssen, ist in den Mitgliedstaaten unterschiedlich geregelt.

[7] S http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_de.htm (13.11.2012).

[8] Committee of European Securities Regulators (Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden). CESR wurde im Juni 2001 von der Europäischen Kommission eingerichtet. Im Rahmen der Reform des Europäischen Finanzaufsichtssystems (European System of Financial Supervision, abgekürzt ESFS) wurde mit Wirkung zum 01.01.2011 die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) gegründet. Diese übernimmt als Nachfolgerin von CESR dessen Agenden.

[9] Der Textvorschlag und weitere Informationen zum Stand des Verfahrens sind ebenfalls unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_de.htm (13.11.2012) verfügbar.

Ad-hoc-Publizität gemäß § 48d Abs 1, 2 BörseG auf. Daneben bestehen jedoch auch im Bereich der Regelpublizitätspflichten nach § 82 Abs 4, § 87 Abs 1 BörseG und im Bereich der Offenlegungspflichten der Geschäfte von Führungspersonen, den sogenannten Directors' Dealings, normiert in § 48d Abs 4 BörseG, häufig praktische Schwierigkeiten bei der Feststellung der Transparenzpflichten und deren genauen Inhalts. Auch außerhalb dieser konkreten Transparenzverpflichtungen treten in anderen Bereichen, die mehrere oder alle Transparenzverpflichtungen betreffen, praktische Probleme auf. Hier ist vor allem an Fragen, die sich im Rahmen des Herkunftsmitgliedstaatsprinzips[10] ergeben, zu denken. Die Bestimmung der Zuständigkeit der Aufsichtsbehörden kann vor allem in Sachverhaltskonstellationen kompliziert sein, in denen Finanzinstrumente von Emittenten in verschiedenen Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraumes („EWR") notieren. In diesen Fällen stellt sich die Frage, welche Aufsichtsbehörde für die Überwachung der Transparenzpflichten der Emittenten dieser Finanzinstrumente zuständig ist. Auch die Konstellation, dass keine Notierung im Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten, dafür aber in einem oder in mehreren anderen EWR-Mitgliedstaaten vorliegt, erfordert eine genauere Betrachtung des Sachverhaltes. Je nachdem, um welche Transparenzpflicht es sich handelt, ist es auch möglich, dass Aufsichtsbehörden aus verschiedenen EWR-Mitgliedstaaten zuständig sind. Teilweise ist eine Differenzierung erforderlich, da Konstellationen denkbar sind, in denen beispielsweise die Veröffentlichung von vorgeschriebenen Informationen von einem anderen EWR-Mitgliedstaat überwacht wird, als etwa die Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen nach § 48d Abs 1, 2 BörseG. Diese Frage wird bei der Erörterung der Herkunftsmitgliedstaatsproblematik genauer beleuchtet.

B. Gang der Untersuchung, Abgrenzung des Themas

Die vorliegende Arbeit kann auf Grund der Fülle der Transparenzpflichten und der zahlreichen Sachverhaltskonstellationen nicht alle problematischen Fälle behandeln, die im Rahmen der Transparenzpflichten auftreten. An dieser Stelle wird auf die Transparenzpflichten von Emittenten und Aktionären eingegangen, und werden die besonders praxisrelevanten Transparenzpflichten eingehend erörtert. Dazu zählen nach dem Dafürhalten des Verfassers die Beteiligungspublizität gemäß den §§ 91 ff BörseG, die Ad-hoc-Publizität nach § 48d Abs 1, 2 BörseG, die Regelpublizität nach

[10] S Definition in § 81a Abs 1 Z 7 BörseG.

§§ 82 Abs 4, § 87 Abs 1 BörseG und die Meldeverpflichtung für Personen, die bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten mit Sitz im Inland Führungsaufgaben wahrnehmen nach § 48d Abs 4 BörseG. Gerade die Geschäfte von Führungspersonen erweisen sich immer wieder als sehr weites Feld, da hier besonders viele verschiedene Gestaltungen möglich sind, beispielsweise indem der Erwerb von Aktien oder aktienähnlichen Wertpapieren nicht von der Führungsperson selbst, sondern von einer dieser nahestehenden natürlichen Person oder einer juristischen Person getätigt wird, auf welche die Führungsperson jedoch in irgendeiner Art und Weise einwirken kann. Da diese vielfältigen Konstellationen den Rahmen der vorliegenden Arbeit sprengen würden, soll im Bereich der Geschäfte von Führungspersonen lediglich auf einzelne Fragen zur Behördenzuständigkeit eingegangen werden.

Im Anschluss an die Erörterung des Inhalts der Transparenzpflichten wird der Autor auf die Zweifelsfälle eingehen, die in der Praxis am häufigsten vorkommen und aus rechtlichen oder praktischen Gründen mit den größten Schwierigkeiten verbunden sind. Den höchsten Komplexitätsgrad weisen aus der Erfahrung des Verfassers, wie bereits oben erwähnt, rechtliche Fragen aus dem Bereich der Beteiligungspublizität sowie der Ad-hoc-Publizität auf. Fragen der Behördenzuständigkeit haben durch die Integration der Finanzmärkte und das Tätigwerden von Emittenten auf Märkten in verschiedenen EWR-Mitgliedstaaten zunehmend an Bedeutung gewonnen, so dass auch dieser Bereich behandelt werden soll. Hier ergeben sich in der Praxis häufig äußerst komplexe Sachverhalte, deren Lösung oftmals mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist. Wichtig und entscheidungserheblich für die Lösung aller Zweifelsfragen sind die Auslegungen, die von den Aufsichtsbehörden getroffen werden. Diese werden daher jeweils in die Lösung und Argumentation mit einbezogen. Besonders wichtig sind an dieser Stelle die Auslegungen der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde[11] („FMA“), aber auch Auslegungen anderer europäischer Aufsichtsbehörden, namentlich der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungs-aufsicht[12] („BaFin“).

---

[11] S auch Bundesgesetz über die Organisation und Errichtung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (Finanz-marktaufsichtsbehördengesetz – FMABG), BGBl I 2001/97, zuletzt geändert durch BGBl I 2011/45.

[12] S auch Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG) vom 22. April 2002 (BGBl I, 1310), zuletzt geändert durch Artikel 19 des Gesetzes vom 6. Dezember 2011 (BGBl I, 2481).

Zum Abschluss der Arbeit werden die wesentlichen Erkenntnisse und die sich daraus ergebenden Thesen zusammengefasst. Entwicklungen auf europäischer Ebene werden hier ebenfalls einer kritischen Würdigung unterzogen. Auf den besonders dynamischen Bereich der Beteiligungspublizität, in dem viele Detailfragen durchgehend Gegenstand einer Diskussion auf europäischer aber auch auf nationaler Ebene sind, wird detailliert eingegangen. Schließlich sollen zum Schluss auch Überlegungen angestellt werden, inwieweit Modifikationen der bestehenden gesetzlichen Bestimmungen sinnvoll sein könnten, um problematische Fälle, die im Bereich der Transparenzpflichten auftreten, besser lösen zu können.

C. Regelungszweck der Transparenzverpflichtungen

Der Regelungszweck der Transparenzpflichten ergibt sich bei genauerer Betrachtung aus den Erwägungsgründen zur TransparenzRL. Der europäische Gesetzgeber beabsichtigte in erster Linie eine Stärkung des Anlegerschutzes sowie der Markteffizienz (Funktionsschutz), wobei er auch volkswirtschaftliche Aspekte, wie eine Senkung der Transaktionskosten und die Schaffung günstiger Wachstumsvoraussetzungen und von Arbeitsplätzen im Auge hatte.[13] Diese Auffassung wird auch in der Lehre und Praxis geteilt.[14] Der Anlegerschutz wird auch anzahlreichen anderen Stellen in den Erwägungsgründen mehrfach in verschiedenen Zusammenhängen genannt.[15] Der europäische Gesetzgeber war hier der Auffassung, dass die

---

[13] So heißt es in Erwägungsgrund 1 TransparenzRL: „Effiziente, transparente und integrierte Wertpapiermärkte tragen zu einem echten Binnenmarkt in der Gemeinschaft bei, ermöglichen eine bessere Kapitalallokation und eine Senkung der Kosten und begünstigen so das Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Die rechtzeitige Bekanntgabe zuverlässiger und umfassender Informationen über Wertpapieremittenten stärkt das Vertrauen der Anleger nachhaltig und ermöglicht eine fundierte Beurteilung ihres Geschäftsergebnisses und ihrer Vermögenslage. Dies erhöht sowohl den Anlegerschutz als auch die Markteffizienz."

[14] Vgl *Kalss*, Kapitalmarktrecht als Schnittmenge mehrerer Regelungsfelder, in Festschrift 100 Jahre Wirtschaftsuniversität Wien (1998), 183 (188f), wonach das Kapitalmarktrecht mit dem Funktionsschutz des Markts und dem Schutz des Anlegers einen zweifachen Regelungszweck verfolgt. S auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I – System (2005) § 1 Rz 18, wo die Autoren von einem Dualismus zwischen Funktions- und Anlegerschutz sprechen. Sehr treffend auch der Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 23, wo sich in der Einleitung die Formulierung „Im Mittelpunkt steht das Vertrauen der Anleger in einen funktionsfähigen Kapitalmarkt" findet. In diesem kurzen Satz sind die beiden Regelungszwecke der kapitalmarktrechtlichen Transparenzvorschriften prägnant wiedergegeben.

[15] Erwägungsgrund 5 TransparenzRL betrifft die europaweite Harmonisierung der nationalen Rechtsvorschriften, die zu einem „hohen Niveau beim Anlegerschutz" führe. Nach Erwägungsgrund 7 TransparenzRL ermögliche

Ziele der TransparenzRL, nämlich durch eine gemeinschaftsweit gleich hohe Transparenz das Vertrauen der Anleger zu sichern und so den Binnenmarkt zu vollenden, von den Mitgliedstaaten allein nicht ausreichend erreicht werden können und daher besser auf Gemeinschaftsebene verfolgt werden müssen.[16] Zentraler Ausgangspunkt des Anlegerschutzes ist dabei die „Anlageentscheidung des Investors, die im Idealfall auf einer rationalen, voll informierten Entscheidung beruht, die alle künftigen Anlegerrisiken berücksichtigt."[17]

---

ein „gemeinschaftsweit hoher Anlegerschutz" es, Hindernisse für die Zulassung von Wertpapieren zu geregelten Märkten, die in einem Mitgliedstaat gelegen sind oder dort betrieben werden, zu beseitigen. Nach Erwägungsgrund 11 TransparenzRL sollen Anleger durch Halbjahresfinanzberichte „in die Lage versetzt werden, eine besser fundierte Beurteilung der Lage des Emittenten vorzunehmen." Auch in den Erwägungsgründen 10, 18, 22, 25, 26, 27 TransparenzRL wird der Anlegerschutz explizit genannt.

[16] Vgl Erwägungsgrund 41 TransparenzRL, in welchem der europäische Gesetzgeber begründet, dass damit dem Subsidiaritätsprinzip in Art 5 Abs 1 EU-Vertrag (Vertrag über die Europäische Union), Fassung aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (Konsolidierte Fassung, bekanntgemacht im ABl C 2008/115, 13 vom 9.5.2008), entsprochen wurde.

[17] *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 1 Rz 24, wonach sich dem Anlegerschutz vier Aufgaben stellen. Dazu zählen die Gewährleistung der Voraussetzungen für eine rationale, vollinformierte Anlageentscheidung des Anlegers, dessen Schutz vor nachteiligen späteren Veränderungen, die Gewährleistung der laufenden Informationsversorgung des Anlegers als Basis der Revision der getätigten Anlageentscheidung sowie die Gewährleistung einer Exit-Möglichkeit, die einen Ausstieg aus der getätigten Investition zu Marktpreisen sicherstellt. S auch *Kalss*, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2001), 37; *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt – Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht[2] (1996), 117. Nach *Mülbert* hat der Anlegerschutz primär die Voraussetzungen für optimale Anlageentscheidungen des einzelnen Anlegers zu schaffen. Ausführlich zu Anlegerrisiken, Anlegerinteressen und Anlegerschutz vgl *Assmann* in *Hopt/Wiedemann*, Aktiengesetz – Großkommentar[4] (2004), Einl Rz 367-380;

II. Transparenzpflichten von börsenotierten Unternehmen und Aktionären

A. Gesetzliche Grundlagen der Transparenzpflichten

Die gesetzlichen Grundlagen der Transparenzpflichten ergeben sich aus europäischen Richtlinien und den entsprechenden nationalen Gesetzen und Verordnungen, durch welche die Richtlinien in nationales Recht umgesetzt worden sind.

1. Europarechtliche Grundlagen

Die Ursprünge der Transparenzpflichten auf europäischer Ebene reichen bis in das Jahr 1979 zurück. Erstmals gesetzlich erwähnt wurde die Ad-hoc-Publizität in Schema C Z 5 lit a der 1. BörsenzulassungsRL[18] im Jahr 1979. Die Ad-hoc-Pflicht bestand danach nur im Falle einer Zulassung der Wertpapiere zum amtlichen Handel. Diese RL erwähnte in Schema C Z 5 lit c auch erstmalig auf europäischer Ebene den Bereich der Beteiligungspublizität, ohne jedoch Meldepflichten für Aktionäre vorzusehen. Alleine die Gesellschaft war ab Kenntnis verpflichtet, Änderungen bezüglich der Struktur der Hauptbeteiligungen an ihrem Kapital zu veröffentlichen.[19] Regelungen auf europäischer Ebene betreffend die Regelpublizität wurden erstmals durch die BörsenprospektRL[20] 1980 und die ZwischenberichtsRL[21] 1982 erlassen. Die erste EU-TransparenzRL[22] aus dem Jahr 1988 umfasste schließlich ausführlichere Regelungen betreffend die Beteiligungspublizität und hier auch erstmalig Meldepflichten für

---

[18] Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl L 1979/66, 21.

[19] Diese Vorschriften entfalteten nicht die gewünschte praktische Wirkung, da die Beteiligungsverhältnisse den Unternehmen ohne entsprechende Meldung der Aktionäre nicht bzw erst verspätet, bekannt waren. Vgl hierzu *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität (2010) 17.

[20] Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist, ABl L 1980/100, 1.

[21] Richtlinie 82/121/EWG des Rates vom 15. Februar 1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind, ABl L 1982/48, 26.

[22] Richtlinie 88/627/EWG des Rates vom 12. Dezember 1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen, ABl L 1988/348, 62.

Aktionäre gegenüber der börsenotierten Gesellschaft. Art 7 der InsiderRL[23] enthielt erstmals eine Erweiterung der Ad-hoc-Publizität auf Gesellschaften, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt außerhalb des amtlichen Handels zugelassen waren.

Die KapitalmarktpublizitätsRL[24] erweiterte den Umfang der zu veröffentlichenden Informationen in Bezug auf börsennotierte Wertpapiere. Diese RL enthielt neben allgemeinen Regelungen, welche die Zulassung von Wertpapieren betrafen und damit verbunden Bestimmungen zur Veröffentlichung von Prospekten, Bestimmungen hinsichtlich der Veröffentlichung von Finanzinformationen in Form der Regelpublizität sowie Bestimmungen bezüglich des Erwerbs bedeutender Beteiligungen.

Die RL 2003/6/EG[25] („MarktmissbrauchsRL“) brachte Änderungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität mit sich. Geändert wurde hier das Verfahren des Aufschubs einer Ad-hoc-Meldung, der nicht mehr durch die FMA genehmigt werden muss, sondern eigenverantwortlich vom Emittenten vorgenommen wird. Auch der sachliche Anwendungsbereich der Ad-hoc-Pflicht wurde ausgeweitet und erstreckt sich nunmehr auf jegliche Finanzinstrumente. Auch wurde der Bereich der Geschäfte von Führungspersonen erstmalig durch diese RL auf europäischer Ebene[26] gesetzlich geregelt. Zur MarktmissbrauchsRL hat die Europäische Kommission drei DurchführungsRLn erlassen.[27]

---

[23] Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl L 1989/334, 30.

[24] Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl L 2001/184, 1. Diese RL stellt eine konsolidierte Fassung von vier verschiedenen früheren RLn dar, vgl Erwägungsgrund 1 RL 2001/34/EG. Bei diesen RLn handelt es sich um die 1. BörsenzulassungsRL aus dem Jahr 1979, die BörsenprospektRL aus dem Jahr 1980, die ZwischenberichtsRL aus dem Jahr 1982 sowie die 1. EU-TransparenzRL aus dem Jahr 1988.

[25] Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl L 2003/96, 16.

[26] In Deutschland gab es bereits seit dem 1. Juli 2002 Meldepflichten für Geschäfte von Führungspersonen, die jedoch deutlich weniger umfangreich und streng waren als die Vorgaben der MarktmissbrauchsRL. Zu Einzelheiten s *Sethe* in *Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz[6] (2012) § 15a Rz 1ff.

[27] Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl L 2003/339, 70.

Die dritte EU-TransparenzRL ist die bereits angesprochene RL 2004/109/EG. Diese beruht auf dem Financial Services Action Plan der Europäischen Kommission vom 11. Mai 1999.[28] In diesem wurden politische Ziele und spezifische Maßnahmen zur Verbesserung des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen vorgeschlagen. Diese RL wurde als Rahmenrichtlinie gemäß dem Lamfalussy-Prozess[29] erlassen. Die Europäische Kommission hat die Durchführungsrichtlinie 2007/14/EG[30] („DurchführungsRL 2007/14/EG") erlassen, in der die technischen Details zur TransparenzRL geregelt sind. Wie bereits erwähnt, hat die TransparenzRL zu umfangreichen Änderungen und zu einer Ausweitung der Transparenzverpflichtungen geführt.

Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl L 2003/339, 73.

Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen […], ABl L 2004/162, 70.

[28] Informationen zu Details dieses Planes finden sich unter http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_general_framework/l24210_de.htm (13.11.2012).

[29] Das Lamfalussy-Verfahren, benannt nach Baron Alexandre Lamfalussy, ist ein vierstufiges Verfahren, welches zur Vereinfachung und Beschleunigung des europäischen Gesetzgebungsverfahrens im Jahr 2002 vom Europäischen Rat zunächst für den Bereich der Wertpapier- und Finanzdienstleistungen ins Leben gerufen wurde. Kurz darauf erfolgte eine Ausweitung des Anwendungsbereichs auf den kompletten EU-Finanzsektor. Das Verfahren sieht inhaltlich auf der ersten Stufe den Erlass von Rahmenrichtlinien vor, technische Details sind auf der zweiten Stufe Regelungsausschüssen vorbehalten. Auf der dritten Stufe sichern die europäischen Aufsichtsbehörden, zB ESMA, die konsistente Anwendung der Regelungen, ua durch den Erlass von Leitlinien und Standards. Die vierte Stufe des Verfahrens sieht die Überwachung der Regelungen und gegebenenfalls Maßnahmen zur Durchsetzung durch die Kommission vor. Vgl für Einzelheiten http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/de/FTU_3.4.4.pdf (13.11.2012). Eine gute Ausarbeitung zur Historie des Lamfalussy-Prozesses und seiner vier Stufen sowie eine Evaluierung der Ergebnisse und der praktischen Auswirkungen auf den Finanzbereich findet sich bei *Karpf*, Der Lamfalussy-Prozess – Bestandsaufnahme und Aussicht, ÖBA 2005, 573. *Karpf* spricht in diesem Zusammenhang von einer „Erfolgsgeschichte", vgl *Karpf* aaO 581.

[30] Richtlinie 2007/14/EG der Kommission vom 8. März 2007 mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ABl L 2007/69, 27.

Ebenfalls wurde schon daraus hingewiesen,[31] dass derzeit auf europäischer Ebene an einer Reform der TransparenzRL gearbeitet wird. Einzelheiten zu den geplanten Neuerungen werden in Kapitel II.F.2.6.2 behandelt.

Auch die europarechtlichen Grundlagen auf dem Gebiet der Bekämpfung des Marktmissbrauchs und des Insiderhandels erfahren derzeit eine Überarbeitung. Die Europäische Kommission hat diesbezüglich am 20.10.2011 einen Vorschlag für eine Verordnung über Insiderhandel und Marktmanipulation sowie eine Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation veröffentlicht, so dass auch der Bereich der Ad-hoc-Publizität Änderungen auf europäischer Ebene erfahren wird.[32]

2. Nationale Grundlagen

Auf nationaler Ebene sind die europarechtlichen Vorgaben der TransparenzRL, wie bereits gesehen, im Börsegesetz umgesetzt worden. Die DurchführungsRL 2007/14/EG ist in Österreich in der Transparenzverordnung[33] sowie der Veröffentlichungs- und Meldeverordnung[34] umgesetzt worden. Technische Details zur Veröffentlichung und Übermittlung von Ad-hoc-Meldungen, Directors' Dealings-Meldungen sowie über die Verbreitung vorgeschriebener Informationen finden sich in der VMV, die TransV enthält technische Einzelheiten zur Beteiligungspublizität, zur Finanzberichterstattung sowie zur Gleichwertigkeit von Informationen.

B. Arten von börserechtlichen Transparenzpflichten

Die TransparenzRL hat eine Kategorisierung der Transparenzpflichten mit sich gebracht, die im Folgenden dargestellt und untersucht werden soll. Bei allen Transparenzpflichten stellt

---

[31] Vgl FN 9.

[32] Der Textvorschlag und die beiden Entwürfe der Rechtsakte finden sich unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_de.htm (13.11.2012).

[33] Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Inhalte von Zwischenberichten, Meldungen über Änderungen bedeutender Beteiligungen und die Gleichwertigkeit von vorgeschriebenen Informationen aus Drittländern (Transparenz-Verordnung – TransV), BGBl II 2007/175.

[34] Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Form, Inhalt und Art der Veröffentlichung und Übermittlung von Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings-Meldungen sowie über die Verbreitung von vorgeschriebenen Informationen (Veröffentlichungs- und Meldeverordnung – VMV), BGBl II 2005/109, zuletzt geändert durch BGBl II 2008/113.

sich die Frage, ob es sich bei diesen um vorgeschriebene Informationen handelt. An diesen Begriff sind konkrete Rechtsfolgen geknüpft, so dass diese Frage in jedem Fall vorab geklärt werden muss.

1. Begriff der „vorgeschriebenen Information“

Das österreichische Börsegesetz kennt eine Vielzahl von Transparenzpflichten. Zentraler Anknüpfungspunkt ist der durch die TransparenzRL eingeführte Begriff der „vorgeschriebenen Information“[35]. „Vorgeschriebene Informationen“ sind gemäß Art 2 Abs 1 lit k TransparenzRL alle Angaben, die ein Emittent oder jede andere Person, die ohne Zustimmung des Emittenten die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt beantragt hat, nach der TransparenzRL, nach Art 6 der MarktmissbrauchsRL oder nach den gemäß Art 3 Absatz 1 der TransparenzRL erlassenen Rechts- und Verwaltungsvorschriften eines Mitgliedstaats offenlegen muss. Gemäß § 81a Abs 1 Z 9 BörseG sind vorgeschriebene Informationen alle Angaben, die ein Emittent oder jede andere Person, die ohne Zustimmung des Emittenten die Zulassung von dessen Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt beantragt hat, gemäß § 82 Abs 8 BörseG veröffentlichen muss sowie die Angabe des gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit b BörseG gewählten Herkunftsmitgliedstaats.

2. Arten von vorgeschriebenen Informationen

Die österreichische Finanzmarktaufsicht hat in der Begründung zur Novellierung der Veröffentlichungs- und Meldeverordnung konkretisiert, welche Transparenzverpflichtungen vorgeschriebene Informationen sind. An dieser Stelle werden die Transparenzpflichten aufgelistet, die „vorgeschriebene Informationen“ gemäß § 81a Abs 1 Z 9 iVm § 82 Abs 8 BörseG sind, vorausgesetzt Österreich ist für den Veröffentlichungspflichtigen der Herkunftsmitgliedstaat.[36] Die Begründung zählt die folgenden Publizitätspflichten als „vorgeschriebene Informationen“ auf:

- Jahresfinanzberichte gemäß § 82 Abs 4 BörseG;
- Halbjahresfinanzberichte gemäß § 87 Abs 1 BörseG;

---

[35] Art 2 Abs 1 lit k TransparenzRL.

[36] Begründung zur Novellierung der VMV, BGBl II 2008/113.

- Zwischenberichte gemäß § 87 Abs 6 BörseG;[37]
- Änderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte gemäß § 93 Abs 1 BörseG;
- Beteiligungsmeldungen gemäß § 93 Abs 2 BörseG;
- Meldungen über den Erwerb und/oder Veräußerung eigener Aktien gemäß § 93 Abs 3 BörseG;
- Rechtsänderungen zu Aktiengattungen und anderen Wertpapieren als Aktien gemäß § 93 Abs 4, 5 BörseG;
- Neuemission von Anleihen gemäß § 93 Abs 6 BörseG;
- Angabe des gewählten Herkunftsmitgliedstaats gemäß § 81a Abs 1 Z 9 BörseG;
- Ad-hoc-Meldungen gemäß § 48d Abs 1 BörseG.

3. Andere Transparenzpflichten

Aus der Aufzählung in der Begründung zur Veröffentlichungs- und Meldeverordnung ergibt sich, dass nicht alle im Börsegesetz vorgesehenen Transparenzverpflichtungen „vorgeschriebene Informationen“ sind. Von den Transparenzpflichten, die der Verfasser in dieser Arbeit näher behandeln wird, erfüllt die Meldeverpflichtung von Aktionären im Falle des Erwerbs oder der Veräußerung bedeutender Beteiligungen nach §§ 91, 92 BörseG den Begriff der „vorgeschriebenen Information“ nicht. Auf Grund der großen Anzahl umstrittener und rechtlich komplizierter Konstellationen wird diese Transparenzverpflichtung dennoch eingehend behandelt werden. Ebenso wenig vorgeschriebene Informationen sind die in der vorliegenden Arbeit nur am Rande behandelten Meldeverpflichtungen nach § 48d Abs 4 BörseG für Personen, die bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten mit Sitz im Inland Führungsaufgaben wahrnehmen.

[37] Quartalsberichte nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) werden hier nicht ausdrücklich erwähnt. Da diese jedoch gemäß § 87 Abs 6 BörseG anstelle von Zwischenmitteilungen erstellt werden, ist davon auszugehen, dass es sich ebenfalls um vorgeschriebene Informationen handelt. Dafür sprechen auch die Gesetzesmaterialien, vgl AB 55 BlgNR 23. GP 9.

C. Zuständigkeit der FMA/ Herkunftsmitgliedstaatsprinzip

1. Grundsatz

Die Zuständigkeit der österreichischen Finanzmarktaufsicht für die Überwachung der börserechtlichen Transparenzpflichten hängt grundsätzlich davon ab, ob Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat gemäß § 81a Abs 1 Z 7 BörseG ist. In diesem Fall bestehen nach § 86 Abs 1 BörseG Übermittlungspflichten[38] und gemäß § 82 Abs 8 BörseG Veröffentlichungspflichten für die Emittenten.

2. Einzelne Fallkonstellationen gemäß § 81a Abs 1 Z 7 BörseG

Für Emittenten von Schuldtiteln mit einer Stückelung von weniger als 1.000 Euro oder eines Emittenten von Aktien ist im Falle von Emittenten mit Sitz im EWR der Sitzstaat gleichzeitig Herkunftsmitgliedstaat gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit a, aa BörseG. Bei Drittstaatsemittenten ist gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit a, bb BörseG der gemäß § 1 Abs 1 Z 12 lit c KMG[39] maßgebliche Herkunftsmitgliedstaat auch für Zwecke des Börsegesetzes der Herkunftsmitgliedstaat. Sofern die Schuldtitel auf eine andere Währung als Euro lauten, legt das Gesetz eine Wertgrenze am Ausgabetag von nicht „annähernd“[40] 1.000 Euro fest. Für Emittenten, die gemäß

---

[38] Vgl AB 55 BlgNR 23. GP 5. Der Bericht des Finanzausschusses stellt an dieser Stelle auch nochmalig klar, dass die Übermittlungspflichten grundsätzlich nur für Emittenten gelten, für die Österreich Herkunftsmitgliedstaat ist, was sich bereits aus § 81a Abs 3 BörseG ergäbe. § 81a Abs 3 BörseG bestimmt, dass in Fällen von Emittenten, für die Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist, keine strengeren Regelungen gelten dürfen, als in der TransparenzRL vorgesehen. Das beruht auf Art 3 TransparenzRL, der strengere Regelungen nur erlaubt, sofern der Mitgliedstaat für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist.

[39] Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes (Kapitalmarktgesetz – KMG) BGBl 1991/625, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/83.

[40] Die Formulierung „annähernd“ entstammt Art 2 Abs 1 lit i Z i letzter Satz TransparenzRL, der wortgleich in § 81a Abs 1 Z 7 lit a letzter Satz BörseG Eingang gefunden hat. Der österreichische Gesetzgeber hätte Auslegungsschwierigkeiten vermeiden können, sofern er das Wort „annähernd“ gestrichen hätte, wie es der deutsche Gesetzgeber in § 2 Abs 6 Z 1 Wertpapierhandelsgesetz getan hat. *Temmel* vertritt in *Temmel*, Börsegesetz – Praxiskommentar (2011) § 81a Rz 30 die Auffassung, dass eine Abweichung von 0,5% bis 1% noch als annähernd gesehen werden könnte. ME sollte man sich an der 1.000 Euro-Grenze orientieren und zwecks Vermeidung von Rechtsunsicherheit keine Abweichungen zulassen. Auch gibt es keinen logischen Grund, für Schuldtitel, die auf eine andere Währung als Euro lauten, eine andere Grenze festzusetzen als für auf Euro lautende Schuldtitel. Das könnte auch zu praktischen Problemen führen, wenn zB ein Emittent Schuldtitel

§ 81a Abs 1 Z 7 lit b BörseG nicht unter § 81a Abs 1 Z 7 lit a BörseG fallen, besteht ein Wahlrecht. Der Emittent kann den Herkunftsmitgliedstaat gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit b BörseG unter den Mitgliedstaaten, die seine Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt[41] zugelassen haben und seinem Sitzstaat auswählen. Der Emittent darf gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit b Satz 2 BörseG nur einen Mitgliedstaat als Herkunftsmitgliedstaat auswählen. Diese Wahl ist gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit b letzter Satz BörseG mindestens 3 Jahre lang gültig, es sei denn, die Wertpapiere des Emittenten sind an keinem geregelten Markt der Europäischen Union („EU")[42] mehr zum Handel zugelassen. Die 3-jährige Bindungsfrist wurde fixiert, um Emittenten „die Möglichkeit des forum shoppings" zu nehmen.[43]

3. Abweichungen vom Grundsatz/Auslegungsschwierigkeiten

Abweichungen vom Grundsatz des Herkunftsmitgliedstaatsprinzips gibt es im Bereich der Ad-hoc-Publizität und im Bereich der Geschäfte von Führungspersonen. Die Ursachen für diese Abweichung sind im Ursprung der jeweiligen Vorschriften zu finden. Die

---

mit einer Stückelung von 999 Euro Gegenwert in einer fremden Währung ausgibt, in Österreich und anderen EWR-Mitgliedstaaten an einem geregelten Markt notiert und seinen Sitz in Deutschland hat. In diesem Fall wäre Deutschland nach § 2 Abs 6 Z 1 lit a WpHG Herkunftsmitgliedstaat und gemäß § 2 Abs 7 Z 1 WpHG Inlandsemittent und damit zuständig. Zudem hätte der Emittent die Möglichkeit, Österreich oder einen der anderen EWR-Mitgliedstaaten als Herkunftsmitgliedstaat gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit b BörseG auszuwählen, wenn man wie *Temmel* eine Abweichung von 0,1% als „annähernd" 1.000 Euro ansieht. Nach der Systematik der TransparenzRL soll es aber gerade nicht zu doppelten Zuständigkeiten kommen. Auch § 81a Abs 1 Z 7 lit b Satz 2 BörseG bestimmt, dass nur ein Mitgliedstaat als Herkunftsmitgliedstaat ausgewählt werden darf.

[41] Mit Anmerkungen versehende [sic!] Übersicht über die geregelten Märkte und Einzelstaatlichen Rechtsvorschriften zur Umsetzung der entsprechenden Anforderungen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) (Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates) vom 15.7.2011, ABl C 2011/209, 21, s auch unter http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:209:0021:0028:DE:PDF (13.11.2012).

[42] Richtigerweise müsste es „geregelter Markt im EWR" heißen, da eine Zulassung an einem geregelten Markt im EWR ebenfalls ausreichend ist.

[43] *Bitzyk/Oelkers*, Die neue Regelpublizität nach BörseG 2007 und URÄG 2008, ÖBA 2009, 508 (510).

TransparenzRL enthält keine inhaltlichen Regelungen im Bereich der Ad-hoc-Publizität und im Bereich der Geschäfte von Führungspersonen.[44]

3.1. Ad-hoc-Publizität

Auf den ersten Blick sieht es so aus, als ob die TransparenzRL mit dem Herkunftsmitgliedstaatsprinzip eine einheitliche Regelung für vorgeschriebene Informationen geschaffen hätte. In diesem Fall würde man jedoch von den Zuständigkeitsregelungen der MarktmissbrauchsRL, welche die Ad-hoc-Publizität inhaltlich regelt, abweichen. Die auf Grundlage der MarktmissbrauchsRL in das österreichische Börsegesetz eingefügte Vorschrift des § 48e BörseG stellt darauf ab, wo die Wertpapiere an einem geregelten Markt zugelassen sind. Die Zuständigkeit der FMA bestimmt sich somit danach, ob die Wertpapiere des Emittenten an einem geregelten Markt in Österreich[45] zugelassen sind bzw ein Antrag auf Zulassung gestellt worden ist.[46] Relevant ist außerdem, sofern keine Zulassung bzw kein Antrag auf Zulassung in Österreich besteht, wo eine Handlung, die Finanzinstrumente betrifft, die auf einem geregelten Markt in einem anderen Mitgliedstaat zugelassen sind, begangen wurde.[47] Diese Regelung bestand bereits vor dem Erlass der TransparenzRL. Es erscheint angesichts des Fortbestands der Regelung fraglich, ob im Bereich der Ad-hoc-Publizität für die Bestimmung der Zuständigkeit auf das Herkunftsmitgliedstaatsprinzip abzustellen ist. Die geltende Rechtslage in Österreich stellt gemäß § 48e Abs 2, 4, 5 BörseG weiterhin auf den Ort der Zulassung bzw im Falle von Verstößen auf den Ort der Handlung ab. Die Einbeziehung des Ortes der Handlung über § 48e Abs 5 Z 2 BörseG eröffnet eine zusätzliche Möglichkeit für die FMA, Verstöße zu sanktionieren, die in Österreich begangen werden (Territorialitätsprinzip). Zu bedenken ist bei Beibehaltung der Zuständigkeitsregelungen der

---

[44] Lediglich in den Begriffsbestimmungen wird in Art 2 Abs 1 lit k TransparenzRL bestimmt, dass auch die Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen eine vorgeschriebene Information ist, indem dort auf Art 6 MarktmissbrauchsRL verwiesen wird.

[45] Aus der Übersicht über die geregelten Märkte ergibt sich, dass in Österreich der Amtliche Handel und der Geregelte Freiverkehr (halboffizieller Markt) der Wiener Börse AG geregelte Märkte sind.

[46] Das ergibt sich aus § 48e Abs 4 BörseG, wonach § 48d Abs 1 bis 3 BörseG nicht für Emittenten gelten, die für ihre Finanzinstrumente keine Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat beantragt oder erhalten haben.

[47] Aus § 48e Abs 5 Z 1 BörseG ergibt sich, dass die FMA zuständig ist, sofern das Finanzinstrument in Österreich an einem geregelten Markt notiert bzw die Handlung in Österreich vorgenommen worden ist und Finanzinstrumente betrifft, die in einem anderen Mitgliedstaat zugelassen sind, § 48e Abs 5 Z 2 BörseG.

MarktmissbrauchsRL jedoch, dass dadurch mehrfache Zuständigkeiten entstehen, sofern eine Zulassung in mehreren EWR-Mitgliedstaaten besteht. Gerade das sollen aber die Zuständigkeitsregelungen der TransparenzRL vermeiden.

Der deutsche Gesetzgeber hat mit der Figur des Inlandsemittenten gemäß § 2 Abs 7 WpHG[48] eine Kategorie geschaffen, die mehrfache Behördenzuständigkeiten verhindert.[49] In Deutschland stellt § 15 WpHG, der die Ad-hoc-Publizität regelt, wie auch andere Vorschriften, die vorgeschriebene Informationen betreffen,[50] auf den Begriff des Inlandsemittenten ab. Dieser umfasst gemäß § 2 Abs 7 Z 1 WpHG zum einen die Emittenten, für die Deutschland der Herkunftsmitgliedstaat gemäß § 2 Abs 6 WpHG ist, mit Ausnahme der Emittenten, die nicht in Deutschland aber ausschließlich in einem anderen

---

[48] Vgl Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl I, 2708), zuletzt geändert durch Artikel 2 des Gesetzes vom 26. Juni 2012 (BGBl I, 1375)).

[49] Kritisch diesbezüglich *Pfüller* in *Fuchs*, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) (2009) § 15 Rz 68. Der Autor sieht die Beschränkung der Ad-hoc-Pflichten auf Inlandsemittenten in Deutschland als fehlerhafte Umsetzung der TransparenzRL an, da die MarktmissbrauchsRL an die Zulassung, die TransparenzRL dagegen an den Herkunftsmitgliedstaat anknüpft. Seiner Meinung nach soll das für die MarktmissbrauchsRL auch nach Umsetzung der TransparenzRL so bleiben. Er befürchtet Lücken im System der Ad-hoc-Pflichten bei multinationalen Sachverhalten, sofern andere Mitgliedstaaten die TransparenzRL „gleichfalls fehlerhaft umsetzen". Eine Anpassung der Zuständigkeit nach der neueren TransparenzRL bei vorgeschriebenen Informationen, die in der MarktmissbrauchsRL geregelt sind, ist mE aber die korrekte Umsetzung und nicht fehlerhaft. Nur so entsteht ein abgestimmtes und in sich kongruentes Veröffentlichungsregime auf europäischer Ebene. ME ist vielmehr die Beibehaltung des bisherigen Systems der MarktmissbrauchsRL fehlerhaft, da so das von der TransparenzRL beabsichtigte harmonisierte Veröffentlichungsregime nicht erreicht wird. Transparenzlücken sind mE nur in dem Fall zu befürchten, in welchen Mitgliedstaaten das Zuständigkeitssystem in der TransparenzRL nicht richtig umgesetzt haben, wie es in Österreich in Bezug auf die Ad-hoc-Publizität der Fall ist. Sofern beispielsweise die Finanzinstrumente eines Unternehmens mit Sitz in Österreich in Deutschland und einem weiteren Mitgliedstaat, der ebenfalls die Zuständigkeitsregeln der TransparenzRL korrekt umgesetzt hat, zugelassen sind, entsteht in der Tat eine Überwachungslücke. Die FMA wäre nicht zuständig, da die Finanzinstrumente des Unternehmens in Österreich nicht zugelassen sind. Die BaFin und die Aufsichtsbehörde des weiteren Mitgliedstaats wären nicht zuständig, da es sich nicht um einen Inlandsemittenten handelt. Die Lösung derartiger Überwachungslücken kann mE jedoch nicht darin bestehen, mehrfache Zuständigkeiten zu schaffen. Im Extremfall der Zulassung der Wertpapiere in allen EWR-Mitgliedstaaten wären 30 Aufsichtsbehörden für die Überwachung zuständig, was vom europäischen Gesetzgeber nicht beabsichtigt ist.

[50] Vgl ua §§ 26, 37v, 37w, 37x WpHG, die allesamt auf den Begriff des Inlandsemittenten abstellen.

EWR-Mitgliedstaat an einem geregelten Markt notieren.[51] Spiegelbildlich sind solche Emittenten gemäß § 2 Abs 7 Z 2 WpHG vom Inlandsemittentenbegriff zusätzlich umfasst, die zwar einen ausländischen EWR-Mitgliedstaat als Herkunftsmitgliedstaat haben, jedoch ausschließlich an einem geregelten Markt in Deutschland zugelassen sind. Der deutsche Gesetzgeber hat damit die Herkunftsmitgliedstaatsproblematik aus der TransparenzRL auch im Bereich der Ad-hoc-Publizität klar und deutlich umgesetzt. Eine derartige Klarstellung im Börsegesetz wäre mE wünschenswert, da so einerseits doppelte oder mehrfache Behördenzuständigkeiten verhindert werden könnten, andererseits auch Zweifelsfragen, ob sich die Zuständigkeit im Bereich der Ad-hoc-Publizität nach den Bestimmungen des § 48e BörseG oder aber als vorgeschriebene Information nach dem Herkunftsmitgliedstaatsprinzip richtet, klar geregelt werden könnten. Auch sieht es mE so aus, als ob der europäische Gesetzgeber mit der TransparenzRL ein einheitliches System der Zuständigkeiten schaffen wollte, das nur in sich kongruent sein kann, wenn es für alle vorgeschriebenen Informationen gilt. Nach dem jetzigen Wortlaut des § 48e Abs 5 Z 1 BörseG ist die FMA in jedem Fall zuständig, wenn die Finanzinstrumente an einem geregelten Markt in Österreich zugelassen sind, unabhängig davon, ob ein anderer EWR-Mitgliedstaat Herkunftsmitgliedstaat ist und bereits für die Überwachung der Ad-hoc-Publizität zuständig ist.[52]

3.2. Geschäfte von Führungspersonen

Im Bereich der Geschäfte von Führungspersonen kommt es nach dem Wortlaut des § 48d Abs 4 Satz 1 BörseG grundsätzlich darauf an, dass der Sitz des Emittenten, bei welchem die Personen Führungsaufgaben wahrnehmen, in Österreich ist.[53] § 48e Abs 5 BörseG[54] konkretisiert den räumlichen Geltungsbereich der

---

[51] Diese Regelung spiegelt Art 21 Abs 3 TransparenzRL wider, wonach im Falle der Zulassung der Wertpapiere an einem geregelten Markt in lediglich einem Aufnahmemitgliedstaat dieser für die Überwachung der Veröffentlichung der vorgeschriebenen Informationen zuständig ist. Für Details zu Begriff und Arten vorgeschriebener Informationen vgl Kapitel II.B.1 und II.B.2.

[52] Sofern zB die X-AG Deutschland als Herkunftsmitgliedstaat hat und sowohl in Deutschland, als auch in Österreich an einem geregelten Markt notiert, wäre die BaFin auf Grund von § 2 Abs 7 Z 1 WpHG zuständig, die FMA auf Grund von § 48e Abs 5 Z 1 BörseG ebenfalls. Derartige Doppelzuständigkeiten könnten durch die Einführung des Begriffes des Inlandsemittenten vermieden werden.

[53] Art 6 Abs 4 MarktmissbrauchsRL differenziert nicht nach dem Sitz des Emittenten und ist damit nicht korrekt in das Börsegesetz umgesetzt worden. § 48d Abs 4 BörseG enthält fälschlicherweise die Einschränkung, dass der Emittent seinen Sitz im Inland haben muss.

Directors' Dealings-Meldepflichten. Hier gilt das zur Ad-hoc-Publizität Gesagte entsprechend. Entscheidend für die Meldepflicht im Falle der Geschäfte von Führungspersonen ist somit auch die Zulassung an einem geregelten Markt in Österreich bzw die Vornahme einer Handlung in Österreich, die Wertpapiere betrifft, die auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat notieren. Voraussetzung nach dem Gesetzeswortlaut des § 48d Abs 4, auf den § 48e Abs 5 BörseG Bezug nimmt, ist aber, dass Österreich der Sitzstaat des Emittenten ist. Diese Einschränkung im österreichischen Börsegesetz wird zu Recht als europarechtswidrig und systematisch inkonsequent eingestuft.[55] Letztlich ist diese Auffassung zu teilen, da eine Differenzierung zwischen in- und ausländischen Emittenten weder sachgemäß, noch europarechtskonform ist. Entscheidend für die Meldepflicht und die Zuständigkeit der FMA zur Überwachung ist damit die Zulassung an einem österreichischen geregelten Markt bzw die Vornahme der Handlung in Österreich. Auf den Sitz der Emittenten kommt es nicht an. Das entspricht auch dem Gesetzeswortlaut des § 48e Abs 5 BörseG, der nicht auf den Sitz des Emittenten abstellt. Andernfalls würde im Falle von Emittenten, deren Sitz in einem anderen Mitgliedstaat liegt, die jedoch nur in Österreich an einem geregelten Markt notieren, möglicherweise keine Meldepflicht bestehen, sofern der andere Mitgliedstaat die MarktmissbrauchsRL korrekt umgesetzt hat und die Handlung in Österreich vorgenommen worden ist.[56] Um derartige Lücken in der Zuständigkeit zu schließen, ist eine europarechtskonforme Auslegung geboten.

3.3. Meldepflichten des Aktionärs nach den §§ 91 ff BörseG

Wie bereits festgestellt, handelt es sich bei den Verpflichtungen aus den §§ 91 ff BörseG nicht um eine vorgeschriebene Information. Nach dem Wortlaut des § 91 Abs 1 Satz 3 BörseG besteht für Aktionäre nur dann eine Meldepflicht, wenn der Emittent der die Meldepflicht auslösenden Wertpapiere Österreich als Herkunftsmitgliedstaat hat. Hier stellt sich die Frage,

---

[54] § 48e Abs 5 BörseG setzt Art 10 MarktmissbrauchsRL um.

[55] Vgl *Kalss/Zollner*, Directors' Dealings – Der neue § 48d Abs 4 BörseG, GeS 2005, 106 (107). Die Europarechtswidrigkeit ergibt sich nach *Kalss* aus der Tatsache, dass Art 10 lit a der MarktmissbrauchsRL nur auf die Zulassung abstellt, der Sitz des Emittenten dort aber nicht relevant ist. *Kalss* befürwortet im Sinne einer richtlinienkonformen Interpretation eine Ausdehnung der Meldepflicht auf alle Emittenten, die auf einem geregelten Markt im Inland notieren, unabhängig von deren Sitz.

[56] In diesem Fall bestünde in Österreich keine Meldepflicht, da der Emittent seinen Sitz in einem anderen Mitgliedstaat hat. Im anderen Mitgliedstaat bestünde keine Meldepflicht, da der Emittent dort nicht notiert und auch die Handlung nicht in diesem Mitgliedstaat vorgenommen worden ist.

wie sich § 81a Abs 3 BörseG[57] auf die Regelung des § 91 Abs 1 Satz 3 BörseG auswirkt. Einerseits wird vertreten, dass es sich bei § 91 Abs 1 Satz 3 BörseG um eine Spezialregelung zu § 81a Abs 3 BörseG handelt.[58] Auf der anderen Seite wird auch vertreten, dass § 81a Abs 3 BörseG zu einer Ausdehnung der Meldepflichten der Aktionäre in den Fällen führt, in denen Österreich für den Emittenten Aufnahmemitgliedstaat[59] ist.[60] Sofern man von einer Ausdehnung der Meldepflichten ausgeht, führt das zu mehreren rechtlich problematischen Konstellationen. Zum einen verweist § 81a Abs 3 BörseG auf die Regelungen der TransparenzRL. Hier stellt sich beispielsweise bei der Höhe der Meldeschwellen das Problem, dass nach der TransparenzRL alternative Meldeschwellen möglich sind.[61] Das wird in Teilen der Literatur als mit dem Bestimmtheitsgrundsatz in Art 18 B-VG[62] nicht vereinbar angesehen.[63] Diese Auffassung wird mE zu Recht vertreten, da

---

[57] § 81a Abs 3 BörseG bestimmt, dass die Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten gemäß den §§ 82 bis 94 BörseG für Emittenten, für die Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist sowie bezüglich Aktionären solcher Emittenten gemäß den §§ 91, 92 BörseG nur insoweit gelten, als sie nicht über das in der TransparenzRL Geforderte hinausgehen. Ursächlich dafür ist wie bereits gesehen Art 3 Abs 2 lit b TransparenzRL, der es Aufnahmemitgliedstaaten nicht erlaubt, strengere Regelungen zu erlassen, als in der TransparenzRL vorgesehen.

[58] Vgl *Szücs*, Zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie, ZFR 2007, 133 (135); vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 44.

[59] Aufnahmemitgliedstaat ist nach der Legaldefinition des § 81a Abs 1 Z 8 BörseG ein Mitgliedsstaat, in dem Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, sofern es sich dabei nicht um den Herkunftsmitgliedstaat handelt. Die Abgrenzung erfolgt damit negativ zum Herkunftsmitgliedstaat.

[60] Vgl *Kalss/Zollner*, Die Offenlegung von Beteiligungen nach der Börsegesetznovelle 2007, ÖBA 2007, 884 (885); ebenso *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 43.

[61] Gemäß Art 9 Abs 3 TransparenzRL können anstatt der Meldeschwellen von 30% und von 75% auch Schwellen von einem Drittel und von zwei Dritteln bestimmt werden.

[62] Bundes-Verfassungsgesetz (B-VG) BGBl 1930/1, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/65.

[63] Vgl *Szücs*, ZFR 2007, 133 (135), wonach die Umsetzung der TransparenzRL im Lichte der Tatsache, dass die Nichtmeldung über § 48 Abs 1 Z 5 BörseG strafbewehrt ist, nicht hinreichend bestimmt ist. Zustimmend *Hofmann*, Kontrollierte Privatstiftung und BörseG-Novelle 2007, NZ 2008, 161 (167); aA *Kalss/ Zollner*, ÖBA 2007, 884 (885) sowie *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 43, der davon ausgeht, dass in diesem Fall die jeweils höhere Meldeschwelle gilt und die Notierung an einem inländischen geregelten Markt unabhängig von der Herkunftsmitgliedstaatseigenschaft jedenfalls ausreichend ist. Dem ist mE allerdings nicht zu folgen, da sich die Aktionäre an unterschiedlichen Schwellen orientieren werden, was zu chaotischen Meldungen führen würde. Zudem müsste mE konsequenterweise im Falle des Unterschreitens die niedrigere Schwelle maßgeblich sein. Wie *Prechtl* richtig anmerkt, kann dies auch zu Doppelmeldungen führen, die ebenfalls irreführend sein können, da die Aktionäre im Herkunftsmitgliedstaat des

andernfalls erhebliche praktische Unsicherheiten entstehen würden, welche Schwellen für die Meldepflicht maßgeblich sind. Auch können sich die Meldungen, die nach den Regeln des Herkunftsmitgliedstaats zu erstatten sind, von denjenigen, die nach den Regeln des Aufnahmemitgliedstaats zu erstatten sind, inhaltlich unterscheiden. Zum einen können die Zurechnungstatbestände[64] in verschiedenen Mitgliedstaaten unterschiedlich sein. Zudem sind bestimmte Finanzinstrumente in manchen Mitgliedstaaten meldepflichtig, in anderen nicht.[65] Das könnte zum absurden Ergebnis führen, dass der Emittent bis zu 30 inhaltlich verschiedene Meldungen erhalten würde, sofern die Finanzinstrumente in allen EWR-Mitgliedstaaten zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, eine nach dem Recht des Herkunftsmitgliedstaats, die anderen nach dem Recht der jeweiligen Aufnahmemitgliedstaaten. Der Emittent wäre dann möglicherweise verpflichtet, 30 Meldungen zu veröffentlichen.[66] Das sollte mE vermieden werden, da es der Transparenz nicht zuträglich wäre, sondern für erhebliche Verwirrung sorgen würde, wenn bis zu 30 divergierende Beteiligungsmeldungen auf Grund unterschiedlicher Rechtsgrundlagen veröffentlicht werden müssten. Im Ergebnis besteht daher in Österreich keine Meldepflicht, sofern Österreich für den Emittenten Aufnahmemitgliedstaat ist. Eine solche besteht lediglich im Herkunftsmitgliedstaat. Das entspricht auch dem in der TransparenzRL für vorgeschriebene Informationen implementierten System, wonach nur ein Mitgliedstaat zuständig sein soll und doppelte Zuständigkeiten vermieden werden sollen. Auch die Bestimmung des § 8 Abs 5 TransV, die hinsichtlich § 91a BörseG bestimmt, dass die Meldeverpflichtung nur bezüglich Wertpapieren von Emittenten gilt, für die Österreich Herkunftsmitgliedstaat ist, steht in Einklang mit der in der TransparenzRL vorgesehenen Konzeption und bestätigt auch die hier vertretene Auffassung. Nur so wird eine konsistente

---

Emittenten ohnehin meldepflichtig sind und sich dort der Inhalt der Meldepflicht von dem im Aufnahmemitgliedstaat unterscheiden kann.

[64] Diese sind in Österreich in § 92 BörseG enthalten.

[65] Hier ist vor allem an Instrumente mit Barausgleich (cash settled derivatives) zu denken. Meldepflichten bestehen bisher ua im Vereinigten Königreich, Frankreich, der Schweiz, den USA, den Niederlanden und in Deutschland. In Österreich wird eine Meldepflicht für Finanzinstrumente mit Barausgleich ab dem 01.01.2013 implementiert. Auch auf europäischer Ebene wird im Rahmen der Reform der TransparenzRL seit Oktober 2011 an einer EWR-weiten Regelung gearbeitet, um flächendeckende Meldepflichten für Finanzinstrumente mit Barausgleich einzuführen, vgl für Einzelheiten zum Stand des europäischen Gesetzgebungsverfahrens http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_de.htm (13.11.2012).

[66] So ist zB in Deutschland auf Grund von § 26 WpHG ausdrücklich geregelt, dass auch Meldungen, die nach einer ausländischen Rechtsordnung erfolgen, zu veröffentlichen sind.

Auslegung der Vorschriften über die Beteiligungspublizität erreicht. Stimmrechte nach §§ 91, 92 BörseG zusätzlich auch im Aufnahmemitgliedstaat zu melden, Finanzinstrumente nach § 91a BörseG dagegen nur im Herkunftsmitgliedstaat, würde zu einer sachlich nicht nachvollziehbaren Differenzierung führen.

3.4. Notierung in nur einem Aufnahmemitgliedstaat

Eine weitere Ausnahme hinsichtlich der Überwachung der ordnungsgemäßen Veröffentlichung vorgeschriebener Informationen besteht allgemein, sofern die Wertpapiere des Emittenten in lediglich einem Aufnahmemitgliedstaat, nicht aber im Herkunftsmitgliedstaat, zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Für den Fall, dass Österreich der einzige Aufnahmemitgliedstaat ist, ohne aber Herkunftsmitgliedstaat zu sein, bestimmt § 86 Abs 3 Satz 4 BörseG[67], dass die FMA die ordnungsgemäße Veröffentlichung der vorgeschriebenen Informationen sicherstellt. Die primäre Überwachungszuständigkeit bleibt jedoch beim Herkunftsmitgliedstaat.[68] Im Bereich der Ad-hoc-Publizität ergeben sich durch diese Regelung keine Änderungen, da hier, wie gesehen, ohnehin der Ort der Zulassung relevant ist, die FMA also immer zuständig ist, sofern die Wertpapiere auf einem geregelten Markt in Österreich notieren. Bei anderen vorgeschriebenen Informationen führt diese Konstellation zu praktischen Problemen, da diese an die Behörde des Herkunftsmitgliedstaats übermittelt werden müssen, der Aufnahmemitgliedstaat jedoch für die Überwachung der Veröffentlichung zuständig ist. Das Überwachen der Veröffentlichung wird naturgemäß erschwert, sofern keine Dokumente an die Behörde übermittelt werden. Es wäre daher erforderlich, die möglichen Veröffentlichungsmedien[69] genau zu beobachten, was naturgemäß auf Grund der hohen Nachrichtendichte praktisch unmöglich wäre. Dieses Auseinanderfallen der Behördenzuständigkeit bei primären Überwachungspflichten einerseits und der Überwachung der ordnungsgemäßen Veröffentlichung andererseits wurde vom CESR behandelt.[70] Einige

---

[67] In § 86 Abs 3 BörseG wurde Art 21 Abs 3 TransparenzRL umgesetzt.

[68] Vgl § 86 Abs 9 BörseG. Daraus ergibt sich, dass die FMA als zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaats Verstöße eines Emittenten der Behörde des Herkunftsmitgliedstaats mitteilt.

[69] Nach § 11 Abs 2 VMV ist eine Veröffentlichung über Reuters, Bloomberg oder Dow Jones Newswire erforderlich.

[70] Vgl CESR, Frequently Asked Questions regarding the Transparency Directive: common positions agreed by CESR members, Ref.: CESR/09-965, Question 16 (Stand: Oktober 2009), abrufbar unter: http://www.esma.europa.eu/system/files/09_965.pdf (13.11.2012).

Mitgliedstaaten haben gesetzliche Regelungen erlassen, dass in diesem Fall auch eine Übermittlungspflicht an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats besteht, andere Mitgliedstaaten entscheiden auf Einzelfallbasis.[71] Es stellt sich daher die Frage, wie diesem Problem begegnet werden kann. Eine Ausweitung der Verpflichtung des § 86 Abs 1 BörseG auf Emittenten, für die Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist, könnte daran scheitern, dass eine solche Regelung gegen Art 3 TransparenzRL verstoßen könnte, der strengere Regelungen verbietet, sofern der Mitgliedstaat für den Emittenten Aufnahmemitgliedstaat ist. Art 19 TransparenzRL sieht ausdrücklich nur Übermittlungspflichten an die Behörde des Herkunftsmitgliedstaats vor. Allerdings ist zu beachten, dass Art 3 Abs 2 lit a TransparenzRL nur strengere Veröffentlichungspflichten verbietet, Übermittlungspflichten dagegen nicht erwähnt.[72] Daraus ergibt sich mE, dass eine zusätzliche Verpflichtung zur Übermittlung an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats zulässig wäre. Diese könnte legistisch am elegantesten erreicht werden, indem in das österreichische Börsegesetz ebenfalls die Rechtsfigur des Inlandsemittenten eingefügt wird. Das würde sicherstellen, dass alle Emittenten, deren Veröffentlichungen die FMA überwachen muss, auch entsprechende Übermittlungspflichten treffen. Auch ist zu beachten, dass eine Übermittlung an die Behörde des Herkunftsmitgliedstaats wenig Sinn macht, da dieser für die Überwachung der Veröffentlichung gar nicht zuständig ist.[73]

---

[71] Vgl CESR/09-965, Question 16.

[72] Der deutsche Gesetzgeber ist offensichtlich von der Zulässigkeit der Festlegung von Übermittlungspflichten ausgegangen und hat beispielsweise in § 15 Abs 4 Z 3, § 26 Abs 2, §§ 37v, 37w, 37x WpHG für Inlandsemittenten generell eine Übermittlungsverpflichtung an die BaFin festgesetzt.

[73] Hier wirkt es so, als ob der europäische Gesetzgeber den Telos der Sonderregelung in Art 21 Abs 3 TransparenzRL für Fälle, in denen eine Notierung lediglich an einem geregelten Markt des Aufnahmemitgliedstaats besteht, nicht berücksichtigt hat. In diesem Fall ist der Aufnahmemitgliedstaat für die Überwachung der Veröffentlichungspflichten zuständig. Es wäre daher nur konsequent, wenn die Übermittlung auch an die Behörde im Aufnahmemitgliedstaat und nicht nur an die des Herkunftsmitgliedstaats erfolgen müsste. ME wurde dieser Punkt vom europäischen Gesetzgeber übersehen. Nach dem Telos des Art 21 Abs 3 TransparenzRL müsste die für die Überwachung der Veröffentlichung zuständige Behörde auch die dafür erforderlichen Dokumente übermittelt bekommen. Eine Trennung der Zuständigkeit ist mE vom europäischen Gesetzgeber nicht beabsichtigt, was aus Art 19 Abs 1 sowie Art 21 Abs 1 TransparenzRL ersichtlich ist. Nach diesen Vorschriften ist, abgesehen vom hier diskutierten Ausnahmefall, der Herkunftsmitgliedstaat sowohl für die Übermittlung, als auch für die Überwachung der Veröffentlichungspflichten zuständig. Gleiches muss für den Sonderfall des Art 21 Abs 3 TransparenzRL gelten, wenn der Aufnahmemitgliedstaat zuständig ist. Der deutsche Gesetzgeber hat in diesem konkreten Fall im

Gesetzliche Regelungen im Herkunftsmitgliedstaat, wonach auch eine Übermittlung an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats erfolgen muss, führen zu keiner zweckgerechten Lösung des Problems. Die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats, in Österreich also die FMA, hätte nämlich in diesem Fall keine Möglichkeit, die Nichtübermittlung zu sanktionieren, da sie nach dem Wortlaut von § 86 Abs 9, § 81a Abs 3, §§ 82-94 BörseG nicht für die Überwachung ausländischer Gesetzesvorschriften zuständig ist.[74] Die Behörde des Herkunftsmitgliedstaats müsste somit auch hier bei der des Aufnahmemitgliedstaats nachfragen, ob eine Übermittlung stattgefunden hat. Eine mögliche Lösung würde mE darin bestehen, die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats gesetzlich zu verpflichten, erhaltene Dokumente an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats zu übermitteln, damit diese die ordnungsgemäße Veröffentlichung dieser Informationen leichter überprüfen kann. Die beste und damit vorzugswürdige Lösung wäre mE aber, die Rechtsfigur des Inlandsemittenten auch in das österreichische Börsegesetz aufzunehmen. Insoweit wäre eine Anpassung der gesetzlichen Vorschriften wünschenswert.[75]

Ergebnis nur eine Verpflichtung zur Übermittlung an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats, nicht aber an die des Herkunftsmitgliedstaats festgesetzt und damit Sinn und Zweck der Art 19, 21 TransparenzRL offensichtlich dahingehend auslegt, dass eine Trennung der Zuständigkeiten für die Überwachung der Veröffentlichung und der Übermittlung nicht beabsichtigt war. Vorzugswürdig wäre mE eine Übermittlung an beide Behörden. Die Übermittlung an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats entspricht dem Sinn und Zweck der Art 19, 21 TransparenzRL und ist unter praktischen Gesichtspunkten sinnvoll. Die Übermittlung an die Behörde des Herkunftsmitgliedstaats ist vom Art 19 Abs 1 TransparenzRL vorgeschrieben und sollte daher ebenfalls erfolgen, da sie europarechtlich zwingend ist. Die Übermittlung an den Herkunftsmitgliedstaat wäre auch insofern weiterhin sinnvoll, als dieser die primäre Überwachungszuständigkeit behält, und der Aufnahmemitgliedstaat nur für die Überwachung der Veröffentlichung der vorgeschriebenen Informationen zuständig ist.

[74] *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 47, wonach eine Überwachung von Gesetzesregelungen des Herkunftsmitgliedstaats und die Ergreifung erforderlicher Maßnahmen gemäß § 86 Abs 9 BörseG nicht einmal subsidiär zulässig wäre, da dieser auf § 81a Abs 3 BörseG verweist, der wiederum nur auf die §§ 82-94 BörseG, nicht aber auf ausländische Regelungen verweist.

[75] Das könnte durch den europäischen Gesetzgeber erfolgen indem zB in Art 19 TransparenzRL, der die Übermittlung von Informationen an die Behörde des Herkunftsmitgliedstaats regelt, diese Verpflichtung durch die Verpflichtung zur Übermittlung an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats ersetzt wird, sofern die Wertpapiere ausschließlich in diesem Aufnahmemitgliedstaat an einem geregelten Markt notieren.

D. Sprachenregime gemäß § 85 BörseG

Das Sprachenregime ist in § 85 BörseG[76] enthalten. Gemäß § 85 Abs 1 BörseG sind vorgeschriebene Informationen auf Deutsch zu veröffentlichen, sofern die Wertpapiere des Emittenten lediglich in Österreich zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind und Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist.[77] Sofern mindestens eine weitere Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt im EWR besteht, sind die vorgeschriebenen Informationen gemäß § 85 Abs 2 Z 1 BörseG in Deutsch und gemäß § 85 Abs 2 Z 2 BörseG in einer Sprache zu veröffentlichen, die von den zuständigen Behörden der betreffenden Aufnahmemitgliedstaaten akzeptiert wird, oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache. Die einzige „Sprache, die in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich ist", ist nach hA Englisch.[78] Dennoch ist die Gesetzesformulierung „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache" mE sinnvoll, da eine Festschreibung der englischen Sprache im Gesetz andernfalls eine Gesetzesänderung erforderlich machen würde, sofern eine weitere Sprache in der Zukunft als „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich" angesehen werden sollte.[79] Im Falle dass ausschließlich eine Zulassung an einem oder mehreren geregelten Märkten im Ausland besteht, ist, sofern Österreich Herkunftsmitgliedstaat ist, gemäß § 85 Abs 3 BörseG eine Veröffentlichung in Englisch oder in einer von den zuständigen Behörden der betreffenden

---

[76] In § 85 BörseG wurden Art 20, 23 TransparenzRL umgesetzt.

[77] Kritisch hierzu *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 85 Rz 3, die der Ansicht sind, eine Entscheidung des Gesetzgebers für Englisch als Veröffentlichungssprache wäre sinnvoller gewesen, da die vorgeschriebenen Informationen Kleinanleger meistens nicht interessierten und in erster Linie von institutionellen Anlegern gelesen würden, die englische Veröffentlichungen bevorzugten. Viele Emittenten würden aus diesem Grund zusätzlich auch englischsprachige Veröffentlichungen vornehmen. ME ist aus Gesichtspunkten des Anlegerschutzes die in Österreich erfolgte Umsetzung von Art 20 Abs 2 lit a TransparenzRL, der die Formulierung „in einer von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats akzeptierten Sprache" enthält, zu begrüßen, da so auch jeder interessierte Kleinanleger die Informationen in deutscher Sprache erhält.
Auch in Deutschland hat sich der Gesetzgeber in § 3b Abs 2 Satz 1 WpAIV für diese Umsetzung entschieden und Deutsch als Sprache bestimmt. Sofern allerdings auch eine Zulassung in einem anderen Mitgliedstaat besteht, muss in Deutschland die Veröffentlichung in 2 Sprachen erfolgen, wobei in diesem Fall nicht mehr zwingend Deutsch gewählt werden muss, sofern eine der beiden Sprachen Englisch ist. Vgl dazu *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 208f.

[78] Vgl *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 85 Rz 4; vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 209.

[79] AA *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 46 FN 62, die als Argument § 10 Abs 4 AktG heranziehen, der die englische Sprache wörtlich erwähnt.

Aufnahmemitgliedstaaten akzeptierten Sprache vorzunehmen. Eine Erleichterung für Aktionäre ergibt sich aus § 85 Abs 5 BörseG, wonach diese eine Meldung nach §§ 91, 91a und § 92 BörseG auch auf Englisch erstatten können. Hier ist zu beachten, dass es sich bei der Veröffentlichung der vom Aktionär erhaltenen Informationen gemäß § 93 Abs 2 BörseG um eine vorgeschriebene Information handelt, die dann nach § 85 Abs 1, 2 BörseG in deutscher Sprache veröffentlicht werden muss. In diesem Fall trifft die Verpflichtung, für eine entsprechende Übersetzung Sorge zu tragen, den Emittenten.[80] Gemäß § 85 Abs 6 BörseG ergibt sich im Falle der Zulassung von Wertpapieren an einem geregelten Markt mit einer Stückelung von wenigstens 100.000 Euro[81] bzw im Falle von auf eine andere Währung als Euro lautenden Wertpapieren mit einer Mindeststückelung, die am Ausgabetag 100.000 Euro entspricht, dass auch eine Veröffentlichung ausschließlich in englischer Sprache zulässig ist. Hier stellt sich die Frage, ob damit gemeint ist, dass der Emittent ausschließlich Wertpapiere mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen hat. Der Wortlaut der Bestimmung ist insoweit nicht eindeutig. ME kann diese vom Telos her jedoch nur so gemeint sein, dass ausschließlich Wertpapiere mit einer Stückelung von mindestens 100.000 Euro begeben werden. Andernfalls würde der Anlegerschutz nicht ausreichend berücksichtigt und Emittenten könnten durch zusätzliche Ausgabe von Wertpapieren mit einer Stückelung von mindestens 100.000 Euro eine deutschsprachige Veröffentlichung vermeiden, die aber gerade Kleinanleger womöglich gerne hätten. Daher gilt § 85 Abs 6 BörseG nur, wenn ausschließlich Wertpapiere mit einer Stückelung von mindestens 100.000 Euro ausgegeben werden.[82]

---

[80] Vgl hierzu Kapitel II.F.2.4.2.

[81] Art 20 Abs 6 TransparenzRL wurde durch die RL 2010/73/EU insoweit modifiziert, als der Mindestbetrag auf 100.000 Euro erhöht wurde. Für Schuldtitel, die bereits vor dem 31.12.2010 zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen waren gilt jedoch weiterhin die Wertgrenze von 50.000 Euro.

[82] *Lang/Temmel* sind in *Temmel*, BörseG § 85 Rz 8 der Auffassung, dass nach § 85 Abs 6 BörseG nur „Emittent" ist, wer seine Wertpapiere nicht an einem geregelten Markt im Herkunftsmitgliedstaat zugelassen hat. Als Argument ziehen *Lang/Temmel* die entsprechende deutsche Regelung des § 3b Abs 4 WpAIV heran. § 3b Abs 4 WpAIV enthält den Begriff des Inlandsemittenten, unter den gemäß § 2 Abs 7 Z 1 WpHG auch Emittenten, die Deutschland als Herkunftsmitgliedstaat haben, fallen, mit Ausnahme derjenigen Emittenten, deren Wertpapiere ausschließlich in einem anderen EWR-Mitgliedstaat an einem geregelten Markt zugelassen sind, vgl Kapitel II.C.3.1 sowie FN 49-52 für Einzelheiten zur Figur des Inlandsemittenten. Unter den Begriff des Inlandsemittenten können daher sehr wohl auch Emittenten fallen, deren Wertpapiere (auch) in Deutschland als Herkunftsmitgliedstaat an einem geregelten Markt zugelassen sind. Dieser Fall fällt unter

§ 3b Abs 4 WpAIV. Auch kann die Formulierung „oder in einem […] Mitgliedstaat“ in § 3b Abs 4 WpAIV nur als zusätzliche Notierung gemeint sein, da Emittenten, die Deutschland als Herkunftsmitgliedstaat haben und deren Wertpapiere nur in einem anderen Mitgliedstaat notieren, nicht unter den Begriff des Inlandsemittenten und damit gar nicht in den Anwendungsbereich des § 3b Abs 4 WpAIV fallen. Daher ist die Annahme von *Lang/Temmel*, wonach nur Emittenten erfasst sind, deren Wertpapiere nicht an einem geregelten Markt im Herkunftsmitgliedstaat zugelassen sind mE nicht zutreffend. Den Begriff des Inlandsemittenten kennt das österreichische BörseG im Übrigen nicht. ME ist aus § 85 Abs 6 BörseG nicht herauszulesen, dass dieser nur für Emittenten gelten soll, deren Wertpapiere nicht im Herkunftsmitgliedstaat zugelassen sind. Vielmehr gilt § 85 Abs 6 BörseG für alle Emittenten, deren Wertpapiere in einem oder in mehreren Mitgliedstaaten des EWR an einem geregelten Markt zugelassen sind. Die Erleichterung des § 85 Abs 6 BörseG ist auf Grund der hohen Stückelung mit Zweck und Ziel des Anlegerschutzes vereinbar, da ein derartiges Angebot sich naturgemäß nicht an Kleinanleger richtet. Emittenten von dieser Erleichterung auszunehmen, die Wertpapiere an einem geregelten Markt im Herkunftsmitgliedstaat zugelassen haben, würde daher auch keinen Sinn ergeben. Außerdem ergibt sich aus einer genauen Betrachtung des § 85 Abs 3 BörseG, dass der von *Lang/Temmel* geschilderte Fall, dass keine Zulassung im Herkunftsmitgliedstaat besteht, bereits von § 85 Abs 3 BörseG geregelt ist. Daher hätte § 85 Abs 6 BörseG dann keinen eigenen Anwendungsbereich.

E. Regelpublizität, §§ 82 Abs 4, 87 Abs 1, 6 BörseG

1. Begriff der Regelpublizität

1.1. Begriff und gesetzliche Grundlagen der Regelpublizität

Unter den Begriff der Regelpublizität nach dem Börsegesetz fallen die regulären Publizitätspflichten börsenotierter Unternehmen. Dazu zählen der Jahresfinanzbericht nach § 82 Abs 4 BörseG, der Halbjahresfinanzbericht nach § 87 Abs 1 BörseG sowie Zwischenmitteilungen gemäß § 87 Abs 6 BörseG.[83] Neben diesen börserechtlichen Bestimmungen, deren Inhalt aus der TransparenzRL stammt, finden sich weitere rechtliche Grundlagen in den Rechnungslegungsvorschriften des Unternehmensgesetzbuches.[84] Die materiell-rechtlichen Rechnungslegungsvorschriften des UGB werden allerdings nicht Gegenstand der vorliegenden Untersuchung sein. Inhalt derselben wird ausschließlich die Transparenzfunktion der Regelpublizität auf dem Kapitalmarkt und deren Überwachung durch die FMA sein, wodurch sich eine Eingrenzung auf die Untersuchung der börserechtlichen Vorschriften und die in diesem Rahmen auftretenden praktischen Schwierigkeiten ergibt. Eine inhaltliche Kontrolle von Finanzberichten durch die FMA ist im österreichischen Recht bisweilen nicht vorgesehen.[85]

---

[83] Die Verpflichtung zur Erstellung und Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen gilt nur für Aktienemittenten und entfällt, sofern ein Aktienemittent Quartalsberichte nach Maßgabe der gemäß der VO 1606/2002/EG übernommenen IFRS erstellt, vgl § 87 Abs 6 BörseG.

[84] Bundesgesetz über besondere zivilrechtliche Vorschriften für Unternehmen (Unternehmensgesetzbuch – UGB) dRGBl 1897, 219, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/35.

[85] Art 24 Abs 4 lit h TransparenzRL ermächtigt die Mitgliedstaaten, Behörden mit den entsprechenden Kompetenzen auszustatten, um „zu prüfen, ob die Informationen im Sinne dieser Richtlinie den einschlägigen Anforderungen an die Berichterstattung entsprechen und im Falle aufgedeckter Verstöße die geeigneten Maßnahmen zu ergreifen." Diese Bestimmung aus der TransparenzRL ist in Österreich bisher nicht umgesetzt worden, so dass weder die FMA, noch eine andere Behörde diese Überprüfungskompetenzen besitzt. Die FMA prüft daher lediglich, ob die wesentlichen Bestandteile des Berichts enthalten sind und ob dieser formal korrekt erstellt ist, ohne jedoch in eine vertiefte inhaltliche Prüfung zu gehen. Das schließt dennoch nicht aus, dass die FMA im Falle des Verdachts eines Verstoßes gegen die aktienrechtliche Strafbestimmung des § 255 AktG (Bundesgesetz über Aktiengesellschaften (Aktiengesetz – AktG) BGBl 1965/98, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/35) Anzeige bei der zuständigen Staatsanwaltschaft erstattet bzw bei offensichtlichen formalen Fehlern oder des Fehlens von wesentlichen Bestandteilen ein Verwaltungsstrafverfahren einleitet.

1.2. Regelungszweck und Entstehungsgeschichte

Der Regelpublizität kommt im Kapitalmarkt eine Schlüsselfunktion zu. Durch die in regelmäßigen Abständen wiederkehrende Offenlegung unternehmensbezogener Daten durch die Gesellschaften wird sichergestellt, dass ein unbestimmter offener Adressatenkreis Zugang zu den Informationen erhält.[86] Regelungszweck ist einerseits der Schutz des Marktteilnehmers, der mit dem Unternehmen eine Geschäftsbeziehung eingeht (Individualschutz). Außerdem kommt der Regelpublizität die Aufgabe zu, die Funktionsfähigkeit des Markts zu sichern (Funktionsschutz) sowie Transaktionskosten zu senken.[87]

Erhebliche Ausweitungen der Publizitätspflichten erfolgten durch die Umsetzung der TransparenzRL in das österreichische Börsegesetz im April 2007.[88] Anvisiertes Ziel war vordergründig eine Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind.[89] Durch die europaweite Verbreitung von Informationen soll einerseits die kontinuierliche Entwicklung der europäischen Kapitalmärkte gefördert werden, andererseits soll Anlegern auch über nationale Grenzen hinaus eine hinreichende Informationsgrundlage für ihre Anlageentscheidungen gegeben werden.[90] Ziel der TransparenzRL ist dabei die Herstellung eines einheitlichen, anlegerfreundlichen Informationsniveaus, das Vergleichbarkeit gewährleistet und einen integrierten Wertpapiermarkt im europäischen Binnenmarkt schafft, der wiederum zu niedrigen Transaktionskosten und einer besseren Kapitalallokation und damit letztlich zu Wachstum und zusätzlichen Arbeitsplätzen führt. Aus diesem Grund sollen Wertpapieremittenten durch regelmäßige Informationen ein angemessenes Maß an Transparenz für die Anleger gewährleisten.[91] Die neuen §§ 82 Abs 4, 87 BörseG waren erstmalig auf Berichte anzuwenden, welche für Zeiträume erstellt wurden, die frühestens am 30.06.2007 endeten.[92] Insbesondere im Bereich der

---

[86] *Vgl Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer,* Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008) Rz 1/103.

[87] Vgl *Bitzyk/Oelkers*, ÖBA 2009, 508 (509).

[88] Art 4ff und Art 21 TransparenzRL enthalten die Regelpublizitätspflichten, die im April 2007 Eingang in das österreichische Börsegesetz gefunden haben.

[89] Vgl *Casey*, Geänderte Regelpublizität nach dem Börsegesetz 2007, SWK 2007, W 81.

[90] Vgl *Götze/Wunderlich* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Handbuch der Kapitalmarktinformation (2008) § 9 Rz 1.

[91] Vgl Erwägungsgründe 1 und 2 TransparenzRL.

[92] Das regelt die Übergangsbestimmung des § 96 Z 18 BörseG.

Halbjahresfinanzberichte wurden die Verpflichtungen der Emittenten ausgeweitet. Seit Umsetzung der TransparenzRL müssen nicht mehr nur noch Aktienemittenten, die im amtlichen Handel notieren, Halbjahresfinanzberichte erstellen, sondern grundsätzlich alle Emittenten, die an einem geregelten Markt notieren. Auch die Veröffentlichungsfrist wurde auf Grund der europarechtlichen Vorgaben von Art 5 Abs 1 TransparenzRL von 3 auf 2 Monate verkürzt.[93]

2. Inhalt der Regelpublizitätspflichten

2.1. Allgemein gültige Begriffe und Inhalte

2.1.1. Emittent iSv § 81a Abs 1 Z 4 BörseG

Eine Legaldefinition des Begriffs des Emittenten findet sich in § 81a Abs 1 Z 4 BörseG.[94] Demnach handelt es sich um eine juristische Person, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Im Falle von Zertifikaten, die Wertpapiere vertreten, gilt der Emittent der vertretenen Wertpapiere als Emittent. Dabei spielt es keine Rolle, welche Art von Wertpapieren emittiert wird, solange diese an einem geregelten Markt notieren.[95]

2.1.2. Geregelter Markt iSv § 1 Abs 2 BörseG

Der Begriff des geregelten Markts entstammt der FinanzmarktRL[96]. Die Legaldefinition des geregelten Markts aus der FinanzmarktRL[97] wurde in § 1 Abs 2 BörseG in nationales Recht umgesetzt. § 1 Abs 2 BörseG definiert den geregelten Markt als ein von einem Börseunternehmen im Inland oder einem Marktbetreiber in einem Mitgliedstaat betriebenes oder verwaltetes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl Dritter am Kauf und Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems nach nichtdiskretionären Regeln in einer Weise zusammenführt oder das Zusammenführen fördert, die zu einem Vertrag über Finanzinstrumente führt, die gemäß den Regeln und Systemen des Markts zum Handel

---

[93] Vgl AB 55 BlgNR 23. GP 6.

[94] In § 81a Abs 1 Z 4 BörseG wurde Art 2 Abs 1 lit d TransparenzRL umgesetzt.

[95] Vgl *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 18, 21.

[96] Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl L 2004/145, 1.

[97] Die Definition des geregelten Markts findet sich in Art 4 Abs 1 Z 14 FinanzmarktRL.

zugelassen wurden. Der geregelte Markt muss eine Konzession erhalten haben und gemäß jenen Vorschriften des Herkunftsmitgliedstaats ordnungsgemäß funktionieren, die dem Titel III der FinanzmarktRL[98] entsprechen. Art 47 FinanzmarktRL enthält Modalitäten zur Erstellung eines Verzeichnisses von geregelten Märkten durch die Mitgliedstaaten und die Europäische Kommission.[99]

2.1.3. Wertpapierbegriff in § 81a Abs 1 Z 1 BörseG

Unter den Wertpapierbegriff fallen übertragbare Wertpapiere mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten.[100] Der Wertpapierbegriff des Börsegesetzes ist damit sehr weitreichend und entspricht dem Wertpapierbegriff, der auch § 1 Abs 4 WAG 2007[101] sowie § 1 Z 4 KMG zu Grunde liegt.[102] Dieser kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff unterscheidet sich vom traditionellen Wertpapierbegriff insoweit, als nach dem traditionellen Wertpapierbegriff ein Wertpapier eine Urkunde ist, in der ein privates Recht verbrieft ist und deren Inhaberschaft zur Geltendmachung des Rechts aus dem Wertpapier erforderlich ist.[103] Der kapitalmarktrechtliche Wertpapierbegriff kann auch unverbriefte Aktien, wie zB ausländische Namensaktien, die in ein Register eingetragen sind, mit umfassen.[104] Entscheidend ist die „generelle Handelbarkeit" der Aktien am Kapitalmarkt.[105] Entscheidend für den kapitalmarktrechtlichen Wertpapierbegriff ist die Fungibilität der jeweiligen Rechte

---

[98] Titel III der FinanzmarktRL umfasst Art 36-47 dieser RL und enthält die Vorschriften in Bezug auf geregelte Märkte. Die nationalen Regelungen betreffend geregelte Märkte finden sich in den §§ 66-68 BörseG.

[99] Art 47 FinanzmarktRL sieht vor, dass jeder Mitgliedstaat ein Verzeichnis der geregelten Märkte erstellt, für die er Herkunftsmitgliedstaat ist, und dieses Verzeichnis den anderen Mitgliedstaaten und der Kommission übermittelt. Bei jeder Änderung soll dieselbe Mitteilung erfolgen. Die Kommission veröffentlicht ein Verzeichnis aller geregelten Märkte im Amtsblatt der Europäischen Union und aktualisiert dieses mindestens einmal jährlich (letztmalig am 15.07.2011, vgl FN 41). Die Kommission veröffentlicht das Verzeichnis ferner auf ihrer Website und aktualisiert es dort nach jeder von den Mitgliedstaaten mitgeteilten Änderung.

[100] Vgl § 81a Abs 1 Z 1 BörseG, wonach Wertpapiere übertragbare Wertpapiere im Sinne von Art 4 Abs 1 Nummer 18 der RL 2004/39/EG mit Ausnahme von Geldmarktinstrumenten im Sinne von Art 4 Abs 1 Nummer 19 jener RL mit einer Laufzeit von weniger als 12 Monaten sind.

[101] Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen (Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 – WAG 2007) BGBl I 2007/60, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/83.

[102] Vgl *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 3, 4.

[103] Vgl zum traditionellen Wertpapierbegriff *Krejci*, Unternehmensrecht[4] (2008), 476.

[104] Vgl *Hamann* in *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze[2] (Stand: 1/2008), § 2 WpPG Rz 5.

[105] *Kalss*, Das Aktien vertretende Zertifikat, ÖBA 2009, 339 (340).

und Rechtspositionen,[106] weshalb Inhaber- und Orderpapiere umfasst sind, Rektapapiere und unverbriefte Optionsrechte dagegen nicht.[107] Nach dem börserechtlichen Wertpapierbegriff ist zudem die börserechtliche Handelbarkeit des Wertpapiers erforderlich, die bei im Aktienregister registrierten ausländischen Namensaktien derzeit noch nicht gegeben ist, da die entsprechende Handelsinfrastruktur an der Wiener Börse fehlt.[108]

2.1.4. Schuldtitel iSv § 81a Abs 1 Z 2 BörseG

§ 81a Abs 1 Z 2 BörseG definiert Schulditel als Schuldverschreibungen oder andere übertragbare Forderungen in verbriefter Form, mit Ausnahme von Wertpapieren, die Aktien gleichzustellen sind oder die bei Umwandlung oder Ausübung der durch sie verbrieften Rechte zum Erwerb von Aktien oder Aktien gleichzustellenden Wertpapieren berechtigen. Auch hier ist die Übertragbarkeit der Schuldtitel Tatbestandsvoraussetzung. Wandelschuldverschreibungen sind von der Definition nicht umfasst, da sie „regelmäßig zum Erwerb von Aktien oder Aktien gleichzustellenden Wertpapieren berechtigen".[109] Materiell fällt „jede am Markt handelbare Forderung" unter die Definition des Schuldtitels.[110]

2.1.5. Aktien iSv § 81a Abs 1 Z 3 BörseG, Aktien gleichzustellende Wertpapiere iSv § 81a Abs 1 Z 2 BörseG

Aktien werden von § 81a Abs 1 Z 3 BörseG als Aktien und aktienvertretende Zertifikate, sofern diese die Ausübung von Stimmrechten vorsehen, definiert. Unter den Aktienbegriff fallen Stamm- und Vorzugsaktien iSd AktG, wobei sowohl Nennbetrags- als auch Stückaktien

---

[106] Vgl *Fuchs* in *Fuchs*, WpHG § 2 Rz 11.

[107] Vgl *Zib* in *Zib/Russ/Lorenz*, Kapitalmarktgesetz – Kommentar (2008), § 1 Rz 40 mwN. Teilweise wird dieser Auffassung nicht gefolgt, da auch Rektapapiere unter bestimmten Umständen, sei es unter Zuhilfenahme von ADCs im Fall von ausländischen Namensaktien, s FN 116, handelbar sind. S nur *Kalss*, ÖBA 2009, 339 (340) sowie *Weber*, Kapitalmarktrecht – eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts (1999), 148, die die Ansicht vertreten, dass österreichische Namensaktien wenigstens formell handelbar sind.

[108] Vgl *Kalss*, ÖBA 2009, 339 (340).

[109] *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 9.

[110] *Fuchs* in *Fuchs*, WpHG § 2 Rz 27 mwN. § 2 Abs 1 Z 3 lit a WpHG enthält eine Aufzählung, die explizit Genussscheine, Inhaberschuldverschreibungen, Orderschuldverschreibungen und Zertifikate, die Schuldtitel vertreten, enthält. Diese Aufzählung fehlt zwar sowohl im BörseG als auch in der FinanzmarktRL, *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 9, sieht dies jedoch nicht als Hinderungsgrund für eine inhaltliche Anwendung. Dem ist zuzustimmen, so dass hinsichtlich des Inhalts auf die Aufzählung in § 2 Abs 1 Z 3 lit a WpHG zurückgegriffen werden kann.

erfasst sind.[111] Vom Aktienbegriff auch umfasst sind Namensaktien, da diesen formelle Handelbarkeit zukommt.[112] Erforderlich ist, dass diese börserechtlich handelbar sind.[113] Das trifft auf Namensaktien nach österreichischem Recht zu,[114] auch wenn die tatsächliche praktische Relevanz gering sein wird.[115] Unter die „Aktien gleichzustellenden Wertpapiere" fallen Zertifikate, die Rechte an ursprünglich nicht fungiblen Wertpapieren verbriefen, um deren Handelbarkeit zu ermöglichen.[116] Die FMA subsumiert auch sozietäre Genussrechte und Partizipationsscheine unter den Begriff der „Aktien gleichzustellenden Wertpapiere",[117] was im Ergebnis aber abzulehnen ist.[118]

2.2. Veröffentlichungsmodalitäten

Die Veröffentlichung von Bestandteilen der Regelpublizität richtet sich als vorgeschriebene Information nach § 81a Abs 1 Z 9 iVm § 82 Abs 8 BörseG. Gemäß § 82 Abs 8 BörseG ist die Veröffentlichung über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem vorzunehmen, das zumindest innerhalb der Europäischen Gemeinschaft („EG")[119] verbreitet

---

[111] Vgl *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 13.

[112] Vgl *Weber*, Kapitalmarktrecht 148.

[113] Vgl *Kalss*, ÖBA 2009, 339 (340).

[114] Vgl *Weber*, Kapitalmarktrecht, 148; *Kalss*, ÖBA 2009, 339 (340).

[115] Vgl *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 13.

[116] Vgl *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 15. *Temmel* nennt hier als Beispiel die in Österreich bis vor kurzer Zeit oftmals verwendeten Austrian Depositary Certificates (ADCs). Durch diese ADCs wird der Handel mit ausländischen Namensaktien ermöglicht. Für weitere Einzelheiten zum ADC s *Kalss*, ÖBA 2009, 339 sowie die Internetwebsite der Oesterreichischen Kontrollbank, die für die Ausgabe der ADCs zuständig ist unter http://www.oekb.at/de/kapitalmarkt/emittenten-services/adc/seiten/default.aspx (13.11.2012).

[117] Vgl Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde vom 2.12.2010 zu Fragen des Prospektrechts, Rz 51.

[118] Vgl *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 81a Rz 17, der diese Auslegung für systemwidrig hält, da § 83 Abs 5 BörseG die Pflichten von Aktienemittenten auch auf Emittenten von Genussrechten und Partizipationsscheinen ausweitet und diese Wertpapiere daher nicht per se unter den Begriff der „Aktien gleichzustellenden Wertpapiere" des § 81a Abs 1 Z 2 BörseG fallen können. Wäre das vom Gesetzgeber beabsichtigt gewesen, so wäre die explizite Regelung in § 83 Abs 5 BörseG ohne eigenen Regelungsgehalt. Dem ist im Ergebnis zuzustimmen, so dass sozietäre Genussrechte und Partizipationsscheine nicht unter § 81a Abs 1 Z 3 BörseG fallen.

[119] Das Gesetz unterscheidet nicht immer trennscharf zwischen EU, EG und EWR. Eine nähere Betrachtung der europarechtlichen Grundlagen ergibt, dass die TransparenzRL auch für den EWR gilt. Explizit regelt das der Beschluss des gemeinsamen EWR-Ausschusses Nr. 120/2005 vom 30. September 2005 zur Änderung des Anhangs IX (Finanzdienstleistungen) des EWR-Abkommens, ABl L 2005/339, 26, wonach die TransparenzRL in das Abkommen aufgenommen wird. Daher meint der Begriff „Gemeinschaft" in der TransparenzRL den

ist. Der Begriff der europaweiten Verbreitung ist in § 11 Abs 2 VMV genauer geregelt. Demnach ist dieses Erfordernis dann erfüllt, wenn eine Veröffentlichung über zumindest eines der Informationsverbreitungssysteme Reuters, Bloomberg oder Dow Jones Newswire erfolgt ist. In § 11 Abs 3 VMV ist explizit festgehalten, dass diese in Abs 2 genannten Informationsverbreitungssysteme über eine Verbreitung innerhalb der Europäischen Gemeinschaft iSv § 82 Abs 8 BörseG verfügen.[120]

Im Vergleich zu anderen vorgeschriebenen Informationen besteht im Fall der Regelpublizität eine Besonderheit. Grundsätzlich ist es gemäß § 11a Abs 2 Satz 1 VMV erforderlich, dass die vorgeschriebenen Informationen den Medien in ihrer Gesamtheit zu übermitteln sind. Da es recht aufwändig und kostenintensiv wäre, die gesamten Berichte zu veröffentlichen, regelt § 11a Abs 2 Satz 2 VMV, dass im Falle der Regelpublizität diese Anforderung dann als erfüllt gilt, wenn die Ankündigung in Bezug auf die vorgeschriebenen Informationen den Medien übermittelt und in ihr auf die Website verwiesen wird, auf der die entsprechenden Dokumente abrufbar sind.[121] Es stellt sich hier die Frage, wie die exakte Verlinkung des im Weg der

---

EWR. Europarechtskonform ausgelegt kann daher im Börsegesetz mit Gemeinschaft ebenfalls nur der EWR gemeint sein. Etwas unscharf insoweit *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 43, die von einer Verbreitung innerhalb der EU sprechen, was insofern nicht zutreffend ist, als zum EWR neben den 27 EU-Mitgliedstaaten auch Norwegen, Liechtenstein und Island zählen.

[120] Art 21 Abs 1 Satz 3 TransparenzRL bestimmt, dass der Emittent auf Medien zurückgreifen muss, bei denen vernünftigerweise davon ausgegangen werden kann, dass sie die Informationen tatsächlich an die Öffentlichkeit in der gesamten Gemeinschaft weiterleiten. Zu diesem Zweck hat die FMA ein Gutachten in Auftrag gegeben, um festzustellen, welche Medien dieses Erfordernis einer gemeinschaftsweiten Verbreitung erfüllen. Das vom Internationalen Journalismuszentrum der Donauuniversität Krems erstattete Gutachten kam zu dem Ergebnis, dass drei elektronische Finanzinformationsnetzwerke zusammen eine dominante Position im europäischen Markt einnehmen. Diese drei Finanznachrichtendienste (Thompson FX/Reuters, Bloomberg, Dow Jones Newswire) wurden daher in § 11 Abs 2 VMV aufgelistet. Für Einzelheiten vgl Begründung zur Novellierung der VMV, BGBl II 2008/113.

[121] Die FMA hat in ihrem Informationsschreiben zur Regelpublizität ein Beispiel für eine Hinweisbekanntmachung abgedruckt, vgl Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), VI., letzer Absatz. Die BaFin empfiehlt, dass die Veröffentlichung der Hinweisbekanntmachung mit einer Vorlaufzeit von einer Woche vor der Zurverfügungstellung des Berichts erfolgen sollte, damit möglichst viele Marktteilnehmer davon Kenntnis erlangen können, vgl BaFin, Emittentenleitfaden 232. Aus dem oa Beispiel der FMA ergibt sich, dass der Bericht im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Hinweisbekanntmachung schon auf der Website verfügbar sein kann. Das ist vorzuziehen, da es andernfalls leichter zu Fehlern kommen kann, beispielsweise, wenn später verabsäumt wird, den Bericht auf die Website zu stellen.

Hinweisbekanntmachung veröffentlichten Berichts erfolgen muss. Die deutsche Finanzaufsicht BaFin vertritt hier die Auffassung, dass ein pauschaler Link auf die Investor Relations Seite des Unternehmens nicht ausreicht, sondern der Bericht nach Aufruf des Links mit einem weiteren „Klick" verfügbar sein muss. Idealerweise sollte in der Hinweisbekanntmachung der genaue Pfad angegeben werden, der zu dem Bericht führt.[122] Dafür spricht auch die Formulierung in § 11a Abs 2 Satz 2 VMV, wonach in der Hinweisbekanntmachung „auf die Website verwiesen wird, auf der […] die entsprechenden Dokumente abrufbar sind" [123], die mE ebenfalls so zu verstehen ist, dass der im Wege der Hinweisbekanntmachung veröffentlichte Bericht mit höchstens einem weiteren „Klick" verfügbar sein muss. Sofern der in der Hinweisbekanntmachung angegebene Link nicht funktioniert, liegt keine ordnungsgemäße Veröffentlichung nach § 82 Abs 8 BörseG iVm § 11a Abs 2 VMV vor. Diese Veröffentlichung hat gemäß § 11a Abs 2 Satz 3 VMV zusätzlich zur Übermittlung nach § 86 Abs 1 BörseG an die OeKB, die FMA und das Börseunternehmen zu erfolgen.[124]

In der Praxis hat es sich bewährt, auf sogenannte Service Provider zurückzugreifen. Diese verteilen die Informationen in ungekürztem Originalwortlaut, „insbesondere durch Direkteinspielung in die Nachrichtenströme von elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssystemen, durch FTP Transfers an andere wichtige Nachrichtendienste sowie die elektronische Übermittlung des gesamten Dokuments an weitere relevante europäische Medien."[125] Bedeutsam ist in diesem Zusammenhang auch die Regelung des § 11a Abs 4 VMV, wonach der Meldepflichtige nicht für Systemfehler oder -mängel in den Medien, an welche die vorgeschriebenen Informationen übermittelt worden sind, verantwortlich ist. Das stellt eine Erleichterung für den Emittenten dar, der sich nicht

---

[122] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 231.

[123] Diese Formulierung entstammt Art 12 Abs 3 der DurchführungsRL 2007/14/EG.

[124] Das ergibt sich wiederum aus Art 12 Abs 3 der DurchführungsRL 2007/14/EG.

[125] Begründung zur Novellierung der VMV, BGBl II 2008/113. Die FMA sieht eine Änderung dieser gelebten Praxis nicht indiziert, da diese sich in der Vergangenheit bewährt hat. Nach der Begründung zur VMV muss ein Service Provider für die Erfüllung seiner Verpflichtungen nachweislich sicherstellen, dass wenigstens eines der in § 11 Abs 2 VMV genannten Informationsverbreitungssysteme die übermittelten vorgeschriebenen Informationen veröffentlicht, dass dies durch die vom Service Provider in Anspruch genommenen Medien in einer Art und Weise geschieht, die den größtmöglichen öffentlichen Zugang des Anlegerpublikums in allen Mitgliedstaaten zu den Informationen ermöglicht, und dass die in § 11a Abs 2, 3, und 5 VMV aufgestellten Mindeststandards erfüllt werden.

mit technischen Einzelheiten der Veröffentlichung befassen muss. Weitere Details bezüglich der inhaltlichen Ausgestaltung einer Veröffentlichung von vorgeschriebene Informationen finden sich in § 11a Abs 5, 6 VMV.

2.3. Übermittlungspflichten

Neben der Pflicht zur Veröffentlichung muss der Emittent die veröffentlichten Informationen gemäß § 86 Abs 1 BörseG gleichzeitig mit einem Veröffentlichungsbeleg dem Börseunternehmen und der FMA sowie der OeKB zum Zwecke der Speicherung übermitteln. Die OeKB hat in Österreich die Funktion als amtlich bestelltes System für die zentrale Speicherung vorgeschriebener Informationen übertragen bekommen.[126] Die Verpflichtung zur Übermittlung eines Veröffentlichungsbelegs ist in der TransparenzRL nicht vorgesehen. Auf Grund des Mindestharmonisierungscharakters der TransparenzRL konnte der österreichische Gesetzgeber dieses Erfordernis jedoch in das Börsegesetz aufnehmen.[127]

Die Übermittlungspflichten gelten gemäß § 86 Abs 1 Satz 3 BörseG für Emittenten, bezüglich derer Österreich Herkunftsmitgliedstaat ist, und gegenüber dem Börseunternehmen nur dann, wenn die Wertpapiere an einem geregelten Markt des Börseunternehmens zugelassen sind.

An dieser Stelle stellt sich die Frage, ob eine Übermittlung an das Börseunternehmen nur zu erfolgen hat, wenn gleichzeitig Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist, oder ob die Notierung an einem geregelten Markt des Börseunternehmens für sich genommen schon die Übermittlungspflicht auslöst. Diese Frage ist unter Berücksichtigung von Art 3 Abs 1 TransparenzRL[128] zu erörtern. Dieser ermächtigt den Herkunftsmitgliedstaat, strengere Anforderungen an Emittenten, Aktionäre bzw natürliche oder juristische Personen zu normieren, als in der TransparenzRL vorgesehen. Die Übermittlung von vorgeschriebenen

---

[126] Das regelt § 86 Abs 4 BörseG, der den Anforderungen des Art 21 Abs 2 TransparenzRL Rechnung trägt. Art 21 Abs 2 TransparenzRL enthält die Verpflichtung der Mitgliedstaaten, ein amtlich bestelltes System für die zentrale Speicherung vorgeschriebener Informationen zur Verfügung zu stellen („OAM", Officially Appointed Mechanism for the central storage of regulated information). Diese Plattform der OeKB ist als IssuerInformationCenter.Austria unter http://issuerinfo.oekb.at/startpage.html (13.11.2012) zu finden.

[127] Der Mindestharmonisierungscharakter der TransparenzRL ergibt sich aus Art 3 Abs 1 TransparenzRL, in welchem geregelt ist, dass ein Herkunftsmitgliedstaat für Emittenten strengere Anforderungen festsetzen kann als von der RL vorgesehen. Art 3 Abs 2 TransparenzRL nimmt Aufnahmemitgliedstaaten ausdrücklich von dieser Befugnis aus, indem dieser regelt, dass Aufnahmemitgliedstaaten keine strengeren Veröffentlichungspflichten vorsehen dürfen als in der RL festgesetzt.

[128] Art 3 TransparenzRL ist in § 81a Abs 3 BörseG in nationales Recht umgesetzt worden.

Informationen an das Börseunternehmen könnte eine strengere Anforderung an den Emittenten darstellen und somit unzulässig sein, wenn nicht gleichzeitig Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat wäre.[129] Eine Pflicht zur Übermittlung an das Börseunternehmen könnte daher auf Grund von Art 3 Abs 1 TransparenzRL nur für Emittenten gelten, für die Österreich Herkunftsmitgliedssaat ist.[130] Sofern für den Emittenten Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist, würde eine Verpflichtung, vorgeschriebene Informationen an das Börseunternehmen zu übermitteln, möglicherweise gegen Art 3 Abs 2 TransparenzRL und gegen § 81a Abs 3, § 86 Abs 1 BörseG verstoßen. Wie oben bereits festgestellt, verbietet Art 3 Abs 2 TransparenzRL jedoch nur strengere Regelungen in Bezug auf die Veröffentlichungspflichten. Strengere bzw zusätzliche Übermittlungspflichten wären daher mE zulässig. Aus Transparenzgründen wäre es an dieser Stelle wünschenswert, wenn die Übermittlungspflichten für alle Emittenten gelten würden, die am jeweiligen geregelten Markt notieren. Das Börseunternehmen hat mE ein berechtigtes Interesse zu wissen, welche vorgeschriebenen Informationen die Emittenten veröffentlichen. Auf Grund der geltenden Rechtslage hat das Börseunternehmen nur die Möglichkeit, die vorgeschriebenen Informationen durch Überprüfung der Veröffentlichungen der Emittenten, zB im Speichermedium der OeKB, anzusehen. Eine direkte Übermittlung an das Börseunternehmen wäre mit praktischen Erleichterungen für dieses verbunden und daher

---

[129] Art 3 Abs 2 TransparenzRL untersagt nämlich Aufnahmemitgliedstaaten, strengere Regelungen aufzustellen, als nach der TransparenzRL vorgesehen sind. Art 19 Abs 1 TransparenzRL sieht nur eine Übermittlung von vorgeschriebenen Informationen an die zuständige Behörde, nicht aber an das Börseunternehmen vor. Auch ergibt sich aus Art 19 Abs 1 TransparenzRL, dass nur im Falle von Satzungsänderungen (die keine vorgeschriebenen Informationen darstellen) eine Übermittlung an das Börseunternehmen erfolgen muss, unabhängig davon, ob Österreich Herkunfts- oder Aufnahmemitgliedstaat ist. Im Ergebnis spricht wohl auch Erwägungsgrund 7 TransparenzRL dagegen, den Emittenten zusätzliche Pflichten aufzuerlegen, sofern Österreich für den Emittenten Aufnahmemitgliedstaat ist. Nach Erwägungsgrund 7 TransparenzRL sollen „andere Mitgliedstaaten als der Herkunftsmitgliedstaat […] die Zulassung von Wertpapieren zu ihren geregelten Märkten nicht länger dadurch beschränken […], dass sie Emittenten […] strengere Anforderungen in Bezug auf die regelmäßige und die laufende Information auferlegen".

[130] Vgl AB 55 BlgNR 23. GP 5. Dort heißt es, dass die Übermittlungspflichten nur für Emittenten gelten, bezüglich derer Österreich Herkunftsmitgliedstaat ist. Begründet wird das mit § 81a Abs 3 BörseG sowie mit § 86 Abs 1 BörseG, der zur Klarstellung den Gesetzestext noch einmal wiederholt. Der österreichische Gesetzgeber wollte somit hier keine zusätzlichen Pflichten einführen, da § 81a Abs 3 BörseG ausdrücklich erwähnt, dass für Emittenten, für die Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist, keine strengeren Regelungen als nach der TransparenzRL vorgesehen erlassen werden dürfen.

wünschenswert. De lege ferenda wäre es daher zweckmäßig, § 81a Abs 3 und § 86 Abs 1 BörseG insoweit anzupassen, als klargestellt wird, dass das Verbot strengerer Bestimmungen nur hinsichtlich der Veröffentlichungspflichten gilt und eine Übermittlungspflicht an die Börse unabhängig davon besteht, ob Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist.

2.4. Jahresfinanzbericht

2.4.1. Regelungsinhalt

Die Verpflichtungen von Emittenten hinsichtlich des Jahresfinanzberichts ergeben sich aus § 82 Abs 4 BörseG.[131] Danach ist ein Emittent verpflichtet, seinen Jahresfinanzbericht spätestens 4 Monate nach Ablauf jedes Geschäftsjahres zu veröffentlichen und sicherzustellen, dass dieser mindestens 5 Jahre lang öffentlich zugänglich bleibt.[132] Der Inhalt des Jahresfinanzberichts ist in § 82 Abs 4 Satz 2 BörseG genannt. Demnach umfasst der Jahresfinanzbericht den geprüften Jahresabschluss[133], den Lagebericht[134] sowie Erklärungen, in denen die gesetzlichen Vertreter des Emittenten unter Angabe ihres Namens und ihrer Stellung bestätigen, dass der im Einklang mit den maßgebenden Rechnungslegungsstandards[135] aufgestellte Jahresabschluss ihres Wissens ein möglichst getreues Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage[136] des Emittenten oder der Gesamtheit der in die Konsolidierung einbezogenen Unternehmen vermittelt sowie, dass der Lagebericht den Geschäftsverlauf, das Geschäftsergebnis oder die Lage der Gesamtheit der in die Konsolidierung einbezogenen Unternehmen so darstellt, dass ein möglichst getreues Bild der

---

[131] In § 82 Abs 4 BörseG ist Art 4 Abs 1, 2 TransparenzRL inhaltsgleich umgesetzt worden.

[132] Die wenigstens 5-jährige Verfügbarkeit des Jahresfinanzberichts wird de facto durch die OeKB als amtlich bestelltes System für die zentrale Speicherung vorgeschriebener Informationen sichergestellt, in der Praxis üblich ist jedoch zusätzlich auch die Zurverfügungstellung auf der Website des Emittenten.

[133] § 82 Abs 4 Satz 2 Z 1 BörseG.

[134] § 82 Abs 4 Satz 2 Z 2 BörseG.

[135] Die in Österreich maßgeblichen Rechnungslegungsstandards finden sich in §§ 189 ff UGB, ggf ergänzt durch Sondergesetze (zB BWG oder VAG), vgl Stellungnahme des Austrian Financial Reporting and Auditing Committee („AFRAC“) „Erklärung der gesetzlichen Vertreter gemäß § 82 Abs 4 und § 87 Abs 1 BörseG (Bilanzeid)”, („AFRAC-Stellungnahme“), 1.4 (11).

[136] Vgl AB 55 BlgNR 23. GP 4. Daraus ergibt sich, dass diese Formulierung derjenigen in § 222 Abs 2, § 250 Abs 2 UGB angepasst wurde, um sicherzustellen, dass sich die Erklärung der gesetzlichen Vertreter auf den nach UGB erstellten Jahresabschluss bezieht, sofern es sich nicht um einen nach IFRS aufgestellten Jahresabschluss handelt (vgl § 245a UGB).

Vermögens-, Finanz- und Ertragslage entsteht, und dass er die wesentlichen Risiken und Ungewissheiten, denen sie ausgesetzt sind, beschreibt.[137] Die gesetzliche Formulierung „Jahresabschluss“ in § 82 Abs 4 Z 1 BörseG ist legistisch unpräzise. Im Fall von Unternehmen, die auch einen Konzernabschluss erstellen müssen, muss der Jahresfinanzbericht nämlich gemäß § 82 Abs 4 Z 1 iVm § 82 Abs 4 vorletzter Satz BörseG nicht nur den geprüften Jahresabschluss des Emittenten als Mutterunternehmen enthalten, sondern auch den geprüften Konzernabschluss.[138] Der gesetzliche Begriff „geprüfter Jahresabschluss“ in § 82 Abs 4 Z 1 BörseG ist daher als „geprüfter Abschluss“ zu lesen.[139] Der Bestätigungsvermerk ist in vollem Umfang zusammen mit dem Jahresfinanzbericht zu veröffentlichen.[140]

2.4.2. Besonderheiten beim Konzernabschluss

Sofern der Emittent verpflichtet ist, einen Konzernabschluss aufzustellen, hat der geprüfte Jahresabschluss gemäß § 82 Abs 4 vorletzter Satz BörseG den Konzernabschluss und den Jahresabschluss des Emittenten als Mutterunternehmen zu umfassen. Da der Bestätigungsvermerk in vollem Umfang zusammen mit dem Jahresfinanzbericht zu veröffentlichen ist, bedeutet das im Falle des Konzernabschlusses, dass der Jahresfinanzbericht „sowohl den Bestätigungsvermerk des geprüften Einzelabschlusses, als auch den Bestätigungsvermerk des geprüften Konzernabschlusses zu enthalten“ hat.[141] Ist ein Emittent verpflichtet, einen Konzernabschluss aufzustellen, so sind auch gesonderte Erklärungen der gesetzlichen Vertreter für den Konzernabschluss und für den Jahresabschluss des Emittenten erforderlich. Das ergibt sich aus einer Zusammenschau der europarechtlichen Bestimmungen und § 82 Abs 4 vorletzer Satz BörseG. Im Gegensatz zur börserechtlichen

---

[137] § 82 Abs 4 Satz 2 Z 3 BörseG.

[138] In FN 2 zu Punkt 1.4. (12) der AFRAC-Stellungnahme ist diesbezüglich ausgeführt, dass § 82 Abs 4 vorletzter Satz BörseG so zu verstehen ist, dass bei zur Aufstellung eines Konzernabschlusses verpflichteten Unternehmen anstatt des geprüften Jahresabschlusses (§ 82 Abs 4 Z 1 BörseG) ein geprüfter Konzernabschluss und ein geprüfter Jahresabschluss des Emittenten zu veröffentlichen sind. Das ergibt sich auch aus Art 4 Abs 2, 3 TransparenzRL. Art 4 Abs 2 lit a TransparenzRL enthält ferner die Formulierung „geprüfter Abschluss“.

[139] Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), FN 1 zu II.

[140] § 82 Abs 4 letzter Satz BörseG.

[141] Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), IV., 1. Absatz.

Bestimmung unterscheiden Art 4 Abs 2 lit c und Abs 3 der TransparenzRL zwischen den Begriffen „Abschluss“ und „Jahresabschluss“. Demnach bezieht sich die Erklärungspflicht auf den „Abschluss“, der im Falle des Konzernabschlusses sowohl den Konzernabschluss als auch den Jahresabschluss umfasst.[142]

Den Lagebericht betreffend bezieht sich § 82 Abs 4 Z 3 lit b BörseG zwar nur auf die „Gesamtheit der in die Konsolidierung einbezogenen Unternehmen“, so dass man aus dem Wortlaut zunächst schließen könnte, dass der Jahresabschluss des Emittenten nicht umfasst sein soll. Unter Berücksichtigung der englischsprachigen Richtlinienfassung, die von Konzernabschluss und Jahresabschluss des Emittenten spricht, ergibt sich jedoch, dass Verantwortlichkeitserklärungen für beide erforderlich sind.[143] Der Konzernabschluss ist, anders als der Lagebericht, der nach nationalem Recht erstellt wird, verpflichtend nach IAS/IFRS zu erstellen, da die IAS-VO[144] in den Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbares Recht darstellt.[145]

2.4.3. Neuerungen durch die TransparenzRL

2.4.3.1 Veröffentlichungsmodalitäten

In Bezug auf den Jahresfinanzbericht haben sich durch die Umsetzung der TransparenzRL in das österreichische Börsegesetz Änderungen ergeben. Nach der bisherigen Rechtslage war diesbezüglich keine europaweite Veröffentlichung vorgesehen, sondern nur eine Veröffentlichung im Amtsblatt zur Wiener Zeitung, spätestens 9 Monate nach dem Bilanzstichtag des Geschäftsjahres.[146] Nach dem Regelwerk Prime Market der

---

[142] Vgl AFRAC-Stellungnahme, FN 3 zu Punkt 1.4, (14).

[143] Vgl AFRAC-Stellungnahme, Punkt 1.4, (15). Demnach liegt in der deutschen Richtlinienfassung offensichtlich ein Übersetzungsfehler vor. Die englische Fassung spricht in Art 4 Abs 2 lit c von „position of the issuer and the undertakings included in the consolidation taken as a whole“, während die deutsche Übersetzung lediglich von der „Lage der Gesamtheit der in die Konsolidierung einbezogenen Unternehmen“ spricht. Deshalb ergibt sich unter Berücksichtigung der englischen Fassung der RL, dass sowohl der Konzernabschluss, als auch der Jahresabschluss des Emittenten umfasst sein soll.

[144] Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards, ABl L 2002/243, 1.

[145] Vgl *Grünberger*, IFRS 2012[10] (2011), 26ff.

[146] Vgl § 277 Abs 2 UGB idF BGBl I 2006/103.

Wiener Börse AG[147] musste der Emittent den Jahresfinanzbericht allerdings bereits spätestens 4 Monate nach dem Ende des Berichtszeitraumes in deutscher Sprache veröffentlichen und ihn mindestens zum gleichen Zeitpunkt der FMA in deutscher Sprache sowie der Wiener Börse AG in deutscher und englischer Sprache übermitteln.[148] Diese Anforderungen fanden sich im Corporate Governance Kodex.[149] Nach Punkt 66[150] waren die Gesellschaften verpflichtet, die Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte innerhalb von 4 Monaten nach Ende der Berichtsperiode in deutscher und englischer Sprache zu veröffentlichen und diese auf der Website der Gesellschaft verfügbar zu machen, womit der Corporate Governance Kodex den Anforderungen des Prime-Market-Regelwerks entspricht.[151] Der neue § 82 Abs 4 BörseG hat insoweit zu einer Verschärfung der Anforderungen geführt, als er jetzt für alle Emittenten von Aktien und Schuldtiteln eine Veröffentlichung spätestens 4 Monate nach Abschluss des Geschäftsjahres vorschreibt.

2.4.3.2 Verantwortlichkeitserklärung nach § 82 Abs 4 Z 3 BörseG

Hinsichtlich des Inhalts des Berichts ist das Erfordernis einer Verantwortlichkeitserklärung der gesetzlichen Vertreter des Emittenten ebenfalls neu durch die TransparenzRL[152] in § 82 Abs 4 Z 3 BörseG eingefügt worden.[153] Damit soll einerseits das Bewusstsein der

---

[147] Abrufbar unter http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_primemarket.pdf (08. 11.2012).

[148] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 13 Rz 40.

[149] Österreichischer Corporate Governance-Kodex, Herausgeber: Österreichischer Arbeitskreis für Corporate Governance.

[150] Österreichischer Corporate-Governance-Kodex idF Jänner 2006.

[151] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 13 Rz 41.

[152] § 82 Abs 4 Z 3 BörseG setzt Art 4 Abs 2 lit c TransparenzRL in österreichisches Recht um.

[153] Für genaue Details s AFRAC-Stellungnahme. S auch die interessante Untersuchung von *Rebhan/Rohatschek*, die in einem ersten Teil eine Bestandsaufnahme der neu eingeführten Verpflichtung zur Abgabe einer Erklärung der gesetzlichen Vertreter vorgenommen haben und zu dem Ergebnis kommen, dass die Erklärungen, die im Untersuchungszeitraum vom 30.6. bis 31.12.2007 von Unternehmen im Prime Market der Wiener Börse AG abgegeben wurden, auf Grund der eher knappen börserechtlichen Bestimmungen unterschiedlich ausgestaltet und vor allem hinsichtlich der betroffenen Angaben zT mit erheblichen Mängeln behaftet sind, vgl *Rebhan/Rohatschek*, Die Erklärung der gesetzlichen Vertreter nach dem Börsegesetz – eine Bestandsaufnahme, RWZ 2008, 214. In einer Folgeuntersuchung im Untersuchungszeitraum 30.6. bis 31.12.2008 stellt *Rebhan* eine Besserung fest, die sie einerseits auf die neue AFRAC-Stellungnahme, andererseits auf die gewonnene Praxis

gesetzlichen Vertreter geschärft werden, dass sie für die gesetzeskonforme Aufstellung der Abschlüsse und Lageberichte verantwortlich sind (Appell- bzw Warnfunktion); andererseits soll die Verantwortlichkeitserklärung auch ihre Verantwortung nach außen hin zum Ausdruck bringen (Zusicherungsfunktion).[154] Die Erklärung der gesetzlichen Vertreter ist im Jahresfinanzbericht als gesondertes Kapitel nach dem Abschluss und dem Lagebericht anzugeben und im Inhaltsverzeichnis entsprechend anzuführen.[155] Alle gesetzlichen Vertreter müssen diese Erklärung unter Angabe ihres Namens und ihrer Stellung abgeben,[156] widrigenfalls entspricht der Jahresfinanzbericht nicht den gesetzlichen Voraussetzungen.[157] Für die Formulierung der Erklärung akzeptiert die FMA die in der AFRAC-Stellungnahme aufgestellten Grundsätze.[158] „Aus dem gesetzlichen Begriff „Erklärung" und der Zusicherungsfunktion gegenüber den Adressaten ist zu folgen, dass das Originaldokument der Erklärung von den gesetzlichen Vertretern handschriftlich zu unterzeichnen ist."[159] Die Verantwortlichkeitserklärung muss sich auf den Zeitpunkt der Erstellung des jeweiligen

---

der Unternehmen durch die wiederholte Abgabe der Erklärung im Finanzbericht zurückführt, vgl *Rebhan*, Die Erklärung der gesetzlichen Vertreter nach dem Börsegesetz – eine Folgeuntersuchung, RWZ 2009, 270.

[154] Vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.2 (2).

[155] Vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.3 (7); Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), II. 2. Absatz.

[156] Dabei ist unerheblich, ob die gesetzlichen Vertreter nach der internen Aufgabenverteilung mit der Erstellung des Abschlusses betraut sind oder nicht. Dem unterschiedlichen Wissensstand der gesetzlichen Vertreter wird durch die Formulierung „nach bestem Wissen" Rechnung getragen, vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.3 (8).

[157] Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), III, 2. Absatz. AA *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 82 Rz 18, der vertritt, dass die Angabe des Zuständigkeitsbereichs des jeweiligen Vorstandsmitglieds nicht erforderlich ist, da Emittenten nicht verpflichtet sind, eine interne Ressortverteilung vorzunehmen.

[158] Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), III., 3. Absatz. In III, 4. Absatz heißt es weiter: „Die gesetzlichen Vorgaben hinsichtlich Aufbau und Gegenstand der Erklärungen sind genau einzuhalten. Dementsprechend ist beispielsweise beim Jahresfinanzbericht eine „Gesamterklärung" anstelle getrennter Erklärungen für Jahresabschluss und Lagebericht nicht zulässig." Diese Formulierung verdeutlicht, dass die FMA bei der formalen Gestaltung der Erklärungen der gesetzlichen Vertreter keinerlei Spielraum gewährt. So soll sichergestellt werden, dass die Appell-, Warn- und Zusicherungsfunktion der Erklärung(en) in jedem Fall ihre Wirkung entfalten können. Da bereits in § 82 Abs 4 Z 3 BörseG die Formulierung „Erklärungen" gebraucht wird, spricht der Wortlaut hier allerdings schon deutlich dafür, dass keine gemeinsame Erklärung für Jahresabschluss und Lagebericht zulässig ist.

[159] AFRAC-Stellungnahme, 1.3 (9).

Abschlusses oder Lageberichts, nicht auf dessen Stichtag beziehen.[160] So wird sichergestellt, dass auch später erworbenes Wissen in die Erklärung, welche die gesetzlichen Vertreter nach „ihrem Wissen“ abgeben müssen, mit einfließt.

2.5. Halbjahresfinanzbericht

2.5.1. Regelungsinhalt

Die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Halbjahresfinanzberichts ergibt sich aus § 87 Abs 1 BörseG. Demnach haben Emittenten von Aktien oder Schuldtiteln einen Halbjahresfinanzbericht über die ersten 6 Monate des Geschäftsjahres unverzüglich, spätestens jedoch 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums zu veröffentlichen und sicherzustellen, dass dieser mindestens 5 Jahre öffentlich zugänglich bleibt. Zu beachten ist, dass die 2 Monate eine Maximalfrist sind; grundsätzlich ist der Halbjahresfinanzbericht unverzüglich zu veröffentlichen.[161] Im Gegensatz zur Pflicht zur Jahresfinanzberichterstattung, die Emittenten allgemein trifft, unabhängig davon, welche Art von Wertpapieren diese im geregelten Markt notiert haben, ist die Pflicht zur Halbjahresfinanzberichterstattung insoweit enger gefasst, als sie nur Emittenten von Aktien oder Schuldtiteln trifft.[162] Die in § 87 Abs 1 BörseG aufgelisteten Bestandteile des Halbjahresfinanzberichts ähneln denen des Jahresfinanzberichts. Der Halbjahresfinanzbericht umfasst daher einen verkürzten Abschluss[163], einen Halbjahreslagebericht sowie Erklärungen der gesetzlichen Vertreter unter Angabe deren Namens und derer Stellung, dass der in Einklang mit den maßgebenden Rechnungslegungsstandards erstellte verkürzte Abschluss nach bestem Wissen ein möglichst getreues Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten oder der in die Gesamtheit der in die Konsolidierung einbezogenen Unternehmen vermittelt. Die Erklärung

---

[160] Vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.4 (16).

[161] Das kann für Emittenten ein Problem werden, wenn die Berichte in andere Sprachen übersetzt werden, und dies unverhältnismäßig lange dauert. Dann stellt sich die Frage, ob die Veröffentlichung noch unverzüglich ist. Eine Verwaltungsstrafe ist in diesem Fall jedoch eher unwahrscheinlich, sofern die Veröffentlichung innerhalb der 2-Monatsfrist erfolgt.

[162] Vgl *Hönsch* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 37w Rz 5. Zum Begriff des Emittenten s Kapitel II.E.2.1.1. Voraussetzung ist die Zulassung von Wertpapieren an einem geregelten Markt.

[163] Weitere Einzelheiten zum verkürzten Abschluss regelt § 1 TransV. Demnach umfasst der verkürzte Abschluss, sofern er nicht ohnehin nach IFRS erstellt worden ist, zumindest eine verkürzte Bilanz und eine verkürzte Gewinn- und Verlustrechnung (§ 1 Abs 2 TransV) sowie einen erläuternden Anhang (§ 1 Abs 3 TransV).

der gesetzlichen Vertreter ist im Halbjahresfinanzbericht, ebenso wie im Jahresfinanzbericht, als gesondertes Kapitel nach dem verkürzten Abschluss und dem Halbjahreslagebericht anzugeben und im Inhaltverzeichnis entsprechend anzuführen.[164] Anders als beim Jahresfinanzbericht umfasst der Halbjahresfinanzbericht im Falle der Verpflichtung des Emittenten, einen Konzernabschluss aufzustellen, nur den Konzernzwischenabschluss auf Grundlage von IAS[165] 34 und den Halbjahreslagebericht des Konzerns, nicht aber einen Halbjahresabschluss und einen Halbjahreslagebericht des Emittenten als Mutterunternehmen.[166] Die Erklärung der gesetzlichen Vertreter gemäß § 87 Abs 1 Z 3 BörseG betrifft daher nur den Konzernzwischenabschluss und den Halbjahreslagebericht des Konzerns.[167] § 87 Abs 4 BörseG regelt Mindestinhalte des Halbjahreslageberichts, indem festgelegt wird, dass der Halbjahreslagebericht zumindest wichtige Ereignisse aus den ersten 6 Monaten des Geschäftsjahres und deren Auswirkungen auf den verkürzten Abschluss anzugeben hat sowie die wesentlichen Risiken und Unsicherheiten in den restlichen 6 Monaten des Geschäftsjahres beschreiben muss. In den Halbjahreslageberichten gelten für Emittenten von Aktien zusätzliche Anforderungen. So haben Aktienemittenten gemäß § 87 Abs 4 Satz 2 BörseG „wesentliche Geschäfte“[168] mit „nahe stehenden Unternehmen und Personen“[169] offenzulegen. Nach

---

[164] Vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.3 (7); Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), II. 2. Absatz.

[165] International Accounting Standards, herausgegeben vom International Accounting Standards Committee (IASC). Nachfolger des IASC ist seit 2001 das International Accounting Standards Board (IASB), welches sich aus internationalen Rechnungslegungsexperten zusammensetzt. Das IASB hat die IFRS erarbeitet und entwickelt diese, wie auch die IAS, kontinuierlich weiter.

[166] Vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.5 (18).

[167] Vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.5 (18).

[168] Vgl dazu *Fletzberger*, Offenlegung von Großgeschäften mit nahestehenden Personen nach dem BörseG, ZFR 2009, 45 (46). Nach *Fletzberger* muss das Geschäft für die Einordnung als „wesentlich“ entweder Aktionäre zum Kauf oder Verkauf von Aktien des Emittenten bewegen oder das Abstimmungsverhalten der Aktionäre in der Hauptversammlung beeinflussen. Als weiteres Indiz sieht *Fletzberger* auch die Zustimmungspflicht des Aufsichtsrats gemäß § 95 Abs 5 AktG an. Diesen Ansatz ablehnend *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 87 Rz 7, die dies für zu weitreichend halten, da es in der Praxis zahlreiche Geschäfte und Maßnahmen gibt, welche die Zustimmung des Aufsichtsrats erfordern, aber dennoch nicht als wesentlich einzuordnen sind.

[169] Vgl *Fletzberger*, ZFR 2009, 45 (47), der hier auf die in IAS 24 enthaltene Auflistung verweist, die nach ESMA für die Beurteilung als „nahe stehend“ heranzuziehen ist, vgl CESR’s Final Technical Advice on Possible

§ 87 Abs 4 Z 1, 2 BörseG sind dies Geschäfte, welche im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres stattgefunden haben und die Finanzlage oder das Geschäftsergebnis des Unternehmens im ersten Geschäftshalbjahr wesentlich beeinflusst haben sowie Geschäfte, die Änderungen erfahren haben, im letzten Jahresfinanzbericht dargelegt wurden und die Finanzlage oder das Geschäftsergebnis des ersten Halbjahres des laufenden Geschäftsjahres wesentlich beeinflusst haben könnten. Gemäß § 87 Abs 4 letzter Satz BörseG hat ein Emittent von Aktien, der nicht verpflichtet ist, einen konsolidierten Abschluss zu erstellen, zumindest die Geschäfte mit nahe stehenden Unternehmen und Personen offen zu legen, auf die in Art 43 Abs 1 Z 7 lit b der RL 78/660/EWG[170] Bezug genommen wird.

Im Gegensatz zum Jahresfinanzbericht muss der Halbjahresfinanzbericht nicht geprüft sein.[171] Das ergibt sich aus § 87 Abs 3 BörseG, der besagt, dass der Bestätigungsvermerk in vollem Umfang wiederzugeben ist, sofern der Halbjahresfinanzbericht geprüft wurde. Gleiches gilt gemäß § 87 Abs 3 Satz 2 BörseG für den Bericht über die prüferische Durchsicht.[172] Sofern

---

Implementing Measures of the Transparency Directive, Ref.: CESR/05-407 Rz 426, 427, 429 (Stand: Juni 2005) abrufbar unter: http://www.esma.europa.eu/system/files/05_407.pdf (13.11.2012).

[170] Vierte Richtlinie 78/660/EWG des Rates vom 25. Juli 1978 aufgrund von Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, ABl L 1978/222, 11.
Art 43 Abs 1 Z 7 lit b RL 78/660/EWG nennt hier den Gesamtbetrag der finanziellen Verpflichtungen, die nicht in der Bilanz erscheinen, sofern diese Angabe für die Beurteilung der Finanzlage von Bedeutung ist. Davon sind Pensionsverpflichtungen und Verpflichtungen gegenüber verbundenen Unternehmen gesondert zu vermerken.

[171] Vgl dazu *Heindl/Christian Szücs/Stefan Szücs*, Prüfung und prüferische Durchsicht von Halbjahres-finanzberichten, ÖBA 2010, 739 (741), die eine empirische Untersuchung zur Prüfung und prüferischen Durchsicht bei Halbjahresfinanzberichten durchgeführt haben. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die Prüfung von Halbjahresfinanzberichten in Österreich die Ausnahme ist. Bis zum 30.09.2009 haben weniger als 17% der Emittenten einen ihrer Halbjahresfinanzberichte einer prüferischen Durchsicht unterzogen, von 377 untersuchten Halbjahresfinanzberichten wurde kein einziger geprüft. Zu den die Halbjahresfinanzberichterstattung betreffenden Vorschriften in Deutschland und deren Anwendung durch Unternehmen des Prime Standards vgl *Philipps*, Halbjahresfinanzberichterstattung nach dem WpHG – Umsetzung der neuen Anforderungen für den Zwischenbericht von Unternehmen des Prime Standards, DB 2007, 2326.

[172] Vgl Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), V., 3. Absatz. Demnach darf ein Bericht über die prüferische Durchsicht nicht auf Grund materieller Einwendungen des Prüfers unveröffentlicht bleiben. Inhaltlich empfiehlt die FMA für die Durchführung der prüferischen Durchsicht und die Formulierung der Berichte die Beachtung der Fachgutachten KFS/PG11 und KFS/PE16 des Instituts Österreichischer Wirtschaftsprüfer, solange die Europäische Kommission nicht eine einschlägige Durchführungsmaßnahme erlassen hat, vgl § 87 Abs 5 Z 2 BörseG.

weder eine Prüfung, noch eine prüferische Durchsicht erfolgt sind, ist dies nach § 87 Abs 3 Satz 3 BörseG im Bericht in Form des sog „Negativvermerks“ anzugeben.[173]

2.5.2. Neuerungen durch die TransparenzRL

Die allgemeine Verpflichtung zur Veröffentlichung von Halbjahresfinanzberichten wurde durch die Transparenzrichtlinie neu in das BörseG eingeführt. Der alte § 87 Abs 1 BörseG[174] beinhaltete lediglich für Aktienemittenten, die im Amtlichen Handel notierten, die Verpflichtung, Zwischenberichte über die ersten drei, sechs und neun Monate des Geschäftsjahres zu veröffentlichen. Die mit der Transparenzrichtlinie neu eingeführte Verpflichtung zur Veröffentlichung von Halbjahresfinanzberichten gilt nicht nur für Aktienemittenten, sondern allgemein für Emittenten, deren Aktien oder Schuldtitel auf einem geregelten Markt notieren.

Wie auch beim Jahresfinanzbericht ist die Einführung einer Verantwortlichkeitserklärung der gesetzlichen Vertreter gemäß § 87 Abs 1 Z 3 BörseG auch beim Halbjahresfinanzbericht neu durch die TransparenzRL in das Börsegesetz eingefügt worden.

Zu beachten ist der unterschiedliche Gesetzeswortlaut bezüglich der Verantwortlichkeitserklärung im Hinblick auf den Jahres- und den Halbjahresfinanzbericht. § 82 Abs 4 Z 3 BörseG gebraucht die Formulierung „ihres Wissens“, während § 87 Abs 1 Z 3 BörseG die Formulierung „nach bestem Wissen“ enthält. Es stellt sich daher die Frage, ob bezüglich der beiden Erklärungen eine unterschiedliche Qualität vom Gesetzgeber beabsichtigt war. Davon ist vorliegend jedoch nicht auszugehen, die unterschiedliche Formulierung ist auch hier auf Unschärfen bei der Übersetzung der

---

[173] Vgl Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), V., 2. Absatz. Demnach reicht es nicht aus, den Bericht als ungeprüft zu bezeichnen, da dieser Begriff eine prüferische Durchsicht nicht ausschließt. Die FMA empfiehlt daher die Formulierung, dass der Bericht „weder geprüft, noch einer prüferischen Durchsicht unterzogen wurde“, sog Negativvermerk. Ebenso *Bitzyk/Oelkers*, ÖBA 2009, 508 (514); *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 87 Rz 11; *Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 37w Rz 23. AA *Hönsch* in *Assmann/Schneider,* WpHG[6] § 37w Rz 38, der auch eine „rein freiwillige prüferische Durchsicht“ zu internen Zwecken ohne nachfolgende Veröffentlichung für zulässig erachtet. Richtigerweise ist mit der überwiegenden Ansicht in der Literatur und der Verwaltungspraxis der FMA der Negativvermerk zwingend im Halbjahresfinanzbericht anzuführen, weil die Information, dass immerhin eine prüferische Durchsicht und nicht eine komplette Nichtprüfung erfolgt ist, für den Anleger relevant sein kann.

[174] IdF BGBl I 2005/78.

englischen Richtlinienfassung zurückzuführen.[175] Daraus ergibt sich, dass auch § 82 Abs 4 Z 3 BörseG so zu lesen ist, dass die Erklärung „nach bestem Wissen“ erfolgen muss.

2.6. Zwischenmitteilungen

2.6.1. Regelungsinhalt

Die Verpflichtung zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen ist in § 87 Abs 6 BörseG geregelt.[176] Gemäß § 87 Abs 6 BörseG hat ein Aktienemittent[177] für den Fall, dass er keine Quartalsberichte nach Maßgabe der gemäß VO 1606/2002/EG übernommenen IFRS erstellt, Zwischenmitteilungen des Vorstands über das erste und dritte Quartal des Geschäftsjahres unverzüglich zu veröffentlichen, spätestens jedoch 6 Wochen nach Ablauf des Berichtszeitraums. Im Gegensatz zur Jahres- und Halbjahresfinanzberichterstattung besteht die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen bzw Quartalsberichten nur für Aktienemittenten. Emittenten von Schuldtiteln trifft die Verpflichtung nicht. Eine gesetzliche Verpflichtung, Zwischenmitteilungen oder Quartalsberichte 5 Jahre lang öffentlich zugänglich zu halten, wie dies bei Jahres- und Halbjahresfinanzberichten der Fall ist, sieht § 87 Abs 6 BörseG für Zwischenmitteilungen und Quartalsberichte nicht vor. Inhaltlich umfasst die Zwischenmitteilung gemäß § 87 Abs 6 Z 1 BörseG eine Erläuterung der wesentlichen Ereignisse und Transaktionen, die in dem betreffenden Zeitraum stattgefunden haben, und ihre Auswirkungen auf die Finanzlage des Emittenten und der von ihm kontrollierten Unternehmen, insbesondere, sofern wesentlich, eine Darstellung der Auftragslage, Entwicklung der Kosten und Preise, Zahl der Arbeitnehmer sowie Investitionen. Gemäß § 87 Abs 6 Z 2 BörseG muss die Zwischenmitteilung außerdem eine allgemeine Beschreibung der Finanzlage und des Geschäftsergebnisses des Emittenten und der von ihm

---

[175] Vgl AFRAC-Stellungnahme, 1.6 (25). Während die englische Fassung der TransparenzRL einheitlich die Formulierung „to the best of their knowledge“ verwendet, findet sich in der deutschen Übersetzung in Art 4 Abs 2 lit c TransparenzRL die Formulierung „ihres Wissen“, während Art 5 Abs 2 c TransparenzRL die Formulierung „nach bestem Wissen“ gebraucht. Auch die deutschen Regelungen des Handelsgesetzbuches verwenden einheitlich die Formulierung „nach bestem Wissen“.

[176] § 87 Abs 6 BörseG setzt Art 6 TransparenzRL um.

[177] Umfasst sind alle Aktienemittenten, deren Aktien auf einem geregelten Markt notieren.

kontrollierten Unternehmen im betreffenden Zeitraum sowie die Aussichten der Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr enthalten.[178]

Im Vergleich zu den Bestimmungen betreffend Jahres- und Halbjahresfinanzberichte sind die Vorschriften, welche die Zwischenberichterstattung regeln, weniger strikt. So ist für Zwischenmitteilungen im Gegensatz zu Jahres- und Halbjahresfinanzberichten weder ein Lagebericht noch eine Erklärung der gesetzlichen Vertreter gesetzlich vorgeschrieben; auch eine Prüfungspflicht besteht nicht, so dass auch das Erfordernis eines Negativvermerks nicht besteht.[179] Ebenso ist es im Umkehrschluss zu § 82 Abs 4, § 87 Abs 1 BörseG, welche das Erfordernis einer 5-jährigen öffentlichen Verfügbarkeit ausdrücklich normieren, nicht erforderlich, dass Zwischenmitteilungen über einen bestimmten Zeitraum öffentlich zugänglich gehalten werden. Die Veröffentlichungsmodalitäten von Zwischenmitteilungen bzw Quartalsberichten, richten sich ebenso wie die für Jahres- und Halbjahresfinanzberichte nach § 82 Abs 8 BörseG, wonach eine europaweite Veröffentlichung erforderlich ist. Wie bei den Jahres- und Halbjahresfinanzberichten ist auch im Falle von Zwischenmitteilungen und Quartalsberichten gemäß § 11a Abs 2 Satz 2 VMV die Veröffentlichung im Weg einer Hinweisbekanntmachung ausreichend.

2.6.2. Quartalsberichte nach IFRS

Anstelle von Zwischenmitteilungen kann ein Aktienemittent gemäß § 87 Abs 6 BörseG auch Quartalsberichte nach Maßgabe der IFRS erstellen. Die Erstellung von Quartalsberichten richtet sich in diesem Fall nach IAS 34, in welchem die Zwischenberichterstattung geregelt wird.[180] Die Veröffentlichung muss unverzüglich bzw spätestens 60 Tage nach dem Stichtag des Quartalsberichts erfolgen und unterscheidet sich damit von der maximal 6-wöchigen Veröffentlichungsfrist für Zwischenmitteilungen. Auch Form und Inhalt des Quartalsberichts richten sich nach IAS 34, so dass im Ergebnis die Erstellung eines Quartalsberichts

---

[178] Die Verwaltungspraxis der FMA sieht vor, dass die Zwischenmitteilung ein möglichst informatives Bild durch eine deskriptive Erläuterung der Finanzlage unter Angabe von Zahlen enthalten muss. S auch *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 87 Rz 19; *Hönsch* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 37x Rz 14. Davon leicht abweichend *Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 37x Rz 13, wonach ein Zahlenwerk nicht enthalten sein muss, sondern vielmehr eine „rein deskriptive Darstellung der Finanzlage" genügt.

[179] Vgl *Bitzyk/Oelkers*, ÖBA 2009, 508 (514).

[180] Der Gesetzgeber sieht § 87 Abs 6 BörseG als gegenüber den IFRS Reglungen subsidiär anwendbar an, indem er davon ausgeht, dass dieser auch auf die nach IFRS erstellten Quartalsberichte Anwendung findet, sofern die geforderten Angaben sich nicht bereits aus IFRS ergeben, vgl AB 55 BlgNR 23. GP 6.

aufwändiger ist als die Erstellung von Zwischenmitteilungen des Vorstands.[181] Inhaltlich enthält der Quartalsbericht im Wesentlichen die Bestandteile des Halbjahresfinanzberichts,[182] mit Ausnahme der Erklärung der gesetzlichen Vertreter.[183] Im Gegensatz zum Halbjahresfinanzbericht, wo dies von § 87 Abs 3 BörseG vorgeschrieben ist, ist die Angabe der Nichtdurchführung einer prüferischen Durchsicht beim Quartalsbericht nicht erforderlich. Dort gibt es somit keinen „Negativvermerk".[184]

2.6.3. Neuerungen durch die TransparenzRL

Die Umsetzung der Transparenzrichtlinie in das österreichische Börsegesetz hat auch die Pflichten zur Erstattung von Zwischenberichten bzw Quartalsberichten ausgeweitet. Nach der alten gesetzlichen Regelung des § 87 BörseG[185] bestand die Verpflichtung zur

---

[181] Vgl *Kumm*, Praxisfragen bei der Regelpublizität nach Inkrafttreten des TUG, BB 2009, 1118 (1121).

[182] In Deutschland ergibt sich das bereits aus den gesetzlichen Regelungen. § 37x Abs 3 Satz 1 WpHG, der die Erstellung von Quartalsberichten regelt, bestimmt, dass der Quartalsbericht die Inhalte eines Halbjahresfinanzberichts gemäß § 37w Abs 2-4 WpHG enthalten muss. Für Österreich ergibt sich das aus der Tatsache, dass § 87 Abs 6 BörseG auf die IFRS verweist. IAS 34 regelt allgemein den Inhalt von Zwischenberichten, ohne dass hier eine Differenzierung zwischen Halbjahres- und Quartalsfinanzberichten getroffen wird. Insoweit gelten hier inhaltlich dieselben Regeln.

[183] Vgl *Butzlaff/Gehrer/Meyer*, Zwischenberichterstattung von Kreditinstituten nach IFRS – Rechtliche Anforderungen und praktische Umsetzung, IRZ 2009, 257 (258). Demnach ergibt sich das in Deutschland aus § 37x Abs 3 WpHG iVm dem Deutschen Rechnungslegungs Standard („DRS") 16 Tz 57. DRS 16 Tz 57 besagt, dass für Quartalsberichte keine Erklärung der gesetzlichen Vertreter erforderlich ist. Auch verweist § 37x Abs 3 WpHG, der in Deutschland die Pflicht zur Zwischenberichterstattung regelt, nicht auf § 37w Abs 2 Z 3 WpHG, in dem das Erfordernis der Erklärung der gesetzlichen Vertreter für den Halbjahresfinanzbericht geregelt ist, wohl aber auf die sonstigen Inhalte des § 37w WpHG.
In Österreich ergibt sich dies ebenfalls aus dem Gesetzestext, der nur in § 82 Abs 4, § 87 Abs 1 BörseG davon spricht, dass eine Erklärung der gesetzlichen Vertreter erforderlich ist. Konkretisiert wird dies durch die AFRAC-Stellungnahme, in der Quartalsberichte nicht im Ansatz erwähnt werden. Die Mustererklärungen am Ende der Stellungnahme beziehen sich nur auf Jahresfinanzberichte und Halbjahresfinanzberichte. S auch AFRAC-Stellungnahme, Punkt 1.1, (1), wo lediglich gesagt wird, dass die gesetzlichen Vertreter des Emittenten zur Abgabe einer Erklärung im Rahmen des Jahresfinanzberichts und des Halbjahresfinanzberichts verpflichtet sind.

[184] Vgl *Butzlaff/Gehrer/Meyer* aaO. S hierzu auch die Argumentation in FN 183. Im deutschen wie auch im österreichischen Recht fehlt ein Verweis auf die entsprechende Vorschrift beim Halbjahresfinanzbericht, die den Negativvermerk regelt. Zudem besagt DRS 16 Tz 57 explizit, dass für einen Quartalsbericht kein Negativvermerk erforderlich ist.

[185] IdF BGBl I 2005/78.

Veröffentlichung von Zwischenberichten nach 3 und 9 Monaten nur für Aktienemittenten, die im Amtlichen Handel notierten. Diese Verpflichtung wurde durch die Umsetzung der Transparenzrichtlinie auf alle Aktienemittenten ausgeweitet, die in einem geregelten Markt, also neben dem Amtlichen Handel auch im Geregelten Freiverkehr der Wiener Börse, notieren.

2.6.4. Mögliche Neuerungen durch den TransparenzRL-E[186]

Die im Moment bevorstehende Reform der TransparenzRL könnte auch im Bereich der Regelpublizität zu Änderungen führen. Hier ist ua geplant, die Pflicht zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen abzuschaffen.[187] Das ist auf Grund der Reduzierung des Verwaltungsaufwands, vor allem für mittelständische Unternehmen, zu begrüßen, da letztlich Jahres- und Halbjahresfinanzberichte ausreichende Informationen für das Anlegerpublikum enthalten.[188] Damit ist wohl in Europa eine erste Tendenz zu erkennen, die Informationsflut auf dem Kapitalmarkt auf ein unbedingt notwendiges Ausmaß zu begrenzen.

2.7. Ausnahmen von der Berichtspflicht

§ 90 BörseG[189] regelt Ausnahmen von der Berichtspflicht für bestimmte Gruppen von Emittenten. Das gilt jedoch nur für börserechtliche Zwecke und hat keinen Einfluss auf mögliche Pflichten zur Aufstellung von Jahresabschlüssen oder Konzernabschlüssen nach UGB.[190] Gemäß § 90 Abs 1 Z 1 BörseG sind Zentralstaaten, regionale Gebietskörper-

---

[186] Der Entwurf ist unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_de.pdf (13.11.2012) verfügbar.

[187] Vgl Art 3 Abs 1 TransparenzRL-E, wonach der Herkunftsmitgliedstaat nur insoweit strengere Anforderungen erlassen darf, als diese nicht neben der Verpflichtung zur Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresfinanzberichten die Veröffentlichung zusätzlicher regelmäßiger Finanzinformationen verlangen.

[188] Vgl Begründung zum TransparenzRL-E, 2.6. Demnach sollen außerdem auch Anreize für langfristige Investitionen geschaffen werden.

[189] § 90 BörseG setzt Art 8 TransparenzRL wortgleich um. Die Umsetzung der in Art 8 Abs 2, 3 TransparenzRL vorgesehenen Ausnahmen von der Berichtspflicht war für die Mitgliedstaaten nicht verpflichtend, sondern wurde von der TransparenzRL in das Ermessen des Herkunftsmitgliedstaats gestellt. Der österreichische Gesetzgeber hat von diesem Ermessen in § 90 Abs 2, 3 BörseG, ebenso wie der deutsche Gesetzgeber in § 37z Abs 2, 3 WpHG, Gebrauch gemacht. S auch AB 55 BlgNR 23. GP 6.

[190] Vgl *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 90 Rz 1, 4. *Lang/Temmel* sehen den Sinn und Zweck des § 90 Abs 1 Z 2 BörseG, geringere Publizitätsanforderungen an Schuldtitelemittenten mit einer Stückelung von wenigstens 100.000 Euro zu stellen, durch die UGB-Bestimmungen ad absurdum geführt, da für Emittenten, deren Wertpapiere an einem geregelten Markt notieren, gemäß den §§ 245, 245a UGB eine Pflicht zur Erstellung

schaften, internationale öffentlich-rechtliche Stellen, denen mindestens ein Mitgliedstaat angehört, die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten von der Pflicht zur Finanzberichterstattung befreit. Nach § 90 Abs 1 Z 2 BörseG besteht eine weitere Ausnahme für Emittenten, die ausschließlich zum Handel an einem geregelten Markt zugelassene Schuldtitel mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro bzw dem entsprechenden Gegenwert am Ausgabetag in einer ausländischen Währung begeben.[191]

---

von (Teil-)Konzernabschlüssen nach IAS besteht, was im Ergebnis zur Folge hätte, dass Emittenten zwar einen (Teil-)Konzernabschluss nach IAS erstellen müssen, diesen aber wegen der Vorschrift des § 90 Abs 1 Z 2 BörseG nicht veröffentlichen müssten, so dass § 90 Abs 1 Z 2 BörseG teilweise ins Leere geht. Die Pflicht zur Erstellung eines Teilkonzernabschlusses besteht nach § 245 UGB, weil die FMA diesen für den Prospekt benötigt, der für die Zulassung der Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt erforderlich ist. *Lang/Temmel* beziehen sich hier auf den Listingprospekt, der nach § 74 BörseG erforderlich ist. Insoweit sind die Ausnahmebestimmungen von der Prospektpflicht des § 75 BörseG und des § 3 KMG nicht deckungsgleich. Emittenten, die ausschließlich Schuldtitel mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro begeben, müssen wegen § 3 Abs 1 Z 9 KMG keinen Angebotsprospekt erstellen, wohl aber einen Listingprospekt, sofern sie ihre Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zulassen möchten, da es in § 75 BörseG keine dem § 3 Abs 1 Z 9 KMG entsprechende Ausnahme gibt. Die praktische Relevanz von § 90 Abs 1 Z 2 BörseG dürfte damit gering sein, da Emittenten, die ohnehin einen Prospekt erstellen müssen, sich nicht auf die Ausgabe von Schuldtiteln mit einer Stückelung von wenigstens 100.000 Euro beschränken werden, sondern auch Schuldtitel mit einer geringeren Stückelung ausgeben werden, so dass die Ausnahmen nach § 90 Abs 1 Z 2 BörseG sowie § 3 Abs 1 Z 9 KMG nicht mehr einschlägig sein werden. Dagegen ist § 3 Abs 1 Z 1b KMG über den Verweis in § 75 Abs 2 BörseG einbezogen, so dass in dem Fall kein Listingprospekt nach § 74 BörseG erforderlich ist. § 3 Abs 1 Z 1b KMG entspricht im Wesentlichen § 90 Abs 3 BörseG, so dass die Ausnahme des § 90 Abs 3 BörseG im Gegensatz zu § 90 Abs 1 Z 2 BörseG durchaus einen praktischen Anwendungsbereich hat.

Matyschok, Finanzberichterstattung bei Aufnahme und Beendigung der Börsennotierung, BB 2009, 1494 (1496) kommt auch zu dem Schluss, dass „die Anforderungen an die Finanzinformationen im Prospekt und diejenigen an die periodische Finanzberichterstattung nicht wirklich nahtlos ineinandergreifen".

[191] § 90 Abs 1 Z 2 BörseG ähnelt der prospektrechtlichen Bestimmung in § 3 Z 9 KMG, die eine Ausnahme von der Prospektpflicht für Angebote von Wertpapieren mit einer Stückelung von mindestens 100.000 Euro vorsieht. Erwägungsgrund 15 TransparenzRL nennt ausdrücklich die Analogie zur RL 2003/71/EG (Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl L 2003/345, 64) bezüglich Ausnahmen für Wertpapiere mit einer Stückelung von mindestens (damals noch) 50.000 Euro. Die gemäß Art 3 Abs 2 lit d Richtlinie 2010/73/EU (Richtlinie 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren

§ 90 Abs 2 BörseG regelt eine Befreiung von der Pflicht zur Erstellung von Halbjahresfinanzberichten für Kreditinstitute[192], deren Aktien nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind und die dauernd oder wiederholt ausschließlich Schuldtitel begeben haben, sofern der Gesamtnennbetrag der ausgegebenen Schuldtitel 100 Millionen Euro nicht erreicht und kein Prospekt nach der ProspektRL veröffentlicht wurde.

§ 90 Abs 3 BörseG betrifft eine weitere Befreiung von der Pflicht zur Erstellung von Halbjahresfinanzberichten für Emittenten, die am 31.12.2003[193] bereits existierten und die an geregelten Märkten ausschließlich Schuldtitel begeben, die vom Herkunftsmitgliedstaat oder einer seiner Gebietskörperschaften unbedingt und unwiderruflich garantiert werden. § 90 Abs 2, 3 BörseG nehmen zwar nur Bezug auf § 87 Abs 1 BörseG, wo die Pflicht zur Halbjahresfinanzberichterstattung geregelt ist. Dass auch keine Pflicht zur Erstellung von Zwischenmitteilungen gemäß § 87 Abs 6 BörseG besteht, ergibt sich aus der logischen Systematik der Finanzberichterstattungspflichten, da die Verpflichtung aus § 87 Abs 6 BörseG nur für Aktienemittenten gilt, die Ausnahmen des § 90 Abs 2, 3 BörseG jedoch ausdrücklich nur für Schuldtitelemittenten Anwendung finden, für die nach § 87 Abs 6 BörseG ohnehin keine Verpflichtung zur Erstellung von Zwischenmitteilungen besteht.[194]

Die Ausnahmen in § 90 Abs 1 Z 2, Abs 2, Abs 3 BörseG enthalten jeweils das Wort „ausschließlich“, so dass nach dem reinen Wortlaut der Bestimmung eine Kombination der Ausnahmen nicht möglich ist. Nach dem Sinn und Zweck der Bestimmung, für bestimmte

---

Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind) inzwischen erfolgte Erhöhung der Mindeststückelung auf 100.000 Euro hat entsprechend dem Analogiegedanken in Erwägungsgrund 15 TransparenzRL auch in § 90 Abs 1 Z 2 BörseG Eingang gefunden.

[192] Eine Definition des Kreditinstitutes findet sich in § 1 Abs 1 BWG (Bundesgesetz über das Bankwesen (Bankwesengesetz – BWG) BGBl 1993/532, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/35).

[193] Dieses Datum ergibt sich aus Art 8 Abs 3 TransparenzRL, der bestimmt, dass der Zeitpunkt des Inkrafttretens der ProspektRL maßgeblich ist.

[194] AA *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 90 Rz 5, die für einen allgemeinen Verweis auf § 87 BörseG in § 90 BörseG plädieren, da ohnehin klar ist, dass einige der in § 87 BörseG normierten Pflichten nur Aktienemittenten betreffen. Der deutsche Gesetzgeber hat in § 37z Abs 2, 3 WpHG, die inhaltlich § 90 Abs 2, 3 BörseG entsprechen, einen vollständigen Verweis auf § 37w WpHG, der allerdings auch nur die Pflicht zur Halbjahresfinanzberichterstattung regelt, eingefügt.

Gruppen von Emittenten bzw für bestimmte Wertpapieremissionen, die konkrete Kriterien erfüllen, Erleichterungen vorzusehen, ist die Bestimmung jedoch zu Recht dahingehend auszulegen, dass auch von mehreren Ausnahmen kombiniert Gebrauch gemacht werden kann.[195]

§ 90 Abs 4 BörseG sieht, in Abweichung von § 90 Abs 1 Z 2 BörseG und solange die Schuldtitel aushaften, eine niedrigere Mindeststückelung von 50.000 Euro bzw annähernd[196] 50.000 Euro, sofern sie in einer anderen Währung gestückelt sind, für Emittenten vor, die ausschließlich Schuldtitel begeben und bereits am 31.12.2010 zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen waren. Diese sind von der Verpflichtung zur Veröffentlichung von Jahres- und Halbjahresfinanzberichten befreit.

2.8. Problematische Fälle

2.8.1. Beginn und Ende der Börsezulassung

Praktisch problematisch sind Fälle, in denen Emittenten Wertpapiere neu an der Börse zulassen bzw die Börsenotierung beenden. Das BörseG trifft keine Regelungen ab welchem bzw bis zu welchem Zeitraum Finanzberichte veröffentlicht werden müssen. Aus § 82 Abs 4, § 87 Abs 1, 6 BörseG ergibt sich lediglich, dass Emittenten die Finanzberichte veröffentlichen müssen. Einer genaueren Betrachtung bedürfen besonders Zeiträume, die vor Beginn der Börsenotierung liegen bzw über das Ende der Börsenotierung hinausgehen. Klar ist der Fall, dass der Berichtszeitraum und auch die Veröffentlichungsfrist im Zeitpunkt der Börsenotierung bereits zu Ende sind. In diesem Fall ist für den vergangenen Zeitraum kein Finanzbericht zu veröffentlichen, da dies gar nicht mehr zeitgerecht erfolgen kann.[197] Schwieriger ist der Fall, dass der Berichtszeitraum zwar abgelaufen ist, die Veröffentlichungsfrist jedoch noch nicht.[198] Nach dem Wortlaut der börsegesetzlichen Vorschriften müssen Emittenten Finanzberichte veröffentlichen. Die Emittenteneigenschaft

---

[195] Vgl *Lang/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 90 Rz 6 FN 9.

[196] Vgl zur Auslegung des Terminus „annähernd“ FN 40.

[197] Emittent A hat sein Geschäftsjahr gleichlaufend mit dem Kalenderjahr. Einen Finanzbericht für das Jahr 2011 müsste er gemäß § 82 Abs 4 BörseG bis zum 30.04.2012 veröffentlichen. Wenn seine Wertpapiere erst nach dem 30.04.2012 an einem geregelten Markt zugelassen werden, besteht keine Verpflichtung, einen Jahresfinanzbericht nach § 82 Abs 4 BörseG für das Jahr 2011 zu veröffentlichen.

[198] Hier hat Emittent A aus FN 197 seine Wertpapiere bereits vor dem 30.04.2012 an einem geregelten Markt zugelassen.

beginnt gemäß § 81a Abs 1 Z 4 BörseG in dem Zeitpunkt, in welchem die Zulassung der Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt erfolgt ist.[199] Demnach würde eine Veröffentlichungspflicht bestehen, wobei die Frist dann möglicherweise kürzer wäre.[200] Im Ergebnis wird man dennoch dazu kommen, dass im Fall der Börsenzulassung innerhalb des Veröffentlichungszeitraums ein Finanzbericht veröffentlicht werden muss.[201]

Im Falle der Beendigung der Börsennotierung stellt sich die Frage, ob für abgeschlossene Berichtszeiträume noch ein Finanzbericht veröffentlicht werden muss, sofern der Veröffentlichungszeitraum noch nicht abgelaufen ist.[202] Es ist zweifelhaft, ob die Veröffentlichung von Finanzberichten nach Beendigung der Börsenzulassung für den Anleger überhaupt noch einen Informationsgehalt hat. Gesichtspunkte des Anlegerschutzes spielen hier jedenfalls keine Rolle, da der Hauptzweck der Berichtspflicht, dem Anleger eine informierte Investitionsentscheidung zu ermöglichen, nach Ende der Börsenzulassung nicht mehr erreicht werden kann.[203] Im Ergebnis sind daher nach Beendigung der Börsenzulassung keine Finanzberichte mehr zu veröffentlichen, unabhängig davon, ob der Veröffentlichungszeitraum bereits abgelaufen ist oder nicht.[204]

2.8.2. Rumpfgeschäftsjahr

Konstellationen, in denen Emittenten ihr Geschäftsjahr ändern, können hinsichtlich der Frage, ob und welche Berichte für das Rumpfgeschäftsjahr veröffentlicht werden müssen, ebenfalls problematisch sein. Interessant ist hier insbesondere die Frage, ob das Geschäftsjahr ausnahmsweise über 12 Monate hinaus verlängert werden kann. Das ist jedoch auf Grund der

---

[199] S auch Kapitel II.E.2.1.1.

[200] Wenn die Zulassung im obigen Beispiel (FN 197) zum Handel an einem geregelten Markt erst am 31.03.2012 erfolgt, so bleibt nur noch ein Monat Zeit, um den Jahresfinanzbericht zu veröffentlichen. In der Praxis sollte das jedoch nicht wirklich problematisch sein, da für die Börsennotierung in der Regel ein Listingprospekt erstellt werden muss, der dann auch einen konsolidierten Abschluss enthalten würde, und somit ohnehin ein Jahresfinanzbericht erstellt werden müsste. S dazu ausführlich FN 190.

[201] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 226; *Matyschok*, BB 2009, 1494 (1495).

[202] Emittent A aus FN 197 beendet beispielsweise die Börsennotierung am 15.03.2012, während der Veröffentlichungszeitraum noch bis zum 30.04.2012 läuft.

[203] Vgl *Matyschok*, BB 2009, 1494 (1495).

[204] AA BaFin, Emittentenleitfaden 226. Demnach müssen Berichte für abgeschlossene Zeiträume veröffentlicht werden, sofern der Veröffentlichungszeitraum noch nicht zu Ende ist.

gesetzlichen Regelungen in Österreich nicht zulässig.[205] Abgesehen davon wäre auch eine Vergleichbarkeit mit früheren Abschlüssen nicht möglich, wenn die Geschäftsjahre unterschiedlich lang sind, außerdem wäre zu befürchten, dass Unternehmen zT allein schon aus Kostengründen Berichte über längere Zeiträume erstellen würden. Daher ist die einzige praktische Lösung in diesem Fall die Erstellung von Finanzberichten für das Rumpfgeschäftsjahr, die Erstellung für längere Zeiträume als 12 Monate ist rechtlich nicht zulässig.[206] Bei Gesellschaften, die der Offenlegung gemäß § 82 Abs 4 BörseG unterliegen, muss auch der Stichtag eines nach IFRS aufgestellten Konzernabschlusses mit dem Stichtag eines UGB-Jahresabschlusses übereinstimmen.[207]

2.8.3. Vorgehensweise bei Nichteinhaltung des Veröffentlichungstermins

Ein weiteres häufig auftretendes praktisches Problem stellt sich, wenn der Emittent die Veröffentlichungsfrist überschreitet. Das Anlegerpublikum, welches zu einem bestimmten Datum mit der Veröffentlichung des Finanzberichts rechnet, muss in geeigneter Form über die Verspätung informiert werden. Hier ist darauf zu achten, dass, entsprechend dem in § 11 Abs 1 VMV formulierten Gedanken, die Veröffentlichung der vorgeschriebenen Informationen in einer Art und Weise vorgenommen wird, die den größtmöglichen öffentlichen Zugang des Anlegerpublikums gewährleistet. Die Verwaltungspraxis der FMA sieht vor, dass in Fällen der verspäteten Veröffentlichung unverzüglich und innerhalb der Veröffentlichungsfrist des betreffenden Finanzberichts eine Ad-hoc-Meldung vorzunehmen

---

[205] § 82 Abs 4 Z 3 lit a BörseG spricht von den maßgebenden Rechnungslegungsstandards, gemäß derer der Jahresabschluss aufgestellt sein muss. Das sind die Rechnungslegungsstandards des UGB (S oben FN 135). § 193 Abs 3 UGB besagt, dass die Dauer des Geschäftsjahres 12 Monate nicht überschreiten darf.

[206] Vgl zur Auslegung in Deutschland BaFin, Emittentenleitfaden 226. Demnach müssen alle Berichte ganz normal erstellt werden, wobei nach Ansicht der BaFin ein Jahresfinanzbericht über ein 6-monatiges Rumpfgeschäftsjahr den an sich zu veröffentlichenden Halbjahresfinanzbericht ersetzt. Dem ist im Ergebnis zuzustimmen, da sich die Berichte inhaltlich nicht unterscheiden würden, auch wenn die Veröffentlichungsfristen auseinanderfallen (4 Monate für den Jahresfinanzbericht bzw unverzüglich/maximal 2 Monate beim Halbjahresfinanzbericht). Sollte das Rumpfgeschäftsjahr dagegen 7 Monate betragen, so sind sowohl ein Halbjahresfinanzbericht für die ersten 6 Monate, als auch ein Jahresfinanzbericht für das 7-monatige Rumpfgeschäftsjahr zu erstellen.

[207] Vgl Stellungnahme des Austrian Financial Reporting and Auditing Committee „Geschäftsjahr des Konzernabschlusses – UGB vs. BörseG", 2. (2).

ist.[208] Die Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung ändert freilich nichts daran, dass der Bericht zu spät veröffentlicht wird und ist daher auch nicht mehr geeignet, ein Verwaltungsstrafverfahren zu verhindern.[209]

2.8.4. Nachträgliche Änderungen veröffentlichter Berichte

Sofern es nach der Veröffentlichung zu Änderungen kommt, ist eine Korrekturveröffentlichung zu erstatten. Diese muss auf gleiche Art und Weise erfolgen, wie die Veröffentlichung des ursprünglichen Finanzberichts mit dem zusätzlichen Hinweis auf die

---

[208] Durch die Ad-hoc-Meldung ist jedenfalls sichergestellt, dass das Anlegerpublikum bestmöglich erreicht wird, da Ad-hoc-Meldungen erfahrungsgemäß am Kapitalmarkt am ehesten beachtet werden. Ob es sich bei der Verspätung des Berichts tatsächlich um eine Insider-Information handelt, wird einerseits vom Inhalt des Berichts, andererseits auch von den Gründen für die Verspätung abhängen. Bei dieser Praxis der FMA geht es weniger darum, dass Insider-Informationen unverzüglich veröffentlicht werden müssen, da in diesem Fall teilweise gar keine Insider-Information vorliegen wird. Vielmehr wurde ein Weg gesucht, den Kapitalmarkt in geeigneter Form zu informieren. Dafür eignet sich eine Ad-hoc-Meldung in diesem Fall wesentlich besser als eine bloße Pressemitteilung. Diese Auslegung der FMA beruht auch auf historischen Gründen. In der Vergangenheit war es bei Emittenten üblich, Finanzberichte ad-hoc zu veröffentlichen, unabhängig davon, ob sich der Inhalt tatsächlich als Insider-Information darstellte. Diese von der FMA akzeptierte Vorgehensweise wird daher auch heute noch zT von Emittenten gelebt. Der Gedanke dahinter wird sein, dass man lieber eine Ad-hoc-Meldung zu viel schaltet, als ein Verwaltungsstrafverfahren wegen Verstoßes gegen die Ad-hoc-Publizitätsbestimmungen zu riskieren. Bei strenger Auslegung müsste man sich hier jedoch fragen, ob die Insider-Information wirklich erst am letzten Tag des Monats bekannt war. Erfahrungsgemäß wird das Formatieren und Übersetzen des Finanzberichts einige Tage in Anspruch nehmen, so dass die Veröffentlichung der Insider-Information erst mit dem Finanzbericht dann nicht mehr unverzüglich wäre. Um ein Verwaltungsstrafverfahren oder unangenehme Nachfragen seitens der FMA zu vermeiden, empfiehlt es sich nur dann einen Finanzbericht ad-hoc zu veröffentlichen, wenn die darin enthaltenen Informationen tatsächlich als Insider-Information bewertet werden. In diesem Fall sollten die als Insider-Information bewerteten Informationen, sobald diese bekannt sind, unverzüglich vor der Veröffentlichung des Finanzberichts veröffentlicht werden. Vgl auch Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), VIII. 1. Absatz, wonach eine Ad-hoc-Pflicht nicht durch lediglich fristgerechte Veröffentlichung des betreffenden Finanzberichts erfüllt werden kann.

[209] Dennoch empfiehlt es sich, diese Vorgehensweise einzuhalten, denn erfahrungsgemäß wird das von der FMA zu Gunsten des Veröffentlichungspflichtigen berücksichtigt, wenn es um die Frage geht, ob ein Verwaltungsstrafverfahren eingeleitet wird und welche Sanktionen (Art und Höhe) verhängt werden.

nachträgliche Änderung.[210] Ebenso ist eine Korrekturmeldung erforderlich, sofern sich angekündigte Termine verschieben bzw sich die Pfadangaben des Links ändern.[211]

2.8.5. Verhältnis Regelpublizität/Ad-hoc-Publizität

Die Ad-hoc-Pflicht ist losgelöst von der Verpflichtung zur Veröffentlichung der Regelpublizität zu beurteilen. Relevant werden hier insbesondere zwei Fälle sein. Zum einen, dass sich im Vorfeld der Veröffentlichung des Finanzberichts herausstellt, dass die Geschäftszahlen von der allgemeinen Markterwartung deutlich abweichen und daher eine Insider-Information darstellen, zum anderen, dass sich die im Finanzbericht veröffentlichten Informationen im Nachhinein als unrichtig herausstellen und es sich dabei um eine Insider-Information handelt.[212] Die Ad-hoc-Publizitätspflicht und die Regel-publizitätspflichten sind unterschiedlicher Natur und bestehen nebeneinander. Die Regelpublizität kann die Ad-hoc-Publizität nicht ersetzen.[213] Die Veröffentlichung eines Finanzberichts kann daher nicht als Ersatz für die Pflicht zur Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung ins Feld geführt werden. Ein Emittent wird also immer genau zu prüfen haben, ob eine bestimmte Information bzw bestimmte Geschäftsergebnisse, eine

---

[210] Vgl Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), VII. 1. Absatz.

[211] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 232.

[212] Vgl Informationsschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Regelpublizität laut Börsegesetz (März 2010), VIII. 2., 3. Absatz. Die FMA nennt hier als Beispiel die unrichtige Bilanzierung von Vermögenswerten oder Schulden.

[213] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 59; CESR/09-965, Question 7; Für weitere Einzelheiten s *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 35, 36; *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG § 15 Rz 166-168. Kritisch und eine restriktivere Auslegung befürwortend *Bedkowski*, Der neue Emittentenleitfaden der BaFin – nunmehr veröffentlicht, BB 2009, 1482 (1484). *Bedkowski* führt ins Feld, dass aus dem Gesamtbild des Finanzberichts herausgelöste (vorläufige) Geschäftszahlen Anleger in die Irre führen könnten. Dem ist entgegenzuhalten, dass in jedem Einzelfall zu prüfen ist, ob die Geschäftszahlen die Kriterien einer Insider-Information erfüllen, also eine genaue Information mit Kursbeeinflussungspotential darstellen. Zu dieser Bewertung wird man nur kommen, sofern die Zusammenhänge bereits so klar hervorgetreten sind, dass man dies beurteilen kann. Auch ist zu berücksichtigen, dass ein Unternehmen die eigenen Geschäftszahlen zutreffend beurteilen können wird, die Gefahr der Irreführung von Anlegern daher marginal sein dürfte. Der von *Bedkowski* befürworteten restriktiven Auslegung ist mE daher nicht zu folgen, denn diese würde vielmehr zu Rechtsunsicherheit führen und Insiderhandel begünstigen, da Personen, denen die Geschäftszahlen vorher bekannt werden, noch die entsprechenden Dispositionen vor der Veröffentlichung des Finanzberichts treffen könnten. Von der allgemeinen Markterwartung abweichende Geschäftszahlen sind daher ad-hoc zu veröffentlichen.

Insider-Information gemäß § 48a Abs 1 Z 1 BörseG darstellen und gegebenenfalls unverzüglich zu veröffentlichen sind, unabhängig davon, wann der Finanzbericht fällig ist.[214]

2.9. Sanktionen im Fall von Verstößen

Im Fall von Verstößen ist gemäß § 48 Abs 1 Z 6 BörseG mit Verwaltungsstrafen von bis zu 60.000 Euro zu rechnen.[215] Im Bereich der Regelpublizität wären grundsätzlich auch ein Börseausschluss gemäß § 14 Abs 1 Z 4 iVm § 19 Abs 1 Z 1 BörseG, ein Widerruf der Zulassung gemäß § 64 Abs 5 BörseG, der auf Grund des Wortlauts der Norm[216], im Gegensatz zu Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität, unproblematisch möglich wäre, denkbar. Verstöße gegen die Regelpublizität werden allerdings oftmals geringfügig iSv § 14 Abs 1 Z 4 BörseG sein, und auch ein Widerruf der Zulassung wird gemäß § 64 Abs 5 BörseG wohl meistens unverhältnismäßig sein. Strafrechtliche Sanktionen gemäß § 255 AktG[217] oder zivilrechtliche Ansprüche[218] gegen den Emittenten sind ebenfalls im Bereich des Möglichen. Genauere Einzelheiten zu diesen möglichen Rechtsfolgen und Sanktionen werden ausführlich im Kapitel über die Ad-hoc-Publizität dargestellt, da auf Grund der hervorgehobenen Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt zivilrechtliche Rechtsfolgen und Haftungsansprüche dort am wahrscheinlichsten eintreten werden.[219]

---

[214] Vgl Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde vom 06.03.2006 in der Fassung vom 05.04.2007 betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.2.2. Daraus ergibt sich, dass die Geschäftsführung des Emittenten Insider-Informationen veröffentlichen muss, sobald sie die Ad-hoc-Pflicht erkennen kann, mithin also bereits vor der Veröffentlichung eines Finanzberichts.

[215] Hier ist allerdings in der Zukunft auf Grund der Reform der TransparenzRL mit deutlich höheren Strafen zu rechnen. Der aktuelle TransparenzRL-E sieht in Art 28a Abs 2 lit e) eine Erhöhung des Mindeststrafrahmens für natürliche Personen auf mindestens 5.000.000 Euro vor, für juristische Personen gemäß Art 28a Abs 2 lit d TransparenzRL-E auf wenigstens 10% des jährlichen Gesamtumsatzes des Vorjahres. Alternativ muss die Höhe der Verwaltungsstrafe gemäß Art 28a Abs 2 lit f TransparenzRL-E wenigstens die zweifache Höhe des erzielten Gewinnes bzw der vermiedenen Verluste umfassen.

[216] Die Bestimmungen über die Regelpublizität sind im Verweisweg mit einbezogen.

[217] Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG^2 § 255 Rz 26.

[218] Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, aaO Rz 49, woraus sich ergibt, dass die Vorschriften über die Regelpublizität Schutzgesetze iSv § 1311 ABGB sind.

[219] Vgl Kapitel II.G.2.7.

F. Beteiligungspublizität, §§ 91 ff BörseG

1. Begriff der Beteiligungspublizität

1.1. Begriff und gesetzliche Grundlagen

Unter den Begriff der Beteiligungspublizität fallen die Meldepflichten von Aktionären sowie die darauffolgenden Veröffentlichungspflichten von Emittenten im Falle des Erwerbs oder der Veräußerung stimmrechtstragender Aktien oder anderer Finanzinstrumente eines Emittenten, durch die es zum Erwerb oder der Veräußerung von Stimmrechten kommt oder kommen kann, und die an einem geregelten Markt zugelassen sind. Die Meldepflichten der Aktionäre sind in den §§ 91, 91a und 92 BörseG geregelt. Die Gesetzessystematik in Österreich unterscheidet dabei bisher zwei Meldesäulen.[220] Die erste Säule betrifft die §§ 91, 92 BörseG. § 91 BörseG enthält dabei Meldepflichten für Aktionäre im Falle des Erreichens, Über- oder Unterschreitens der dort vorgesehenen Meldeschwellen durch den Erwerb stimmrechtstragender Aktien. § 92 BörseG enthält verschiedene Zurechnungstatbestände, bei

---

[220] Ab 01.01.2013 wird § 91a Abs 1 Z 2-4 BörseG idF BGBl I 2012/83 Meldepflichten für weitere Finanzinstrumente und sonstige vergleichbare Instrumente enthalten und damit auch in Österreich eine dritte Meldesäule eingeführt. Dadurch soll eine Lücke in den Meldepflichten im Interesse der Marktintegrität geschlossen werden, vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 9.

Vgl zur Systematik des deutschen WpHG, *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] Vor § 21 Rz 32a-32e. Das deutsche Gesetz enthält seit dem 01.02.2012 mit der Einführung des § 25a WpHG eine dritte Säule der Mitteilungspflichten, ua für Finanzinstrumente mit Barausgleich. Demnach sind in Deutschland seit dem 01.02.2012 auch Finanzinstrumente und sonstige Instrumente meldepflichtig, die nicht von § 25 WpHG, der Parallelnorm zu § 91a BörseG, erfasst sind. Die Einführung dieser neuen Meldepflichten erfolgte in Reaktion auf Aufsehen erregende Übernahmefälle, in denen feindliche Übernahmen durch den Aufbau von Positionen nicht meldepflichtiger Finanzinstrumente vorbereitet wurden. Namentlich zu erwähnen sind an dieser Stelle die (versuchten) Übernahmen Porsche/Volkswagen und Schaeffler/Continental aus den Jahren 2007 und 2008. Für eine genaue Auseinandersetzung mit möglichen Meldepflichten im Übernahmefall Schaeffler/Continental vgl *Schwenk/Glander*, Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten im Fall Continental AG/Schaeffler KG, juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht 5/2008, Anm. 6. Für eine Beurteilung des Falls nach den entsprechenden österreichischen Vorschriften des Börsegesetzes vgl *Hasenauer*, Beteiligungspublizität und Stake Building, RdW 2009, 3. *Hasenauer* kommt für die österreichische Rechtslage, ebenso wie die BaFin zur deutschen Rechtslage, zum Ergebnis, dass keine Meldepflichten bestanden haben. Die damals am 21.08.2008 veröffentlichte Pressemitteilung der BaFin findet sich unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2008/pm_080821_conti.html (13.11.2012).

deren Vorliegen weitere Stimmrechte aus Aktien zugerechnet werden. Die zweite Säule betrifft § 91a BörseG. Dieser erweitert die Meldepflichten des § 91 BörseG auf Finanzinstrumente, die ihrem Inhaber das Recht verleihen, von sich aus im Rahmen einer förmlichen Vereinbarung mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben. § 93 BörseG regelt die Veröffentlichungspflichten des Emittenten. Zum einen muss dieser eine Mitteilung, die er von einem Aktionär erhalten hat, gemäß § 93 Abs 2 BörseG veröffentlichen. Außerdem enthält § 93 Abs 1 BörseG auch eine Veröffentlichungspflicht zum Ende jedes Kalendermonats, in welchem es zu einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten oder Kapital gekommen ist.

1.2. Regelungszweck und Entstehungsgeschichte

Die Beteiligungspublizität verfolgt verschiedene Regelungszwecke.[221] Zum einen soll sie dem Unternehmen, der Börse, den Gesellschaftern sowie den interessierten Anlegern notwendige Informationen vermitteln, indem Personen, welche maßgeblich Einfluss auf die Führung der Gesellschaft nehmen können, offengelegt werden.[222] Durch die Offenlegung sollen „unkontrollierbare Gerüchte“ vermieden werden.[223] Ein weiterer wesentlicher Zweck besteht im Anlegerschutz. Aktuelle und auch potentielle Anleger sollen über die Beteiligungsverhältnisse und mögliche Änderungen derselben insoweit informiert sein, als ihnen dadurch eine subjektiv richtige Anlageentscheidung ermöglicht wird.[224] Die Schaffung von Transparenz im Hinblick auf die Beteiligungsverhältnisse soll das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt stärken.[225] Außerdem verfolgt die Beteiligungspublizität auch den Zweck, das reibungslose Funktionieren des Markts sicherzustellen, da durch die Offenlegung

---

[221] Für eine eingehende Auseinandersetzung mit den Regelungszwecken der Beteiligungspublizität, s *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 27ff mwN; *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] Vor § 21 Rz 18-32 mwN; *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG Vor §§ 21-30 Rz 15-22 mwN.

[222] Vgl *Kalss*, Die Offenlegung von Beteiligungen, ÖBA 1993, 615. Beabsichtigt ist auch eine wirksamere Kontrolle der Emittenten und eine Erhöhung der Markttransparenz größerer Kapitalbewegungen, vgl Erwägungsgrund 18 TransparenzRL.

[223] Vgl *Kalss* aaO.

[224] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884. S auch Erwägungsgrund 18 TransparenzRL, wonach Anleger durch die Informationen in die Lage versetzt werden sollen, Aktienkäufe und -verkäufe in voller Kenntnis der geänderten Stimmrechte zu tätigen.

[225] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 5; *Teichmann/Epe*, Neuer Regelungsansatz in der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz: Generalklausel statt Fallgruppen-Lösung, WM 2010, 1477 (1478).

der Beteiligungsverhältnisse Insiderhandel erheblich erschwert wird.[226] Eine weitere wichtige Funktion der Offenlegung bedeutender Beteiligungsverhältnisse besteht in ihrer Funktion als Konzerneingangsschutz, da durch die Offenlegung beginnende Konzernierungen, die eine Verlagerung von Entscheidungsprozessen nach sich ziehen können, zu Tage treten.[227]

Wie bereits erwähnt[228] gehen die Ursprünge der Beteiligungspublizität, wenn auch in einer eher rudimentären Form, bis in das Jahr 1979 zurück. Nach den recht umfangreichen Änderungen, die sich durch die Umsetzung der TransparenzRL im April 2007 ergeben haben, stehen in Kürze sowohl national[229] als auch international[230] die nächsten größeren Änderungen an.

2. Inhalt der Beteiligungspublizität

2.1. Adressaten der Beteiligungspublizität

2.1.1. Aktionäre, Inhaber von Finanzinstrumenten, Personen, denen Stimmrechte zurechenbar sind

Adressaten der Beteiligungspublizität sind zum einen gemäß § 91 BörseG die Aktionäre des Emittenten bzw dritte Personen, denen Stimmrechte gemäß § 92 BörseG zugerechnet werden bzw die Einfluss auf die Stimmrechtsausübung durch den Aktionär nehmen können, oder aber auch Inhaber von derivativen Finanzinstrumenten gemäß § 91a BörseG. Nach § 91 Abs 1 Satz 1 BörseG besteht für Personen[231] im Falle eines mittelbaren oder unmittelbaren Erwerbs oder einer unmittelbaren oder mittelbaren Veräußerung von Aktien eines Emittenten, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, die Verpflichtung unverzüglich bzw spätestens nach 2 Handelstagen[232] die FMA, das

---

[226] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I aaO.

[227] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 6 mwN; *Kalss*, ÖBA 1993, 615 (616); *Teichmann/Epe*, WM 2010, 1477 (1478).

[228] Vgl Kapitel II.A.1.

[229] Die wesentlichen Inhalte der am 01.01.2013 in Österreich in Kraft tretenden neuen Regelungen sind in Kapitel II.F.2.6.1 dargestellt.

[230] Für Einzelheiten zu den geplanten Änderungen auf europäischer Ebene s Kapitel II.F.2.6.2.

[231] Umfasst sind juristische und natürliche Personen, vgl § 81a Abs 1 Z 15 BörseG. Generell ist „jedermann" meldepflichtig, vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 9.

[232] Der österreichische Gesetzgeber hat die 4-tägige Maximalfrist, die in Art 12 Abs 2 TransparenzRL vorgesehen ist, verkürzt, was auf Grund der Regelung von Art 3 Abs 1 Unterabs 2 TransparenzRL, wonach

Börseunternehmen und den Emittenten über den Anteil an Stimmrechten zu unterrichten, den sie nach dem Erwerb oder der Veräußerung halten, sofern als Folge des Erwerbs oder der Veräußerung bestimmte Schwellen erreicht, über- oder unterschritten werden.[233] Der Begriff des Erwerbs und der Veräußerung ist dabei weit zu verstehen, jegliche Formen, ua auch Erbschaften, Schenkungen oder Erwerbe durch Verschmelzungen, sollen erfasst sein.[234] Dieselbe Verpflichtung trifft über die Regelungen der §§ 91a, 92 BörseG auch Inhaber von bestimmten Finanzinstrumenten und Personen, denen Stimmrechte zugerechnet werden. Nationalität und Wohnort bzw Sitz des Meldepflichtigen sind für die Meldepflicht irrelevant, was einhellig als mit den maßgeblichen völkerrechtlichen Grundsätzen in Einklang stehend angesehen wird.[235] Nach dem Grundsatz der mehrfachen Zurechnung, auch als Grundsatz der doppelten Meldepflicht bezeichnet, ist ein Aktionär auch dann nach § 91 Abs 1 BörseG meldepflichtig, wenn seine Aktien einer anderen Person über § 92 BörseG zuzurechnen sind, eine Absorption beim Aktionär erfolgt nicht.[236] Daraus folgt, dass die Summe aller gemeldeten Stimmrechte auch mehr als 100% betragen kann, sofern durch die Zurechnung von Stimmrechten nach § 92 BörseG eine mehrfache Meldepflicht entsteht.[237] Weitere Voraussetzung ist gemäß § 91 Abs 1 Satz 3 BörseG, dass Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist. Das sind zum einen Emittenten mit Sitz in Österreich gemäß § 81a Abs 1 Z 7 lit a aa BörseG, zum anderen auch Drittlandsemittenten[238] gemäß

---

strengere Regelungen für Aktionäre, Inhaber von Finanzinstrumenten oder Personen, denen Stimmrechte zurechenbar sind, zulässig sind, möglich ist.

[233] Art 9 Abs 1 TransparenzRL gibt vor, dass wenigstens das Erreichen, Unter- oder Überschreiten der Schwellen von 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% und 75% eine Meldepflicht auslösen müssen. Der österreichische Gesetzgeber hat zusätzlich Schwellen von 35%, 40%, 45% und 90% eingeführt, was ebenfalls gemäß Art 3 Abs 1 Unterabs 2 TransparenzRL zulässig ist.

[234] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 18; *Kalss*, ÖBA 1993, 615 (618); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 29. So kommt es auf den Rechtsgrund des Erwerbs genauso wenig an, wie darauf, ob dieser ein- oder zweiseitig ausgestaltet war oder im Wege der Einzel- oder Gesamtrechtsnachfolge stattgefunden hat.

[235] Vgl *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 41 mwN; *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] Vor § 21 Rz 50; *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 21 Rz 13.

[236] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 93 ff, § 22 Rz 15 mwN; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 32 mwN; *Zollner*, Zusammenspiel von Börse- und Übernahmerecht, RdW 2001, 457 (460) mwN; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890) mwN; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 18.

[237] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 96.

[238] Das sind alle Emittenten ohne Sitz im EWR.

§ 81a Abs 1 Z 7 lit a bb BörseG, sofern das erstmalige Angebot ihrer Wertpapiere nach dem 31.12.2003 im EWR in Österreich erfolgen soll oder der erste Antrag auf Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in Österreich erfolgt ist und diese Österreich als Herkunftsmitgliedstaat ausgewählt haben.[239] Gegenüber dem Börseunternehmen besteht gemäß § 91 Abs 1 Satz 3 BörseG eine Mitteilungspflicht nur dann, wenn die Aktien des Emittenten an einem geregelten Markt des Börseunternehmens zum Handel zugelassen sind. Aus den Gesetzesmaterialien ergibt sich, dass es sich um eine Verpflichtung handelt, die nur besteht, wenn kumulativ sowohl Österreich der Herkunftsmitgliedstaat ist, als auch eine Zulassung zum geregelten Markt des Börseunternehmens besteht.[240] Außerhalb eines Erwerbsvorgangs bestimmt § 91 Abs 1a Satz 3 BörseG, dass eine Meldepflicht gemäß § 91 Abs 1 BörseG auch dann besteht, wenn sich die Aufteilung der Stimmrechte verändert und dadurch bei Zugrundelegung der gemäß § 93 Abs 1 BörseG veröffentlichten Gesamtstimmrechtszahl eine Schwelle erreicht, über- oder unterschritten wird.[241] Anwendungsfälle des § 91 Abs 1a Satz 3 BörseG sind zB Stimmrechtsverschiebungen durch Kapitalerhöhungen oder Kapitalherabsetzungen sowie Umstrukturierungen wie Verschmelzungen oder Spaltungen, bei denen kein Erwerbs- oder Veräußerungsvorgang stattfindet, und die deshalb nicht schon unter § 91 Abs 1 BörseG fallen.[242] Auch das zeitweilige Aufleben von Stimmrechten im Falle von Vorzugsaktien ist von § 91 Abs 1a Satz 3 BörseG umfasst.[243]

---

[239] Das ergibt sich aus § 1 Abs 1 Z 12 lit c KMG, auf den § 81a Abs 1 Z 7 lit a bb BörseG verweist.

[240] Vgl AB 55 BlgNR 23. GP 7. Dort wird auf die Anmerkungen in den Materialien zu § 86 BörseG hingewiesen, aus denen sich eindeutig ergibt, dass für die Übermittlungsverpflichtung kumulativ die Herkunftsmitgliedstaatseigenschaft und die Börsezulassung erforderlich sind. Allerdings übersieht der Gesetzgeber mE an dieser Stelle, dass § 91 BörseG keine vorgeschriebene Information ist, § 86 BörseG betrifft jedoch vorgeschriebene Informationen. Daher ist fraglich, ob hier auf § 86 BörseG Bezug genommen werden kann. Unabhängig davon wäre es mE ohnehin sinnvoll, de lege ferenda in jedem Fall eine Übermittlungsverpflichtung gegenüber dem Börseunternehmen vorzusehen, sofern die Wertpapiere an einem geregelten Markt desselben zugelassen sind, vgl hierzu auch die Ausführungen unter II.E.2.3.

[241] Vgl die Rechtslage in Deutschland, wo generell eine Schwellenberührung, -über oder -unterschreitung „in sonstiger Weise“ gemäß § 21 Abs 1 WpHG die Meldepflicht auslöst. Damit werden die von § 91 Abs 1a Satz 3 BörseG geregelten Fälle bereits vom Grundtatbestand umfasst.

[242] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (889).

[243] S hierzu die Ausführungen in Kapitel II.F.2.2.1.5. AA *Kalss/Zollner* aaO. Die Autoren kommen hier zwangsläufig zu einer gegenteiligen Auffassung, da sie die Ansicht vertreten, dass das Aufleben der Stimmrechte bei Vorzugsaktien keine Auswirkungen auf die Gesamtstimmrechtszahl hat.

Im Fall des mittelbaren Erwerbs stellt sich die Frage, wie sich § 91 Abs 1 BörseG zu § 92 Z 4 BörseG verhält. § 91 Abs 1 BörseG sieht allgemein eine Meldepflicht auch für einen mittelbaren Erwerb oder eine mittelbare Veräußerung vor, während § 92 Z 4 BörseG den mittelbaren Erwerb auf Fallkonstellationen eingrenzt, in denen eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung an einem Unternehmen besteht, dem die Stimmrechte gehören. § 92 Z 4 BörseG wäre ohne eigenen Anwendungsbereich, wenn mittelbare Erwerbe oder Veräußerungen ohnehin ganz allgemein von § 91 Abs 1 BörseG erfasst wären. In diesem Fall wäre § 92 Z 4 BörseG überflüssig. Es ist daher davon auszugehen, dass § 92 Z 4 BörseG insoweit eine lex specialis darstellt, deren Voraussetzungen vorliegen müssen. Eine generelle Meldepflicht nach § 91 Abs 1 BörseG im Falle eines mittelbaren Erwerbs scheidet daher insoweit aus, als nicht die Voraussetzungen des spezielleren § 92 Z 4 BörseG erfüllt sind.[244] Unterhalb der Schwelle der mittelbaren kontrollierenden Beteiligung würde eine Meldepflicht mE auch nicht dem Telos der Beteiligungspublizität entsprechen, da in der Praxis in derartigen Fällen kein Einfluss auf die Stimmrechte ausgeübt werden könnte. Die Offenlegung der tatsächlichen Einflussverhältnisse ist aber gerade ein wichtiger Zweck der Beteiligungspublizität. Eine Meldung ohne dass eine kontrollierende Beteiligung gegeben ist, würde diesem Zweck daher mE widersprechen.

2.1.2. Emittenten

Für den Emittenten[245] bestehen Veröffentlichungspflichten gemäß § 93 BörseG. Zum einen besteht gemäß § 93 Abs 1 BörseG die Verpflichtung, die Gesamtstimmrechte und das Kapital am Ende eines Kalendermonats, in dem es zu einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten oder Kapital gekommen ist, zu veröffentlichen. Außerdem besteht gemäß § 93 Abs 2 BörseG für den Emittenten auch die Verpflichtung, alle Informationen, die in Mitteilungen gemäß §§ 91 ff BörseG der Aktionäre enthalten sind, spätestens 2 Handelstage nach deren Erhalt zu veröffentlichen. An dieser Stelle fällt auf, dass die rechtlich aufwändige Prüfung, ob eine Meldepflicht besteht, den Aktionär trifft. Der Emittent ist nur verpflichtet, erhaltene

---

[244] Im Ergebnis wohl genauso aber mit abweichender Begründung *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (888, 891) sowie *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 31, der von einer teleologischen Reduktion des Begriffes des „mittelbaren Erwerbs" in § 91 Abs 1 BörseG durch den Begriff der „kontrollierenden Beteiligung" spricht. ME handelt es sich wohl weniger um eine teleologische Reduktion, sondern vielmehr um ein lex specialis Verhältnis der beiden Vorschriften zueinander, welches dazu führt, dass § 91 Abs 1 BörseG als generellere Norm nicht zur Anwendung kommt. Für Einzelheiten zu § 92 Z 4 BörseG siehe Kapitel II.F.2.2.2.4.

[245] S zum Emittentenbegriff des Börsegesetzes Kapitel II.E.2.1.1.

Meldungen zu veröffentlichen bzw bei Veränderungen von Stimmrechten oder Kapital Veröffentlichungen vorzunehmen. Ob eine solche Veröffentlichungspflicht besteht, ist leichter feststellbar als die Bestimmung der Meldepflicht nach den §§ 91 ff BörseG, die sich rechtlich kompliziert darstellen kann.

2.2. Inhalt der Meldeverpflichtungen nach den §§ 91, 92 BörseG

Im Rahmen der Meldeverpflichtungen der Aktionäre bzw der Personen, denen Stimmrechte Dritter zuzurechnen sind, stellen sich verschiedene rechtliche Auslegungsfragen, die im Folgenden analysiert und schließlich einer Klärung zugeführt werden.

2.2.1. § 91 BörseG

§ 91 Abs 1 BörseG beinhaltet eine Reihe rechtlicher Fragen, die in der Praxis einer Auslegung bedürfen.

2.2.1.1 Maßgeblicher Zeitpunkt für die Meldepflicht

Zunächst stellt sich die Frage, an welchen Zeitpunkt die Meldepflicht in den Fällen anknüpft, in denen Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft auseinanderfallen. Weder aus dem Börsegesetz selbst, noch aus den existierenden und teilweise inkonsequenten Literaturansichten scheint sich eine eindeutige Antwort hierauf zu ergeben. Eine stringente und in sich logische Lösung des Problems ist daher schwierig. Historisch betrachtet wurde davon ausgegangen, dass für die Meldepflicht nach § 91 Abs 1 BörseG das Verfügungsgeschäft den relevanten Anknüpfungspunkt darstellte, was bis zur Umsetzung der TransparenzRL in das Börsegesetz im Jahr 2007 wohl unstreitig war.[246] Aus der Umsetzung

---

[246] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 19 mwN, wonach der Abschluss eines Verpflichtungsgeschäfts von § 91 BörseG nicht erfasst ist. Ebenso *Kalss*, ÖBA 1993, 615 (618), wonach trotz des nicht eindeutigen Gesetzeswortlauts „eher nur der Transfer des Eigentumsrechts an den das Stimmrecht gewährenden Aktien die Mitteilungspflicht auslöst“ und auch § 92 BörseG einen „Übertragungsakt“ voraussetze. *Kalss* zieht auch § 92 Z 7 idF BGBl 1989/555 als Argument heran, wonach eine Meldepflicht bestand, sofern der Veräußerer, der Erwerber oder eine andere Person nach § 92 BörseG Stimmrechte auf Grund einer förmlichen Vereinbarung durch einseitige Willenserklärung erwerben konnte. Das spricht dafür, dass grundsätzlich, abgesehen vom Ausnahmefall des § 92 Z 7 BörseG, der die Meldepflicht dem Eigentumserwerb vorverlagerte, erst der Erwerb oder die Veräußerung von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien meldepflichtig war. S auch *Kalss/Zollner*, Markttransparenz bei Put- und Call-Optionen, ecolex 2002, 22, wonach sonstige Formen der Einflussverschiebung ohne Transfer von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien nicht offenlegungspflichtig sind sowie *Gruber*, Publizität des Emissionsgeschäfts in *Koppensteiner*, Österreichisches und europäisches

der TransparenzRL in das Börsegesetz geht nicht klar hervor, welches der beiden Geschäfte für die Meldepflicht relevant ist. Das historische Argument spricht wie gesehen für das Verfügungsgeschäft, nämlich die Übertragung von Eigentum.[247] In systematischer Hinsicht regelt § 91 Abs 1 BörseG den Transfer von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien, § 92 BörseG erweitert diese Meldepflicht um weitere Konstellationen, in denen zB auf Grund der Möglichkeit, Einfluss auf die Ausübung von Stimmrechten auszuüben, diese zugerechnet werden. § 91a BörseG wurde mit der TransparenzRL neu in das Börsegesetz eingefügt und erweitert die Meldepflicht auf bestimmte Optionen.[248] Die Systematik der §§ 91 ff BörseG spricht somit auch dafür, dass für die Mitteilungspflicht des § 91 Abs 1 BörseG die Übertragung von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien und damit das Verfügungsgeschäft maßgeblich ist.[249] Ein Blick auf den Wortlaut der Bestimmungen der §§ 91 ff BörseG ergibt dagegen, wie bereits erwähnt, kein eindeutiges Ergebnis. Die Formulierung in § 91 Abs 1 Satz 4 Z 1 BörseG[250], welche die Berechnungsmethode für die Meldefrist regelt, könnte suggerieren, dass das Verpflichtungsgeschäft der relevante Zeitpunkt für die Entstehung der Meldeverpflichtung ist. § 91 Abs 1 Satz 4 Z 1 BörseG bestimmt, dass die Frist ab dem Tag berechnet wird, der auf den Tag folgt, an dem die Person von dem Erwerb oder der Veräußerung oder der Möglichkeit der Ausübung der Stimmrechte Kenntnis erhält oder an dem sie unter den gegebenen Umständen davon hätte Kenntnis erhalten müssen, ungeachtet des Tages, an dem der Erwerb, die Veräußerung oder die Möglichkeit der Ausübung der Stimmrechte wirksam wird. Besonders der letzte HS, wonach es auf das Wirksamwerden des Erwerbs oder der Veräußerung nicht ankommt, könnte dafür sprechen, dass doch das Verpflichtungsgeschäft entscheidend ist. Hier wird jedoch zu Recht

---

Wirtschaftsprivatrecht Teil 4: Börsen- und Kapitalmarktrecht (1996), 244f, der ebenfalls von der Maßgeblichkeit des Verfügungsgeschäfts ausgeht.

[247] S auch *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (888), die davon ausgehen, dass „wie nach bisheriger Rechtslage – auf den Transfer von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien abzustellen“ ist.

[248] S dazu im Detail Kapitel II.F.2.3.

[249] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 32, der unter Verweis auf *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (888) davon ausgeht, dass im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG auf den Transfer von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien abzustellen ist. *Kalss/Zollner* verweisen auf die Regelungssystematik der nationalen und europarechtlichen Zurechnungsvorschriften und hier speziell auf § 92 Z 5 BörseG, wonach auch Stimmrechte, die ausgeübt werden können, ohne Eigentümer zu sein, meldepflichtig sind. Eine solche Regelung wäre überflüssig, wenn Konstellationen ohne Eigentumsübertragung bereits von § 91 Abs 1 BörseG erfasst wären.

[250] In § 91 Abs 1 Z 1 BörseG wurde Art 12 Abs 2 lit a TransparenzRL umgesetzt.

vertreten, dass § 91 Abs 1 Satz 4 Z 1 BörseG lediglich zu Gunsten des Meldepflichtigen bestimmt, dass dieser nur dann meldepflichtig ist, wenn er von dem Erwerb weiß oder wissen musste.[251] Es handelt sich daher weniger um eine materielle, sondern vielmehr um eine formelle Bestimmung, die regelt wann die Meldefrist beginnt.[252] Daher wäre es mE verfehlt, aus dieser Vorschrift Rückschlüsse darauf zu ziehen, ob das Verfügungs- oder das Verpflichtungsgeschäft für das Entstehen der Meldepflicht relevant ist. Die Formulierung von § 91 Abs 1 Satz 4 Z 1 BörseG spricht abgesehen davon auch dafür, dass hier von der Maßgeblichkeit des Verfügungsgeschäfts ausgegangen wird. Wie auch in § 91 Abs 1 Satz 1 BörseG werden stets die Begriffe Erwerb und Veräußerung verwendet. Die Begriffe „Erwerb“ und „Veräußerung“ sind sachenrechtlich behaftet, da durch den Abschluss eines Verpflichtungsgeschäfts noch kein Eigentum erworben oder veräußert wird. Auch die Literaturansichten sind teilweise nicht konsistent. So vermischen sowohl *Maierhofer*, als auch *Kalss/Zollner* Verfügungs- und Verpflichtungsgeschäft, indem sie in derselben Abhandlung an verschiedenen Stellen beide Ansichten vertreten, was letztlich nicht zu überzeugen vermag.[253]

---

[251] Vgl *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 59.

[252] Darauf deuten die Materialien hin, vgl AB 55 BlgNR 23. GP 7. Dort steht zu § 91 Abs 1 BörseG, dass die „Berechnungsvorschrift in Art 12 Abs. 2 der RL 2004/109 für die in Satz 1 genannte Frist“ dort zu finden ist. Somit werden in § 91 Abs 1 Satz 4 Z 1 BörseG keine materiellrechtlichen Regelungen getroffen.

[253] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (888, 899). Die Autoren gehen einerseits aaO, 888 mit entsprechender und nachvollziehbarer Begründung davon aus, dass „wie nach bisheriger Rechtslage auf den Transfer von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien abzustellen“ ist, widersprechen sich mE aaO 899 jedoch, indem sie an dieser Stelle, ohne nähere inhaltliche Auseinandersetzung mit der Problematik, das Signing als relevanten Zeitpunkt bezeichnen, welches aber das Verpflichtungsgeschäft darstellt. Auch der Hinweis, dass der gemäß § 92a Abs 1 Z 3 BörseG bekanntzugebende Zeitpunkt der Schwellenüberschreitung deutlich nach der tatsächlichen Meldung liegen kann, überzeugt nicht, da die Angabe des Zeitpunktes Bestandteil der Meldung sein muss. Ebenso widersprüchlich *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 32, 34, 36, § 92a, Rz 8, § 93 Rz 28, der zwar wie bereits gesehen aaO § 91 Rz 32 auf den Transfer von Eigentum und damit auf das Verfügungsgeschäft abstellt, aaO § 91 Rz 34 allerdings unter Berufung auf CESR/05-407 Rz 130, 198, 199 darauf verweist, dass das Verpflichtungsgeschäft entscheidend ist. AaO § 92a Rz 8, stellt *Maierhofer* für das in der Meldung gemäß § 92a Abs 1 Z 3 BörseG anzugebende Datum, an dem die Schwelle überschritten worden ist, wieder auf das Verfügungsgeschäft ab, was inkonsequent erscheint, zumal im Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäfts, die Angabe des Datums des Verfügungsgeschäfts uU noch gar nicht möglich sein kann, zB weil dieses zeitlich später erfolgt. In diesem Fall wäre es praktisch unmöglich, eine Meldung zu erstatten, die den formellen Anforderungen des § 92a BörseG entspricht. Auch das spricht dagegen, auf das

Nicht zuletzt zeigt auch ein Blick auf die deutsche Rechtslage, die im Hinblick auf die Trennung von Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft mit derjenigen in Österreich vergleichbar ist, dass im Rahmen von § 91 BörseG allein das Eigentum an den Stimmrechten und damit das Verfügungsgeschäft maßgeblich ist. § 22 Abs 1 Z 5 WpHG[254] enthält eine dem alten § 92 Z 7 BörseG idF BGBl 1989/555 ähnliche Vorschrift, wonach eine Meldepflicht besteht, wenn der Meldepflichtige Stimmrechte durch eine Willenserklärung erwerben kann. Damit waren ursprünglich die Fälle erfasst, in denen Verfügungs- und Verpflichtungsgeschäft auseinanderfallen.[255] Durch die Neufassung des § 25 WpHG[256] wurde der Terminus „sonstige Instrumente" eingefügt. Von § 25 WpHG erfasst sind damit jetzt auch Ansprüche aus abgeschlossenen schuldrechtlichen Verträgen, also der Abschluss eines Verpflichtungsgeschäfts,[257] so dass § 22 Abs 1 Z 5 WpHG in Zukunft enger auszulegen sein wird.[258]

Im Ergebnis zeigen also sowohl historische und systematische Gesichtspunkte, als auch die Auslegung von Wortlaut und Telos des § 91 Abs 1 BörseG, dass der relevante Anknüpfungspunkt für die Auslösung der Meldepflicht das Verfügungsgeschäft ist. Der Blick auf die vergleichbare deutsche Rechtslage, wo von der Parallelnorm zu § 91 BörseG, § 21 WpHG, nur die Übertragung von Eigentum an stimmrechtstragenden Aktien erfasst wird

---

Verpflichtungsgeschäft abzustellen. Im Übrigen ergibt sich auch aus CESR/05-407 Rz 130, FN 3, dass sich ein Mitgliedstaat (es handelte sich um Deutschland) für den Zeitpunkt des Eigentumstransfers ausgesprochen hat. Da die österreichische Rechtslage insoweit mit der deutschen vergleichbar ist, spricht das ebenfalls dafür, dieser Ansicht zu folgen. In den anderen Mitgliedstaaten wird nicht zwischen Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft differenziert, so dass dort diese Problematik nicht auftritt. Inkonsequent im Rahmen der Argumentation wirkt auch, dass *Maierhofer* aaO § 91 Rz 36 bezüglich der Gesamtstimmrechtsmeldung gemäß § 93 Abs 1 BörseG ohne Begründung wiederum auf die dingliche Rechtslage abstellt. Im Rahmen des Erwerbs eigener Aktien gemäß § 93 Abs 3 BörseG argumentiert *Maierhofer*, dass nach dessen Wortlaut das Verfügungsgeschäft entscheidend sei und stellt dabei gleichzeitig fest, dass das inkonsequent sei, sofern man bei § 91 Abs 1 BörseG auf das Verpflichtungsgeschäft abstelle. Im Ergebnis wird sichtbar, dass das Abstellen auf das Verpflichtungsgeschäft im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG nicht überzeugend argumentierbar ist. S auch BaFin, Emittentenleitfaden 130, wonach es für die Meldeverpflichtung nach § 21 WpHG auf das Verfügungsgeschäft ankommt, und das Verpflichtungsgeschäft allenfalls nach den §§ 22, 25 WpHG meldepflichtig sein kann.

[254] § 22 WpHG ist die deutsche Parallelnorm zu § 92 BörseG.

[255] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[5] § 22 Rz 104, 109.

[256] IdF des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes vom 5. April 2011 (BGBl I, 2011, 538).

[257] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 25 Rz 11.

[258] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 109.

und das Verpflichtungsgeschäft früher von § 22 Abs 1 Z 5 WpHG und nunmehr von § 25 WpHG erfasst ist, führt zum selben Ergebnis. An dieser Stelle bleibt zu erwähnen, dass mit der Änderung der Beteiligungspublizitätsvorschriften in Österreich per 01.01.2013[259] das Verpflichtungsgeschäft als „sonstiges vergleichbares Instrument" von § 91a Abs 1 Z 1 BörseG erfasst sein wird.

2.2.1.2 Meldepflichten bestimmter Personenmehrheiten und grundsätzliche Fragestellungen

Im Rahmen der §§ 91 ff BörseG stellt sich die Frage, in welcher konkreten Form Personenmehrheiten, die keine eigenständigen juristischen Personen sind, meldepflichtig sind. Grundsätzlich ist dabei davon auszugehen, dass die einzelnen natürlichen Personen, die Teil der jeweiligen Personenmehrheit sind, eigenständig meldepflichtig sind und nicht die Personenmehrheit als solche.[260] Das ergibt sich auch ausdrücklich aus § 5 Abs 1 TransV, der bestimmt, dass, abgesehen von den Fällen des § 92 Z 1 und 7 BörseG, in denen eine kollektive Meldepflicht aller an der Vereinbarung beteiligten Personen besteht, jeder einzelne Aktionär bzw jede einzelne natürliche oder juristische Person, auf die in § 92 BörseG Bezug genommen wird, meldepflichtig ist. Zu melden ist in der Regel der gesamte Bestand der Personenmehrheit und nicht ein der einzelnen Person zustehender Bruchteil, wobei gemäß § 5 Abs 3 TransV eine gemeinsame Mitteilung durch eine einzelne Person abgegeben werden kann.[261] Das gilt auch für eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts, da diese in Österreich nach hM und ständiger Judikatur keine juristische Person ist.[262] Hinsichtlich Bruchteilseigentum stellt sich die Frage, ob hier auch der gesamte Bestand, oder aber nur vom einzelnen Miteigentümer sein jeweiliger Bruchteil zu melden ist. Die hM in Deutschland sieht nur eine

---

[259] BGBl I 2012/83. S zu Einzelfragen Kapitel II.F.2.6.1.2.2.

[260] Vgl *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG §§ 21 Rz 11. IdS auch *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 25 Rz 11ff unter Anführung einzelner praktischer Beispiele, ua Güter- und Erbengemeinschaften, Familien sowie Bruchteilsgemeinschaften.

[261] Aus Gründen der Markttransparenz und um mehrfache Mitteilungen, die auf die Marktteilnehmer verwirrend wirken können, zu vermeiden, empfiehlt es sich, von der Möglichkeit in § 5 Abs 3 TransV, nur eine einzelne gemeinsame Mitteilung zu erstatten, Gebrauch zu machen. IdS auch CESR/05-407 Rz 182.

[262] Vgl *Grillberger* in *Rummel*, Kommentar zum Allgemeinen bürgerlichen Gesetzbuch[3], § 1175 Rz 23 mwN (Stand: 2002), wonach alleine die einzelnen Gesellschafter Träger von Rechten und Pflichten sein können. Anders die seit dem Jahr 2001 hM in Deutschland, wonach im Falle einer GesBR zumindest die Außengesellschaft Trägerin von Rechten und Pflichten sein kann. Vgl dazu BGH, Urteil vom 29.01.2001, II ZR 331/00, BGHZ 146, 341; BGH, Beschluss vom 16.07.2001, II ZB 23/00, BGHZ 148, 291.

Meldepflicht hinsichtlich des jeweiligen Bruchteils vor.[263] Charakteristisch für das Bruchteilseigentum ist, dass der jeweilige Miteigentümer über seinen (ideellen) Anteil grundsätzlich selbst frei verfügen kann.[264] Im Ergebnis ist im Falle von Bruchteilseigentum also auch in Österreich nur der jeweilige Bruchteil vom Miteigentümer zu melden, nicht aber der Gesamtanteil aller Miteigentümer.[265] Eine Verfügung über den gesamten Anteil können nur alle Miteigentümer gemeinsam treffen.[266] Der wohl wichtigste praktische Anwendungsfall des Bruchteilseigentums im Rahmen der §§ 91 ff BörseG ist die Sammelverwahrung von Aktien gemäß § 4 ff DepG[267]. § 5 Abs 1 DepG bestimmt, dass für die bisherigen Eigentümer mit dem Eingang der Wertpapiere beim Verwahrer Miteigentum an den zum Sammelbestand gehörenden Wertpapieren derselben Art entsteht. Der einzelne Miteigentümer unterliegt hier nur insoweit der Meldepflicht, als er mit seinem Bruchteil am Miteigentum Meldeschwellen gemäß § 91 Abs 1 BörseG erreicht, über- oder unterschreitet. Auch Anteilscheininhaber eines Kapitalanlagefonds halten das Fondsvermögen gemäß § 46 Abs 1 InvFG im Miteigentum.[268] Dieses Faktum spricht neben den rein juristischen Argumenten auch in praktischer Hinsicht gegen eine Mitteilungspflicht des einzelnen Anteilinhabers hinsichtlich des gesamten Anteils. Andernfalls hätte man das absurde Ergebnis, dass bei einem Publikumsfonds mit einer Vielzahl von Anlegern, die möglicherweise nur eine Aktie halten, jeder einzelne den gesamten Anteil des Publikumsfonds melden müsste. Das könnte im Extremfall zu tausenden Meldungen führen, was der Transparenz mit Sicherheit nicht zuträglich wäre und auch den einzelnen Anteilscheininhaber, der sich mit seinem Anteil weit unterhalb der Schwelle von

---

[263] Vgl *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG §§ 21 Rz 34; *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 11.

[264] Vgl *Gamerith* in *Rummel*, ABGB[3], § 825 Rz 2, § 829 Rz 1 (Stand: 2000).

[265] AA, jedoch ohne nähere Begründung und mE unzutreffend, *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 6.

[266] Vgl *Gamerith* in *Rummel*, ABGB[3], § 825 Rz 2 (Stand: 2000); *Perner/Spitzer/Kodek*, Bürgerliches Recht[2] Lernen – Üben – Wissen (2008), 412.

[267] Bundesgesetz vom 22. Oktober 1969 über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (Depotgesetz) BGBl 1969/424, zuletzt geändert durch BGBl I 2011/53.

[268] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 27 Rz 11; *Roth*, Grundriss des österreichischen Wertpapierrechts[2] (1999) 153f. S auch *Kammel* in *Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz*, Kommentar zum InvFG (2008) § 1 Rz 27, wonach das Fondsvermögen zwar im Miteigentum der Anteilinhaber steht, allerdings die Vorschriften der §§ 825 ff ABGB nicht anwendbar sind, da „einige dieser Konstruktion immanente Charakteristika nicht zutreffen".

5% befindet, unangemessen und über Gebühr belasten würde.[269] Eine solche praktische Vorgehensweise entspricht mE auch nicht dem Telos der §§ 91 ff BörseG, die nicht beabsichtigen, Meldepflichten auf Kleinanleger abzuwälzen.

Meldepflichtig sind außerdem Personen, die gesetzlich vorgesehene Funktionen, wie zB Nachlassverwalter, Vormund oder Nachlasspfleger für den Inhaber der Stimmrechte wahrnehmen.[270] Im Falle der Insolvenz verbleibt die Meldepflicht nach hM beim Meldepflichtigen selbst.[271] Umstritten ist die Rechtslage hinsichtlich Testaments-vollstreckern.[272] Die Situation beim Testamentsvollstrecker ähnelt mE in gewisser Weise der des Insolvenzverwalters, da es sich ebenfalls um ein privates Amt handelt und es um die Abwicklung von Vermögensverhältnissen geht. Das spricht daher dafür, auch im Falle der Bestellung eines Testamentsvollstreckers die Meldepflicht beim Stimmrechtsinhaber zu belassen. Sowohl der Insolvenzverwalter als auch der Testamentsvollstrecker müssen den Meldepflichtigen über getroffene Verfügungen, die im Rahmen der §§ 91 ff BörseG relevant sind, informieren, damit dieser seine Meldepflichten erfüllen kann. Von der Meldepflicht umfasst sind auch aktienvertretende Zertifikate. Das ergibt sich seit 01.04.2009 unzweifelhaft aus § 81a Abs 1 Z 3 BörseG idF BGBl I 2009/22, wonach vom börsegesetzlichen Aktienbegriff auch aktienvertretende Zertifikate, soweit diese die Ausübung von Stimmrechten vorsehen, erfasst sind. Vor der Novellierung des § 81a Abs 1 Z 3 BörseG war nicht klar, ob aktienvertretende Zertifikate auch erfasst sind.[273]

---

[269] Vgl dazu auch *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 13, der, obgleich er von einer Meldepflicht des einzelnen Anteilscheininhabers ausgeht, diese als „in der Praxis wenig praktikabel und sinnvoll" bezeichnet und de lege ferenda eine alleinige Meldepflicht der Verwaltungsgesellschaft gemäß § 92 Z 4 BörseG fordert.

[270] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 18.

[271] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 19f; *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG §§ 21 Rz 15. Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 170. AA *Hirte* in *Hirte/Möllers*, Kölner Kommentar zum WpHG (2007), § 21 Rz 67, 136.

[272] Für eine Meldepflicht des Testamentsvollstreckers sprechen sich *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 18 sowie *Hirte* in in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 21 Rz 136, aus. AA, wonach die Meldepflicht als persönliche Pflicht beim Inhaber der Stimmrechte verbleibt, *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG §§ 21 Rz 15.

[273] Dagegen UVS Wien 22.01.2009, 06/FM/47/2195/2008. Dafür *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (886) sowie *Gruber* in *Koppensteiner*, Wirtschaftsprivatrecht 245. Die Gesetzesmaterialien sprechen dafür, dass aktienvertretende Zertifikate bereits vor der Novelle erfasst waren, vgl ErläutRV 45 BlgNR 24. GP 3, wonach lediglich „klargestellt" wird, dass Transparenzpflichten für den Aktienerwerb und -verkauf auch für

Von der Meldepflicht nicht erfasst sind sozietäre Genussrechte und Partizipationsscheine, da diese, entgegen der Ansicht der FMA, aus gesetzessystematischen Gründen nicht unter den Begriff der „Aktien gleichzustellenden Wertpapiere“ fallen.[274]

Ob die erworbenen oder veräußerten Aktien des Emittenten zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind ist irrelevant, solange überhaupt Aktien des Emittenten zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Das ergibt eine historische Betrachtungsweise des § 91 Abs 1 BörseG. Während sich der Erwerbs- oder Veräußerungsvorgang in § 91 Abs 1 BörseG idF BGBl I 2007/19 noch auf „zum Handel an einem geregelten Markt zugelassene Aktien eines Emittenten“ bezog, bezieht sich dieser nunmehr in § 91 Abs 1 BörseG idgF auf „Aktien eines Emittenten, dessen Aktien zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind“. Demnach müssen also nicht zwingend Aktien erworben oder veräußert werden, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, vielmehr ist ausreichend, dass überhaupt irgendwelche Aktien des Emittenten zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Aus der Gesetzesbegründung ergibt sich, dass diese Änderung bewusst aufgenommen wurde, um alle Aktien eines Emittenten, der Aktien zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen hat, von der Meldepflicht zu erfassen.[275]

Sofern sowohl Erwerber als auch Veräußerer Schwellen erreichen, über- oder unterschreiten, sind beide meldepflichtig.[276]

2.2.1.3 Formale Fragestellungen im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG

Im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG stellen sich noch eine Reihe formaler Fragen. Während § 92a Abs 1 Z 1 BörseG eindeutig regelt, dass die Anzahl der Stimmrechte, die nach Erwerb oder Veräußerung gehalten werden, in der Meldung anzugeben ist, stellt sich die Frage, ob

---

börsenotierte Zertifikate gelten. Verwaltungsstrafrechtlich zeigt die Entscheidung des UVS freilich, dass auf Grund des im Verwaltungsstrafrecht geltenden Analogieverbots eine Klarstellung im Gesetz erforderlich war.

[274] Vgl hierzu die Argumentation unter FN 118.

[275] Vgl ErläutRV 45 BlgNR 24. GP 16, wonach durch die geänderte Formulierung sowohl Art 9 TransparenzRL entsprochen, als auch ein vollständiges Bild über die Beteiligungsverhältnisse erreicht wird.

[276] A hält 8% der Stimmrechte an der X-AG. B hält 17% der Stimmrechte an der X-AG. A erwirbt von B 3% der Stimmrechte, wodurch sich der Anteil von A auf 11% erhöht. Er muss daher melden, dass er die 10%-Schwelle überschritten hat. Der Anteil von B sinkt auf 14%, und somit muss B melden, dass er die Schwelle von 15% unterschritten hat.

das auch für den prozentualen Anteil gilt. Bei der Berechnung des prozentualen Anteils ist außerdem fraglich, inwieweit eine Rundung zulässig bzw vorgeschrieben ist.

Die Formulierung in § 91 Abs 1 BörseG „Anteil an Stimmrechten" und die Tatsache, dass dieser „Anteil" gemäß § 91 Abs 1a BörseG anhand der Gesamtzahl der mit Stimmrechten versehenen Aktien zu berechnen ist, spricht dafür, dass damit der prozentuale Anteil gemeint ist.[277] Etwas anderes kann auch nicht gemeint sein, da die relevanten Schwellenwerte in Prozentzahlen angegeben sind und daher zwingend der prozentuale Anteil berechnet werden muss, da andernfalls nicht festgestellt werden kann, ob eine Schwelle in § 91 Abs 1 BörseG erreicht, über- oder unterschritten wurde. Das bedeutet allerdings nicht zwingend, dass dieser prozentuale Anteil auch in einer Meldung angegeben werden muss. Teilweise wird § 91 Abs 1 BörseG dahingehend ausgelegt.[278] Dagegen spricht mE der Wortlaut der § 91 Abs 1, § 92a Abs 1 Z 1 BörseG, die eine solche Mitteilungspflicht, wenngleich diese mE sinnvoll wäre, nicht vorsehen.[279] Die FMA sieht den prozentualen Anteil nicht als meldepflichtig an, was sich auch aus den im Rahmen einer CESR-Erhebung gemachten Angaben ergibt.[280]

Betreffend die Rundung der Anteile spricht allein schon die Tatsache, dass bei den Schwellenwerten nicht nur das Über- oder Unterschreiten, sondern auch das Erreichen meldepflichtig ist, dafür, eine solche nicht zuzulassen. Andernfalls könnte ein Über- oder Unterschreiten fälschlicherweise als Erreichen gewertet werden, was in dieser Form vom Gesetz nicht vorgesehen ist. Fraglich ist, ob eine weitere Meldung erfolgen muss, wenn ein Schwellenwert erst über- oder unterschritten wurde und in der Folge dann genau erreicht

---

[277] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 15.

[278] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 15, § 92 a Rz 11. *Maierhofer* ist hier zuzustimmen, dass de lege ferenda eine Klarstellung zur verpflichtenden Angabe des prozentualen Anteils im Gesetz wünschenswert wäre, vor allem vor dem Hintergrund, dass die Meldepflicht in der Zukunft auch Instrumente erfassen wird, die noch nicht zur Ausübung von Stimmrechten berechtigen. Hier wäre die Angabe des prozentualen Anteils mE sinnvoller.

[279] § 92a Abs 1 Z 1 BörseG sieht nur die Angabe der Anzahl der Stimmrechte nach dem Erwerb oder der Veräußerung, nicht aber die Angabe von Prozentzahlen vor.

[280] Vgl CESR, Summary of responses to Questionnaire on Transposition of the Transparency Directive, September 2008, Ref.: CESR/08-514b, Annex II, Question 39 (Stand: September 2008), abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/system/files/08_514b_annex_II.pdf (13.11.2012), wonach laut der dort gegebenen Antwort der FMA der prozentuale Stimmrechtsanteil im Gegensatz zur absoluten Anzahl der gehaltenen Stimmrechte nicht mitgeteilt werden muss.

wird.[281] Vom Wortlaut des § 91 Abs 1 BörseG wären diese Fälle erfasst. Im Falle des Überschreitens einer Schwelle und dem darauffolgenden exakten Erreichen derselben Schwelle ist zu überlegen, ob eine teleologische Reduktion sinnvoll wäre, wenngleich der Fall vom Wortlaut erfasst wäre. Die BaFin geht in einem derartigen Fall von einer Meldepflicht aus.[282] ME soll das Erreichen einer Schwelle eher nach oben hin die Fälle mit umfassen, in denen die Schwelle (noch) nicht überschritten wird und nicht solche, in denen eine Schwelle (noch) nicht unterschritten wurde. Die Information des Kapitalmarkts ist im konkreten Fall zB, dass ein Aktionär 10% hält. ME orientiert sich der Kapitalmarkt an den gesetzlich vorgegebenen Schwellen, ein Informationsbedürfnis, ob ein Aktionär jetzt nicht mehr über 10% sondern exakt 10% hält, bringt keinen zusätzlichen Erkenntniswert. Die Auslegung der BaFin entspricht zwar dem Wortlaut der Bestimmung, ist aber mE daher überschießend und zu formalistisch. In den seltenen Fällen, in denen eine Schwelle bei der Reduzierung des Stimmrechtsanteils exakt erreicht wird, sollte daher mE eine teleologische Reduktion erfolgen. Eine Meldepflicht besteht daher erst dann, wenn die Schwelle unterschritten wird.

Interessant ist auch die Konstellation, dass eine meldepflichtige Person als Eigentümerin von Aktien zunächst nach § 91 Abs 1 BörseG meldepflichtig war und dieser Person später, ohne dass sich der Stimmrechtsanteil verändert hat, derselbe nach § 92 BörseG zuzurechnen ist. Fraglich ist, ob hier eine weitere Meldepflicht mit dem Inhalt besteht, dass die Person jetzt den Aktienanteil nicht mehr als Eigentümerin hält, sondern auf Grund einer Zurechnung gemäß § 92 BörseG. Hier stellt sich die Frage, inwieweit die Meldepflichten nach § 91 Abs 1 BörseG und nach § 92 BörseG getrennt voneinander gesehen werden können. Im Falle der Ausübung von Optionen, die gemäß § 91a BörseG gehalten werden, ist eine erneute Meldung dergestalt erforderlich, dass nunmehr Stimmrechte gemäß § 91 Abs 1 BörseG und nicht mehr Optionen gemäß § 91a BörseG gehalten werden. Allerdings handelt es sich hierbei nach der Systematik der §§ 91 ff BörseG um separate Meldepflichten für Stimmrechte und Optionen. Einerseits sind Optionen gemäß § 91a BörseG meldepflichtig, auf der anderen Seite Stimmrechte, die im Eigentum gemäß § 91 Abs 1 BörseG oder über eine Zurechnungsnorm nach § 92 BörseG gehalten werden. Bei den §§ 91, 92 BörseG handelt es sich systematisch gesehen daher um eine einheitliche Meldepflicht, was gegen das Erfordernis einer weiteren

[281] Aktionär A überschreitet in Variante 1 die 5%-Schwelle auf 5,03%. Später erreicht er diese Schwelle indem er exakt 5% hält. In Variante 2 unterschreitet Aktionär A die 5%-Schwelle auf 4,99% und erreicht diese in der Folge wieder mit exakt 5%.

[282] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 134.

Meldung spricht. Auch tatbestandsmäßig fehlt es damit an dem nach § 91 Abs 1 BörseG erforderlichen Erreichen, Über- oder Unterschreiten einer Schwelle, da der Bestand insgesamt, also § 91 Abs 1 BörseG und § 92 BörseG, kombiniert zu sehen ist.[283] Im Ergebnis besteht hier also keine weitere Meldepflicht.[284] Dasselbe gilt auch für den umgekehrten Fall, dass zunächst nach § 92 BörseG zugerechnete Stimmrechte in Eigentum übergehen und damit nach § 91 Abs 1 BörseG gehalten werden.[285] Aus den oben genannten Argumenten ist dann auch ein Wechsel zwischen den einzelnen Zurechnungstatbeständen des § 92 BörseG nicht meldepflichtig.[286]

Schließlich stellt sich noch die Frage, wie Sachverhalte zu behandeln sind, in denen es innerhalb eines Tages zu mehreren Schwellenüber- oder -unterschreitungen bzw Schwellenerrreichungen kommt, wobei am Ende des Tages der Anteil immer noch über derselben Schwelle liegt wie zu Beginn des Tages.[287] § 91 Abs 1 BörseG sieht vor, dass Meldungen unverzüglich, spätestens jedoch innerhalb von 2 Handelstagen abzugeben sind. Nach dem Wortlaut müsste also im Falle einer Schwellenberührung unverzüglich eine Meldung abgegeben werden, was dann auch zu mehreren Meldungen an einem Tag führen könnte. Das ist mE der Transparenz jedoch nicht zuträglich, erst recht nicht, wenn am Ende des Tages der Anteil immer noch über der bisherigen Schwelle liegt. Ob in diesem Fall eine

---

[283] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 30, der eine Meldepflicht im Ergebnis ebenfalls verneint.

[284] AA wohl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (884, 898f), wonach eine differenzierte Offenlegung von Eigen- und Fremdbesitz geboten sei.

[285] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 128. Ebenso *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 7. *Maierhofer* fordert hier de lege ferenda eine Bestimmung, wonach unabhängig davon, ob eine Schwelle erreicht, über- oder unterschritten wird, eine Bekanntgabe des einschlägigen Meldetatbestands nach § 91 Abs 1 BörseG bzw § 92 BörseG zu erfolgen hat. Das hätte mE zwar den Vorteil, dass genauer nachvollziehbar ist, aus welchen Gründen eine Person Stimmrechte ausüben kann. Wirtschaftlich gesehen interessiert den Markt mE jedoch nur die Tatsache, dass eine Person Stimmrechte ausüben kann. Daher ist eine zusätzliche Meldepflicht mE abzulehnen, da hierdurch zusätzlicher Aufwand entstehen würde, ohne dass dies mit der Schaffung brauchbarer Transparenz einhergehen würde, da hinsichtlich der Stimmrechtsmacht der Person keine Änderung eintritt, und es daher auch am Tatbestand einer Schwellenerreichung, -über oder -unterschreitung fehlt.

[286] Vgl *von Bülow* in *Hirte/Möllers*, WpHG § 22 Rz 37; *Renz/Rippel*, Die Unterschiede zwischen Theorie und Praxis – Vergleich der gesetzlichen Lage der Informationspflichten gem. §§ 21 ff. WpHG und der Umsetzung durch den Emittentenleitfaden der BaFin, BKR 2009, 265 (267); BaFin, Emittentenleitfaden 137.

[287] Aktionär A hält 11% am Emittenten E. Am 15.05.2012 erwirbt er um 12:00 Uhr weitere 6%, so dass er jetzt 17% hält. Um 16:00 Uhr veräußert er 3%, so dass er am Ende des Tages bei 14%, also immer noch über der Schwelle von 10%, nicht aber über der Schwelle von 15% liegt.

Meldepflicht besteht, wird in Lehre und Verwaltungspraxis nicht einheitlich gesehen.[288] Richtigerweise ist in einem solchen Fall keine Meldung erforderlich. Auch sollte der Beobachtungszeitraum mE im Wege einer teleologischen Reduktion auf die gesamte zweitägige Meldefrist bezogen werden. Zwar enthält § 91 Abs 1 BörseG wie gesehen die Formulierung „unverzüglich", in der Praxis wird es aber jedenfalls reichen, die Meldung innerhalb der zweitägigen Meldefrist abzugeben. Sollte sich daher am Ende der Meldefrist ergeben, dass keine neuen Schwellen mehr berührt sind, so ist mE keine Meldung abzugeben. Ebenso reicht mE im Falle mehrerer sukzessiver Schwellenüber- oder -unterschreitungen aus, wenn am Ende der zweitägigen Meldefrist eine einheitliche Meldung abgegeben wird, welche die überschrittenen Schwellen enthält.[289] Eine einzelne gebündelte Meldung kann vom Kapitalmarkt leichter verarbeitet werden als mehrere Meldungen. Auch im Sinne der Verwaltungseffizienz und zur Senkung der Transaktionskosten ist eine einzelne Meldung vorzuziehen.[290]

Eine weitere interessante Frage betrifft die Formerfordernisse an eine Meldung gemäß § 91 Abs 1 BörseG. Das BörseG enthält keine Vorschriften, wie eine solche Meldung erfolgen muss, insbesondere ist keine Schriftform explizit vorgesehen, auch wenn diese in der Praxis mittels Meldung per Post oder Fax die Regel ist. Inzwischen liegt diesbezüglich eine Entscheidung des UVS vor, der auch eine Meldung per E-Mail ausdrücklich für ausreichend befunden hat.[291]

Sofern Meldungen unterlassen wurden, fehlerhaft oder unvollständig erstattet wurden, stellt sich die Frage, inwieweit diese nachzuholen sind. Teilweise wird die Ansicht vertreten, dass

---

[288] Gegen eine Meldepflicht BaFin, Emittentenleitfaden 132; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 26. Für eine Meldepflicht *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 26.

[289] Ähnlich BaFin, Emittentenleitfaden 132, allerdings unter der Prämisse, dass die Schwellenberührungen am selben Tag stattfinden.

[290] AA *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 40, der auf Grund des klaren Wortlauts eine unverzügliche Meldung verlangt, die zeitgleich an FMA, OeKB und Wiener Börse ergehen muss, da sie andernfalls nicht unverzüglich sein kann. Gegen diese Ansicht spricht mE, neben den bereits genannten Argumenten der Verwaltungseffizienz und der Senkung der Transaktionskosten auch, dass der Vollzug durch die Aufsichtsbehörde kaum möglich ist, da der Nachweis einer nicht unverzüglichen Meldung innerhalb einer zweitägigen Meldefrist praktisch kaum möglich sein wird.

[291] Vgl UVS Wien 06.08.2010, 06/FM/45/5786/2009, wonach „nicht nachvollziehbar" sei, dass eine „Unterrichtung" gemäß § 91 Abs 1 BörseG nicht auch per E-Mail erfolgen können sollte.

alle Meldungen nachzuholen sind, um ua die Volatilität der Aktie darzustellen.[292] Andererseits können mehrere Meldungen zum selben Zeitpunkt für das Anlegerpublikum auch verwirrend sein.[293] ME sollte nur die letzte Meldung nachgeholt werden, die jedoch um wichtige Informationen früherer Meldungen ergänzt werden sollte, sofern diese für den Kapitalmarkt noch Relevanz haben. Eine Korrekturmeldung ist ausdrücklich auch als solche zu bezeichnen.[294] Auch gibt es Instrumentarien, welche die Volatilität einer Aktie differenzierter und sinnvoller darstellen können als Beteiligungsmeldungen, da diese uU nur einen kleinen Ausschnitt der in der jeweiligen Aktie durchgeführten Transaktionen darstellen können. Im Hinblick auf die Tatsache, dass die Nichtmeldung von Stimmrechten ab 01.01.2013 gemäß § 94a BörseG idF BGBl I 2012/83[295] unter bestimmten Umständen das Ruhen der Stimmrechte zur Folge haben kann, ist zu überlegen, ob hier aus Vorsichtsgründen alle unterlassenen, fehlerhaften oder unvollständigen Veröffentlichungen nachgeholt werden sollten, um die Rechtsfolge zu beseitigen. ME sollte es hier jedoch auch reichen, die letzte Meldung nachzuholen und diese ggf um wichtige Informationen früherer Meldungen zu ergänzen, sofern diese für den Kapitalmarkt noch von Bedeutung sind. Dafür spricht auch, dass mit einer aktuellen Meldung die Situation in Bezug auf die Stimmrechte bekanntgegeben ist, so dass die Vornahme derselben zur Herstellung eines transparenten Zustands führt und daher ausreichen sollte.

Mitteilungen aus Vorsichtsgründen, beispielsweise, weil die Meldepflicht nur schwierig feststellbar ist, müssen vor diesem Hintergrund als zulässig angesehen werden.[296] Alternative Meldungen sind dagegen nicht zulässig, da gegenläufige, gleichzeitige Meldungen für den Kapitalmarkt verwirrend sein können.[297]

---

[292] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 48. Nicht explizit, aber wohl im Ergebnis identisch BaFin, Emittentenleitfaden 175.

[293] IdS *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 142. Die Nachholung aller fehlerhaften, unvollständigen oder unterlassenen Meldungen wird jedoch gleichwohl als zulässig erachtet.

[294] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 175.

[295] S auch Kapitel II.F.2.6.1.2.3 zu § 94a BörseG idF BGBl I 2012/83.

[296] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 140. Zustimmend *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 49. AA BaFin, Emittentenleitfaden 135, wonach Zweifelsfragen mit der BaFin abzustimmen sind.

[297] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] aaO.

2.2.1.4 Praxisrelevante Sachverhalte

§ 91 Abs 1 BörseG beinhaltet eine Reihe praxisrelevanter Fragen, deren Auslegung unklar ist. In der Praxis häufig vorkommend ist die Frage, ob sich eine meldepflichtige Person auf die vom Emittenten gemäß § 93 Abs 1 BörseG veröffentlichte Gesamtzahl der Stimmrechte verlassen kann oder aber eigene Nachforschungen erforderlich sind.[298] Zu beachten ist hier, dass Änderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte gemäß § 93 Abs 1 BörseG erst am letzten Handelstag des Kalendermonats veröffentlicht werden müssen. Interessant ist zum einen die Konstellation, in der die meldepflichtige Person ohne eigenes Zutun Schwellen erreicht, über- oder unterschreitet.[299] § 91 Abs 1a Satz 3 BörseG sieht hierzu vor, dass auch eine Meldepflicht besteht, wenn infolge von Ereignissen, welche die Aufteilung der Stimmrechte verändern, bei Zugrundelegung der nach § 93 Abs 1 BörseG veröffentlichten Gesamtzahl der Stimmrechte Schwellen erreicht, über- oder unterschritten werden. Daraus ergibt sich, dass eine Meldepflicht nur ab dem Zeitpunkt besteht, in welchem die neue Gesamtzahl der Stimmrechte veröffentlicht worden ist. Unterbleibt eine solche Veröffentlichung, so kann auf Grund des klaren Gesetzeswortlauts keine Verpflichtung der meldepflichtigen Person zur Erstattung einer Meldung hergeleitet werden. Eine extensive Auslegung der Bestimmung verbietet sich auf Grund des verwaltungsstrafrechtlichen Analogieverbots. ME wäre eine materiell richtige Meldung dennoch wünschenswert, wenngleich eine solche in der dargestellten Konstellation rechtlich nicht verpflichtend ist.

Andererseits stellt sich die Frage, wie der Fall zu behandeln ist, wenn eine meldepflichtige Person während des Monats Transaktionen durchführt, die ihren Stimmrechtsanteil verändern. Hier ist fraglich, ob eine Meldepflicht besteht, wenn sich die Gesamtzahl der Stimmrechte eines Emittenten zwar schon verändert hat, eine Veröffentlichung aber noch nicht

---

[298] Kritisch zur börsegesetzlichen Regelung *Szücs*, ZFR 2007, 133 (136). *Szücs* bemängelt, dass das bestehende System zu unflexibel ist und daher verspätete und/oder inhaltlich falsche Meldungen verursacht, vor allem dadurch bedingt, dass die in Art 15 TransparenzRL enthaltene Regelung, wonach die veränderte Gesamtstimmrechtszahl erst am Ende des Kalendermonats zu veröffentlichen ist, in das Börsegesetz übernommen wurde.

[299] Emittent E führt eine Kapitalerhöhung von 1.000.000 auf 1.500.000 Stimmrechte durch. Diese wird am 05.05.2012 wirksam und am 31.05.2012 veröffentlicht. Aktionär A hält 110.000 Stimmrechte. Hier besteht die Meldepflicht erst ab dem 31.05.2012, da erst ab diesem Zeitpunkt die neue Gesamtstimmrechtszahl als Bezugsgröße verwendet werden kann. Unterbleibt die Veröffentlichung, so besteht für A keine Meldepflicht.

stattgefunden hat bzw komplett unterlassen wird.[300] Zu beachten ist einerseits, dass verfrühte Meldungen für den Kapitalmarkt verwirrend sein können, da die neue Gesamtstimmrechtszahl noch nicht veröffentlicht wurde. Auf der anderen Seite ist zu berücksichtigen, dass die Meldung materiell gesehen richtig wäre. Der Fall einer gänzlichen Unterlassung der Veröffentlichung ist durchaus problematisch, da hier der Kapitalmarkt von unterschiedlichen Parametern ausgehen wird. Einige Teilnehmer haben von der Änderung der Gesamtstimmrechte über andere Kanäle erfahren und können widersprüchliche Meldungen korrekt einordnen, während andere Marktteilnehmer plötzlich mit für sie verwirrenden Meldungen konfrontiert sind, die von unterschiedlichen Gesamtstimmrechtszahlen ausgehen. Der Wortlaut des § 93 Abs 1 BörseG bestimmt, dass die Gesamtstimmrechtszahl „für die Zwecke der Berechnung der Schwellen gemäß § 91“ zu veröffentlichen ist. § 91 Abs 1a BörseG bestimmt, dass der Anteil der Stimmrechte ausgehend von der Gesamtzahl der mit Stimmrechten versehenen Aktien zu berechnen ist. Damit stellt einerseits § 93 Abs 1 BörseG klar, dass die veröffentlichte Gesamtzahl der Stimmrechte für die Berechnung der Schwellen zu verwenden ist. § 91 Abs 1a BörseG spricht nur noch von der Gesamtzahl, nicht jedoch von der „veröffentlichten Gesamtzahl“. § 91 Abs 1a Satz 3 BörseG spricht dann bei Änderungen des Kapitals wiederum von der veröffentlichten Gesamtzahl. Daraus könnte man ableiten, dass in Fällen, in denen die meldepflichtige Person selbst tätig geworden ist, dieser zugemutet werden kann, eigene Erkundigungen über die Gesamtzahl der Stimmrechte einzuholen, ohne sich auf die veröffentlichte Gesamtzahl zu verlassen.[301] Jedoch

---

[300] Die veröffentlichten Gesamtstimmrechte des Emittenten E betragen 1.000.000. Aktionär A hält davon 110.000 und somit 11%. Am 05.05.2012 erhöhen sich die Gesamtstimmrechte von E durch eine Kapitalerhöhung auf 1.500.000. Aktionär A veräußert am 10.05.2012 10.000 Stimmrechte. Auf Basis der veröffentlichten Angaben hält A immer noch 10%, nach der tatsächlichen Stimmrechtszahl, die nicht veröffentlicht ist, nur noch etwa 6,67%. Im Ergebnis ist eine Meldung rechtlich nicht erforderlich, wenngleich vorzugswürdig, da sie materiell richtig wäre.

[301] IdS *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 19, der im Falle von Veräußerungen und Erwerben generell die Verpflichtung des Aktionärs sieht, die Korrektheit der veröffentlichten Gesamtstimmrechtszahl zu überprüfen. Im Grundsatz gegen eine Nachforschungspflicht *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 51. Unklar insoweit die Ausführungen in BaFin, Emittentenleitfaden 129. Die BaFin geht bei Inhabern von wesentlichen Beteiligungen zwar von gesteigerten Sorgfaltspflichten aus, scheint daraus jedoch keine generelle Nachforschungspflicht abzuleiten, da laut BaFin gemäß § 17 Abs 5 WpAIV (Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) vom 13. Dezember 2004 (BGBl I, 3376), zuletzt geändert durch

ist auch die Wertung des § 8 Abs 3 letzter Satz TransV zu beachten, wonach im Fall von Optionen gemäß § 91a BörseG die veröffentlichte Gesamtzahl der Stimmrechte zu Grunde zu legen ist. ME gibt es keine sachlichen Gründe, Fälle nach § 91a BörseG anders zu behandeln, als solche nach den §§ 91, 92 BörseG, auch vor dem Hintergrund, dass das System der Beteiligungspublizität als einheitliches Melderegime ausgestaltet ist. Daher ist mE generell davon auszugehen, dass die veröffentlichte Gesamtzahl der Stimmrechte zu Grunde zu legen ist. Das ist schließlich auch vor dem Hintergrund des nicht eindeutigen Gesetzeswortlauts geboten. Im Ergebnis kann die meldepflichtige Person daher nicht zur Einholung weiterer Nachforschungen und Erkundigungen verpflichtet werden. Sofern der Meldepflichtige allerdings Informationen über die korrekte Stimmrechtsgesamtzahl hat, ist mE eine materiell richtige Meldung vorzuziehen, auch wenn diese für nicht informierte Marktteilnehmer inhaltlich falsch anmuten mag. Der Meldepflichtige erfüllt daher sowohl mit einer materiell richtigen Meldung, als auch mit einer auf der veröffentlichten Gesamtzahl der Stimmrechte basierenden Meldung seine Verpflichtung.[302] Das beinhaltet mE auch, dass im Wege einer teleologischen Reduktion, eine Meldung unterlassen werden kann, wenn lediglich formal, nicht aber materiell eine Meldepflicht besteht.[303] Die Veröffentlichung einer geänderten

---

Artikel 3 des Gesetzes vom 26. Juni 2012 (BGBl I, 1375)) die letzte Veröffentlichung der Gesamtzahl der Stimmrechte zu Grunde gelegt werden kann. Sofern allerdings dem Meldepflichtigen bekannt ist bzw er hätte wissen müssen, dass die veröffentlichte Gesamtzahl der Stimmrechte nicht (mehr) korrekt ist, so hat dieser andererseits auf die tatsächliche Gesamtzahl abzustellen. Die BaFin hält die Feststellung der tatsächlichen Gesamtzahl der Stimmrechte für den Meldepflichtigen immer für möglich und rechtlich auch zulässig. Im Ergebnis stellt die BaFin daher auf die tatsächliche Gesamtzahl der Stimmrechte ab, was implizit einer Nachforschungspflicht gleichkommt, angesichts des Wortlauts des § 17 Abs 5 WpAIV mE jedoch fragwürdig ist. Sofern sich der Meldepflichtige an der veröffentlichten Gesamtzahl orientiert, kann ihm mE auf Grund von § 17 Abs 5 WpAIV kein Vorwurf gemacht werden.

[302] Zum selben Ergebnis kommen *Merkner/Sustmann*, Die Neuauflage des Emittentenleitfadens der BaFin – Rechtssicherheit bei der Abgabe von Stimmrechtsmitteilungen?, NZG 2009, 813 (814) im Hinblick auf die Rechtslage in Deutschland. Demnach müsse dem Aktionär sowohl die Zugrundelegung der gemäß § 26a WpHG, der deutschen Parallelbestimmung zu § 93 Abs 1 BörseG, veröffentlichten Stimmrechte, als auch die Zugrundelegung der dem Aktionär bekannten tatsächlichen Stimmrechtsgesamtzahl erlaubt sein.

[303] Emittent E führt eine Kapitalerhöhung von 1.000.000 auf 1.500.000 Stimmrechte durch. Diese wird am 05.05.2012 wirksam. Aktionär A hält 110.000 Stimmrechte und erwirbt am 10.05.012 weitere 40.000 Stimmrechte hinzu. Nach der veröffentlichten Gesamtzahl der Stimmrechte hätte A jetzt einen meldepflichtigen Anteil von 15%. Materiell hält A jedoch 10% (150.000 von 1.500.000). Eine Meldung ist daher nicht erforderlich, da keine Schwelle überschritten wurde. Würde A nämlich bis zu einer Veröffentlichung am 31.05.2012 warten, käme man zu demselben Ergebnis. Bei einer formalistischen Betrachtung müsste am

Stimmrechtsgesamtzahl am Ende eines Kalendermonats ist dennoch unglücklich, da sie in der Tat, wie oben aufgezeigt, zu erheblichen praktischen Schwierigkeiten führen kann. De lege ferenda wäre daher überlegenswert, eine sofortige Veröffentlichung einer geänderten Stimmrechtsgesamtzahl zu erwägen. Damit könnte vermieden werden, dass die tatsächliche Gesamtzahl und die veröffentlichte, die wie gesehen als Bezugsgröße herangezogen wird, divergieren und zu formell oder materiell falschen Meldungen führen. Eine solche Änderung wird in der Literatur teilweise gefordert und richtigerweise auch für europarechtlich zulässig erachtet.[304]

2.2.1.5 Problemfragen bei der Berücksichtigung und Nichtberücksichtigung von Stimmrechten

Bei der Frage, ob bestimmte Stimmrechte entgegen einer Grundregel ausnahmsweise doch bzw ausnahmsweise nicht zu berücksichtigen sind, ergeben sich verschiedene Konstellationen. Aus § 91 Abs 1a BörseG[305] ergibt sich, dass als Grundlage die Gesamtzahl der mit Stimmrechten versehenen Aktien heranzuziehen ist, wobei es unschädlich ist, wenn die Ausübung mancher Stimmrechte ausgesetzt ist. Daraus ergibt sich zum einen die Frage, ob mit Aussetzung der Ausübung der Stimmrechte nur ein vorrübergehender Zustand gemeint ist oder aber auch eine dauerhafte Aussetzung erfasst ist. Auch stellt sich im gegenteiligen Fall, wenn Aktien keine Ausübung von Stimmrechten vorsehen, die Ausübung dann jedoch plötzlich möglich ist, die Frage, ob derartige, eventuell vorrübergehend auflebende Stimmrechte in der Gesamtzahl der Stimmrechte Berücksichtigung finden sollen. Die wichtigsten praktischen Anwendungsfälle sind Fälle, in denen eine Höchststimmrechtsregelung besteht, Fälle stimmrechtsloser Vorzugsaktien, sofern hier Stimmrechte aufleben, individuelle Stimmverbote sowie der Erwerb eigener Aktien gemäß § 93 Abs 3 BörseG.

10.05.2012 materiell falsch das Erreichen der 15%-Schwelle gemeldet werden, am 31.05.2012 dann wiederum das Unterschreiten. Das würde einen sinnlosen Aufwand für den Meldepflichtigen bedeuten, ohne dass die Transparenz für den Kapitalmarkt erhöht werden würde. In Wahrheit hat der Meldepflichtige zu keinem Zeitpunkt über einen Anteil von 15% verfügt.

[304] Vgl *Szücs*, ZFR 2007, 133 (136), der eine sofortige Veröffentlichung auf Grund von Art 3 Abs 1 TransparenzRL, der strengere Regelungen durch den Herkunftsmitgliedstaat erlaubt, für zulässig erachtet.

[305] § 91 Abs 1a BörseG setzt Art 9 Abs 1 Satz 2 TransparenzRL um.

Hinsichtlich der Dauer der Aussetzung der Ausübung der Stimmrechte wird teilweise vertreten, dass sich aus dem Wortlaut der Vorschrift die Erfassung lediglich einer vorübergehenden, nicht jedoch einer dauerhafte Aussetzung ergibt.[306] Andererseits wird, ebenfalls unter Hinzuziehung des Wortlauts der Bestimmung, vertreten, dass es nicht auf eine zeitliche Komponente ankommt.[307] ME sieht § 91 Abs 1a BörseG in der Tat keine Differenzierung dahingehend vor, ob die Aussetzung der Ausübung der Stimmrechte vorübergehend oder dauerhaft erfolgt. Daher sind bei der Berechnung der Gesamtzahl der Stimmrechte sowohl zeitlich, als auch dauerhaft ausgesetzte Stimmrechte zu berücksichtigen, sofern diese (noch) nicht eingezogen worden sind.

Im Fall von Höchststimmrechtsregelungen ergibt sich daher, dass diese für die Berechnung der Gesamtstimmrechtszahl außer Betracht bleiben, somit auch Stimmrechte meldepflichtig sind, die auf Grund der Höchststimmrechtsregelung nicht ausübbar sind.[308] Das führt dann dazu, dass ein von einer Höchststimmrechtsregelung betroffener Aktionär seine abstrakte Stimmkraft und nicht seine tatsächliche Stimmkraft melden muss, auf der anderen Seite können Aktionäre, die von der Höchststimmrechtsregelung nicht betroffen sind, eine höhere tatsächliche Stimmkraft haben als sie tatsächlich melden müssen.[309] Die Thematik der

---

[306] Vgl *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 50, der davon ausgeht, dass aus der Formulierung „ausgesetzt" eine zeitliche Komponente hervorgeht und auch nach dem Telos der Bestimmung nur zeitlich begrenzte Aussetzungen erfasst sind.

[307] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (887), die ihre Ansicht mit dem klaren Wortlaut des § 91 Abs 1a BörseG begründen, der keine zeitliche Differenzierung vornimmt. Ebenfalls dieser Ansicht folgend *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 50.

[308] So die ghM in Österreich, vgl hierzu *Kalss/Zollner* aaO; *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 53ff; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 53. *Prechtl* setzt sich ausführlich mit der Sinnhaftigkeit der Regelung auseinander und kommt mE zu Recht zu dem Ergebnis, dass die geltende Rechtslage praktisch sinnvoll ist, da ein Aktionär nicht ohne weiteres an die Information kommt, ob andere Aktionäre von Höchststimmrechtsregelungen betroffen sind, und dann möglicherweise nur die eigenen von der Höchststimmrechtsregelung betroffenen Aktien herausrechnen würde, was zu unklaren Meldungen führen könnte.

[309] Vgl *Kalss/Zollner* aaO. Aktionär A hält 40% der Stimmrechte, Aktionär B 10% am Emittenten E. E hat eine Höchststimmrechtsregelung von 20%. Demnach wären nur 80% der Stimmrechte ausübbar. A und B melden ihre Anteile in Höhe von respektive 40% bzw 10%. Die tatsächliche Stimmkraft beträgt jedoch für A 25% (20%/80%) und für B 12,5% (10%/80%).

Höchststimmrechte ist in Deutschland auf Grund von § 134 Abs 1 Satz 2 dAktG[310] aus dem Blickpunkt der Beteiligungspublizität nicht relevant, da nach dieser Vorschrift lediglich nicht börsennotierte Aktiengesellschaften satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkungen auferlegen dürfen.

Kontrovers diskutiert wird die Frage, wie stimmrechtslose Vorzugsaktien zu behandeln sind. Teilweise wird unter Heranziehung systematischer Argumente vertreten, dass spiegelbildlich zu Stimmrechten, die vorübergehend nicht ausübbar sind und dennoch in der Gesamtzahl der Stimmrechte zu berücksichtigen sind, zumindest auch im Falle vorübergehend ausübbarer Stimmrechte die Gesamtzahl der Stimmrechte unverändert bleibt.[311] Lediglich für Fälle, in denen gezielt eine Umgehung des Gesetzes beabsichtigt ist, sollen im Wege einer teleologischen Reduktion die temporär ausübbaren Stimmrechte berücksichtigt werden.[312] Auf der anderen Seite wird unter Hinweis auf den Wortlaut des § 91 Abs 1a BörseG auch vertreten, dass die Stimmrechte in der Gesamtzahl berücksichtigt werden müssen, sofern sie vorübergehend ausübbar sind.[313] Generell geht es im Rahmen der Beteiligungspublizität darum, die Stimmrechtsverhältnisse offenzulegen. Dieser Zweck würde daher dafür sprechen,

---

[310] Deutsches Aktiengesetz (Aktiengesetz – AktG in der Fassung der Bekanntmachung vom 6. September 1965 (BGBl I, 1089), zuletzt geändert durch Artikel 2 Absatz 49 des Gesetzes vom 22. Dezember 2011 (BGBl I, 3044)).

[311] Vgl *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 56. Ebenso *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (887f). Die Autoren begründen ihre Ansicht vor allem mit systematischen Überlegungen. Da der Fall der vorübergehenden Aussetzung der Stimmrechte keine Auswirkungen auf die Gesamtzahl der Stimmrechte hat, müsse selbiges auch für den Fall gelten, in dem Stimmrechte nur vorübergehend ausübbar sind.

[312] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (888). Als gesetzesumgehende Gestaltung sehen *Kalss/Zollner* vor allem den Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung, wobei die Befriedigung des Vorzugsdividendenanspruchs selbst bei entsprechender Liquiditätslage nicht beabsichtigt ist, an. Abgesehen davon sehen die Autoren nur dann eine Meldepflicht nach § 91 Abs 1a BörseG, wenn eine endgültige Umwandlung der Vorzugsaktien in stimmberechtigte Aktien erfolgt.

[313] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 56. Maierhofer argumentiert mit dem Wortlaut des § 91 Abs 1a BörseG, wonach die Gesamtzahl der mit Stimmrechten versehenen Aktien relevant ist, wozu auch Vorzugsaktien gehören würden, bei denen das Stimmrecht auflebt. Auch wenn die Auffassung im Ergebnis zu teilen ist, würde gegen diese Argumentation jedoch sprechen, dass Vorzugsaktien grundsätzlich eben gerade nicht mit Stimmrechten versehen sind, wie sich aus § 12a Abs 1 Satz 2 AktG ergibt. Vgl auch die im Ergebnis gleiche Auffassung in Deutschland, *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 48; BaFin, Emittentenleitfaden 176. Die deutsche Verwaltungspraxis behandelt Vorzugsaktien, bei denen das Stimmrecht auflebt, wie andere Stimmrechte, verbunden mit der Notwendigkeit, alle erforderlichen Meldungen zu erstatten.

dass auch Stimmrechte aus an sich stimmrechtslosen Vorzugsaktien meldepflichtig sind, sofern diese Stimmrechte aufleben. Dafür spricht auch, dass der Emittent weiß, wie viele Vorzugsaktien er ausgegeben hat und daher in der Lage ist, eine entsprechende Meldung gemäß § 93 Abs 1 BörseG zu erstatten, an der sich die Aktionäre dann orientieren können, um die entsprechenden Meldungen gemäß der §§ 91 ff BörseG zu erstatten.[314] Die Meldepflicht besteht dann, unabhängig davon, ob ein Erwerbsvorgang stattfindet oder nicht, erst mit der Veröffentlichung der neuen Stimmrechtsgesamtzahl.[315] Auch bestehende Aktionäre können nämlich mangels Veröffentlichung der Gesamtzahl der Stimmrechte nicht nachvollziehen, wie hoch diese Gesamtzahl ist, weshalb eine frühere Meldepflicht mE ausscheidet. Sollte der Vorzugsaktionär jedoch die neue Gesamtstimmrechtszahl kennen, so ist auch hier mE eine materiell richtige Meldung vorzuziehen.[316]

Im Fall des Erwerbs eigener Aktien bestimmt § 65 Abs 5 AktG, dass der Gesellschaft aus eigenen Aktien keine Rechte zustehen und auch eine Ausübung von Stimmrechten aus den betreffenden Aktien nicht möglich ist. Die Gesamtzahl der Stimmrechte ändert sich allerdings nicht, da die betreffenden Stimmrechte lediglich ausgesetzt iSv § 91 Abs 1a BörseG sind.[317] Solange keine Kapitalherabsetzung durch Einziehung der eigenen Aktien erfolgt, ändert sich die Gesamtzahl der Stimmrechte nicht.[318]

Individuelle Stimmverbote, zu denken wäre hier ua an ein satzungsmäßig geregeltes Ruhen der Stimmrechte gemäß § 124 AktG bzw ein ab 01.01.2013 mögliches Ruhen der

---

[314] Im Fall von Höchststimmrechten weiß der Emittent dagegen nicht wie viele Stimmrechte nicht zu berücksichtigen wären, da Verschiebungen bei den Aktionären erfolgen können, von denen der Emittent mangels Meldepflicht, wenn keine Schwellen überschritten werden, nichts weiß.

[315] AA *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 57.

[316] Generell halte ich materiell richtige Meldungen für vorzugswürdig, sofern diese möglich sind. S hierzu auch Kapitel II.F.2.2.1.4.

[317] Das ist ghM, vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (887); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 54, der mE zu Recht bereits davon ausgeht, dass sich die Berücksichtigung bei der Gesamtzahl schon aus § 91 Abs 1a BörseG ergibt, wonach die Aussetzung der Stimmrechte keine Auswirkungen auf die Gesamtzahl der Stimmrechte hat. Ebenso *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 52f, der allerdings dafür plädiert, de lege ferenda eigene Aktien bei der Gesamtzahl der Stimmrechte unberücksichtigt zu lassen und eine Veröffentlichung der gehaltenen Anzahl eigener Aktien am Ende jedes Kalendermonats vorzunehmen, an der sich die Meldepflichtigen dann orientieren können.

[318] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 129.

Stimmrechte auf Grund einer Verletzung der Meldepflicht,[319] haben nach ghM keinen Einfluss auf die Gesamtzahl der Stimmrechte.[320] Das hat dann zur Konsequenz, dass ein von einem Stimmverbot betroffener Aktionär einen höheren Anteil melden muss als er wirklich ausüben kann, die übrigen Aktionäre, die von dem Stimmverbot nicht betroffen sind, hingegen einen geringeren Anteil.[321] Weitere Stimmverbote, die jedoch keine Auswirkungen auf die Gesamtzahl der Stimmrechte haben, finden sich in den §§ 125, 130 Abs 1 AktG[322] sowie § 34 ÜbG[323].[324] Auch für vertraglich vereinbarte Stimmrechtsverzichte oder -bindungen gilt dasselbe.[325] Generell sind individuelle Stimmverbote vorübergehender Natur, weshalb sie nichts an den Meldepflichten gemäß den §§ 91 ff BörseG ändern.[326]

2.2.1.6 Meldeplichten für Kapitalanlagegesellschaften und verschiedene Fondskonstruktionen

Einen sehr praxisrelevanten Bereich stellen Beteiligungen von Kapitalanlagegesellschaften und Investmentfonds dar. Hier stellt sich die Frage, wie derartige Beteiligungen nach den Vorschriften der §§ 91 ff BörseG zu behandeln sind.[327]

Hinsichtlich Kapitalanlagegesellschaften[328] („KAG“) bestimmt § 26 InvFG[329], dass diese wirksame und angemessene Strategien dahingehend auszuarbeiten haben, wann und wie

---

[319] S zur neuen Regelung des § 94a BörseG idF BGBl I 2012/83 Kapitel II.F.2.6.1.2.3.

[320] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (887); *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 53; *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 64; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 51.

[321] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG aaO unter Bezugnahme auf *Kalss/Zollner* aaO.

[322] Vgl *Kalss/Zollner* aaO; Für weitere Einzelheiten vgl *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz[2] (2012) § 125 Rz 1ff, § 130 Rz 18-20.

[323] Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz – ÜbG) sowie über Änderungen des Börsegesetzes und des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen 1991 BGBl I 1998/127, zuletzt geändert durch BGBl I 2010/29.

[324] Vgl *Kalss/Zollner* aaO; *Huber* in *Huber*, Übernahmegesetz – Kommentar (2007) § 34 Rz 7ff.

[325] Vgl *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 21 Rz 27.

[326] Vgl *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, aaO.

[327] Zu den Meldepflichten bei inländischen Investmentfonds in Deutschland vgl *Dreibus/Schäfer*, Mitteilungspflichten über Stimmrechte gem. §§ 21, 22 WpHG bei inländischen Investmentfonds, NZG 2009, 1289.

[328] Eine Verwaltungsgesellschaft (Kapitalanlagegesellschaft) ist gemäß der Definition in § 3 Abs 2 Z 1 InvFG jede Gesellschaft gemäß § 5 InvFG oder Art 6 der Richtlinie 2009/65/EG (Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl L 2009/302, 32), deren reguläre Geschäftstätigkeit in der Verwaltung von Organismen zur gemeinsamen

Stimmrechte ausgeübt werden sollen, damit dies ausschließlich zum Nutzen des jeweiligen OGAW ist. In § 52 Abs 1 InvFG findet sich nunmehr die Bestimmung, wonach nur die KAG berechtigt ist, über die Vermögenswerte eines von ihr verwalteten OGAW zu verfügen und die Rechte aus den Vermögenswerten auszuüben.[330] Das bedeutet, dass nur die KAG berechtigt ist, Anteile zu veräußern oder zu erwerben bzw diesen korrespondierende Stimmrechte auszuüben.[331] Daher trifft die Meldepflicht, zumindest bei echten Publikumsfonds, die KAG nach § 91 Abs 1 iVm § 92 Z 5 BörseG.[332] Im Fall von OGAW ist allerdings fraglich, ob überhaupt eine Meldepflicht besteht oder aber vielmehr im Wege einer europarechtskonformen Auslegung eine solche generell verneint werden muss. Hintergrund ist, dass Art 1 Abs 2 TransparenzRL vorsieht, dass die Regelungen der TransparenzRL nicht auf OGAW Anwendung finden sollen. Art 3 Abs 1 TransparenzRL regelt, dass der Herkunftsmitgliedstaat strengere Regelungen erlassen kann als nach der TransparenzRL. Im vorliegenden Fall könnte es sich um eine strengere Regelung handeln, da über § 81a Abs 4 BörseG die Vorschriften der §§ 91-94 BörseG, die auf der TransparenzRL basieren, auf OGAW erstreckt werden. Andererseits ist zu beachten, dass der Anwendungsbereich durch diese Regelung in gewisser Hinsicht ausgehebelt wird, so dass möglicherweise der Sinn und Zweck der TransparenzRL durch eine solche Umsetzung in Frage gestellt werden könnte. Selbst wenn man mit diesem Argument zu dem Ergebnis

---

Veranlagung in Wertpapiere (OGAW) gemäß § 2 InvFG und gegebenenfalls von alternativen Investmentfonds (AIF) gemäß des 3. Teils des InvFG besteht.

[329] Bundesgesetz über Investmentfonds (Investmentfondsgesetz 2011 – InvFG 2011) BGBl I 2011/77, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/83.

[330] § 52 Abs 1 InvFG entspricht insoweit der Vorgängerbestimmung des § 3 Abs 1 InvFG 1993 (Bundesgesetz über Kapitalanlagefonds (Investmentfondsgesetz – InvFG 1993) BGBl 1993/532 idF BGBl I 2011/77).

[331] Vgl *Kammel* in *Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz*, InvFG § 3 Rz 25 mwN; *Heidinger/Paul*, Kommentar zum Investmentfondsgesetz (2005) § 3 Rz 3 mwN. Zur alten Regelung des § 3 InvFG 1993 wird die Ausübung von Stimmrechten hier als nach hM primäres Recht aus den Vermögenswerten bezeichnet. Dabei handelt die KAG im eigenen Namen aber für Rechnung der Anteilinhaber, was sich aus § 52 Abs 1 Satz 1 HS 2 InvFG ergibt.

[332] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 73 unter Hinweis auf die Vorgängerbestimmung des § 3 Abs 1 InvFG 1993, die wie auch die Nachfolgerbestimmung des § 52 Abs 1 Satz 1 HS 2 InvFG bestimmte, dass die KAG im eigenen Namen und für fremde Rechnung handelt. AA *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (892), die, mE wohl unzutreffend, von einer Meldepflicht gemäß § 91 Abs 1 iVm § 92 Z 6 BörseG ausgehen. § 92 Z 6 BörseG setzt allerdings eine Stimmrechtsausübung im fremden Namen voraus, was bei der KAG ausweislich § 52 Abs 1 Satz 1 HS 2 InvFG jedoch nicht der Fall ist, weshalb sich die Meldepflicht mE nur nach § 92 Z 5 BörseG bestimmen kann.

kommt, dass Art 3 Abs 1 TransparenzRL eine strengere Regelung im vorliegenden Fall verbietet, so ist der Inhalt der Regelung noch genauer zu betrachten. Unzulässig sind gemäß Art 3 Abs 1 TransparenzRL lediglich strengere Regelungen. Die Einführung zusätzlicher Pflichten ist nicht verboten. Auch hier stellt sich jedoch die Frage, wie es aussieht, wenn die zusätzlich geschaffene Pflicht etwas einführt, was von der RL gerade untersagt wird. Im vorliegenden Fall sollte die Richtlinienbestimmung des Art 1 Abs 2 TransparenzRL Erleichterungen für OGAW bringen. Es handelt sich daher mE nicht um eine essentielle Bestimmung, so dass hier im Lichte der grundsätzlich von Art 3 Abs 1 TransparenzRL getroffenen Wertung diese zusätzliche Verpflichtung als zulässig eingestuft werden muss. Daher ist eine europarechtskonforme Auslegung in dem Sinne, dass auf Grund von Art 1 Abs 2 TransparenzRL OGAW nicht der Meldepflicht unterfallen, nicht geboten. Sofern OGAW daher Anteile erwerben oder veräußern unterliegen sie bzw die KAG, den Meldebestimmungen der §§ 91 ff BörseG.

Besonderheiten sind allerdings bei Spezialfonds und bei sogenannten Großanlegerfonds[333] zu beachten, da hier durch vertragliche Vereinbarung Mitwirkungsrechte der Anteilinhaber, zB in Form eines Anlageausschusses, bestehen können.[334] Durch Einflussnahme auf die Anlagepolitik kann auch die Ausübung von Stimmrechten gesteuert werden,[335] wenngleich formal gesehen auf Grund von § 52 Abs 1 InvFG eine exklusive Verfügungsberechtigung der KAG besteht.[336] Im Ergebnis besteht daher in diesem Fall bei Spezial- und Großanlegerfonds die Meldepflicht für die Anteilinhaber als Eigentümer der die Stimmrechte vermittelnden Aktien gemäß § 91 Abs 1 BörseG, nicht jedoch für die KAG.[337] Man wird im Einzelfall stets genauer betrachten müssen, welche Vereinbarungen tatsächlich zwischen der KAG und den Anlegern des Spezial- oder Großanlegerfonds bestehen. Sofern es zB bezüglich des Stimmrechts keine Vereinbarung gibt, bleibt es auch bei Spezial- und Großanlegerfonds

---

[333] Auch als „unechter Spezialfonds“ bezeichnet, vgl zum Begriff *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 27 Rz 24.

[334] Vgl *Kammel* in *Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz*, InvFG § 3 Rz 20; *Heidinger/Paul*, InvFG § 3 Rz 1 mwN.

[335] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 43.

[336] Vgl *Kammel* in *Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz*, InvFG § 3 Rz 17; *Paul* in *Heidinger/Paul/Schmidt/Spranz/Urtz/Wachter*, Immobilien-Investmentfondsgesetz (2004) § 3 Rz 3.

[337] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 43; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (892); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 74.

auf Grund von § 52 Abs 1 InvFG bei einer Meldepflicht der KAG gemäß § 91 Abs 1 iVm § 92 Z 5 BörseG.

Bei ausländischen Fondskonstruktionen kommt es ua darauf an, wie der jeweilige Fonds rechtlich ausgestaltet ist, und ob dieser sich selbst verwaltet oder ob die Verwaltung von einer Verwaltungsgesellschaft wahrgenommen wird. Danach richtet sich dann auch, ob die Verwaltungsgesellschaft gemäß § 91 Abs 1 iVm § 92 Z 5 BörseG meldepflichtig ist oder aber der jeweilige Fonds selbst gemäß § 91 Abs 1 BörseG oder, je nach konkreter rechtlicher Ausgestaltung desselben, gemäß einer Zurechnungsnorm nach § 92 BörseG.[338]

2.2.1.7 Handhabung der Meldepflichten bei Konzernunternehmen gemäß § 91 Abs 3 BörseG

§ 91 Abs 3 BörseG[339] erleichtert die Meldepflichten für Konzernunternehmen, die einen konsolidierten Jahresabschluss erstellen müssen,[340] insoweit, als danach übergeordnete Konzernunternehmen die Meldepflichten für untergeordnete Konzernunternehmen erfüllen können.[341] Generell ist eine solche Vorgangsweise vorzuziehen, da so nur eine einzelne Meldung für den gesamten Konzern abgegeben werden muss, in der auf Grund von § 92a Abs 1 Z 2 BörseG die Kette der kontrollierten Unternehmen anzugeben ist, und es nicht zu einer Irreführung von Marktteilnehmern durch eine Vielzahl von Meldungen verschiedener Konzernunternehmen kommt.[342] Fehlerhafte oder unterlassene Meldungen lassen die Meldepflicht für untergeordnete Konzernunternehmen fortbestehen, denn diese sind selbst für

---

[338] Einzelheiten und konkrete praktische Beispiele nach deutschem Recht, ua zur Société d'Investissement à Capital Variable („SICAV"), rechtlich selbständigen Fonds, zB in der Rechtsform einer Limited, und Teilfonds finden sich bei BaFin, Emittentenleitfaden 148f.

[339] In § 91 Abs 3 BörseG wurde Art 12 Abs 3 TransparenzRL umgesetzt.

[340] Für Unternehmen mit Sitz in Österreich bestimmt sich diese Verpflichtung nach § 244 UGB, für ausländische Unternehmen nach dem entsprechenden Gesellschaftsstatut im Sitzstaat, vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 110.

[341] Das entspricht im Wesentlichen § 5 Abs 1 TransV, der bestimmt, dass die Meldepflicht, mit Ausnahme von § 92 Z 1, 7 BörseG, wo sie eine kollektive Verpflichtung aller an der Vereinbarung Beteiligten darstellt, eine individuelle Pflicht jedes einzelnen Aktionärs ist. § 5 Abs 3 TransV regelt, ähnlich wie § 91 Abs 3 BörseG, dass die Meldepflicht, sofern mehrere natürliche oder juristische Personen meldepflichtig sind, mittels einer gemeinsamen Meldung erfüllt werden kann.

[342] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 107. Vgl hierzu auch FN 261.

die Erfüllung der Meldepflicht verantwortlich.[343] § 91 Abs 3 BörseG wird zu Recht auch auf die Vorschriften der §§ 91a, 92 BörseG für anwendbar gehalten.[344] Zwar enthält § 91 Abs 3 BörseG keinen direkten Verweis auf die §§ 91a, 92 BörseG. § 91a BörseG verweist allerdings auf § 91 BörseG insgesamt, § 92 BörseG verweist seinerseits auf § 91 Abs 1, 1a BörseG. Da § 91 Abs 3 auf § 91 Abs 1 BörseG verweist, ist § 91 Abs 3 BörseG auf die §§ 91a, 92 BörseG über die Verweiskette ebenfalls anwendbar.[345] Auch sind keine sachlichen Gründe ersichtlich, die für die Nichtanwendung der Erleichterung des § 91 Abs 3 BörseG auf die §§ 91a, 92 BörseG sprechen würden.

2.2.1.8 Erstmalige Zulassung von Aktien nach § 91 Abs 4 BörseG

Gemäß § 91 Abs 4 BörseG ist dem Erwerb einer Beteiligung an einer Gesellschaft gemäß § 91 Abs 1 BörseG die erstmalige Zulassung der Aktien zum amtlichen Handel oder zum geregelten Freiverkehr an einer österreichischen Börse gleichzuhalten. Mangels eines Erwerbs oder einer Veräußerung fallen die Konstellationen des § 91 Abs 4 BörseG nicht unter § 91 Abs 1 BörseG.[346] Auch wenn der Wortlaut des § 91 Abs 4 BörseG nicht angepasst wurde und daher nur die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in Österreich umfasst, wird zu Recht argumentiert, dass auf Grund des Herkunftsmitgliedstaatsprinzips auch erstmalige Zulassungen von Emittenten mit Sitz in Österreich zu geregelten Märkten im EWR von § 91 Abs 4 BörseG erfasst sein müssen.[347] Ausgelöst wird die Meldepflicht bereits durch die Zulassung und nicht erst, wenn die Aktien am geregelten Markt notieren.[348] Für die Fristberechnung gilt die allgemeine Regelung des § 91 Abs 1 Satz 4 Z 1 BörseG, wonach es auf das Kennen oder Kennenmüssen, in diesem Fall bezogen auf die erstmalige Zulassung der Aktien, ankommt.[349] § 6 TransV ist auf Grund des Verweises des § 91 Abs 4 BörseG auf § 91 Abs 1 BörseG auch analog auf die erstmalige Zulassung von Aktien anzuwenden. Daher

---

[343] Das ergibt sich schon aus § 5 Abs 3 Satz 2 TransV, der bestimmt, dass die Vornahme einer gemeinsamen Meldung die anderen meldepflichtigen natürlichen oder juristischen Personen nicht von ihrer Verantwortung entbindet.

[344] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 108; ebenso, zumindest in Bezug auf § 92 BörseG, *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (898).

[345] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG aaO.

[346] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 88; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 113.

[347] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (888); zustimmend *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 114.

[348] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 89; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 116; BaFin, Emittentenleitfaden 136.

[349] Vgl zur deutschen Parallelbestimmung *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 21 Rz 56.

wird widerlegbar vermutet, dass der Meldepflichtige spätestens 2 Tage nach der Ausführung, also hier der erstmaligen Zulassung der Aktien, Kenntnis erhalten hat.[350] § 91 Abs 4 BörseG wird, wenngleich sich in der Vorschrift selbst kein expliziter Verweis auf die §§ 91a, 92, 93 Abs 3 BörseG findet, dennoch auch auf diese Vorschriften als anwendbar angesehen, da dies aus Transparenzgesichtspunkten sachgerecht erscheint und die genannten Vorschriften auf § 91 Abs 1 BörseG verweisen, auf den wiederum § 91 Abs 4 BörseG verweist.[351] Einerseits überzeugt die Einbeziehung über die Verweiskette, zudem erscheint es mE auch vor dem Hintergrund systematischer Gesichtspunkte und dem Telos der Beteiligungspublizitätsvorschriften, die hier keine Differenzierung vornehmen wollen, sachgemäß, auch die erstmalige Zulassung von Aktien oder Finanzinstrumenten, die nicht über § 91 Abs 1 BörseG, sondern eine der anderen genannten Vorschriften meldepflichtig sind, in die Meldepflicht gemäß § 91 Abs 4 BörseG mit einzubeziehen. Die Meldepflicht nach § 91 Abs 4 BörseG im Falle der erstmaligen Zulassung eigener Aktien gemäß § 93 Abs 3 BörseG wird von *Maierhofer* zu Recht als interessengerecht eingestuft. Auch systematische Gründe, insbesondere die Einheitlichkeit des Beteiligungspublizitätsregimes, sprechen mE dafür, eigene Aktien im Hinblick auf § 91 Abs 4 BörseG nicht anders zu behandeln.

Sofern die Börsenzulassung wegfällt wird richtigerweise vertreten, dass keine Meldepflichten gemäß den §§ 91 ff BörseG bestehen.[352] Dasselbe gilt, wenn ein Wechsel in einen nicht geregelten Markt erfolgt.[353] Das ist sowohl vor dem Hintergrund des Wortlauts der Bestimmung, wonach Aktien zum geregelten Markt zugelassen sein müssen, als auch nach dem Sinn und Zweck der Vorschrift, über die Beteiligungsverhältnisse von Gesellschaften, deren Aktien zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, zu informieren, zutreffend. Sofern die Zulassung wegfällt besteht kein Informationsinteresse des Kapitalmarkts mehr, so dass auch Gesichtspunkte des Anlegerschutzes nicht entgegenstehen.

---

[350] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 116.

[351] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 115.

[352] Vgl *Opitz* in *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze[2] (Stand: 1/2006) § 21 Rz 37.

[353] Vgl *Schwark* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar[4] (2010), § 21 Rz 18.

2.2.2. Einzelne Zurechnungstatbestände nach § 92 BörseG

§ 92 BörseG[354] erweitert die Meldepflichten auf bestimmte Konstellationen, in denen Personen rechtlich oder tatsächlich zur Ausübung von Stimmrechten berechtigt sind. Nach § 92 BörseG besteht die Mitteilungspflicht gemäß § 91 Abs 1 BörseG daher auch, wenn eine Person in den in § 92 BörseG genannten Fällen zur Ausübung von Stimmrechten berechtigt ist. Aus dem Verweis auf § 91 Abs 1 BörseG ergibt sich, dass die Person Schwellen erreichen, über- oder unterschreiten muss, um eine Meldepflicht auszulösen. Der Verweis in § 92 BörseG erstreckt sich lediglich auf § 91 Abs 1, 1a BörseG und nicht auf den gesamten § 91 BörseG, was zu Recht als verfehlt betrachtet wird, da aus Transparenzgründen Aktionäre nach § 91 BörseG, Stimmausübungsberechtigte nach § 92 BörseG und Inhaber von Finanzinstrumenten gemäß § 91a BörseG gleich behandelt werden sollten.[355] In der Tat sind keine sachlichen Gründe ersichtlich, die rechtfertigen würden, warum Erleichterungen für Konzernunternehmen nach § 91 Abs 3 BörseG, Ausnahmen von der Meldepflicht nach § 91 Abs 2, 2a BörseG und die Meldepflicht bei der erstmaligen Zulassung von Aktien gemäß § 91 Abs 4 BörseG in Fällen des § 92 BörseG abweichend beurteilt werden sollten. Bei § 92 BörseG handelt es sich nicht nur um eine Zurechnungsvorschrift, sondern um eine eigenständige Offenlegungsverpflichtung.[356] Daraus ergibt sich auch, dass alleine die Verwirklichung eines der in § 92 BörseG aufgezählten Tatbestände ausreichend ist und keine Eigentumsübertragung an Aktien stattfinden muss.[357] Zusätzlich zu Stimmrechten, die gemäß § 92 BörseG offenzulegen sind, sind auch Aktien, die im Eigentum gehalten werden, gemäß § 91 Abs 1 BörseG offenzulegen und zwecks Feststellung einer Meldepflicht zusammenzurechnen.[358] Nach dem bereits oben erwähnten[359] Grundsatz der mehrfachen Zurechnung ist ein Aktionär auch dann nach § 91 Abs 1 BörseG meldepflichtig, wenn seine Aktien einer

---

[354] In § 92 BörseG wurde Art 10 TransparenzRL umgesetzt.

[355] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 6.

[356] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (889).

[357] Vgl AB 55 BlgNR 23. GP 7; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (889); *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 65; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 1; *Hödl*, Eingeschränkte Markttransparenz bei Einräumung einer Option, ecolex 2003, 343 (344). AA *Winner*, Änderungsbedarf aus Sicht der Übernahmekommission, in *Jarolim*, Das neue Aktienrecht – Dialog im Parlament, Band 1 (2009), 20 (31).

[358] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (889). So würde eine Meldepflicht beispielsweise bestehen, wenn ein Aktionär 2% Aktien nach § 91 Abs 1 BörseG hält und diesem weitere 3% gemäß § 92 BörseG zugerechnet werden würden, da in diesem Fall dann insgesamt Stimmrechte in Höhe von 5% ausgeübt werden könnten.

[359] S Kapitel II.F.2.1.1.

anderen Person über § 92 BörseG zuzurechnen sind, eine Absorption beim Aktionär erfolgt nicht.[360] Wechsel zwischen den einzelnen Zurechnungstatbeständen des § 92 BörseG sowie von § 91 Abs 1 BörseG auf § 92 BörseG und umgekehrt unterliegen, wie bereits erwähnt,[361] nicht erneut der Meldepflicht. Auch die Erfüllung mehrerer Tatbestände des § 92 BörseG unterliegt nur einmal der Meldepflicht.[362] Interessant im Rahmen von § 92 BörseG ist auch die Frage, ob generell eine Kettenzurechnung erfolgen soll. Eine solche ist nämlich nur in § 92 Z 4 BörseG, der auf § 92 Z 1-3 BörseG verweist sowie in § 92 Z 7 BörseG, der wiederum auf § 23 Abs 1, 2 ÜbG verweist, explizit vorgesehen. Eine allgemeine Kettenzurechnung in anderen Fällen wird allerdings für zulässig erachtet, was mit Transparenzüberlegungen begründet wird.[363] Im Ergebnis ist dem zuzustimmen, wenngleich mE zutrifft, dass eine verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierung auf Grund des verwaltungsstrafrechtlichen Analogieverbots ausscheiden wird.

2.2.2.1 § 92 Z 1 BörseG

§ 92 Z 1 BörseG erweitert die Meldepflicht auf Personen[364], die betreffend Stimmrechte aus Aktien eines Dritten mit diesem eine Vereinbarung getroffen haben, die beide verpflichtet, langfristig eine gemeinsame Politik bezüglich der Geschäftsführung des betreffenden Emittenten zu verfolgen, indem sie die Stimmrechte einvernehmlich ausüben. Die Vereinbarung muss verpflichtend sein, weshalb ein gentlemen's agreement keiner Meldepflicht unterfällt.[365] Auch mündliche oder konkludente Vereinbarungen sind

---

[360] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 93 ff, § 22 Rz 15 mwN; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 32 mwN; *Zollner*, RdW 2001, 457 (460) mwN; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890) mwN; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 18.

[361] Vgl hierzu Kapitel II.F.2.2.1.3 sowie FN 283, 285, 286.

[362] IdS zur vergleichbaren deutschen Rechtslage *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 16.

[363] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 14, der allerdings unter Verweis auf *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 1 Rz 110, die eine analoge Anwendung von Vorschriften jedenfalls in verwaltungsstrafrechtlicher Hinsicht richtigerweise ablehnen, wohl eine verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierung von Meldeverstößen zu Recht als unzulässig erachtet und de lege ferenda die generelle Einführung einer Kettenzurechnung auch für die übrigen Tatbestände des § 92 BörseG fordert. Ebenfalls für eine generelle Kettenzurechnung, ohne jedoch verwaltungsstrafrechtliche Aspekte zu thematisieren, *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 72.

[364] Gemäß § 81a Abs 1 Z 15 BörseG umfasst der Begriff natürliche und juristische Personen.

[365] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 19, der darauf hinweist, dass möglicherweise eine Meldepflicht nach § 92 Z 7 BörseG bestehen kann. S auch die ausführliche und argumentativ überzeugende

ausreichend, sofern diese verpflichtenden Charakter haben.[366] An dieser Stelle sollte mE de lege ferenda in Betracht gezogen werden, auch rechtlich nicht verpflichtende Vereinbarungen von der Meldepflicht zu erfassen. Andernfalls würden Umgehungskonstruktionen erleichtert.[367] Allein durch Verzicht auf einen verbindlichen Vertrag könnte die Meldepflicht, selbst dann, wenn ein abgestimmtes Verhalten vorliegt, einfach umgangen werden. Das sollte aus Transparenzgesichtspunkten vermieden werden.

Ausweislich des Wortlauts der Vorschrift ausschließlich erfasst sind Gleichordnungssyndikate. Unterordnungssyndikate sind mangels einvernehmlicher Stimmrechtsausübung nicht erfasst.[368] Aus § 5 Abs 1 Satz 2 TransV ergibt sich, dass es sich bei der Meldeverpflichtung, anders als in den Fällen von § 92 Z 2-6 BörseG, die eine individuelle Pflicht jedes Einzelnen statuieren, um eine kollektive Pflicht der Syndikatspartner handelt. Im Gegensatz zu anderen Tatbeständen des § 92 BörseG erfolgt im Rahmen von § 92 Z 1 BörseG eine wechselseitige Zurechnung der Stimmrechte zwischen den Syndikatspartnern.[369] Gleichwohl bleiben alle Beteiligten verantwortlich für die Erfüllung der Meldepflichten.[370]

Das Merkmal der Verfolgung einer langfristigen gemeinsamen Politik betreffend die Geschäftsführung des Emittenten ist weit auszulegen, was mit dem Sinn und Zweck der

---

Auseinandersetzung mit der Frage bei *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 66-68 mwN, der ebenfalls zum Ergebnis kommt, dass rechtlich nicht verpflichtende Vereinbarungen in Österreich nach hL keiner Meldepflicht gemäß § 92 Z 1 BörseG unterliegen. Anders dagegen die Rechtslage in Deutschland, wonach ein gentlemen's agreement iSe abgestimmten Verhaltens aber ohne rechtliche Verpflichtungen ausreichend ist vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 173 mwN; ebenso die deutsche Verwaltungspraxis, vgl BaFin, Emittentenleitfaden 146.

[366] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890).

[367] So könnten beispielsweise mehrere Familienmitglieder, die einzelne Anteile halten, die gleichen Interessen haben und daher gleichförmig abstimmen, eine Meldepflicht schlichtweg umgehen, indem sie das gleichförmige Verhalten nicht verpflichtend fixieren. Diese Konstellation verdeutlicht, wie absurd die Nichtzusammenrechnung in einem solchen Fall ist.

[368] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890), wonach bei Unterordnungssyndikaten jedoch eine Meldepflicht gemäß anderen Vorschriften, namentlich § 92 Z 5, 7 BörseG, denkbar ist.

[369] Die wechselseitige Zurechnung ist unstreitig, vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 193a, 193b mwN; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 20; *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 71.

[370] Vgl CESR/05-407 Rz 135. Die Verantwortlichkeit aller Beteiligten ergibt sich jedoch auch schon aus § 5 Abs 3 Satz 2 TransV.

Transparenzvorschriften begründet wird.[371] In der Praxis wird daher eine langfristig ausgelegte verbindliche Vereinbarung, die Stimmrechte gemeinsam auszuüben, ausreichend für das Auslösen der Meldepflicht sein.

Eine praktisch interessante Konstellation betrifft die Frage, ob bei Konzerngesellschaften auch Stimmrechte von Tochtergesellschaften wechselseitig zurechenbar sind, sofern beide Syndikatspartner in einem Gleichordnungssyndikat sind. Teilweise ist man im Falle von Konzerngesellschaften der Ansicht, dass § 92 Z 1 BörseG im Verhältnis zu § 92 Z 4 BörseG, der die Zurechnung bei kontrollierten Unternehmen regelt, im Fall von Gleichordnungssyndikaten lex specialis ist.[372] Auf der anderen Seite wird vertreten, dass diese beiden Zurechnungstatbestände gleichberechtigt nebeneinander stehen, ohne dass der eine den anderen verdrängt.[373] Von der systematischen Konzeption des § 92 BörseG her ist davon auszugehen, dass zwischen den einzelnen Tatbeständen kein Spezialitätsverhältnis bestehen soll, somit auch die Erfüllung mehrerer Tatbestände gleichzeitig denkbar ist.[374] Es ist daher davon auszugehen, dass die Zurechnung wechselseitig zwischen allen betroffenen Konzerngesellschaften, unabhängig davon, ob es sich dabei um die kontrollierenden oder kontrollierten Unternehmen handelt, erfolgt.[375] Sehr praxisrelevant ist die Frage, welche Meldepflichten entstehen, wenn es Verschiebungen im Syndikat gibt bzw sich die

---

[371] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 21; *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 69. *Maierhofer* argumentiert, dass bei österreichischen Aktiengesellschaften gemäß § 70 AktG der Vorstand alleine die Geschäftsführungsbefugnis innehat, womit eine direkte Einflussnahme ausscheidet. *Prechtl* ist der Ansicht, dass weder die Kontrolle der Gesellschaft erforderlich ist, noch dass der Stimmrechtsanteil konkret oder abstrakt geeignet sein muss, die unternehmerische Ausrichtung des Emittenten zu beeinflussen. AA *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890).

[372] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 23.

[373] So die wohl hM und Verwaltungspraxis zur vergleichbaren Rechtslage in Deutschland, vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 211a; BaFin, Emittentenleitfaden 147.

[374] S hierzu FN 362, wonach die Erfüllung mehrerer Tatbestände des § 92 BörseG nur einmal der Meldepflicht unterliegt. Daraus ergibt sich logisch, dass die gleichzeitige Erfüllung mehrerer Tatbestände möglich ist. Das ergibt sich auch aus dem zweiten im Emittentenleitfaden der BaFin angeführten Beispiel, wonach Aktien des Tochterunternehmens dem Mutterunternehmen sowohl gemäß § 22 Abs 2 WpHG (entspricht § 92 Z 1 BörseG), als auch gemäß § 22 Abs 1 Satz 1 Z 1 WpHG (entspricht § 92 Z 4 BörseG) zuzurechnen sind, vgl BaFin, Emittentenleitfaden 148.

[375] Dieses Ergebnis scheint nach beiden Ansichten unstreitig zu sein, da beide Ansichten § 92 Z 1 BörseG, freilich mit unterschiedlicher Begründung, für anwendbar erachten, vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 211a; BaFin, Emittentenleitfaden 147; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 23.

Zusammensetzung desselben verändert oder dieses aufgelöst wird. Verschiebungen im Syndikat führen, das gilt sogar dann, wenn ein Syndikatspartner gar keine Aktien mehr hält, zu keiner Meldepflicht, sofern die Syndikatspartner dieselben bleiben und keine Schwellen betroffen sind.[376] Diese Auslegung ist mE zutreffend, weil die für den Markt interessante (und gemäß § 92 Z 1 BörseG meldepflichtige) Information darin besteht, dass mehrere Personen im Rahmen eines Syndikats zusammen eine bestimmte Anzahl an Stimmrechten halten. Erreicht, über- oder unterschreitet diese Anzahl keine Schwellen, so besteht in der Tat auch keine Meldepflicht. Die Anteile der einzelnen Personen sind für den Markt nicht so interessant, solange diese über ein Syndikat verbunden sind, da der Gesamtbestand des Syndikats auch die wirtschaftlich relevante Information für den Kapitalmarkt ist. Im Fall einer Syndikatsauflösung entstehen jedenfalls Meldepflichten, sofern Schwellen berührt werden. Fraglich ist, wie Fälle zu behandeln sind, in denen Syndikatspartner ausscheiden bzw Syndikate aufgelöst werden, ohne dass Schwellen berührt werden. Hier wird vertreten, dass dies in jedem Fall, unabhängig von einer Schwellenberührung, einen meldepflichtigen Vorgang darstellt, da die Begriffe des Erwerbs oder der Veräußerung weit auszulegen seien und zB auch die Auflösung eines Syndikats darunterfiele, so dass alle Syndikatspartner meldepflichtig sind.[377] Der Wortlaut des § 91 Abs 1 BörseG verlangt zwar als das die Meldepflicht auslösende Momentum, dass eine Schwelle wenigstens berührt wird. Allerdings ist mE auch § 5 Abs 1 Satz 2 TransV zu beachten, der eben statuiert, dass es sich bei der Meldepflicht im Fall des § 92 Z 1 BörseG um eine kollektive Pflicht aller an der Vereinbarung beteiligten Personen handelt. Deren Zusammensetzung ist eine andere, sofern Partner ausscheiden oder dazukommen. Daher ist die Auffassung, nach der eine kollektive Meldepflicht bei personellen Änderungen im Syndikat oder dessen kompletter Auflösung unabhängig von der Berührung von Meldeschwellen besteht, mE zutreffend.

---

[376] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 24. Im Ergebnis ebenfalls eine Meldepflicht bei bloßen Umschichtungen ohne Schwellenberührung verneinend *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 21 Rz 76. Ebenso wohl auch BaFin, Emittentenleitfaden 128. Die BaFin verneint die Meldepflicht explizit zwar nur bei einem Wechsel von direkt gehaltenen Stimmrechten (entspricht § 91 Abs 1 BörseG) zu zugerechneten Stimmrechten (entspricht § 92 BörseG), allerdings muss das dann erst recht auch gelten, wenn innerhalb desselben Tatbestands Umschichtungen stattfinden.

[377] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 26.

2.2.2.2 § 92 Z 2 BörseG

§ 92 Z 2 BörseG sieht eine Meldepflicht für Personen vor, die ihre Aktien im Wege einer Sicherungsübereignung auf Dritte übertragen haben, sofern sie entweder keinen Weisungen seitens des Dritten unterliegen oder auf die Stimmausübung des Dritten Einfluss nehmen können. Keiner Meldepflicht nach § 92 Z 2 BörseG unterliegen Verpfändungen nach österreichischen Recht[378], da hier das Eigentum beim Pfandgeber verbleibt und nicht übertragen wird.[379] Auch wenn eine analoge Anwendung des § 92 Z 2 BörseG auf Sachverhalte der Verpfändung teilweise in der Literatur gefordert wird,[380] so ist eine solche mE mangels Gesetzeslücke gar nicht erforderlich. Vielmehr ergibt sich die Meldepflicht des Pfandnehmers, sofern dieser die Möglichkeit zur Ausübung von Stimmrechten hat, in Österreich bereits aus § 92 Z 5 BörseG, wonach Stimmrechte meldepflichtig sind, die ausgeübt werden können, ohne dass die betreffende Person Eigentümerin ist. Der Pfandgeber ist als Eigentümer der Aktien ohnehin gemäß § 91 Abs 1 BörseG meldepflichtig, so dass eine Analogie über § 92 Z 2 BörseG für diesen gar nicht erforderlich ist. Gegen eine solche würde mE auch sprechen, dass eine verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierung in jedem Fall ausscheiden würde, da dies einen Verstoß gegen das verwaltungsstrafrechtliche

---

[378] Anders möglicherweise bei nach ausländischem Recht zu beurteilenden Konstellationen. Hier kann eine Meldepflicht bestehen, sofern der Pfandnehmer Eigentümer wird, vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 28.

[379] Gegen eine Meldepflicht zumindest die hM, vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890); *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17 Rz 49 mwN. Leicht abweichend, aber wohl im Grundsatz auch dieser Auffassung *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 28. AA und somit für eine analoge Anwendung votierend *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 76 mwN. *Prechtl* argumentiert in erster Linie mit dem Erfordernis einer europarechtskonformen Interpretation sowie mit der Rechtslage in Deutschland, wo nach der seines Erachtens hL die Verpfändung über § 22 Abs 1 Z 3 WpHG von der Meldepflicht erfasst ist. Teilweise wird jedoch in Deutschland modifizierend vertreten, dass der Pfandnehmer nur dann meldepflichtig sein soll, sofern er die Stimmrechte ausüben kann, vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 92. In Deutschland fehlt allerdings auch eine Auffangbestimmung iSd § 92 Z 5 BörseG. *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 22 Rz 60 lehnen eine analoge Anwendung des § 22 Abs 1 Z 3 WpHG auf Sachverhalte der Verpfändung sogar generell ab. *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 28, tritt ausnahmsweise ebenfalls für eine analoge Anwendung des § 92 Z 2 BörseG auf Pfandnehmer und -geber in den Fällen ein, in denen der Pfandnehmer zur Ausübung von Stimmrechten berechtigt ist, was der von *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] aaO vertretenen Auffassung entspricht.

[380] S *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 28 sowie *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 76, die, wie in FN 379 erläutert, beide diese Ansicht vertreten, *Maierhofer* allerdings wie gesehen in einer leicht modifizierten Form.

Analogieverbot darstellen würde. Sofern davon ausgegangen wird, dass der Pfandnehmer über § 92 Z 5 BörseG meldepflichtig ist, wäre eine verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierung von Verstößen gegen die Meldepflicht dagegen möglich, da keine Analogie erforderlich ist.

Hinsichtlich der Fälle der Sicherungsübereignung stellt sich die Frage, ob § 92 Z 2 BörseG überhaupt einen eigenständigen Anwendungsbereich hat, oder aber diese Vorschrift redundant ist. Der Sicherungsnehmer ist auf Grund der Tatsache, dass dieser Eigentümer der Stimmrechte wird, bereits gemäß § 91 Abs 1 BörseG meldepflichtig.[381] Der Sicherungsgeber überschreitet dagegen keine Schwelle, so dass dieser nicht meldepflichtig ist. Der einzige Unterschied ist, dass er die Stimmrechte jetzt nicht mehr als Eigentümer hält, sondern diese ihm gemäß § 92 Z 2 BörseG zugerechnet werden. Diese Konstellation ist mangels Schwellenüberschreitung aber nicht meldepflichtig.[382] § 92 Z 2 BörseG wirkt im Sinne eines negativen Anwendungsbereichs für den Sicherungsgeber dahingehend, dass im Fall der Sicherungsübereignung zunächst keine Meldepflicht besteht. Ohne § 92 Z 2 BörseG müsste der Sicherungsgeber, sofern er noch Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte hat aber nicht mehr Eigentümer derselben ist, eine Veräußerung gemäß § 91 Abs 1 BörseG melden, was nicht der tatsächlichen wirtschaftlichen Situation entsprechen würde. Der positive Anwendungsbereich der Norm besteht in erster Linie darin, dass später erfolgende Transaktionen einer Meldepflicht unterliegen.[383] Im Ergebnis besteht der Sinn und Zweck der

---

[381] IdS *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 32 sowie die Gesetzesmaterialien, vgl 55 BlgNR 23. GP 7. AA *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 74f, unter Hinweis auf die Rechtslage in Deutschland, die im Gegensatz zur österreichischen Rechtslage eine alternative Zurechnung vorsieht, und unter Hinzuziehung europarechtlicher Argumente. ME besteht für den Sicherungsnehmer in jedem Fall eine Meldepflicht, da der Wortlaut des § 91 Abs 1 BörseG nur auf den Erwerb abstellt und insoweit eindeutig ist.

[382] AA *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890) und wohl ebenfalls die Gesetzesmaterialien, vgl AB 55 BlgNR 23. GP 7. Gegen eine Meldepflicht *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 32 sowie *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 22 Rz 60. *Maierhofer* fordert de lege ferenda aus Transparenzgesichtspunkten eine getrennte Offenlegungspflicht für Sachverhalte nach § 91BörseG und nach § 92 BörseG. ME würde eine solche nicht sehr viel zusätzlichen Nutzen bringen, da Sinn und Zweck der Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse ua ist, die wirtschaftliche Macht des Aktionärs darzustellen. Dafür ist keine weitere Meldung erforderlich, wenn Aktien nicht mehr direkt, sondern indirekt gehalten werden oder andersherum.

[383] Aktionär A überträgt seinen Stimmrechtsanteil in Höhe von 12% am Emittenten E an Sicherungsnehmer B im Wege der Sicherungsübereignung, behält jedoch Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte. B meldet hier gemäß § 91 Abs 1 BörseG die Überschreitung der Schwellen von 5% und 10%, da er jetzt einen Anteil von 12% im Eigentum hält. Für A besteht keine Meldepflicht, da er keine Schwellen überschreitet, weil ihm der 12%ige

Norm mE darin, dass er zum einen vermeidet, dass eine Meldepflicht entsteht, wenn die Stimmrechte als Sicherheit übereignet werden. Zum anderen stellt die Norm sicher, dass weitere Zukäufe entsprechend der tatsächlichen Stimmrechtsmacht meldepflichtig sind, wenn der Sicherungsgeber Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte nehmen kann. Diese Konstellation wäre auch nicht über den Auffangtatbestand des § 92 Z 5 BörseG verwaltungsstrafrechtlich sanktionierbar, da dieser nur die Ausübung von Stimmrechten ohne Eigentümer zu sein direkt erfasst, nicht aber die Einflussnahme auf die Ausübung. So gesehen hat § 92 Z 2 BörseG einen eigenen Anwendungsbereich und ist gleichzeitig in Fällen, in denen der Sicherungsgeber die Stimmrechte selbst ausüben kann, die also über die bloße Einflussnahme hinausgehen, lex specialis gegenüber dem Auffangtatbestand des § 92 Z 5 BörseG.

2.2.2.3 § 92 Z 3 BörseG

Gemäß § 92 Z 3 BörseG ist eine Person auch dann meldepflichtig, wenn sie Stimmrechte auf Grund eines Fruchtnutzungsrechts ausüben kann. Der letzte Halbsatz der Vorschrift, wonach erforderlich ist, dass die Stimmrechte ohne ausdrückliche Weisung des Sicherungsnehmers ausgeübt werden können bzw die Ausübung durch den Sicherungsnehmer vom Fruchtnießer beeinflusst werden kann, ist nicht richtlinienindiziert und scheint ein Redaktionsversehen zu sein.[384] Die Meldepflicht setzt voraus, dass der Fruchtnießer auch tatsächlich zur Stimmrechtsausübung berechtigt ist, was dieser nach hA in Österreich aber nicht ist,[385] oder aber auf die Stimmrechtsausübung durch den Nießgeber zumindest Einfluss nehmen kann. Erforderlich für eine Zurechnung ist also entweder eine schuldrechtliche Vereinbarung, nach welcher der Fruchtnießer zur Stimmrechtsausübung berechtigt ist, oder aber ein Sachverhalt, der sich nach einer ausländischen Rechtsordnung beurteilt, welche die Stimmrechtsausübung

---

Anteil jetzt über § 92 Z 2 BörseG zugerechnet wird. Später erwirbt A weitere 4%. Jetzt muss A das Überschreiten der Schwelle von 15% melden, da er jetzt insgesamt 16% der Stimmrechte ausüben kann (12% auf Grund von § 92 Z 2 BörseG und 4% als Eigentümer auf Grund von § 91 Abs 1 BörseG).

[384] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 34. Ebenso *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 77 FN 301. *Maierhofer* argumentiert, dass der letzte HS des § 92 Z 3 BörseG wortident mit den letzten Zeilen § 92 Z 2 BörseG ist. Zudem ergibt auch ein Blick auf Art 10 lit d TransparenzRL, der in § 92 Z 3 BörseG umgesetzt wurde, dass der letzte HS nicht richtlinienindiziert ist. Die von *Maierhofer* vorgebrachte Wortidentität mit den letzten Zeilen des § 92 Z 2 BörseG sprechen, neben der Abweichung von der europarechtlichen Vorschrift in Art 10 lit d TransparenzRL, in der Tat für ein Redaktionsversehen.

[385] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (891) mwN; *Kastner/Doralt/Nowotny*, Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts[5] (1990), 271; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 33.

durch den Fruchtnießer vorsieht.[386] Sofern eine dieser beiden Alternativen gegeben ist, besteht eine Meldepflicht gemäß § 92 Z 3 BörseG. Ebenfalls die Meldepflicht auslösend wäre die rein tatsächliche Möglichkeit des Fruchtnießers zur Einflussnahme auf die Stimmrechtsausübung durch den Nießgeber. Der Nießgeber bleibt, sofern Schwellen betroffen sind, gemäß § 91 Abs 1 BörseG als Eigentümer der den Stimmrechten zu Grunde liegenden Aktien meldepflichtig.

2.2.2.4 § 92 Z 4 BörseG

Ebenfalls der Meldepflicht unterliegen gemäß § 92 Z 4 BörseG Stimmrechte aus Aktien, die einem Unternehmen gehören oder nach § 92 Z 1-3 BörseG zugerechnet werden, an dem die Person eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung iSv § 22 Abs 2, 3 ÜbG hält. Hier stellt sich die Frage, was unter einer kontrollierenden Beteiligung zu verstehen ist. Einerseits verweist § 92 Z 4 BörseG auf § 22 Abs 2, 3 ÜbG, der Definitionen hinsichtlich kontrollierender Beteiligungen enthält. Auf der anderen Seite besteht im Börsegesetz selbst in § 81a Abs 1 Z 6 BörseG eine auf der TransparenzRL basierende[387] Definition des kontrollierten Unternehmens. Es stellt sich somit die Frage, von welcher Definition hier ausgegangen werden muss. Bei der übernahmerechtlichen Definition ist zu beachten, dass der Anwendungsbereich des Übernahmegesetzes enger ist als der Begriff des kontrollierten Unternehmens, der durch die Umsetzung der TransparenzRL Eingang in das Börsegesetz gefunden hat. Ausweislich § 2 ÜbG gilt dieses nämlich nur für öffentliche Angebote zum Erwerb von Beteiligungspapieren, die von einer Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland ausgegeben wurden und an einer österreichischen Börse zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Es ist allerdings auch denkbar, dass eine Person iSv § 92 Z 4 BörseG ein Unternehmen kontrolliert, das nicht unter das Übernahmegesetz fällt. Unmittelbare Kontrolle nach Übernahmegesetz bedeutet gemäß § 22 Abs 2 ÜbG, dass wenigstens 30% der auf die ständig stimmberechtigten Aktien der Zielgesellschaft entfallenden Stimmrechte gehalten werden. Der auf der TransparenzRL basierende § 81a Abs 1 Z 6 BörseG ist dagegen umfassender und zählt weitere Tatbestände der Kontrolle auf. Demnach kann die Kontrolle auch rein tatsächlicher Natur sein, zB weil die Person wesentliche Leitungsorgane des Unternehmens bestimmen kann oder generell einen beherrschenden Einfluss ausüben kann

---

[386] So die wohl ghM, vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (891); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 33; *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 77.

[387] § 81a Abs 1 Z 6 BörseG setzt Art 2 Abs 1 lit f TransparenzRL um.

oder tatsächlich ausübt. § 81a Abs 1 Z 6 BörseG enthält, im Gegensatz zu § 22 Abs 2 ÜbG, damit einen materiellen Kontrollbegriff.

Es stellt sich daher die Frage, ob eine europarechtskonforme Interpretation geboten ist, um auch Fälle zu erfassen, die zwar unter § 81a Abs 1 Z 6 BörseG fallen, jedoch nicht vom engeren Anwendungsbereich des Übernahmegesetzes erfasst wären. Überwiegend wird eine solche in der Literatur befürwortet.[388] Dafür spricht auch, dass die TransparenzRL in Art 10 lit e den Begriff des „kontrollierten Unternehmens" verwendet, der wiederum in Art 2 Abs 1 lit f TransparenzRL definiert ist. Der Verweis in § 92 Z 4 BörseG auf das Übernahmegesetz ist auch aus diesem Grund europarechtskonform im Sinne des materiellen Kontrollbegriffes der TransparenzRL auszulegen. Zudem ist auch zu berücksichtigen, dass historisch betrachtet das Übernahmegesetz ursprünglich durch einen materiellen Kontrollbegriff geprägt war.[389] Durch das Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006[390] wurde der materielle Kontrollbegriff durch einen formellen ersetzt.[391] Seitdem orientiert sich § 22 Abs 2 ÜbG an der starren Schwelle von 30%. Konstellationen, in denen die Beteiligung unter 30% liegt wären daher nach Übernahmegesetz, selbst in Fällen, in denen de facto eine Kontrolle möglich ist, nicht erfasst. Die Vorgabe der TransparenzRL geht dagegen von einem

---

[388] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (891); zustimmend, zumindest im Falle einer mittelbaren Kontrolle *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 45. Allerdings ist zu beachten, dass *Maierhofer* zT sehr stark danach differenziert, ob es sich um eine österreichische Gesellschaft oder um eine Gesellschaft mit Sitz in einem Drittstaat handelt, vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 41 ff. Eine solche Differenzierung erscheint mir im Sinne einer einheitlichen Transparenz jedoch nicht wirklich sachgerecht und würde zu einem verzerrten Bild führen. ME ist generell auf eine einheitliche Auslegung abzustellen, wobei dem materiellen Kontrollbegriff der Vorzug einzuräumen ist. Gegen eine europarechtskonforme Interpretation *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 79, der die Grenzen einer solchen überschritten sieht.

[389] Vgl § 22 Abs 2 ÜbG idF BGBl I 1998/127. Demnach war entscheidend, ob es dem Bieter möglich war, einen beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft auszuüben.

[390] IdF BGBl I 2006/75. S für eine detaillierte Auseinandersetzung mit den Neuerungen betreffend ÜbRÄG und Pflichtangebot *Winner*, Rechtspolitisches zum Pflichtangebot – eine Würdigung des ÜbRÄG 2006, GesRZ 2007, 391; *Winner*, Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht, ÖJZ 2006, 659.

[391] Vgl hierzu *Hasenauer*, Zum Kontrollbegriff beim mittelbaren Beteiligungserwerb nach dem ÜbG, RdW 2007, 391. *Hasenauer* weist zu Recht darauf hin, dass eine Kombination des formellen und des materiellen Kontrollbegriffs, wie im ÜbG je nach Börsenotierung und je nachdem, ob es sich um eine in- oder ausländische Gesellschaft handelt, vorgesehen, zu unsachlichen Ergebnissen führen kann. Richtigerweise sollte daher mE auch im Sinne einer europarechtskonformen Auslegung generell auf eine materielle Betrachtungsweise abgestellt werden.

materiellen Kontrollbegriff aus. Demnach ist maßgeblich, ob tatsächlich eine Kontrolle der Gesellschaft möglich ist. ME ist für die börsegesetzliche Meldepflicht auf die tatsächlichen Verhältnisse und nicht auf die formelle Betrachtung nach dem Übernahmegesetz abzustellen. Daher können auch Konstellationen erfasst sein, in denen die Beteiligung unterhalb von 30% liegt, jedoch die Gesellschaft aus anderen Gründen kontrolliert wird. Eine formelle Betrachtungsweise würde zum einen dem Sinn und Zweck der Beteiligungspublizität, die wirtschaftlichen Machtverhältnisse offenzulegen und möglicherweise auch den tatsächlichen Umständen, nicht gerecht werden.[392] Für die Feststellung einer Meldepflicht ist in der Praxis daher auf eine materielle Betrachtungsweise abzustellen. Im Falle des Erreichens der 30% Schwelle ist mE aber dennoch im Hinterkopf zu behalten, dass dies in der Regel ein Indiz für das Vorliegen einer beherrschenden Stellung iSd materiellen Kontrollbegriffs darstellen wird.[393] Im Falle zwischengeschalteter nicht börsenotierter Holdinggesellschaften, wie zB GmbHs, Privatstiftungen[394] und ausländischer juristischer Personen ist ohnehin auf einen

---

[392] So könnte eine Person große Anteile an einer Gesellschaft über eine Gesellschaft, an der sie zu 29% beteiligt ist und die sie materiell gesehen kontrolliert, halten, ohne dass sie meldepflichtig nach § 91 Abs 1 iVm § 92 Z 4 BörseG wäre. Ein derartiges Ergebnis ist, aus der TransparenzRL klar ersichtlich, nicht bezweckt. Vgl hierzu auch *Winner*, ÖJZ 2006, 659 (661). *Winner* weist hier darauf hin, dass die tatsächliche Beherrschung sehr stark von der Präsenz der Streubesitzaktionäre in der Hauptversammlung abhängt, ein formeller Kontrollbegriff den tatsächlichen Gegebenheiten uU nicht gerecht wird und sich der Wunsch nach größerer Planungssicherheit bei Transaktionen von Aktienpaketen auf Kosten der Einzelfallgerechtigkeit durchgesetzt hat. S auch *Winner*, GesRZ 2007, 391 (393). S auch die deutsche Parallelbestimmung in § 22 Abs 1 Satz 1 Z 1 iVm Abs 3 WpHG. Dort ist die Möglichkeit, einen beherrschenden Einfluss auszuüben explizit erwähnt, ein Verweis auf das Übernahmerecht, wie im österreichischen Börsegesetz, fehlt. Auf Grund der unterschiedlichen Kontrollbegriffe in der TransparenzRL und im Übernahmerecht wäre mE eine Bestimmung entsprechend § 22 Abs 1 Satz 1 Z 1 iVm Abs 3 WpHG ohne expliziten Verweis auf das Übernahmerecht de lege ferenda wesentlich praktikabler und auch mit dem materiellen Kontrollbegriff der TransparenzRL im Einklang.

[393] Etwas anderes kann sich ergeben, wenn ein weiterer Aktionär eine wenigstens gleich hohe Beteiligung hält, da in diesem Fall eine beherrschende Stellung iSd materiellen Kontrollbegriffs wohl nicht vorliegen wird. Davon geht im Übrigen auch die gesetzliche Vermutung in § 24 Abs 2 Z 1 ÜbG aus.

[394] Für eine detaillierte Übersicht zu Meldepflichten nach den §§ 91 ff BörseG im Zusammenhang mit kontrollierten Privatstiftungen nach Umsetzung der TransparenzRL vgl *Hofmann*, NZ 2008, 161. S auch für weitere stiftungsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten der Einflussnahme *Lindner/Zollner*, Die Privatstiftung als Baustein der Corporate Governance, ZFR 2006, 90 (91ff). Eingehend zu möglichen Beherrschungsformen beim mittelbaren Beteiligungserwerb durch beherrschte Privatstiftungen *Hofmann*, Der mittelbare Beteiligungserwerb

materiellen Kontrollbegriff abzustellen.[395] Hinsichtlich einer möglichen verwaltungsstrafrechtlichen Sanktionierung gelten jedoch engere Maßstäbe. Hier ist die Grenze des Wortlauts zu beachten, da § 92 Z 4 BörseG explizit auf § 22 Abs 2, 3 ÜbG verweist. Das bedeutet im Ergebnis, dass eine verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierung, wenn überhaupt, nur möglich ist, wenn ein von § 22 Abs 2, 3 ÜbG erfasstes Kontrollverhältnis vorliegt.[396]

Nach ghM findet im Rahmen des § 92 Z 4 BörseG keine Absorption von Stimmrechten bei den kontrollierten Unternehmen statt, diese bleiben selbständig meldepflichtig.[397] Auch eine Durchrechnung erfolgt nach ghM nicht, vielmehr werden im Falle eines Kontrollverhältnisses Beteiligungen dem Mutterunternehmen in voller Höhe zugerechnet.[398]

An dieser Stelle wäre es mE de lege ferenda angebracht, eine Modifizierung des § 92 Z 4 BörseG entsprechend der deutschen Parallelbestimmung in § 22 Abs 1 Satz 1 Z 1 iVm Abs 3 WpHG anzudenken, in der nur von der Möglichkeit,

---

durch eine beherrschte Privatstiftung im Übernahmegesetz (ÜbG) nach dem Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006 (ÜbRÄG), GesRZ 2007, 182.

[395] Das stellen bereits die Materialien zu § 22 Abs 3 Z 2 ÜbG klar, vgl ErläutRV 1334 BlgNR 22. GP 13. Demnach ist in diesen Fällen ein Abstellen auf eine formelle Beteiligungsschwelle auf Grund unterschiedlicher Gestaltungsmöglichkeiten nicht möglich. Sofern es sich bei den ausländischen juristischen Personen jedoch um börsenotierte Gesellschaften handelt, erscheint es nicht sachgerecht, diese anders zu behandeln als inländische börsenotierte Gesellschaften, was mE wiederum dafür spricht, generell auf den materiellen Kontrollbegriff abzustellen, da einzig dieser eine sachgerechte Behandlung von Einzelfällen sicherstellt. Ebenfalls kritisch zu dieser unterschiedlichen Behandlung *Hasenauer*, RdW 2007, 391 (393). *Hasenauer* votiert im Falle börsenotierter Gesellschaften allerdings generell für die Anwendung des formellen Kontrollbegriffs, bezieht sich dabei aber auf die Frage, ob ein Pflichtangebot erforderlich ist und nicht auf die börsegesetzlichen Meldepflichten.

[396] Vgl hierzu *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 1, Rz 111, wonach im Bereich des Verwaltungsstrafrechts das Analogieverbot und die Grenze des äußersten Wortsinnes beachtet werden müssen.

[397] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (891); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 56; *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 80. Allerdings kann auf Grund von § 91 Abs 3 BörseG das Mutterunternehmen die Meldung für die Tochterunternehmen mit erstatten. S für Einzelheiten Kapitel II.F.2.2.1.7.

[398] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 44; *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 22 Rz 44; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 17, Rz 20, 39; *Kalss/Zollner* aaO; *Zollner*, Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmegesetz (2002), 223; *Koppensteiner*, Zurechnung von Beteiligungen im Wirtschaftsrecht, wbl 2005, 293 (304f); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 55; *Prechtl* aaO.

beherrschenden Einfluss auszuüben, ohne jedoch auf übernahmerechtliche Vorschriften zu verweisen, die Rede ist, da so Unklarheiten, von welchem Kontrollbegriff auszugehen ist, beseitigt werden könnten.[399]

2.2.2.5 § 92 Z 5 BörseG

§ 92 Z 5 BörseG sieht eine Meldepflicht für Personen vor, die Stimmrechte ausüben können, ohne Eigentümer zu sein. Konzeptionell stellt § 92 Z 5 BörseG gewissermaßen eine Generalklausel bzw einen Auffangtatbestand dar.[400] Zahlreiche Konstellationen, die unter spezifischere Tatbestände des § 92 BörseG fallen, wären auch von § 92 Z 5 BörseG erfasst. Auch unterfallen Konstellationen, die auf Grund des engeren Wortlauts der übrigen Tatbestände nicht unter diese subsumiert werden können, oftmals dem weiter gefassten Tatbestand des § 92 Z 5 BörseG. Zu nennen wären hier zB Unterordnungssyndikate[401] oder auch Pfandnehmer, sofern diese die Möglichkeit zur Ausübung von Stimmrechten haben. Diese fallen dann, wie gesehen, nicht unter § 92 Z 2 BörseG, allerdings sind sie gemäß § 92 Z 5 BörseG meldepflichtig.[402]

§ 92 Z 5 BörseG stellt keine unmittelbare Umsetzung der TransparenzRL dar, wenngleich die Fälle, die vom enger gefassten Art 10 lit g TransparenzRL umfasst sind, unter § 92 Z 5 BörseG fallen.[403] Auf Grund des Mindestharmonisierungscharakters der TransparenzRL ist die umfassendere Regelung des § 92 Z 5 BörseG jedoch europarechtlich zulässig.[404]

---

[399] Das würde dem der TransparenzRL zu Grunde liegenden materiellen Kontrollbegriff entsprechen, vgl die Argumentation in FN 392.

[400] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 62; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (892); *Hasenauer*, RdW 2009, 3 (5); *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 81.

[401] § 92 Z 1 BörseG erfasst nämlich ausschließlich Gleichordnungssyndikate, vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (890).

[402] Vgl die Diskussion in Kapitel II.F.2.2.2.2.

[403] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 59. Art 10 lit g TransparenzRL umfasst die Konstellationen, in denen Stimmrechte von Dritten im eigenen Namen für Rechnung einer natürlichen oder juristischen Person gehalten werden. Ausweislich der Gesetzesmaterialien wurde Art 10 lit g TransparenzRL an die österreichische Rechtslage insofern angepasst, als ein Halten bzw eine Übertragung von Stimmrechten ohne die zu Grunde liegenden Aktien nicht möglich ist, vgl AB 55 BlgNR 23. GP 7.

[404] Die Europarechtskonformität ist unstreitig, vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (892); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 58; ebenfalls zustimmend *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 86.

Es stellt sich die Frage, welche Tatbestandsmerkmale erfüllt sein müssen, insbesondere, ob es ausreichend ist, dass Stimmrechte ausgeübt werden können, ohne Eigentümer zu sein oder aber zusätzliche Merkmale aus Art 10 lit g TransparenzRL, wie das Halten für Rechnung eines Dritten, iSe europarechtskonformen Auslegung, hinzutreten müssen. Dieses Merkmal beinhaltet, dass der Dritte im Verhältnis zum Eigentümer die wirtschaftlichen Chancen und Risiken trägt.[405] Sofern der Meldepflichtige die wirtschaftlichen Risiken trägt, obliegt dem Eigentümer auch eine Interessenwahrungspflicht.[406] Im Ergebnis geht die hM in Österreich davon aus, dass die in Art 10 lit g TransparenzRL vorgesehenen Tatbestandsmerkmale im Rahmen des § 92 Z 5 BörseG nicht zwingend vorliegen müssen.[407] Das ist mE zutreffend. Zum einen sind, wie bereits erwähnt, strengere Regelungen und damit umfassendere Meldepflichten europarechtlich zulässig. Zum anderen sollte § 92 Z 5 BörseG erkennbar möglichst viele Konstellationen mit umfassen, so dass eine teleologische Auslegung unter Beachtung europarechtlicher Vorgaben dem Telos der Norm zuwiderlaufen würde, da dadurch weniger Sachverhalte meldepflichtig wären. Richtigerweise kommt es daher für die Meldepflicht nach § 92 Z 5 BörseG ausschließlich darauf an, ob der Meldepflichtige auf die Ausübung der Stimmrechte durch den Eigentümer Einfluss nehmen kann.[408]

---

[405] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 55 mwN in FN 5. Wirtschaftliche Risiken beinhalten demnach das Bestandsrisiko der Aktie, das Risiko, Abfindungs- oder Ausgleichszahlungen zu erhalten, das Marktrisiko sowie das Dividenden- und Bezugsrisiko.

[406] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider* aaO. IdS auch *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 66, der in der Interessenwahrungspflicht eine zweite Voraussetzung neben dem Tragen der wirtschaftlichen Risiken sieht.

[407] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (892), die lediglich auf die Möglichkeit zur Beeinflussung der Stimmrechtsausübung abstellen und der Tragung wirtschaftlicher Risiken eine untergeordnete Bedeutung beimessen. Ebenso *Hasenauer* RdW 2009, 3 (5), wonach § 92 Z 5 BörseG „möglichst umfassend Konstruktionen erfassen soll, bei denen ein Einfluss auf die Stimmrechtsausübung ermöglicht wird". IdS auch *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 67, der aber, unabhängig davon, wer die wirtschaftlichen Risiken trägt, zumindest verlangt, dass der Eigentümer der Stimmrechte sich gemäß den Interessen des Meldepflichtigen leiten lässt. Dagegen, zusätzlich das Tragen des wirtschaftlichen Risikos fordernd und damit wohl eher aA, *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 84.

[408] Das entspricht den in FN 407 genannten Ansichten von *Maierhofer, Kalss/Zollner* und *Hasenauer*. S auch *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 82, der richtigerweise festhält, dass, auch wenn der Wortlaut des § 92 Z 5 BörseG nur von der Möglichkeit zur Ausübung von Stimmrechten spricht, es für die Zwecke der Meldepflicht keinen Unterschied machen kann, ob die Stimmrechte ausgeübt werden oder lediglich Einfluss auf deren Ausübung genommen wird, und in der Formulierung ein Redaktionsversehen vermutet. Eine

Fälle, die generell unter § 92 Z 5 BörseG zu subsumieren sind, betreffen die Treuhand[409] und Konstellationen der mittelbaren Stellvertretung, in denen der Aktionär auf die Ausübung der Stimmrechte Einfluss nehmen kann.[410] Auch Fälle der gesetzlichen Stellvertretung fallen unter § 92 Z 5 BörseG.[411]

Praktisch bedeutsam ist auch die Einordnung von Sachverhalten der Wertpapierleihe[412] oder von Pensionsgeschäften[413]. Im Fall der Wertpapierleihe, die, wenngleich der Terminus das suggeriert, zivilrechtlich keine Leihe, sondern vielmehr ein Sachdarlehen iSv § 983 ABGB darstellt,[414] wird gemäß § 2 Z 45 BWG[415] das Eigentum an den Wertpapieren vom Verleiher auf den Entleiher übertragen, verbunden mit der Verpflichtung des Entleihers, zu einem späteren Zeitpunkt vergleichbare Wertpapiere zurückzugeben. Der Entleiher ist als zivilrechtlicher Eigentümer somit gemäß § 91 Abs 1 BörseG meldepflichtig. Fraglich ist, ob und nach welcher Vorschrift eine Meldepflicht für den Verleiher bestehen könnte. Teilweise wird eine Meldepflicht gemäß § 91a BörseG iVm § 8 TransV befürwortet, da der Rückforderungsanspruch des Verleihers einer Call-Option entspreche.[416] Das ist nicht zutreffend, da es sich bei der Wertpapierleihe und dem im Rahmen derselben bestehenden

---

verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierbarkeit derartiger Fälle dürfte auf Grund des Wortlauts des § 92 Z 5 BörseG jedoch ausscheiden.

[409] In der Praxis wird es hier primär um Fälle der Vermögensverwaltung gehen, in denen ein Treuhandmodell gewählt worden ist, vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 62f. Demnach werden sowohl der Vermögensverwalter als Treuhänder und Eigentümer der Stimmrechte gemäß § 91 Abs 1 BörseG, als auch die Person, die den Auftrag zur Vermögensverwaltung gegeben hat, sofern diese Einfluss auf die Stimmrechtsausübung nehmen kann, was in der Praxis in aller Regel der Fall sein wird, gemäß § 92 Z 5 BörseG meldepflichtig sein. Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 140.

[410] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (892).

[411] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 75, der hier als praktische Beispiele eine Tätigkeit als Vormund, Sachwalter, Masseverwalter oder gesetzlicher Vertreter für Minderjährige nennt.

[412] Vgl § 2 Z 45 BWG.

[413] Vgl § 2 Z 44 iVm § 50 BWG.

[414] Vgl *Oppitz* in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht, Band VI: Kapitalmarkt[2] (2007) Rz 2/27.

[415] Bundesgesetz über das Bankwesen (Bankwesengesetz – BWG) BGBl 1993/532, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/35.

[416] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 69. Ebenso *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 71 zum Pensionsgeschäft. Das ist mE unzutreffend, da dieses kein Finanzinstrument gemäß § 91a BörseG iVm § 8 TransV darstellt.

Rückforderungsanspruch nicht um ein Finanzinstrument handelt, § 91a BörseG und § 8 TransV jedoch ausdrücklich den Begriff Finanzinstrument verwenden.[417] Daher kommt ausschließlich eine Meldepflicht gemäß § 92 Z 5 BörseG in Betracht, sofern der Verleiher Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte nehmen kann.[418] Hier ist allerdings wiederum zu beachten, dass ein Wechsel von § 91 Abs 1 BörseG auf § 92 BörseG, wie bereits erwähnt,[419] nicht erneut der Meldepflicht unterliegt. Der Verleiher ist daher mangels Schwellenberührung, -über oder -unterschreitung nicht erneut meldepflichtig.[420] Die vorgenannten Überlegungen zur Wertpapierleihe gelten gleichermaßen auch für das Pensionsgeschäft, sofern der Pensionsgeber auf die Stimmrechtsausübung Einfluss nehmen kann.[421]

Auf Grund der Ausgestaltung des § 92 Z 5 BörseG als Auffangtatbestand wäre es mE de lege ferenda sinnvoll, § 92 Z 5 BörseG in einen eigenen Absatz zu fassen und ausdrücklich festzulegen, dass dieser nur dann zur Anwendung kommt, wenn kein speziellerer Tatbestand einschlägig ist.

---

[417] IdS *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 94, unter Hinweis auf die deutsche Verwaltungspraxis, vgl BaFin, Emittentenleitfaden 142. An dieser Stelle ist allerdings zu beachten, dass durch die Aufnahme den Begriffs „sonstige vergleichbare Instrumente“ in § 91a BörseG idF BGBl I 2012/83, der am 01.01.2013 in Kraft tritt, der Rückforderungsanspruch des Verleihers gemäß § 91a Abs 1 Z 1 BörseG meldepflichtig sein wird, vgl zur Rechtslage ab 01.01.2013 Kapitel II.F.2.6.1.2.2.

[418] Vgl Bafin, Emittentenleitfaden 141. Interessant und in diesem Zusammenhang durchaus auch zu befürworten sind die Überlegungen bei *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 94, der rechtspolitische Überlegungen anstellt, wonach Wertpapierleihgeschäfte für den Verleiher, ohne Differenzierung nach der konkreten Ausgestaltung des einzelnen Geschäfts, generell einer Meldepflicht unterliegen sollen, um Umgehungskonstruktionen in Form des heimlichen Aufbaus von Aktienpositionen, die sukzessive übertragen und danach zurückerworben werden sollen, zu vermeiden. Ab 01.01.2013 wird das, wie gesehen, dann auch der Fall sein, vgl FN 417. § 91a Abs 1 Z 1 BörseG wird dann mE als lex specialis § 92 Z 5 BörseG vorgehen.

[419] Vgl hierzu Kapitel II.F.2.2.1.3 sowie FN 283, 285, 286.

[420] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 69 sowie *Zwissler*, Beteiligungspublizität im Vorfeld der Hauptversammlung, Going Public „Kapitalmarktrecht 2009“, 94 (95). Die Funktion des § 92 Z 5 BörseG besteht hier somit darin, die Meldepflicht aufrechtzuerhalten. Ohne die Vorschrift des § 92 Z 5 BörseG müsste der Verleiher eine Schwellenunterschreitung offenlegen, die wirtschaftlich auf Grund des Rückübertragungsanspruchs und der Möglichkeit, Einfluss auf die Stimmrechtsausübung zu nehmen, nicht den Tatsachen entsprechen würde.

[421] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 70f.

2.2.2.6 § 92 Z 6 BörseG

In § 92 Z 6 BörseG ist eine Meldepflicht für Personen vorgesehen, die Stimmrechte als Bevollmächtigte nach eigenem Ermessen ausüben können, sofern keine besonderen Weisungen der Aktionäre vorliegen. Erfasst ist demnach ausschließlich die Stimmrechtsausübung im fremden Namen, die Stimmrechtsausübung im eigenen Namen fällt nicht unter § 92 Z 6 BörseG.[422]

Unter den Anwendungsbereich der Norm fallen lediglich vertragliche Bevollmächtigungen zur Ausübung der Stimmrechte, gesetzliche Stellvertreter unterfallen allenfalls § 92 Z 5 BörseG.[423] Eine Erleichterung sieht § 5 Abs 2 TransV für Konstellationen vor, in denen eine Bevollmächtigung zur Stimmrechtsausübung lediglich für die Dauer einer Aktionärsversammlung[424] erfolgt ist. Hier kann eine einzige Meldung abgegeben werden, sofern diese beinhaltet, wie die Situation in Bezug auf die Stimmrechte nach Beendigung der Bevollmächtigung aussehen wird. Für den Fall dass sich während der Bevollmächtigung die Stimmrechtsanzahl ändert, wird teilweise vertreten, dass in jedem Fall, bereits wenn nur eine einzige Aktie hinzuerworben wird, eine weitere Mitteilung erfolgen muss.[425] Das ist mE nur zutreffend, wenn Schwellen betroffen sind. Andernfalls würde nämlich ohne die Bevollmächtigung ebenfalls keine Meldepflicht bestehen, so dass ein Interesse des

---

[422] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (892).

[423] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 75, 77. AA die wohl hM in der deutschen Lehre sowie die Verwaltungspraxis und Judikatur in Deutschland, vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 119 mwN; BaFin, Emittentenleitfaden 144; VGH Kassel, NZG 2010, 1307. In der deutschen Parallelvorschrift des § 22 Abs 1 Satz 1 Z 6 WpHG ist als zweite, in Österreich nicht im Gesetz enthaltene, Alternative neben der Ausübung der Stimmrechte als Bevollmächtigter vorgesehen, dass die Stimmrechte dem Meldepflichtigen „anvertraut" sind. Daraus haben zT die Lehre sowie die BaFin und in der Folge auch der VGH Kassel abgeleitet, dass auch in Fällen gesetzlicher Vertreter die Stimmrechte dem Meldepflichtigen anvertraut sind. Ausführlich zu dieser Streitfrage sowie zur Entscheidung des VGH Kassel, eine Meldepflicht gesetzlicher Vertreter gemäß § 22 Abs 1 Satz 1 Z 6 WpHG im Ergebnis aber ablehnend, *Leuering*, Zurechnung von Stimmrechten minderjähriger Aktionäre bei den gesetzlichen Vertretern, NZG 2010, 1285. Ebenfalls dieser Ansicht *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 22 Rz 73 mwN sowie *von Bülow* in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 22 Rz 135.

[424] Gemeint ist hier Hauptversammlung, der Begriff Aktionärsversammlung wurde aus Art 8 Abs 2 DurchführungsRL 2007/14/EG übernommen, der in § 5 Abs 2 TransV umgesetzt worden ist.

[425] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 79. Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 145. *Maierhofer* zieht die Vorschrift des § 92a Abs 1 Z 1 BörseG als Argument heran, wonach die genaue Anzahl der Stimmrechte genannt werden muss.

Kapitalmarkts an der Information hier nicht besteht. Im Falle von Depotstimmrechten kommt es ebenfalls darauf an, ob das Kreditinstitut die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausüben kann.[426] Konstellationen der Vollmachtstreuhand, in denen keine Übertragung von Eigentum stattfindet, können ebenfalls unter § 92 Z 6 BörseG fallen.[427]

Generell wird abzuwägen sein, wie umfangreich der Aktionär auf den Bevollmächtigten einwirkt. Sofern der Bevollmächtigte die Stimmrechte noch nach eigenem Ermessen ausüben kann, findet eine Zurechnung gemäß § 92 Z 6 BörseG statt. Ist dies jedoch nicht mehr der Fall, unterbleibt eine solche. Sofern Weisungen des Aktionärs vorliegen bzw auch ohne Weisungen eine Ausübung nach eigenem Ermessen nicht möglich ist, findet keine Zurechnung statt.

2.2.2.7 § 92 Z 7 BörseG

§ 92 Z 7 BörseG sieht eine Meldepflicht für Personen vor, denen Stimmrechte gemäß § 23 Abs 1, 2 ÜbG zuzurechnen sind. § 23 Abs 1, 2 ÜbG betrifft die Zurechnung von Beteiligungen bei gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern. Der Begriff der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger ist in § 1 Z 6 ÜbG, auf den § 23 Abs 1, 2 ÜbG verweist, definiert. Demnach handelt es sich um natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter auf der Grundlage einer Absprache zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen oder auszuüben, insbesondere durch Koordination der Stimmrechte, oder die aufgrund einer Absprache mit der Zielgesellschaft zusammenarbeiten, um den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern.[428] In diesem Fall besteht die Besonderheit, dass auch der Emittent gemäß § 92 Z 7 BörseG meldepflichtig ist, was sich auch aus der kollektiven Natur der Meldepflicht nach § 92 Z 7 BörseG aller beteiligten Personen gemäß § 5 Abs 1 Satz 2 TransV ergibt.[429] Nach § 1 Z 6 Satz 2 ÜbG wird widerlegbar[430] vermutet,

---

[426] Für eine Meldepflicht nach § 92 Z 6 BörseG *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 76. *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 97f, differenziert danach, ob das Kreditinstitut die Stimmrechte nach eigenem Ermessen ausübt. Anders die Rechtslage in Deutschland, wo den Kreditinstituten auf Grund von § 135 Abs 1 Z 1, Abs 2, 3 dAktG bei der Ausübung der Stimmrechte kein eigenes Ermessen zusteht und eine Zurechnung daher ausscheidet.

[427] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 145; *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 22 Rz 123 ff.

[428] Vgl ErläutRV 1334 BlgNR 22. GP 5, wonach ein konkurrierender Bieter, der dem Management der Zielgesellschaft genehm ist, ein sogenannter „white knight", mit derselben gemeinsam vorgeht.

[429] Ansonsten besteht für den Emittenten eine Meldepflicht lediglich im Fall des Erwerbs eigener Aktien gemäß § 93 Abs 3 BörseG, s auch *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 88.

dass ein gemeinsames Vorgehen einerseits gegeben ist, wenn ein Rechtsträger eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung iSv § 22 Abs 2, 3 ÜbG an einem oder mehreren anderen Rechtsträgern hält, oder wenn mehrere Rechtsträger eine Absprache über die Ausübung ihrer Stimmrechte bei der Wahl der Mitglieder des Aufsichtsrats getroffen haben.

Im Rahmen von § 92 Z 7 BörseG stellen sich verschiedene Fragen. Zum einen ist die Rechtsnatur der „Absprache" iSv § 1 Z 6 ÜbG zu klären. Ausweislich der ghM[431] in der Literatur, den Materialien[432] und auch der Auslegung der Übernahmekommission[433], ist, anders als bei Syndikatsverträgen gemäß § 92 Z 1 BörseG, nicht erforderlich, dass es sich um eine rechtlich verbindliche Absprache handelt, vielmehr ist jede Form einer ausdrücklich oder konkludent vereinbarten Zusammenarbeit, zB in der Form eines gentlemen's agreement, oder sogar lediglich in Form von schlüssiger Kommunikation, erfasst. Ein zufälligerweise gleichförmiges Verhalten ohne diesbezügliche Akkordierung[434] führt dagegen nicht zu einem gemeinsamen Vorgehen.

Der Wortlaut des § 1 Z 6 ÜbG erfordert, dass Ziel der Abstimmung des Stimmverhaltens die Kontrollausübung bzw -erlangung an der Zielgesellschaft sein muss.[435] Andernfalls besteht

---

[430] Vgl ErläutRV 1334 BlgNR 22. GP 5 sowie die hM in der Literatur, vgl *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 74 mwN.

[431] Vgl *Winner*, ÖJZ 2006, 659 (663); *Kaindl/Rieder*, Neuerungen für das Pflichtangebot und Gesellschafterausschluss, GesRZ 2006, 247 (252); *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 54ff; *Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht[2] (2007) Rz 44; *Gall*, Acting in concert und Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz, GesRZ 2008, 139 (140); *Leser*, Acting in Concert im Übernahmerecht (2009), 45; *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 106; *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 82.

[432] ErläutRV 1334 BlgNR 22. GP 5.

[433] ÜbK 31.01.2008, 2007/3/3-157, 33.

[434] Vgl *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 56.

[435] Vgl ErläutRV 1334 BlgNR 22. GP 5; *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 60. Kritisch zur aktuellen Gesetzeslage *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 85, der den Zweck der Kontrollausübung bzw -erlangung als wesentliche Einschränkung für die Beteiligungspublizität sieht, da Schwellen erreicht oder überschritten werden können, ohne dass auf eine Kontrollerlangung abgezielt wird. *Maierhofer* schlägt daher de lege ferenda vor, dass als Zweck ausreichend sein sollte, dass die Ausübung von Stimmrechten beabsichtigt ist. ME ist diese Forderung durchaus überlegenswert, da die von *Maierhofer* erwähnten Konstellationen andernfalls keiner Meldepflicht unterliegen, da § 92 Z 1 BörseG nur rechtlich verbindliche Vereinbarungen erfasst. Gesetzestechnisch sollte daher mE § 92 Z 1 BörseG auch auf nicht verbindliche Vereinbarungen erstreckt

keine Meldepflicht nach § 92 Z 7 BörseG, denkbar ist allenfalls eine Meldepflicht gemäß § 92 Z 1 BörseG, sofern es sich um eine verbindliche Vereinbarung handelt bzw getrennte Meldepflichten der einzelnen Personen nach anderen Tatbeständen, sofern diese Schwellen erreichen oder überschreiten.

Erforderlich ist zudem, impliziert durch das Ziel der Kontrollerlangung bzw -ausübung, eine dauerhafte Beeinflussung der Geschäftsführung. Nur punktuelle oder kurzzeitige Beeinflussungen, wie eine einzelne Beschlussfassung betreffend eine Kapitalerhöhung oder einen einzelnen Beschlussgegenstand, erfüllen den Tatbestand des gemeinsamen Vorgehens nicht.[436] Einmalige Absprachen, zB hinsichtlich der Bestellung eines oder mehrerer Aufsichtsräte, können allerdings ausreichen, sofern diese eine nachhaltige Einflussnahme auf die Gesellschaft ermöglichen.[437] Praktisch sehr relevant dürfte die Konstellation sein, in welcher versucht wird, eine Meldepflicht zu umgehen, indem Aktienpakete auf mehrere Beteiligte aufgeteilt werden.[438] Diese Konstellationen können gemäß § 92 Z 7 BörseG meldepflichtig sein, da die beteiligten Personen möglicherweise gemeinsam vorgehende Rechtsträger sein werden.[439]

---

werden, was der Rechtslage in Deutschland entspricht, vgl hierzu FN 365 sowie die argumentative Auseinandersetzung mit der Thematik in Kapitel II.F.2.2.2.1. Eine Änderung des § 92 Z 7 BörseG ist mE daher nicht erforderlich.

[436] Vgl ErläutRV 1334 BlgNR 22. GP 5.

[437] Vgl ÜbK 31.01.2008, 2007/3/3-157, 35. IdS auch *Winner*, ÖJZ 2006, 659 (663); *Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht[2] Rz 46. Sofern eine Mehrheit im Aufsichtsrat erlangt wird, reicht eine einmalige Absprache ebenfalls aus, vgl *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 68. Aus den Materialien ergibt sich, dass kein gemeinsames Vorgehen vorliegt, wenn die Bestellung nicht der Beherrschung, sondern lediglich der optimalen Besetzung der Position dient, vgl ErläutRV 1334 BlgNR 22. GP 5.

[438] Beispielsweise könnte so eine Beteiligung von über 30% aufgebaut werden, indem 7 verschiedene Personen jeweils Beteiligungen unterhalb der Eingangsmeldeschwelle von 5% halten. In der Praxis werden Personen, die eine Übernahme planen, beispielsweise die Aktien auf mehrere (Investment-)Banken verteilen und gleichzeitig nur Finanzinstrumente mit Barausgleich halten, die bisher keiner Meldepflicht unterliegen, und über die sie dann in weiterer Folge Stimmrechte vermittelnde Aktien erwerben können. Das entsprach auch dem Vorgehen im Übernahmefall Schaeffler/Continental im Jahr 2008 in Deutschland.

[439] Vgl *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 72. Entscheidend dafür, ob und nach welchem Tatbestand eine Meldepflicht besteht, wird mE sein, wie die einzelnen Vereinbarungen zwischen den jeweiligen Personen, die Aktienpakete halten, ausgestaltet sind, und ob die betroffenen Personen über die Pläne desjenigen, der die Kontrolle erlangen bzw ausüben will, im Bilde sind. Sofern das nicht der Fall ist, kann mE kein gemeinsames Vorgehen vorliegen, allerdings ist je nach Ausgestaltung eine Zurechnung nach anderen

Eine weitere praktisch bedeutsame Frage bei gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern betrifft die Art der Zurechnung der jeweils gehaltenen Stimmrechte. Hier stellt sich die Frage, ob diese wechselseitig oder aber nur einseitig erfolgt. § 23 Abs 1 ÜbG bestimmt, dass die Zurechnung wechselseitig erfolgt. Die einseitige Zurechnung ist gemäß § 23 Abs 2 ÜbG nur vorgesehen, wenn die gemeinsam vorgehenden Rechtsträger auf die Ausübung der Stimmrechte durch Dritte direkt oder indirekt Einfluss nehmen können. Die in § 23 Abs 2 ÜbG angeführten Tatbestände ähneln dabei den Zurechnungstatbeständen in den §§ 91a, 92 Z 2-6 BörseG,[440] die, wie gesehen, in der Regel ebenfalls nur eine einseitige Zurechnung vorsehen.[441] In der Praxis führt diese legistische Ausgestaltung dazu, dass der in § 23 Abs 1 ÜbG vorgesehene Grundtatbestand der wechselseitigen Zurechnung praktisch eher die Ausnahme sein wird und nur in den Fällen einschlägig ist, in denen eine wechselseitige Zurechnung ausdrücklich vereinbart wurde.[442]

Für die Zwecke von § 92 Z 7 BörseG ist auf einen materiellen Kontrollbegriff abzustellen.[443] Generell wird es ratsam sein, in Zweifelsfragen Kontakt mit der Übernahmekommission aufzunehmen, um Verstöße gegen das Übernahmegesetz zu verhindern. Sofern die Übernahmekommission in der jeweiligen Handlungsweise kein gemeinsames Vorgehen sieht,

---

Tatbeständen des § 92 BörseG denkbar. Finanzinstrumente mit Barausgleich, die von den die Übernahme planenden Personen in der Praxis oftmals gehalten werden, damit diese zu einem späteren Zeitpunkt Stimmrechte vermittelnde Aktien erwerben können, werden ab 01.01.2013 in Österreich der Meldepflicht unterfallen.

[440] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 96; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (893).

[441] S dazu Kapitel II.F.2.2.2.1.

[442] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92 Rz 93. S auch *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (893), die für Zwecke der börserechtlichen Beteiligungspublizität davon ausgehen, dass die Zurechnung, vorbehaltlich anderweitiger Vereinbarung, stets einseitig an die Person erfolgt, die über die Ausübung entscheiden kann. Daher erfolgen laut *Kalss/Zollner* keine Zurechnungen von der Mutter- zur Tochtergesellschaft oder zwischen Schwestergesellschaften. Zustimmend *Leser*, Acting in Concert 137 sowie *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 127.

[443] Vgl *Huber/Alscher* in *Huber*, Übernahmegesetz § 1 Rz 61-63, die für § 1 Z 6 ÜbG generell auf den materiellen Kontrollbegriff abstellen und zu Recht darauf hinweisen, dass es nicht erforderlich ist, dass die gemeinsam vorgehenden Rechtsträger gemeinsam über eine kontrollierende Beteiligung iSv § 22 ÜbG verfügen. Ebenfalls auf die faktische Möglichkeit der Einflussnahme abstellend *Oberhofer/Prechtl/Schuster*, Professionelle Stimmrechtsvertretung und Werben um Stimmrechte bei börsenotierten Aktiengesellschaften, GeS 2008, 392 (404), FN 107. AA *Gall*, GesRZ 2008, 139 (142), der allerdings auch eingesteht, dass bestimmte Fälle von Beteiligungen unterhalb von 30% ebenfalls erfasst sein können.

ist die potentiell meldepflichtige Person auch hinsichtlich § 92 Z 7 BörseG rechtlich auf der sicheren Seite.[444]

2.3. Meldepflichten nach § 91a BörseG

2.3.1. Inhalt der Meldepflicht

§ 91a BörseG[445] sieht eine Meldepflicht für derivative Finanzinstrumente vor, sofern diese ihrem Inhaber das Recht verleihen, von sich aus im Rahmen einer förmlichen Vereinbarung[446] mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene Aktien eines Emittenten zu erwerben. Solange die Aktien noch nicht ausgegeben sind, besteht keine Meldepflicht. Diese entsteht erst mit der Ausgabe der Aktien, wodurch sich die nach § 93 Abs 1 BörseG zu veröffentlichende Gesamtstimmrechtszahl ändern wird, was dann uU zu einer Meldepflicht führen kann, wenn Schwellen betroffen sind. Unwesentlich ist, wie auch im Rahmen von § 91 BörseG, ob die Finanzinstrumente direkt oder indirekt gehalten werden.[447] Konkretisierungen und technische Einzelheiten der Meldepflicht nach § 91a BörseG sind in § 8 TransV geregelt. § 91a BörseG verweist auf den Grundtatbestand des § 91 BörseG, so dass dessen Tatbestands-voraussetzungen in Abs 1 ebenso anwendbar sind wie auch die in Abs 1a-3 enthaltenen Ausnahmen und Erleichterungen von der Meldepflicht bzw die Meldepflicht im Falle der erstmaligen Börsezulassung gemäß Abs 4. Irrelevant ist, ob die Finanzinstrumente vom Emittenten oder aber einer dritten Person begeben worden sind.[448] Ausdrücklich aus § 8 Abs 3 Z 4 TransV ergibt sich, dass es auf die Fälligkeit des derivativen Finanzinstruments nicht ankommt, sondern die Meldepflicht sofort mit dem Erwerb des Finanzinstruments entsteht, da die Vorschrift festlegt, dass der Zeitpunkt bzw die Frist, angegeben werden muss, an dem bzw während derer die Ausübung möglich ist.[449] Die Meldepflicht besteht auch

---

[444] Dennoch wird es in der Praxis sinnvoll sein, eine von der Übernahmekommission mitgeteilte Rechtsauffassung auch mit der FMA hinsichtlich einer möglichen Meldepflicht nach § 92 Z 7 BörseG zu besprechen.

[445] § 91a BörseG setzt Art 13 Abs 1 TransparenzRL um.

[446] Förmliche Vereinbarung meint gemäß § 8 Abs 1 letzter Satz TransV eine rechtlich verbindliche Vereinbarung. § 8 TransV ist richtlinienindiziert und setzt Art 11 DurchführungsRL 2007/14/EG um.

[447] Der Begriff der kontrollierenden Beteiligung ist auch im Rahmen von § 91a BörseG durch § 92 Z 4 BörseG definiert, vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (896). Ob eine solche gegeben ist, ist daher anhand der dort relevanten Kriterien festzustellen. Für Einzelheiten vgl Kapitel II.F.2.2.2.4.

[448] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (894).

[449] Vgl *Kalss/Zollner* aaO.

unabhängig vom Grad der Wahrscheinlichkeit der Ausübung des Finanzinstruments.[450] Aus dem Wortlaut des § 91a BörseG, der lediglich von einer Erwerbs-, nicht aber von einer Veräußerungsmöglichkeit spricht, ergibt sich ferner, dass nur Call-Optionen, nicht aber Put-Optionen meldepflichtig sind.[451] Aus diesem Grund kommt es auch nicht zu einer Saldierung von Put-Optionen mit Call-Optionen.[452] Zu einer Meldepflicht auf Grund einer Schwellenunterschreitung kann es auch kommen, wenn ein unter § 91a BörseG fallendes Finanzinstrument nicht mehr ausübbar ist.[453]

Bei der Meldepflicht gemäß § 91a BörseG handelt es sich um eine eigenständige Meldeverpflichtung, die unabhängig von nach den §§ 91, 92 BörseG gehaltenen Beteiligungen besteht.[454] Das bedeutet, dass Änderungen bei gehaltenen Finanzinstrumenten, zB die Ausübung derselben, zu Meldepflichten führen können.[455] Eine Zusammenrechnung mit gemäß den §§ 91, 92 BörseG gehaltenen Beteiligungen ist in Österreich bisher nicht vorgesehen, wird ab 01.01.2013 durch die neue Bestimmung des § 91a Abs 7 BörseG idF BGBl 2012/83 jedoch eingeführt.[456] Die bisherige Nichtzusammenrechnung ergibt sich zum einen aus der Auslegung europarechtlicher Vorschriften, die eine Zusammenrechnung nicht

---

[450] Vgl *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 129.

[451] Vgl CESR/05-407 Rz 374, wonach Put-Optionen keine Finanzinstrumente für Zwecke der TransparenzRL sind. S auch *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (894). AA und teilweise für eine Meldepflicht von Put-Optionen votierend, *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 140.

[452] Explizit CESR/05-407 Rz 374. Ebenso *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91a Rz 11. S auch *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (894), die zutreffend ausführen, dass auf Grund des Wortlauts des § 91a BörseG und seinem europäischen Regelungsvorbild in Art 13 Abs 1 TransparenzRL der Stillhalter einer Put-Option erst meldepflichtig wird, wenn er die entsprechenden Aktien abnehmen muss. Das ist mE auch unter teleologischen Aspekten korrekt, da bei Put-Optionen der Begünstigte darüber entscheidet, ob und wann der Stillhalter die Aktien abnehmen muss.

[453] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 162.

[454] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (893); *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91a Rz 3. Eine ausführliche und sehr gute Auseinandersetzung mit der Frage der Zusammenrechnung findet sich bei *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 129-134.

[455] Sofern zB 6% Stimmrechte gemäß § 91 Abs 1 BörseG gehalten werden und weitere 5% Finanzinstrumente gemäß § 91a BörseG, die in weiterer Folge ausgeübt werden, so erhöht sich der Bestand nach § 91 Abs 1 BörseG auf 11%, so dass das Überschreiten der Schwelle von 10% gemäß § 91 Abs 1 BörseG gemeldet werden muss sowie das Unterschreiten der Schwelle von 5% gemäß § 91a BörseG.

[456] *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 129-134 hatte sich bereits mit guten Argumenten für die Einführung einer Zusammenrechnung von Beteiligungen gemäß den §§ 91, 92 BörseG und Finanzinstrumenten gemäß § 91a BörseG ausgesprochen.

vorsehen, sondern diese vielmehr davon abhängig machen, ob der jeweilige EWR-Mitgliedstaat eigene Regelungen diesbezüglich erlassen hat.[457] Auch ist die Nichtzusammenrechnung mE aus einem Umkehrschluss zu § 8 Abs 2 TransV ableitbar, der explizit bestimmt, dass sämtliche Finanzinstrumente iSv § 8 Abs 1 TransV, die sich auf denselben Emittenten beziehen, für die Zwecke des § 91a BörseG zusammenzurechnen sind. Sofern ohnehin eine generelle Zusammenrechnung aller Beteiligungen nach den §§ 91, 92 BörseG mit finanziellen Derivaten gemäß § 91a BörseG vorgesehen wäre, würde § 8 Abs 2 TransV keinen eigenen Regelungsgehalt aufweisen. In der Praxis bedeutet dies, dass bis zu knapp unter 5% Stimmrechte gemäß den §§ 91, 92 BörseG und zusätzlich knapp unter 5% Finanzinstrumente, also eine Stimmrechtsmacht von knapp unter 10%, gehalten werden können, ohne dass eine Meldepflicht besteht.[458] Die ab 01.01.2013 in Österreich vorgesehene Zusammenrechnung aller Beteiligungen nach den §§ 91, 92 BörseG mit finanziellen Derivaten nach § 91a BörseG ist mE sinnvoll, da so die Meldepflicht bereits früher eintritt und dadurch Transparenzlücken geschlossen werden können. Meldungen, die fehlerhafte Signale an den Kapitalmarkt senden, können dadurch ebenfalls vermieden werden.[459] Auch die Erstreckung der Meldepflicht auf weitere Finanzinstrumente ist, wie die Erfahrung aus früheren Übernahmefällen[460] gezeigt hat, durchaus zu begrüßen, da Umgehungen erheblich erschwert werden, indem Konstellationen, welche die Ausübung von Einfluss in der Zukunft ermöglichen könnten, meldepflichtig werden. § 8 Abs 2 TransV hat mit Inkrafttreten der neuen Gesetzeslage ab dem 01.01.2013 keinen eigenen Anwendungsbereich mehr und sollte mE daher ersatzlos gestrichen werden.

---

[457] IdS CESR/05-407 Rz 375-377, wonach eine Zusammenrechnung nicht erfolgt, diese jedoch auf nationaler Ebene vorgesehen werden kann. In der Tat scheint die Zusammenrechnung eher der Regel- als der Ausnahmefall zu sein. Aus einer von CESR durchgeführten Erhebung aus dem Jahr 2008 geht hervor, dass eine deutliche Mehrzahl von 18 Mitgliedstaaten die Zusammenrechnung gesetzlich vorgesehen haben, während lediglich 9 angeben, dass eine solche nicht vorgesehen ist, vgl CESR/08-514b, Question 68. In der Zwischenzeit ist seit 2009 auch in Deutschland die Zusammenrechnung gemäß § 25 Abs1 Satz 3 WpHG vorgesehen, in Österreich wird das wie bereits gesehen ab 01.01.2013 gemäß § 91a Abs 7 BörseG idF BGBl I 2012/83 der Fall sein.

[458] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91a Rz 18.

[459] Vgl die Beispiele bei *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 132. So müsste zB ein Aktionär, der 6% Finanzinstrumente gemäß § 91a BörseG hält und davon 3% ausübt und in Stimmrechte umwandelt, gemäß § 91a BörseG das Unterschreiten der 5%-Schwelle melden und auch keine Meldung nach § 91 Abs 1 BörseG erstatten, da er nur 3% Stimmrechte halten würde. Das an den Kapitalmarkt gesendete Signal, dass der Aktionär keine Beteiligung mehr hält, wäre nicht zutreffend.

[460] Vgl hierzu FN 220.

2.3.2. Erfasste Finanzinstrumente

Gemäß § 8 TransV sind übertragbare Wertpapiere, Optionen, Terminkontrakte, Swaps, Zinsausgleichsvereinbarungen und alle anderen Derivativkontrakte, die in Abschnitt C Anhang I der FinanzmarktRL genannt sind, sofern sie zum Erwerb lediglich auf Eigeninitiative des Inhabers und im Rahmen einer förmlichen Vereinbarung von bereits ausgegebenen stimmrechtstragenden Aktien eines Emittenten, dessen Aktien zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, berechtigen, vom Finanzinstrumentebegriff des § 91a BörseG erfasst. Erforderlich ist entweder, dass bei Fälligkeit des Finanzinstruments der unbedingte Erwerb von Aktien möglich ist oder aber der Inhaber ein Gestaltungsrecht hat, durch welches er über Erwerb oder Nichterwerb der Aktien nach eigenem Ermessen entscheiden kann.[461] Derivative Instrumente sind damit erst dann meldepflichtig, wenn sie ohne Erfüllung weiterer Bedingungen, mit Ausnahme von Potestativbedingungen, deren Eintritt der Meldepflichtige selbst herbeiführen kann, ausübbar sind.[462]

Auf Grund des klaren Gesetzeswortlauts, der explizit von Optionen auf Aktien spricht, fallen Optionen auf Optionen bzw auf Wandelschuldverschreibungen nicht unter den Anwendungsbereich des § 91a BörseG.[463] Auch Geldmarktinstrumente, Anteile an OGAW, Finanzinstrumente für den Transfer von Kreditrisiken, sowie Derivativkontrakte ua in Bezug auf Waren, Währungen, Zinssätze bzw -erträge, finanzielle Indizes oder Messgrößen unterfallen nicht der Meldepflicht.[464] § 91a BörseG erfasst ausschließlich einseitige Erwerbsrechte, die auf den Erwerb von Aktien gerichtet sind. Sofern lediglich ein Barausgleich vorgesehen ist oder aber die Möglichkeit zum Aktienerwerb von Kursveränderungen abhängt, besteht auf Grund der europarechtlichen Vorgaben keine Meldepflicht gemäß § 91a BörseG.[465] International ist seit 2009 eine Tendenz zu erkennen, wonach immer mehr Staaten Finanzinstrumente mit Barausgleich in die Meldepflicht mit

---

[461] Vgl *Kalss/Zollner* aaO, die den wesentlichen Inhalt des § 8 Abs 1 Satz 3 TransV wiedergeben.

[462] Vgl *Kalss/Zollner* aaO. Die Autoren nennen als Potestativbedingung beispielsweise einen ausstehenden Aufsichtsratsbeschluss, selbst wenn dieser als nach außen wirkende Vertragsbedingung ausgestaltet ist.

[463] Vgl *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (894). AA *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 139, der eine extensive Auslegung befürwortet, damit Umgehungskonstruktionen erschwert werden.

[464] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91a Rz 7f, der auf die Auflistung bei CESR/05-407 Rz 368 Bezug nimmt.

[465] Erwägungsgrund 13 Satz 2 und 3 DurchführungsRL 2007/14/EG ist insoweit eindeutig. Ebenso CESR/05-407 Rz 365. Aus diesen Ausführungen geht hervor, dass generell das Vorliegen externer Faktoren eine Meldepflicht ausschließt.

einbeziehen.[466] In Österreich werden Finanzinstrumente mit Barausgleich ab 01.01.2013 ebenfalls der Meldepflicht unterliegen.[467] Auch auf europäischer Ebene wird derzeit im Rahmen der Revision der TransparenzRL seit Oktober 2011 an Regelungen hinsichtlich neuer, flächendeckender Meldepflichten für Inhaber von Finanzinstrumenten mit Barausgleich gearbeitet.[468]

2.3.3. Einzelne Auslegungsfragen und technische Details zur Meldung

Die erforderlichen Angaben der Meldung gemäß § 91a BörseG sind in § 8 Abs 3 TransV aufgelistet. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass nicht erforderlich ist, das jeweilige Finanzinstrument zu nennen und auch lediglich der Emittent der Aktie, nicht aber der Emittent des Finanzinstruments, gemeldet werden muss.[469] Ob der prozentuale Anteil oder die Anzahl der Stimmrechte anzugeben ist, ist umstritten.[470] ME ist auch in den Fällen des § 91a BörseG nur die Anzahl der Stimmrechte anzugeben.[471] Da es sich bei der

---

[466] Vgl dazu *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91a Rz 14. Demnach haben die Schweiz, das Vereinigte Königreich und Frankreich bereits 2009 Meldepflichten für Finanzinstrumente mit Barausgleich eingeführt. Die Niederlande haben entsprechende Meldepflichten seit 2012. Auch Deutschland hat am 01.02.2012 entsprechende Meldepflichten eingeführt, die, wie oftmals auch in anderen Staaten, als Reaktion auf Aufsehen erregende Übernahmefälle zu sehen sind, vgl hierzu auch meine Ausführungen unter FN 220. Vgl für eine umfassende Darstellung der rechtlichen und wirtschaftlichen Situation in Konstellationen, die Finanzinstrumente mit Barausgleich betreffen *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 141 ff.

[467] Vgl § 91a Abs 1 Z 3 BörseG idF BGBl I 2012/83. Für weitere Einzelheiten der Entwicklung im Bereich der Beteiligungspublizität auf nationaler und europäischer Ebene siehe Kapitel II.F.2.6.

[468] Vgl für Einzelheiten http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_de.htm (13.11.2012). Dort finden sich neben dem Textvorschlag zur Revision der TransparenzRL und der Begründung zu diesem weitere Informationen zur chronologischen Entwicklung der TransparenzRL mit allen wesentlichen Stufen ihrer Fortentwicklung.

[469] Das wird von CESR explizit bestätigt, vgl CESR/05-407 Rz 380, 385.

[470] CESR sieht beide Angaben als verpflichtend an, vgl CESR/05-407 Rz 378. Die österreichische Verwaltungspraxis votiert für die Angabe der Anzahl der Stimmrechte, vgl FN 280. Uneinheitlich zu der Frage *Maierhofer*, der einerseits im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG beide Angaben als verpflichtend ansieht, vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 15, im Rahmen von § 91a BörseG dagegen nur die Angabe des Prozentsatzes für erforderlich hält, vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91a Rz 23.

[471] Vgl hierzu meine Argumentation im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG in Kapitel II.F.2.2.1.3 sowie FN 279, 280. AA *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91a Rz 23, der mit dem Wortlaut von § 8 Abs 2 letzter Satz TransV (gemeint ist § 8 Abs 3 letzter Satz TransV) argumentiert, der von einem Prozentsatz der Stimmrechte spricht, welcher unter Bezugnahme auf die Gesamtzahl der Stimmrechte zu berechnen ist. Daraus ergibt sich mE jedoch

Beteiligungspublizität um ein einheitliches Melderegime handelt, sollte mE auch hinsichtlich der Frage der Angabe der Prozentsätze eine einheitliche Auslegung verfolgt werden, so dass die Angabe der Anzahl der Stimmrechte ohne Nennung des prozentualen Anteils in der Meldung ausreichend ist. Adressat der Mitteilung gemäß § 91a BörseG ist ausweislich § 8 Abs 5 TransV neben der FMA und dem Börseunternehmen nur der Emittent bzw im Sonderfall, dass es mehrere Emittenten sein sollten, die Emittenten der zu Grunde liegenden Aktien, nicht aber der Emittent des Finanzinstruments.

Praktisch relevant ist auch das Verhältnis zwischen § 92 Z 5 BörseG[472] und § 91a BörseG. Hier ist denkbar, dass Fallkonstellationen sowohl von § 91a BörseG als auch von § 92 Z 5 BörseG umfasst sind. Letzterer ist als Generalklausel bzw Auffangtatbestand konzipiert und umfasst Konstellationen, in denen vom Inhaber des Finanzinstruments Einfluss auf die Stimmrechtsausübung genommen werden kann, ohne dass dieser Eigentümer ist. Hier stellt sich die Frage, ob nach beiden Tatbeständen eine Meldepflicht besteht oder aber der eine den anderen verdrängt. Gegen eine Meldepflicht nach beiden Tatbeständen spricht, dass es in diesem Fall zu verwirrenden Doppelmeldungen kommen würde.[473] Für eine Meldepflicht nur nach § 92 Z 5 BörseG würde mE sprechen, dass nur dadurch abgebildet werden kann, dass der Inhaber des Finanzinstruments bereits Einfluss auf die Stimmrechtsausübung nimmt. Im Fall von § 91a BörseG ist das gerade nicht der Fall, da hier nur abstrakt abgebildet wird, zu welcher Situation in Bezug auf die Stimmrechte es später einmal kommen könnte. Allerdings ist dennoch zu beachten, dass § 91a BörseG die speziellere Norm darstellt. Würde man auf den beschriebenen Sachverhalt § 92 Z 5 BörseG anwenden, so droht der Anwendungsbereich des § 91a BörseG ausgehöhlt zu werden. Aus diesem Grund ist daher § 91a BörseG als lex specialis vorrangig anwendbar. Letztlich wird durch die Meldung nach § 91a BörseG ausreichend klar bekanntgemacht, dass der Meldepflichtige möglicherweise in der Zukunft auf die Ausübung von Stimmrechten des Emittenten einwirken kann. Diese Auslegung wird auch dem Wortlaut des § 92 Z 5 BörseG gerecht, der an sich nicht vom Einfluss auf die Ausübung von Stimmrechten, sondern von der Ausübung von Stimmrechten spricht. Daher

---

nicht, dass der prozentuale Anteil in der Meldung auch angegeben werden muss, vgl meine Argumentation in Kapitel II.F.2.2.1.3. Ein solches Erfordernis geht weder aus den §§ 91-92 BörseG noch aus § 8 TransV hervor.

[472] Vgl zu Einzelheiten bezüglich § 92 Z 5 BörseG Kapitel II.F.2.2.2.5.

[473] Vgl *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 131. In diesem Fall würden zwei verschiedene Meldungen nach § 91 Abs 1 BörseG und nach § 91a BörseG erfolgen, die einen doppelt so hohen Stimmrechtsanteil suggerieren würden.

spricht mE nichts dagegen, im spezifisch in § 91a BörseG geregelten Fall des Haltens von Finanzinstrumenten erst dann eine Meldepflicht nach den §§ 91, 92 BörseG vorzusehen, wenn die Ausübung der Stimmrechte tatsächlich möglich ist.

2.4. Veröffentlichungspflichten des Emittenten nach § 93 BörseG

2.4.1. Veröffentlichung der Gesamtstimmrechtszahl gemäß § 93 Abs 1 BörseG

In § 93 Abs 1 BörseG ist die Verpflichtung zur Veröffentlichung der Gesamtstimmrechtszahlen, auf Basis derer der Aktionär berechnen kann, ob sein Anteil meldepflichtige Schwellen erreicht, über- oder unterschreitet, und des Kapitals geregelt. Die Veröffentlichung hat dabei am Ende des Kalendermonats zu erfolgen, in dem es zu einer Zu- oder Abnahme von Stimmrechten oder Kapital gekommen ist. Im Rahmen von § 93 Abs 1 BörseG stellen sich einige praktische Fragen.

Erforderlich ist, dass die Änderung der Gesamtstimmrechtszahl wirksam geworden ist, was sich nach den jeweiligen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften richtet. Bei einer Kapitalerhöhung im Falle einer österreichischen Aktiengesellschaft ist das Grundkapital gemäß § 156 AktG mit der Eintragung der Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals erhöht, also der Eintragung in das Firmenbuch. Im Fall einer bedingten Kapitalerhöhung ist das Grundkapital gemäß § 167 AktG mit der Ausgabe der Bezugsaktien erhöht.[474] Somit existieren je nachdem, ob es sich um eine bedingte Kapitalerhöhung handelt unterschiedliche Bezugspunkte.

Fraglich ist, ob eine Veröffentlichung bereits während des laufenden Kalendermonats erfolgen darf. § 93 Abs 1 BörseG spricht vom Ende des Kalendermonats. Teilweise wird vertreten, dass es sich dabei um den letzten Tag des Kalendermonats handeln muss, eine frühere Veröffentlichung muss am Ende des Kalendermonats wiederholt werden.[475] Grundsätzlich wäre eine frühere Veröffentlichung der Transparenz zuträglich[476] und der Kapitalmarkt wäre früher über die tatsächliche Gesamtstimmrechtszahl informiert, so dass es

---

[474] Vgl *Nagele/Lux* in *Jabornegg/Strasser*, Kommentar zum Aktiengesetz[5] (2010) § 167 Rz 1; BaFin, Emittentenleitfaden 178; *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 26a Rz 5.

[475] So die Verwaltungspraxis in Deutschland, vgl BaFin, Emittentenleitfaden 177. Sofern der letzte Tag des Monats ein Samstag, Sonntag oder Feiertag ist, ist demnach auch eine Veröffentlichung am letzten Handelstag zulässig.

[476] IdS *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 93 Rz 10.

auch für die meldepflichtigen Personen leichter wäre, entsprechende Meldungen gemäß den §§ 91-92 BörseG zu erstatten. Auf der anderen Seite werden sich viele Marktteilnehmer mE darauf verlassen, dass die Gesamtstimmrechtsmeldung am Ende des Monats erfolgt und daher Gesamtstimmrechtsmeldungen, die während des Monats veröffentlicht werden, leichter übersehen. Aus diesem Grund ist mE eine frühere Meldung zwar zulässig, muss jedoch am letzten Handelstag des Kalendermonats nochmal wiederholt werden. In derartigen Fällen erfüllen nach den §§ 91-92 BörseG meldepflichtige Personen ihre Meldepflicht mE sowohl mit einer auf die erste Meldung gemäß § 93 Abs 1 BörseG folgenden Meldung, als auch mit einer, die auf die zweite Meldung gemäß § 93 Abs 1 BörseG folgt. Vorzuziehen wäre eine zeitlich frühere Meldung. Sofern die nach den §§ 91-92 BörseG meldepflichtige Person also Kenntnis von der untermonatigen Gesamtstimmrechtsmeldung hat, ist eine darauf folgende Meldung gemäß den §§ 91-92 BörseG vorzuziehen. Nur im seltenen Ausnahmefall, dass eine Änderung der Gesamtstimmrechtszahl erst nach dem letzten Handelstag im Kalendermonat wirksam wird, kann die Veröffentlichung gemäß § 93 Abs 1 BörseG mE auch am ersten Handelstag des nächsten Monats erfolgen.[477] Hier ist nicht das nächste Monatsende abzuwarten, da die Wirksamkeit der Änderung der Gesamtstimmrechtszahl bereits im Vormonat eingetreten ist.

Fraglich ist, wie in Konstellationen zu verfahren ist, in denen eine Meldung nach § 93 Abs 1 BörseG verspätet erfolgt ist bzw nachgeholt wird. Hier stellt sich mE vor allem die Frage, ob die nach den §§ 91-92 BörseG meldepflichtigen Personen meldepflichtig sind. Grundsätzlich müssen Meldungen gemäß § 93 Abs 1 BörseG am Ende des Kalendermonats erfolgen. Allerdings schließt eine untermonatig erfolgte Meldung mE die Meldepflicht der nach den §§ 91-92 BörseG meldepflichtigen Personen nicht aus. Grundlage für ihre Meldepflicht ist auch hier die nach § 93 Abs 1 BörseG veröffentlichte Gesamtzahl der Stimmrechte. Somit sind auch in diesen Fällen, sofern Schwellen iSv § 91 Abs 1 BörseG betroffen sind, Meldungen gemäß den §§ 91-92 zu erstatten.

Im Fall von eigenen Aktien bestehen keine Auswirkungen auf die Gesamtstimmrechtszahl.[478] Andernfalls würde auch die separate Meldepflicht für den Erwerb eigener Aktien gemäß § 93 Abs 3 BörseG leerlaufen, wenn ohnehin jede Veränderung bei den eigenen Aktien die

---

[477] ZB wird eine Eintragung im Firmenbuch am Samstag, 29.09., durchgeführt und damit wirksam. In diesem Fall ist eine Veröffentlichung gemäß § 93 Abs 1 BörseG am Montag, 01.10., rechtzeitig.

[478] Das ist ghM, vgl FN 317.

Veröffentlichungsverpflichtung nach § 93 Abs 1 BörseG auslösen würde.[479] Auch im Fall der erstmaligen Zulassung von Aktien gemäß § 91 Abs 4 BörseG besteht keine Veröffentlichungspflicht gemäß § 93 Abs 1 BörseG, da die Vorschriften der §§ 91 ff BörseG erst ab Zulassung der Aktien zum geregelten Markt zur Anwendung kommen.[480]

2.4.2. Veröffentlichung der Aktionärsmeldungen gemäß § 93 Abs 2 BörseG

Den Meldepflichten gemäß den §§ 91, 91a und 92 BörseG nachgelagert ist die Veröffentlichungsverpflichtung des Emittenten, die sich aus § 93 Abs 2 BörseG ergibt und mit welcher alle in der Meldung des Aktionärs bzw des Inhabers der Finanzinstrumente enthaltenen Informationen spätestens 2 Tage nach Erhalt veröffentlicht werden müssen.

Praktisch bedeutsam ist die Frage, ob den Emittenten eine inhaltliche Prüfungspflicht und damit einhergehend eine Korrekturverpflichtung trifft. Relevant wird das in Fällen, in denen die gemäß den §§ 91-92 BörseG übermittelte Meldung fehlerhaft oder unvollständig ist. Teilweise wird vertreten, dass die fehlerhafte Meldung in der vorliegenden Form zu veröffentlichen ist.[481] Die deutsche Lehre sieht zum Teil für den Emittenten eine Pflicht zur Informationsbeschaffung vor, so dass dieser gehalten ist, sich fehlende Informationen vom Meldepflichtigen zu beschaffen.[482] ME sollte der Emittent auf eine Korrektur der Meldung bei der meldepflichtigen Person hinwirken und nicht vorsätzlich eine fehlerhafte Meldung veröffentlichen.[483] Insoweit ist § 93 Abs 2 BörseG, der keine Korrekturverpflichtung vorsieht, teleologisch auszulegen. Die vorsätzliche Weiterverbreitung einer fehlerhaften Meldung würde mE auch die Gefahr mit sich bringen, dass der Emittent, wenngleich der Wortlaut des

---

[479] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 177.

[480] Emittent ist gemäß § 81a Abs 1 Z 4 BörseG eine juristische Person, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Bei einer erstmaligen Zulassung von Aktien zum Handel an einem geregelten Markt führt erst diese dazu, dass die juristische Person zum Emittenten wird, auf welchen die Vorschriften der §§ 91 ff BörseG Anwendung finden. Erst Kapitalerhöhungen, die nach diesem Zeitpunkt erfolgen, sind gemäß § 93 Abs 1 BörseG veröffentlichungspflichtig.

[481] Vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 93 Rz 16; *Szücs*, ZFR 2007, 133 (136).

[482] Vgl *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 26 Rz 14. AA *Dehlinger/Zimmermann* in *Fuchs*, WpHG § 26 Rz 5f, die eine Informationsbeschaffungspflicht ablehnen und die Einforderung der fehlenden Informationen als Aufgabe der BaFin sehen. Im Falle fehlerhafter Angaben in der Meldung vertreten *Dehlinger/Zimmermann* die Auffassung, dass die Meldepflicht überhaupt nicht ausgelöst wird.

[483] Hier empfiehlt es sich, Rücksprache mit der FMA zu halten. Die FMA wird in derartigen Fällen in der Regel ebenfalls Kontakt zum Meldepflichtigen aufnehmen und auf eine Korrekturmeldung hinwirken.

§ 93 Abs 2 BörseG keine Prüfungs- oder Korrekturpflicht vorsieht, den Tatbestand der Marktmanipulation gemäß § 48c iVm § 48a Abs 1 Z 2 lit c BörseG verwirklicht. Ob § 93 Abs 2 BörseG eine ausreichende Rechtfertigung für die Verbreitung einer fehlerhaften Meldung darstellt, ist unter Gesichtspunkten des Anlegerschutzes und der Effizienz des Kapitalmarkts mE zweifelhaft. Im Ergebnis besteht daher mE zwar keine explizite Prüfungspflicht. Sollte der Emittent jedoch feststellen, dass eine Meldung fehlerhaft oder unvollständig ist, so empfiehlt sich eine Kontaktaufnahme mit dem Meldepflichtigen und der FMA sowie, sofern das ohne Einholung weiterer Informationen beim Meldepflichtigen möglich ist, eine korrigierte Veröffentlichung der Meldung. Sofern die fehlerhafte Meldung bereits vom Emittenten veröffentlicht worden ist, wäre aus Transparenzgesichtspunkten eine zusätzliche, korrekte Veröffentlichung, auch um eine Irreführung des Kapitalmarkts zu vermeiden, zu empfehlen, auch wenn der Meldepflichtige keine erneute Meldung erstattet hat.[484] Sofern der Meldepflichtige eine Korrekturmeldung erstattet, ist diese dagegen verpflichtend gemäß § 93 Abs 2 BörseG zu veröffentlichen. Sofern der Emittent ohne vorhergehende Meldung von einer Änderung der Beteiligungsverhältnisse erfährt, besteht zwar keine Meldepflicht, richtigerweise wird hier jedoch vertreten, dass eine Veröffentlichung zulässig ist.[485] Für den Fall dass der Meldepflichtige auf Grund der Vorschrift des § 85 Abs 5 BörseG die Meldung in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache, in der Praxis also auf Englisch, erstattet, muss der Emittent die Meldung entsprechend den Sprachvorgaben für vorgeschriebene Informationen[486] des § 85 BörseG übersetzen und auch die damit verbundenen Kosten tragen.[487]

Im Rahmen von § 93 Abs 2 BörseG stellt sich zudem noch die Frage, ob Meldungen zu veröffentlichen sind, die nach ausländischen Rechtsvorschriften erstattet worden sind. Die Meldepflichten gemäß den §§ 91-92 BörseG gelten nur, wenn Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist, wenn Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist, ist die meldepflichtige Person allenfalls nach ausländischen Rechtsvorschriften meldepflichtig, nicht aber nach den

---

[484] AA *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 93 Rz 16, der davon ausgeht, dass den Emittenten keine Verpflichtung zur Richtigstellung fehlerhafter oder mehrdeutiger Meldungen trifft.

[485] Vgl *Maierhofer* in *Temmel* aaO.

[486] S zum Begriff der vorgeschriebenen Information Kapitel II.B.1 und II.B.2.

[487] *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 93 Rz 18. S zu Einzelheiten betreffend die Sprachenanforderungen an vorgeschriebene Informationen Kapitel II.D.

§§ 91-92 BörseG.[488] Sofern Österreich der einzige Aufnahmemitgliedstaat ist,[489] besteht nach § 86 Abs 3 Satz 4 BörseG eine Zuständigkeit für die Überwachung der Veröffentlichung vorgeschriebener Informationen, wie der Veröffentlichung gemäß § 93 Abs 2 BörseG. Das bedeutet, dass die FMA für die Überwachung der Veröffentlichung zuständig wäre, wenn ein Emittent Deutschland als Herkunftsmitgliedstaat hat, aber nur in Österreich am geregelten Markt notiert. In diesem Fall würde der Meldepflichtige in Deutschland gemäß §§ 21, 22, 25, 25a WpHG[490] melden, die Veröffentlichung müsste an sich gemäß § 93 Abs 2 BörseG erfolgen, für deren Überwachung die FMA zuständig wäre.[491] § 93 Abs 2 BörseG nimmt allerdings, im Gegensatz zur vergleichbaren deutschen Bestimmung in § 26 WpHG, keinen Bezug auf Meldungen, die nach ausländischen Rechtsvorschriften zu erstatten sind. Dementsprechend besteht in solchen Fällen keine Veröffentlichungspflicht. Hier ist von einem Versehen des Gesetzgebers auszugehen. De lege ferenda wäre es mE wünschenswert, § 93 Abs 2 BörseG auch auf Meldungen, die nach ausländischen Rechtsvorschriften erstattet werden, zu erstrecken, da andernfalls keine rechtlich verbindliche Veröffentlichungspflicht für ausländische Meldepflichtige bestehen würde.

2.5. Formale Anforderungen an Meldungen nach den §§ 91 ff BörseG

Die formalen Anforderungen an eine Meldung gemäß den §§ 91, 92 BörseG sind in § 92a BörseG geregelt, zudem beinhaltet § 8 Abs 3 TransV weitere Vorgaben hinsichtlich Meldungen betreffend derivative Finanzinstrumente gemäß § 91a BörseG. § 92a BörseG sieht vor, dass neben der Anzahl der Stimmrechte (§ 92a Abs 1 Z 1 BörseG) gegebenenfalls auch

---

[488] S hierzu meine Argumentation in Kapitel II.C.3.3.

[489] Vgl für Einzelheiten die Ausführungen in Kapitel II.C.3.4.

[490] Diese Vorschriften entsprechen im Wesentlichen den §§ 91-92 BörseG.

[491] AA und für einen Gleichlauf der Verpflichtungen der §§ 91-92 BörseG sowie § 93 BörseG *Kalss/Zollner*, ÖBA 2007, 884 (885f) sowie *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 93 Rz 4. Diese Ansicht wird mE jedoch dem Herkunftsmitgliedstaatsregime der TransparenzRL nicht gerecht, das für die Veröffentlichung vorgeschriebener Informationen bewusst eine Zuständigkeit des einzigen Aufnahmemitgliedstaats vorgesehen hat, wodurch mehrfache und möglicherweise divergierende Meldungen vermieden werden, s dazu meine Ausführungen in Kapitel II.C.3.3. Die vertretene Auffassung lässt sich daher mE nicht mit den europarechtlichen Vorgaben in Einklang bringen. Auch der Hinweis von *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 93 Rz 5, dass die FMA nur die Veröffentlichungsvorschrift des § 82 Abs 8 BörseG, nicht aber § 93 BörseG zu überwachen hat, vermag nicht zu überzeugen. § 82 Abs 8 verweist schließlich auf § 93 BörseG, der die materiellen Vorgaben festlegt, so dass mE beide Vorschriften hier nur gemeinsam und nicht getrennt betrachtet werden können.

die Kette der kontrollierten Unternehmen (Z 2), das Datum, zu dem die Schwelle überschritten worden ist (Z 3) sowie der Name des Aktionärs bzw in Fällen des § 92 BörseG zusätzlich zum Aktionär der Name des Stimmausübungsberechtigten angegeben werden muss. Eine explizite Verpflichtung die betroffenen Schwellen anzugeben ist im Gesetz nicht enthalten, wobei man eine solche aus § 92a Abs 1 Z 3 BörseG, wonach das Datum, zu dem die Schwelle überschritten worden ist, anzugeben ist, herauslesen könnte. Die Angabe des Datums erfordert logisch auch die Angabe der jeweiligen Schwelle(n). Auch aus dem Telos der Vorschriften ergibt sich, dass eine Meldung nur dann inhaltlich sinnvoll abgegeben werden kann, wenn die betroffenen Schwellen in der Meldung genannt werden. Die bloße Nennung der Anzahl der Stimmrechte hat für sich alleine keine Aussagekraft. Daher ist mE die Angabe der betroffenen Schwellen erforderlich.[492] Ebenfalls logisch aus dem Zusammenhang ergibt sich, dass der Emittent in der Meldung genannt werden muss, dessen Aktien betroffen sind.

Als Datum, zu dem die Schwelle erreicht oder überschritten[493] worden ist, ist, aus den oben angeführten Argumenten,[494] das Datum des Verfügungsgeschäfts anzugeben. Die Angabe des prozentualen Anteils der Stimmrechte ist nicht explizit vorgeschrieben, da § 92a Abs 1 Z 1 BörseG nur die Anzahl der Stimmrechte als veröffentlichungspflichtig ansieht und daher mE nicht zwingend erforderlich.[495] Die Meldung muss nicht schriftlich ergehen, vielmehr ist auch eine Meldung per E-Mail formgerecht.[496]

Die Veröffentlichung der Meldung gemäß § 92a BörseG durch den Emittenten gemäß § 93 Abs 2 BörseG hat als vorgeschriebene Information den Inhalt gemäß § 11a Abs 5 VMV zu enthalten sowie generell den Anforderungen der Vorschriften über die vorgeschriebenen Informationen zu genügen.[497]

---

[492] Ebenso, wenn auch mit abweichender Begründung, *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 16. *Maierhofer* liest das Erfordernis der Angabe der Schwellen aus § 91 Abs 1 Satz 2 BörseG heraus.

[493] Dass die Unterschreitung in § 92a Abs 1 Z 3 BörseG nicht genannt ist liegt an einem Übersetzungsfehler der englischen Richtlinienfassung ins Deutsche, weshalb eine richtlinienkonforme Auslegung geboten ist, vgl *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 92a Rz 8. De lege ferenda wäre eine Anpassung des § 92a Abs 1 Z 3 BörseG wünschenswert.

[494] S meine Argumentation in Kapitel II.F.2.2.1.1 sowie FN 253.

[495] Vgl meine Argumentation in Kapitel II.F.2.2.1.3 sowie FN 278-280.

[496] Vgl FN 291.

[497] S §§ 11, 11a VMV.

Im Fall von Finanzinstrumenten, deren Meldepflicht sich nach § 91a bestimmt, regelt § 8 Abs 3 TransV formale Einzelheiten zur Ausgestaltung der Meldung. Zusätzlichen Regelungsgehalt gegenüber den allgemeinen Vorschriften der §§ 91 ff BörseG weisen die Ziffern 4-7 des § 8 Abs 3 TransV auf. Z 4 bestimmt, dass die Ausübungsfrist bzw der Ausübungszeitpunkt anzugeben ist, Z 5 erfordert die Angabe des Verfallstermins des Instruments, Z 6 die Angabe der Person des Inhabers und Z 7 ausdrücklich und nicht nur aus dem logischen Zusammenhang heraus, die Angabe des Namens des Emittenten. Die Ziffern 1-3 entsprechen den nach § 92a Abs 1 Z 1-3 BörseG zu machenden Angaben, ebenso sind die betroffenen Schwellenwerte aus den bereits oben genannten Argumenten in der Meldung anzugeben.

2.6. Entwicklungen auf nationaler und europäischer Ebene

2.6.1. Entwicklungen auf nationaler Ebene

2.6.1.1 Börsegesetz idF BGBl I 2012/83

Auf nationaler Ebene hat der österreichische Gesetzgeber einen Gesetzentwurf verabschiedet, der am 14.08.2012 im Bundesgesetzblatt verkündet wurde und am 01.01.2013 in Kraft treten wird.[498] Durch die Änderungen sollen weitere Finanzinstrumente in die börserechtliche Meldepflicht mit einbezogen werden, da andernfalls ein „unbemerktes Anschleichen" an ein börsenotiertes Unternehmen möglich wäre.[499] Ebenso sollen Verstöße gegen die Melde- und Veröffentlichungspflichten „spürbare nachteilige Folgen" für die Pflichtigen mit sich bringen.[500] Damit ist die Einführung der zusätzlichen Sanktion des Ruhens der Stimmrechte gemeint, die ab 01.01.2013 im neuen § 94a BörseG enthalten sein wird.

---

[498] Vgl BörseG idF BGBl I 2012/83. Hier bestimmt § 102 Abs 34 BörseG, dass die geänderten Vorschriften der Beteiligungspublizität am 01.01.2013 in Kraft treten.

[499] Vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 1. Eine ausführliche Behandlung der Problematik des unbemerkten Anschleichens und Überlegungen, wie dieses legistisch besser reguliert werden könnte, finden sich bei *Fleischer/Schmolke*, Das Anschleichen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft – Überlegungen zur Beteiligungspublizität de lege lata und de lege ferenda, NZG 2009, 401. Interessant in diesem Zusammenhang ist, dass sich die Autoren nicht unbedingt für eine Ausweitung der Meldeverpflichtungen aussprechen, sondern vielmehr dem Gesetzgeber die Entscheidung überlassen wollen, ob dieser den „Zielkonflikt" zu Gunsten des Minderheitenschutzes oder des Markts für Unternehmenskontrolle auflöst, vgl ebenda, 409.

[500] Vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 1.

2.6.1.2 Wichtigste Regelungen im Einzelnen

2.6.1.2.1. § 91 BörseG

In § 91 Abs 1 BörseG wird eine zusätzliche Meldeschwelle in Höhe von 4% eingeführt. Damit hat die bereits seit dem Jahr 2007 immer wieder geführte Diskussion[501] um die Herabsetzung der Meldeschwellen letztlich auch in Österreich dazu geführt, dass eine niedrigere Meldeschwelle im Börsegesetz etabliert wird. Gegenwärtig ist mE schwierig abzuschätzen, welche Auswirkungen eine solche niedrigere zusätzliche Schwelle hat. Einerseits wird sie unweigerlich zu einer Zunahme der Beteiligungsmeldungen führen. Andererseits stellt sich die Frage, ob diese Zunahme an administrativem Aufwand mit einer entsprechenden Steigerung an zusätzlicher Transparenz einhergeht. § 91 Abs 6 BörseG gibt dem Emittenten zusätzlich noch die Möglichkeit eine weitere Schwelle von 3% per Satzung festzulegen. Diese zusätzliche Schwelle ist auf der Website zu veröffentlichen und der FMA mitzuteilen.[502]

Wesentlich zur Steigerung der Transparenz und zur Erschwerung feindlicher Übernahmen wird mE jedenfalls die Zusammenrechnungsverpflichtung in § 91a Abs 7 BörseG sowie die Ausweitung der Meldepflichten auf zusätzliche Finanzinstrumente bzw sonstige vergleichbare Instrumente führen. Eine zusätzliche Absenkung der Eingangsmeldeschwelle ist in diesem Lichte mE eher überschießend, da das Ziel, den Aufbau von Beteiligungsverhältnissen früher sichtbar zu machen, bereits durch § 91a Abs 7 BörseG gut erreicht wird. Das Bestehen niedrigerer Schwellen, zumal zwischen diesen nur ein Abstand von 1% liegen wird, führt wohl vermehrt zu häufigen Schwellenüber- und -unterschreitungen, was dann zu Meldungen führen wird, ohne dass damit eine erhöhte Transparenz einhergeht.

§ 91 Abs 5 BörseG stellt mE rein deklaratorisch fest, dass auch die Verwirklichung oder der Wegfall eines Hinzurechnungstatbestands einem Erwerb oder einer Veräußerung gleichgestellt ist. Ein solcher Sachverhalt ist mE aber ohnehin meldepflichtig, da dieser zu

---

[501] S nur die Ausführungen bei *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 25 mwN; *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 46ff.

[502] Die Veröffentlichung auf der Website des Emittenten und die Mitteilung an die FMA ist eine Wirksamkeitsvoraussetzung, vgl § 91 Abs 6 Satz 2 BörseG.

Veränderungen des gehaltenen Stimmrechtsanteils führt. Das in den Materialien[503] genannte Beispiel der Aufstockung des Anteils eines Syndikatspartners ist ohnehin meldepflichtig, wenn dadurch Schwellen erreicht oder überschritten werden. Die Nennung dieser Konstellation in den Materialien ist aus meiner Sicht daher unverständlich.

2.6.1.2.2. § 91a BörseG

Die umfangreichsten Neuerungen finden sich in § 91a BörseG. Generell wird hier die Meldepflicht nicht mehr nur auf Finanzinstrumente begrenzt sein, sondern in Zukunft auch „sonstige vergleichbare Instrumente" erfassen. Dieser Einschub führt dazu, dass die seit 2007 bestehende Streitfrage, ob § 91 Abs 1 BörseG auf das Verpflichtungs- oder auf das Verfügungsgeschäft abstellt, obsolet wird.[504] Aus der Erfassung sonstiger vergleichbarer Instrumente ergibt sich, dass das Verpflichtungsgeschäft von § 91a Abs 1 Z 1 BörseG umfasst sein wird.[505] Entsprechend der systematischen Konzeption der Beteiligungspublizität ist damit auch klar, dass § 91 Abs 1 BörseG für die Meldepflicht an den Abschluss des Verfügungsgeschäfts anknüpft. Optionen sind unabhängig davon erfasst, ob es sich um europäische oder amerikanische Optionen handelt.[506] Auch der Rückforderungsanspruch im Rahmen einer Wertpapierleihe wird als „sonstiges vergleichbares Instrument" der neuen Vorschrift des § 91a Abs 1 Z 1 BörseG unterfallen.[507] § 91a Abs 1 Z 1 BörseG wird dann

---

[503] Vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 9. Dort wird auch erwähnt, dass der Wechsel zwischen einzelnen Zurechnungstatbeständen nicht meldepflichtig ist. Das ist auch bisher schon so gewesen, vgl im Einzelnen FN 286.

[504] Vgl zur bisherigen Streitfrage und den dazu vertretenen Auffassungen Kapitel II.F.2.2.1.1.

[505] Vgl hier zur deutschen Rechtslage *Schneider* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 25 Rz 11, § 25a Rz 16-19. Demnach sollen möglichst viele Instrumente erfasst sein, ua auch Lieferansprüche aus schuldrechtlichen Verträgen. Aufschlussreich ist auch die Gesamtliste der häufigsten Fragen zu den neuen Meldepflichten nach §§ 25 und 25a WpHG (Stand 09.01.2012) der BaFin, abrufbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/FAQs/DE/WA_Meldepflichten_wphg25/faq_wphg25a_00_gesamtliste.html (13.11.2012) sowie eine Präsentation der BaFin zum Thema „Neue Meldepflichten nach den § 25 und § 25a WpHG" vom 30.11.2011, abrufbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Rede_Vortrag/dl_Vortrag_25_und_25a_WpHG.pdf?__blob=publicationFile&v=7 (13.11.2012).

[506] Vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 9. Der Unterschied zwischen den beiden Optionstypen besteht darin, dass europäische Optionen nur am Ende der Laufzeit ausgeübt werden können, während die Ausübung amerikanischer Optionen während eines bestimmten Ausübungsfensters jederzeit möglich ist.

[507] IdS zur deutschen Parallelbestimmung des § 25 WpHG *Fleischer/Schmolke*, Zum beabsichtigten Ausbau der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz bei modernen Finanzinstrumenten (§§ 25, 25a DiskE-WpHG),

§ 92 Z 5 BörseG als speziellere Norm mE in diesem Fall vorgehen. Im Fall von aufschiebend bedingten Erwerben besteht eine Meldepflicht gemäß dem neuen § 91a Abs 1 Z 2 BörseG, sofern eine „abstrakte Chance besteht, dass die Bedingung eintritt".[508]

Die Meldepflicht wird umfangreich ausgedehnt, vor allem auf Finanzinstrumente mit Barausgleich. § 91a Abs 1 Z 1 BörseG beinhaltet den bisherigen § 91a BörseG. § 91a Abs 1 Z 2 BörseG führt Meldepflichten für Finanzinstrumente oder vergleichbare Instrumente ein, die dem Inhaber Anspruch auf Abschluss einer Vereinbarung vermitteln, die auf den Erwerb von mit Stimmrechten verbundenen und bereits ausgegebenen Aktien eines Emittenten gerichtet ist. § 91a Abs 1 Z 3 BörseG wird allgemein Finanzinstrumente oder sonstige vergleichbare Instrumente erfassen, unabhängig davon, ob diese eine Realerfüllung oder einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, die sich auf Aktien eines Emittenten oder auf einen Basket oder einen Index beziehen, wenn die Aktien des Emittenten 20% des Gesamtwerts des Basket oder Index übersteigen und dem Inhaber das Recht verleihen, die Abrechnung der Differenz zwischen Basiskurs und dem Abrechnungskurs ganz oder teilweise zu verlangen oder auf sonstige Weise durch vertragliche Gestaltung ermöglichen, an Kursänderungen der Aktien des Emittenten wirtschaftlich teilzuhaben. Auch der Anspruch auf Abschluss einer solchen Vereinbarung ist umfasst. Ebenfalls werden gemäß § 91a Abs 1 Z 4 BörseG Finanzinstrumente oder vergleichbare Instrumente erfasst, die auf

---

NZG 2010, 846 (850). S zur Wertpapierleihe auch *Merkner/Sustmann*, Wertpapierleihe und Empty Voting – Weitergehender Transparenzbedarf im WpHG?, NZG 2010, 1170. Weitere Abhandlungen zum per 01.02.2012 neu eingeführten § 25a WpHG finden sich bei Uwe *Schneider*, § 25a WpHG – die neue dritte Säule im Offenlegungsrecht, AG 2011, 645, der einen guten Überblick über die dreisäulige Systematik der Vorschriften gibt sowie bei *Heusel*, Der neue § 25a WpHG im System der Beteiligungstransparenz, WM 2012, 291. Für einen knappen, aber die wichtigsten Punkte enthaltenden Überblick über die neue Gesetzeslage in Deutschland s auch *Renz/Rippel*, Änderungen der Transparenzvorschriften gem. §§ 21 ff. WpHG (Mitteilungspflichten von Stimmrechten) durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, BKR 2011, 235.

[508] Vgl *Uwe Schneider*, AG 2011, 645 (651) zur deutschen Parallelnorm § 25a WpHG. *Schneider* nennt als Beispiele ausstehende kartellrechtliche Genehmigungen, das Erreichen eines bestimmten Kurses oder, dass ein Investor ein Paket zusammen bekommen soll. S auch *Maierhofer* in *Temmel*, BörseG § 91 Rz 35, der auch bei aufschiebenden und auflösenden Bedingungen bereits eine Meldepflicht gemäß § 91 BörseG sah. Das ist mE jedoch zumindest hinsichtlich einer aufschiebenden Bedingung nicht zutreffend, da § 91 BörseG den Abschluss des Verfügungsgeschäfts voraussetzt, was im Falle einer aufschiebenden Bedingung gerade noch nicht der Fall ist. Durch die Neufassung des § 91a BörseG stellt sich dieses Problem ab 01.01.2013 allerdings nicht mehr, da aufschiebende Bedingungen dann jedenfalls von § 91a BörseG erfasst sind.

Grund einer verbindlichen Vereinbarung den Erwerb von Anteilen an Rechtsträgern ermöglichen, deren wesentlicher Zweck es ist, Aktien des Emittenten zu erwerben. Weitere Voraussetzung nach § 91a Abs 1 Z 4 Satz 2 BörseG wird in diesem Fall sein, dass, gegebenenfalls unter Einbeziehung bereits gehaltener Anteile, ein beherrschender Einfluss auf den Emittenten ausgeübt werden könnte und der Erwerb der Anteile selbst gemäß den §§ 91, 92 BörseG meldepflichtig wäre. § 91a Abs 2 BörseG beinhaltet Berechnungsmethoden für die Feststellung der Anteile, wobei hinsichtlich § 91a Abs 1 Z 1, 2 BörseG ein nominaler Ansatz auf Basis der Aktien, die zum Erwerb der Finanzinstrumente berechtigen, verfolgt wird, § 91a Abs 1 Z 3 BörseG dagegen eine Berechnung in Abhängigkeit vom jeweiligen Börsekurs vorsieht, da die tatsächliche Anteilsmacht bei Finanzinstrumenten mit Barausgleich naturgemäß schwanken kann.[509] § 91a Abs 3 BörseG sieht eine Zusammenrechnung aller gehaltenen Finanzinstrumente desselben Emittenten vor. Das ist aus Transparenzgesichtspunkten mE zu begrüßen, da hierdurch schneller offenlegungspflichtige Bestände vorliegen werden. § 91a Abs 4 BörseG trifft eine Stichtagsregelung zwecks Berechnung der Meldepflicht im Fall von nicht verbrieften Wertpapieren. § 91a Abs 5 BörseG bezieht Wandelschuldverschreibungen in die Meldepflicht mit ein. § 91a Abs 6 BörseG stellt fest, dass eine Meldepflicht gemäß § 91 BörseG auch dann besteht, wenn Optionen ausgeübt werden und dadurch Stimmrechte erworben werden, wenn dadurch Schwellen erreicht oder überschritten werden. Diese Bestimmung ist mE ebenfalls ausschließlich deklaratorisch, da es sich bei den Meldepflichten nach den §§ 91, 92 BörseG sowie § 91a BörseG um eigenständige Meldepflichten bzw Meldesäulen[510] handelt, auch wenn zukünftig auf Grund des neuen § 91a Abs 7 BörseG alle Beteiligungen zusammenzurechnen sind. Das Erreichen oder Überschreiten von Schwellen durch die Beteiligung gemäß den §§ 91, 92 BörseG ist ohnehin meldepflichtig.[511] § 91a Abs 7 BörseG beinhaltet, wie erwähnt, eine allgemeine Zusammenrechnungsverpflichtung für alle gemäß den §§ 91 bis 92 BörseG gehaltenen Anteile.[512] Diese Zusammenrechnung ist mE

---

[509] Vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 9.

[510] Vgl hierzu die Ausführungen in Kapitel II.F.2.2.1.3 sowie FN 283, 285.

[511] So auch die Auslegung der deutschen Verwaltungspraxis zur vergleichbaren Rechtslage in Deutschland, vgl BaFin Emittentenleitfaden, 163f. Dort finden sich praktische Beispielsfälle, aus denen diese Auslegung deutlich hervorgeht.

[512] Diese Zusammenrechnungsvorschrift ist auf Initiative der FMA eingefügt worden, vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 9. Der in den Materialien enthaltene Hinweis, dass sich die Zusammenrechnung ohnehin schon aus der „EU-rechtskonformen Auslegung des umgesetzten Gemeinschaftsrechts“ ergäbe und die Vorschrift nur „zur

sinnvoll, da nur so ein einheitliches und vollständiges Bild der von einer meldepflichtigen Person gehaltenen Beteiligungen erreicht werden kann. Auch entspricht die Zusammenrechnung der im EWR gelebten Praxis, wo diese in den meisten Mitgliedstaaten gesetzlich vorgesehen ist.[513] Die Neuregelung reduziert auch problematische Konstellationen, in denen es fraglich ist, ob und nach welcher Vorschrift eine Meldepflicht besteht.[514]

2.6.1.2.3. § 94a BörseG[515]

Neu eingeführt wird auch die zusätzliche zivilrechtliche Sanktion des Ruhens der Stimmrechte in § 94a BörseG. Dabei ruhen gemäß § 94a Abs 1 BörseG im Falle eines Meldeverstoßes die Stimmrechte im Ausmaß der Differenz zwischen der letzten gemeldeten Schwelle und dem tatsächlichen Stimmrechtsanteil. Die Wiederausübung ist gemäß § 94a Abs 1 Satz 2 BörseG nach Ablauf von 6 Monaten ab Erfüllung der Meldepflicht möglich. Das Ruhen der Stimmrechte kann in bestimmten eng umgrenzten Fällen von eher als geringfügig einzustufenden Meldeverstößen vermieden werden. Aus § 94a Abs 2 BörseG

---

ausdrücklichen Klarstellung“ eingefügt werde, ist unzutreffend, da die Frage, ob eine Zusammenrechnung erfolgen soll, den Mitgliedstaaten überlassen worden ist, vgl FN 457. Allerdings ist im Rahmen der Novellierung der TransparenzRL in Art 13a TransparenzRL-E ebenfalls eine zwingende Zusammenrechnung auf europäischer Ebene vorgesehen, vgl für Einzelheiten Kapitel II.F.2.6.2.

[513] Vgl FN 457.

[514] S hierzu nur FN 459 sowie die dort genannten Beispiele bei *Prechtl*, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität 132. In diesen Konstellationen wäre in jedem Fall auf Grund der ab dem 01.01.2013 zu erfolgenden Zusammenrechnung aller Anteile eine Meldepflicht gegeben.

[515] In Deutschland ordnet § 28 WpHG in bestimmten Konstellationen ebenfalls das Ruhen der Stimmrechte an, sofern gegen Meldepflichten verstoßen wird. Hinsichtlich der Dauer des Rechtsverlusts differenziert § 28 WpHG. Sofern ein vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verstoß vorliegt, und zusätzlich die Höhe des Stimmrechtsanteils betroffen ist, beträgt die Dauer sechs Monate ab Nachmeldung, es sei denn, der nicht gemeldete Korridor beträgt maximal 10% des Anteils, und eine Verletzung von Schwellen liegt nicht vor. Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit der deutschen Regelung und der Erörterung von Auslegungsfragen vgl *Schulenburg*, Ausnahme und Ende des sechsmonatigen Rechtsverlusts nach § 28 S. 3 WpHG – zu den Grenzen der erlaubten Falschmeldung nach § 28 S. 4 WpHG, NZG 2009, 1246. S auch *Merkner*, Das Damoklesschwert des Rechtsverlusts – Vorschlag für eine Neufassung von § 28 WpHG, AG 2012, 199. *Merkner* steht der aktuellen Regelung kritisch gegenüber, tritt ua dafür ein, dass nur fehlerhafte Angaben betreffend Schwellen und über die Höhe des Stimmrechtsanteils die Rechtsfolgen des § 28 WpHG auslösen sollten, nicht aber Bagatellfehler, und versucht durch konkrete Änderungsvorschläge, die Vorschrift griffiger zu fassen. Für Einzelheiten s *Merkner* aaO 208f.

ergibt sich, dass das dann der Fall ist, wenn der Gesamtanteil des Meldepflichtigen 15%[516] am Emittenten nicht erreicht, der nicht gemeldete Stimmrechtsanteil maximal 3% beträgt, und die Meldung auf Aufforderung des Emittenten innerhalb von 2 Handelstagen nachgeholt wird. Damit soll augenscheinlich vermieden werden, dass bei geringfügigen Verstößen die harte Sanktion des Ruhens der Stimmrechte eintritt.

Diese neue Regelung ist zu begrüßen und mE auch erforderlich, da sich in der Vergangenheit immer wieder gezeigt hat, dass Verwaltungsstrafen alleine keine ausreichende abschreckende Wirkung entfalten konnten, insbesondere in Fällen, in denen eine Übernahme geplant wird.[517] Das Ruhen der Stimmrechte ist daher eine empfindliche und wirksame Strafe, da ein Aktionär in jedem Fall vermeiden wollen wird, dass er sein Stimmrecht nicht ausüben kann. Die in § 94a Abs 2 BörseG vorgesehene Ausnahme vom Ruhen der Stimmrechte trägt den Fällen Rechnung, in denen die Nichtmeldung der Stimmrechte offensichtlich ein geringfügiger Verstoß des Aktionärs war, den dieser auf Aufforderung umgehend korrigiert hat.

§ 94a BörseG steht neben der aktienrechtlichen Bestimmung des § 124 AktG[518], wonach eine Aktiengesellschaft in ihrer Satzung vorsehen kann, dass Stimmrechte eines Aktionärs ruhen, sofern dieser gegen gesetzliche oder in Börseregeln vorgesehene Meldepflichten über das Ausmaß seines Anteilsbesitzes verstoßen hat.[519]

2.6.1.2.4. § 96 Z 22 BörseG

§ 96 Z 22 BörseG beinhaltet eine Übergangsbestimmung nach der ab Inkrafttreten der neuen Bestimmungen innerhalb von 2 Monaten, also bis spätestens 01.03.2013, eine Bestandsmeldung an die FMA, die Wiener Börse AG und an den Emittenten erstattet werden muss, sofern eine Person eine meldepflichtige Schwelle gemäß § 91 Abs 2 BörseG erreicht oder überschreitet, und zuvor noch keine Meldung mit gleichlautender Schwelle erstattet

---

[516] Die Grenze von 15% ist vorgesehen, damit nicht durch Nichtmeldungen versucht wird, übernahmerechtliche Regelungen zu unterlaufen, vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 10.

[517] Hier ist darauf hinzuweisen, dass auch im Bereich der Beteiligungspublizität mit § 48 Abs 1 Z 5 BörseG idF BGBl I 2012/35 am 01.05.2012 eine Verdoppelung der Verwaltungsstrafen von 30.000 auf 60.000 Euro erfolgt ist und ab 01.01.2013 durch § 48 Abs 1 Z 9 BörseG idF BGBl I 2012/83 eine weitere Erhöhung auf 150.000 Euro erfolgen wird.

[518] Vgl für Einzelheiten zur Auslegung von § 124 AktG *Zollner*, Stimmrechtsverlust bei Verstoß gegen die Beteiligungspublizität – der neue § 124 AktG, GesRZ 2010, 146.

[519] Vgl ErläutRV 1806 BlgNR 24. GP 10, wonach § 124 AktG damit nicht obsolet wird.

worden ist. Der Hinweis auf § 91 Abs 2 BörseG ist als Redaktionsversehen einzustufen, da die Schwellenwerte nicht in § 91 Abs 2 BörseG, sondern in § 91 Abs 1 BörseG geregelt werden. Interessant ist auch, dass die Nichtbefolgung der Bestimmung nicht sanktioniert ist, da in § 48 BörseG, der die Strafbestimmungen enthält, kein Verweis auf § 96 BörseG enthalten ist. Ob das beabsichtigt ist oder auch ein Redaktionsversehen darstellt ist unklar, auch die Materialien äußern sich nicht zu dieser Frage, was dafür sprechen könnte, dass es sich eher um ein redaktionelles Versehen handelt. Sanktionierbar sind Verstöße gegen § 96 Z 22 BörseG auf Grund dieser rechtlichen Gestaltung jedenfalls nicht. Fraglich ist auch, ob den Emittenten eine Veröffentlichungspflicht trifft. Während die Übergangsbestimmung aus dem Jahr 2007, § 96 Z 16 BörseG, regelte, dass der Emittent eine erhaltene Meldung innerhalb von 3 Monaten nach dem 20.04.2007, zu dem die Änderung in Kraft trat, bekanntzugeben hatte, fehlt eine solche Verpflichtung in § 96 Z 22 BörseG. Ein Blick auf die vergleichbaren deutschen Übergangsbestimmungen zeigt, dass dort eine Veröffentlichungspflicht ausdrücklich normiert wurde.[520] Auch eine Veröffentlichungspflicht gemäß § 93 Abs 2 BörseG scheidet mE aus, da die Meldung gemäß § 96 Z 22 BörseG nicht, wie in § 93 Abs 2 BörseG gefordert, eine Meldung gemäß § 92a BörseG, der inhaltliche Voraussetzungen der Meldungen gemäß den §§ 91, 92 BörseG regelt, darstellt. § 91 Abs 1 BörseG erfordert einen Erwerb oder eine Veräußerung bzw erfordert § 91 Abs 1a BörseG ein Ereignis, das die Aufteilung der Stimmrechte verändert. Die Einführung der zusätzlichen Meldepflichten stellt jedoch nichts dergleichen dar, weshalb die Mitteilung gemäß § 96 Z 22 BörseG nicht unter die §§ 91 ff BörseG subsumierbar ist und damit mE der Veröffentlichung gemäß § 93 Abs 2 BörseG ebenfalls nicht unterliegt. Eine Verpflichtung des Emittenten zur Veröffentlichung einer gemäß § 96 Z 22 BörseG erhaltenen Meldung besteht damit nicht, auch wenn eine solche aus Transparenzgesichtspunkten erfolgen sollte. Die Nichteinführung einer gesetzlichen Verpflichtung ist wohl als Redaktionsversehen einzustufen, da es keinen Sinn ergibt, erhaltene Meldungen nicht zu veröffentlichen.

[520] Vgl § 41 Abs 4a-4e WpHG.

2.6.2. Entwicklungen auf europäischer Ebene[521]

Auf europäischer Ebene hat die Europäische Kommission, wie bereits erwähnt, am 25.10.2011 einen Vorschlag zur Revision der TransparenzRL veröffentlicht.[522] Der Textvorschlag ist Teil eines Gesamtpakets an Maßnahmen, welche die Europäische Kommission im Herbst 2011 angekündigt hat. Im Bereich der Beteiligungspublizität enthält der Textvorschlag als wichtigsten Punkt die Erstreckung der Meldepflichten auf Finanzinstrumente mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung in Art 13 Abs 1 lit b TransparenzRL-E. Damit wird die in mehreren europäischen Staaten in Gang gesetzte Entwicklung, zusätzliche Finanzinstrumente, vor allem solche mit Barausgleich, derer sich häufig für Umgehungskonstruktionen bedient wurde, in die Meldepflicht mit einzubeziehen, aufgegriffen und auch auf europäischer Ebene flächendeckend eingeführt. Auch die in der überwiegenden Anzahl der EWR-Mitgliedstaaten vorgesehene Zusammenrechnung aller gehaltenen Aktien und Finanzinstrumente[523] wird mit Art 13a TransparenzRL-E europaweit eingeführt. Diese beiden Änderungen sind nicht nur auf Grund der aufgezeigten Entwicklungen in früheren Übernahmefällen[524] notwendig, sondern führen ebenso zu einer weitergehenden Harmonisierung in Europa und sind daher auch in dieser Hinsicht zu begrüßen. Ebenfalls vorgesehen ist eine empfindliche Erhöhung der Sanktionen. Einerseits wird als zusätzliche Sanktion das Ruhen der Stimmrechte im Fall von Meldeverstößen eingeführt.[525] Auf der anderen Seite werden die Mindeststrafen empfindlich erhöht und die grundsätzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung von Sanktionen vorgesehen.[526] Zusätzlich angedacht ist eine weitergehende Harmonisierung der

---

[521] Eine Auseinandersetzung mit den wesentlichen Neuregelungen in der TransparenzRL findet sich bei *Veil*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung der Transparenzregime, WM 2012, 53. *Veil* kommt hier zum Schluss, dass die geplanten Neuregelungen enttäuschend und inhaltlich verbesserungsbedürftig sind und steht auch der angedachten Vollharmonisierung kritisch gegenüber.

[522] Der Textvorschlag und weitere Informationen zum Stand des Verfahrens sind unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_de.htm (13.11.2012) verfügbar.

[523] Vgl dazu FN 457.

[524] Vgl FN 220.

[525] Vgl Art 28a Abs 2 lit c TransparenzRL-Entwurf.

[526] Art 28b TransparenzRL-Entwurf regelt die Veröffentlichung der Sanktionen. Art 28a TransparenzRL-E regelt Einzelheiten zu den Sanktionen. So soll der Mindeststrafrahmen für natürliche Personen auf wenigstens 5.000.000 Euro erhöht werden, vgl Art 28a Abs 2 lit e TransparenzRL-E. Für juristische Personen muss der Strafrahmen wenigstens eine Strafhöhe von 10% des Jahresumsatzes umfassen,

Meldepflichten.[527] Art 3 Abs 1 Unterabs 2 TransparenzRL-E regelt diesbezüglich, dass Mitgliedstaaten keine strengeren Regelungen, mit Ausnahme der Festlegung niedrigerer Meldeschwellen, erlassen dürfen. Ob sich dieses Vorhaben in den Konsultationen halten lässt ist mE mehr als fraglich, da viele Mitgliedstaaten zT umfangreiche strengere Regelungen in den nationalen Rechtsordnungen vorgesehen haben.[528] Hier ist, bedingt durch nationale Interessen der Mitgliedstaaten, wohl eher mit einer Aufweichung der angedachten Harmonisierung zu rechnen. Der Zeitpunkt des Inkrafttretens der neuen Bestimmungen sowie die Umsetzungsfrist für die Mitgliedstaaten ist gegenwärtig noch nicht konkret abzusehen, allerdings muss davon ausgegangen werden, dass das Inkrafttreten nicht vor Frühjahr 2013 und die Umsetzung in den Mitgliedstaaten nicht vor 2015 erfolgen wird.

2.7. Sanktionen im Fall von Verstößen

Im Fall von Verstößen gegen die Beteiligungspublizität ist gemäß § 48 Abs 1 Z 5 BörseG mit Verwaltungsstrafen von bis zu 60.000 Euro zu rechnen.[529] Im Bereich der Beteiligungspublizität wären jedenfalls grundsätzlich auch ein Börseausschluss gemäß § 14 Abs 1 Z 4 iVm § 19 Abs 1 Z 1 BörseG, ein Widerruf der Zulassung gemäß

---

vgl Art 28a Abs 2 lit d TransparenzRL-E. Außerdem muss der Mindeststrafrahmen die zweifache Höhe der erzielten Gewinne oder verhinderten Verluste, sofern sich diese beziffern lassen, umfassen, vgl Art 28a Abs 2 lit f TransparenzRL-E. Gegenwärtig beträgt der in Österreich geltende Strafrahmen für Verstöße gegen die Beteiligungspublizität 60.000 Euro und wird ab 01.01.2013 auf 150.000 Euro erhöht, vgl FN 517.

[527] S hierzu auch *Fleischer/Schmolke*, Die Reform der Transparenzrichtlinie: Mindest- oder Vollharmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität?, NZG 2010, 1241. Die Autoren setzen sich in der Ausarbeitung eingehend mit dem Für und Wider einer Vollharmonisierung im Rahmen der Reform der TransparenzRL auseinander und kommen zu dem Ergebnis, dass auf Grund der Rechtszersplitterung vor allem im Bereich der Beteiligungspublizität in den Mitgliedstaaten zumindest eine „gezielte Vollharmonisierung", vor allem hinsichtlich der meldepflichtigen Finanzinstrumente, Meldeschwellen, Meldefristen und des Meldeformats, zu empfehlen ist.

[528] Auf Österreich übertragen bestehen zB kürzere Meldefristen und auch hinsichtlich der in § 91 Abs 1 BörseG enthaltenen Meldeschwellen wären Änderungen erforderlich, da die dort vorgesehenen Meldeschwellen von 35%, 40%, 45% und 90% nicht in der TransparenzRL enthalten sind. Auch die in § 92 BörseG enthaltenen Zurechnungstatbestände sind nicht mit denjenigen in Art 10 TransparenzRL deckungsgleich und müssten daher zT angepasst werden.

[529] Ab 01.01.2013 wird die Höchststrafe gemäß § 48 Abs 1 Z 9 BörseG idF BGBl I 2012/83 auf 150.000 Euro erhöht. In der Zukunft ist auf Grund der Reform der TransparenzRL mit noch höheren Strafen zu rechnen, vgl FN 526.

§ 64 Abs 5 BörseG, der auf Grund des Wortlauts der Norm[530], ebenso wie bei Verstößen gegen die Regelpublizität und im Gegensatz zu Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität, unproblematisch möglich wäre, denkbar. Allerdings wird diesen beiden Sanktionen in der Praxis keine wirkliche Relevanz zukommen, allenfalls in Fällen, in denen gezielt geplante Übernahmen verschleiert werden sollen, wären diese mE denkbar. Strafrechtliche Sanktionen gemäß § 255 AktG[531] wären mE ebenfalls fast nur theoretisch möglich, da diese im Bereich der Beteiligungspublizität in der Praxis kaum vorkommen dürften.[532] Zivilrechtliche Ansprüche gegen den Emittenten sind auf Grund der Schutzgesetzeigenschaft der böreserechtlichen Bestimmungen gemäß § 1311 ABGB[533] möglich.[534] Genauere Einzelheiten zu diesen möglichen Rechtsfolgen und Sanktionen sind ausführlich im Kapitel über die Ad-hoc-Publizität dargestellt, da auf Grund der hervorgehobenen Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für den Kapitalmarkt zivilrechtliche Rechtsfolgen und Haftungsansprüche dort am wahrscheinlichsten eintreten werden.[535]

---

[530] Die Bestimmungen über die Regelpublizität sind im Verweisweg mit einbezogen.

[531] Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG^2 § 255 Rz 26.

[532] Das würde erfordern, dass vorsätzlich eine fehlerhafte Beteiligungsmeldung erstattet wird, was in der Praxis sehr unwahrscheinlich ist. Denkbar wäre eher, dass keine Meldung erstattet wird, dieser Fall würde dann aber, wie im Falle unterlassener Ad-hoc-Meldungen, den Tatbestand des § 255 Abs 1 Z 1 AktG nicht erfüllen, vgl hierzu die Ausführungen in Kapitel II.G.2.7 sowie FN 780, 781.

[533] Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch für die gesamten deutschen Erbländer der Oesterreichischen Monarchie JGS 1811/946, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/68.

[534] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 82, 88.

[535] Vgl Kapitel II.G.2.7. S zu möglichen Sanktionen und zivilrechtlichen Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Beteiligungspublizität auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 80ff.

G. Ad-hoc-Publizität, § 48d Abs 1, 2, § 48a Abs 1 Z 1 BörseG

1. Begriff der Ad-hoc-Publizität

1.1. Begriff und gesetzliche Grundlagen

Die Ad-hoc-Publizität ist in § 48d Abs 1, 2 und § 48a Abs 1 Z 1 BörseG geregelt.[536] Nähere Details zur Ausgestaltung von Ad-hoc-Meldungen finden sich in den §§ 1-7, 11, 11a VMV. § 48d Abs 11 BörseG sieht eine Verordnungsermächtigung der FMA vor. Von dieser Verordnungsermächtigung hat die FMA durch den Erlass der VMV, in der technische Details hinsichtlich Ad-hoc-Meldungen, Directors' Dealings-Meldungen sowie der Verbreitung von vorgeschriebenen Informationen geregelt sind, Gebrauch gemacht. Die Ad-hoc-Publizität soll den Markt unverzüglich mit Informationen über jede Art neu eingetretener Umstände und Tatsachen versorgen.[537] Sie stellt im Gegensatz zur Regelpublizität eine anlassbezogene Publizitätspflicht dar.[538] Für die Ad-hoc-Publizität gibt es daher, anders als für die Regelpublizität oder die Beteiligungspublizität, weder Fristen noch feste Termine. Sofern eine Insider-Information gemäß § 48a Abs 1 Z 1 BörseG vorliegt, muss diese nach § 48d Abs 1 BörseG unverzüglich veröffentlicht werden, ohne dass ein Zuwarten auf einen für den Emittenten passenden Zeitpunkt zulässig ist. Die einzige Ausnahme bildet der in § 48d Abs 2 BörseG geregelte Aufschub der Veröffentlichung, der jedoch vom Vorliegen enger Voraussetzungen abhängig ist. Die Ad-hoc-Publizität ist etwas unübersichtlich teilweise in § 48d Abs 1, 2, 3 Satz 1 und 2 BörseG sowie § 82 Abs 7, 8 BörseG geregelt. § 48d BörseG

---

[536] In § 48d Abs 1, 2 BörseG ist Art 6 Abs 1, 2 MarktmissbrauchsRL in nationales Recht umgesetzt worden. Auch Art 1, 2, 3 DurchführungsRL 2003/124/EG zur MarktmissbrauchsRL haben in diese börsegesetzlichen Bestimmungen Eingang gefunden. Anders als bei der TransparenzRL, die Mindestharmonisierungscharakter hat, strebt die MarktmissbrauchsRL eine Vollharmonisierung an, vgl hierzu *Uhl*, Anlegerschutz durch Transparenz – Auswirkungen der Marktmissbrauchsrichtlinie auf das deutsche Insiderrecht und die daraus resultierenden Folgeprobleme für M&A-Transaktionen (2008), 9. *Uhl* argumentiert, dass insbesondere die Tatsache, dass nur in besonderen Ausnahmefällen wie zB Art 6 Abs 2 Satz 2, Art 11 Abs 2 Satz 2 sowie Art 19 MarktmissbrauchsRL, und selbst dort nur in engem Umfang, abweichende Regelungen erlassen werden dürfen, dafür spricht, dass eine Vollharmonisierung erreicht werden soll.

[537] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 10.

[538] Vgl *Gruber*, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239 (241).

ist generell eine Sammelnorm mit sehr unterschiedlichem Inhalt.[539] Eine Aufteilung der in § 48d BörseG geregelten Themenbereiche in verschiedene inhaltlich homogene Vorschriften wäre daher vorzuziehen.[540]

1.2. Regelungszweck

Hauptregelungszwecke der Ad-hoc-Publizität sind die Wahrung des Funktionsschutzes der Kapitalmärkte und die Sicherstellung des Anlegerschutzes.[541] Durch die Förderung einer effizienten Preisbildung unter möglichst rascher Einbeziehung der dafür notwendigen Informationen wird die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts geschützt.[542] Durch die im Wege der Ad-hoc-Publizität erfolgten Veröffentlichungen werden die Anleger in die Lage versetzt, möglichst rasch auf geänderte Umstände zu reagieren und die entsprechenden Dispositionen in Bezug auf Wertpapiere zu treffen, welche die Preisänderung bereits verarbeitet haben.[543] Ziel ist dabei vorrangig die Schaffung informationeller Chancengleichheit der Marktteilnehmer, weniger die Herbeiführung eines gleichen

---

[539] Die Ad-hoc-Publizitätspflicht (Abs 1, 2, 3 Satz 1, 2), die Führung von Insiderverzeichnissen (Abs 3), die Meldeverpflichtung für Geschäfte von Führungspersonen (Abs 4) sowie Verpflichtungen hinsichtlich Finanzanalysen, der Meldung verdächtiger Transaktionen sowie zwei Verordnungsermächtigungen sind in § 48d BörseG geregelt.

[540] IdS *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 3, die § 48d BörseG als „legistisch misslungen" bezeichnen, da der Gesetzgeber Art 6 MarktmissbrauchsRL wortgleich umgesetzt hat. *Lechner/Temmel* verweisen in der dortigen FN 1 auf die deutschen Vorschriften, in denen ua die Ad-hoc-Publizität in § 15 WpHG und die Meldepflichten über Geschäfte von Führungspersonen in § 15a WpHG geregelt sind. Das wäre mE auch für Österreich eine vorzugswürdige Lösung, die der Übersichtlichkeit des Börsegesetzes zuträglich wäre.

[541] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 2; vgl *Altendorfer/Kalss/Oppitz*, Börsenrechtliche Publizität in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts (1998), 109 (139); vgl *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG § 15 Rz 31-36. *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 27, sieht den alleinigen Zweck der Ad-hoc-Publizität in der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, wobei damit auch der Schutz des „Anlegerpublikums als Gesamtheit der potentiellen Anleger" verbunden ist. *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 6, stellen hierzu treffend fest, dass es für die Praxis nicht von Relevanz ist, ob der Anlegerschutz als Teil des Funktionsschutzes oder als eigenständiger Schutzzweck angesehen wird. Der Schutzzweck der Vorschriften ist jedenfalls in erster Linie auf die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts in seiner Gesamtheit und damit das Allgemeininteresse, nicht jedoch auf die Individualinteressen der einzelnen Anleger gerichtet, vgl hierzu *Frowein* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Handbuch Kapitalmarktinformation § 10 Rz 3; *Versteegen* in *Hirte/Möllers*, WpHG § 15 Rz 7.

[542] Vgl *Altendorfer/Kalss/Oppitz* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts, 109 (139).

[543] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 2.

Informationsstands der Marktteilnehmer.[544] Durch die Ad-hoc-Publizität ist Transparenz auf den Kapitalmärkten gewährleistet, jeder Marktteilnehmer hat die Chance, die verbreiteten Informationen zur Kenntnis zu nehmen und sich dadurch die vorhandene Transparenz zu Nutze zu machen. Die Ad-hoc-Publizität kann daher zu Recht als „eine der zentralsten Pflichten für Emittenten" angesehen werden.[545]

Ein weiterer wesentlicher Aspekt der Ad-hoc-Publizität liegt im „Flankenschutz zum Insiderhandelsverbot"[546], wobei die Zeitspanne zur Ausnutzung einer Insider-Information möglichst kurz und der Kreis der potentiellen Insider möglichst klein gehalten werden sollen, indem kursrelevante Informationen möglichst schnell veröffentlicht werden.[547] Durch die größtmögliche Verkürzung dieser Zeitspanne wird Insiderhandel erheblich erschwert,[548] da dieser nach Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung nicht mehr möglich ist, weil ab diesem Zeitpunkt keine öffentlich nicht bekannte Information iSd § 48a Abs 1 Z 1 BörseG und damit keine Insider-Information mehr gegeben ist.

2. Inhalt der Ad-hoc-Publizitätspflicht

2.1. Allgemeines

Emittenten von Finanzinstrumenten haben Insider-Informationen, die sie unmittelbar betreffen, gemäß § 48d Abs 1 Satz 1 BörseG unverzüglich der Öffentlichkeit bekanntzugeben. Aus § 48d Abs 1 Satz 2 BörseG ergibt sich, dass es auf die formelle Feststellung eines Ereignisses nicht ankommt. Aus der Systematik des § 81a Abs 1 Z 4 BörseG ergibt sich, dass

---

[544] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 2 FN 3. AA BaFin, Emittentenleitfaden 47, die davon ausgeht, dass Zweck der Ad-hoc-Publizität das Erreichen eines gleichen Informationsstands der Marktteilnehmer durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Markts ist. Im Grundsatz ist *Assmann* zuzustimmen, dass es in erster Linie darum geht informationelle Chancengleichheit zu schaffen, die im Idealfall dann dazu führt, dass alle Marktteilnehmer den gleichen Informationsstand erreichen. Mehr kann die Ad-hoc-Publizität auch nicht erreichen, da es auf den einzelnen Marktteilnehmer ankommt, ob dieser die vorhandenen Informationen auch wirklich nutzt.

[545] *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 6.

[546] *Altendorfer/Kalss/Oppitz* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts, 109 (139); *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 2; s auch *Hausmaninger*, Insider Trading – Eine systemvergleichende Untersuchung amerikanischer, europäischer und österreichischer Regelungen (1997), 389, der die Ad-hoc-Pflicht unter dem Kapitel „Flankierende Maßnahmen (Pflichten)" behandelt.

[547] Vgl *Hausmaninger*, Insider Trading, 389f; *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (240).

[548] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 2; vgl *Hausmaninger*, Insider Trading, 389f.

die Finanzinstrumente an einem geregelten Markt notieren müssen, da definitionsgemäß nur in diesem Fall die Emittenteneigenschaft gegeben ist. Sofern die Finanzinstrumente lediglich an einem MTF[549] zum Handel einbezogen sind, bestehen keine Veröffentlichungspflichten nach § 48d Abs 1 BörseG.[550] Eine Legaldefinition der Finanzinstrumente findet sich in § 48a Abs 1 Z 3 BörseG. An dieser Stelle fällt auf, dass der Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizitätsbestimmungen im Vergleich zur alten Rechtslage erweitert worden ist.[551] Während das Gesetz nicht zwischen einzelnen Kapitalanlagen differenziert, können sich, abhängig von der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung des jeweils betroffenen Finanzinstruments, für den Emittenten unterschiedliche Pflichten ergeben.[552] Je nachdem, welche Art von Finanzinstrument betroffen ist, wird die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung früher oder später gegeben sein. Generell kann man sagen, dass das Bestehen einer Ad-hoc-Publizitätspflicht maßgeblich von den Umständen des konkreten Einzelfalls abhängt. Bereits kleine Nuancen können zu einer abweichenden Bewertung im Hinblick auf die einzelnen Tatbestandsmerkmale einer Insider-Information führen. Die Veröffentlichungspflicht beginnt gemäß § 48e Abs 2 BörseG nicht erst mit der Zulassung der Finanzinstrumente zum Handel an einem geregelten Markt, sondern bereits mit der Stellung des Antrags auf Zulassung. Das ergibt sich aus § 48e Abs 2 BörseG. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht endet erst mit dem Widerruf der Zulassung der Finanzinstrumente

---

[549] Multilateral Trading Facility (Multilaterales Handelssystem). An der Wiener Börse fällt der dritte Markt in diese Kategorie.

[550] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 14.

[551] § 82 Abs 6 BörseG idF BGBl I 2001/97 nannte diesbezüglich nur Wertpapiere und Schuldverschreibungen. Der Katalog in der Finanzinstrumentedefinition des § 48a Abs 1 Z 3 BörseG, der auf Art 1 Abs 1 Z 3 MarktmissbrauchsRL beruht, umfasst neben Wertpapieren iSv § 1 Z 4 WAG 2007 auch Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (Z 3 lit b), Geldmarktinstrumente (Z 3 lit c), Finanzterminkontrakte einschließlich gleichwertiger bar abgerechneten Instrumente (Z 3 lit d), Zinsausgleichsvereinbarungen (Z 3 lit e), Zins- und Devisenswaps sowie Swaps auf Aktien oder Aktienindexbasis (Z 3 lit f), Kauf- und Verkaufsoptionen auf die in lit a bis f genannten Instrumente einschließlich gleichwertiger bar abgerechneter Instrumente, insbesondere Devisen- und Zinsoptionen (Z 3 lit g), Warenderivate (Z 3 lit h) sowie alle sonstigen Instrumente, die an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung gestellt worden ist.

[552] Vgl *Kalss/Linder*, Kapitalmarktrechtliche Fragen zu Mezzaninkapital, insbesondere zu Schuldverschreibungen und Genussrechten, in *Bischof/Eberhartinger*, Hybride Finanzierungsinstrumente – Alternativen zur traditionellen Kreditfinanzierung (2005), 55 (84).

vom geregelten Markt, da Anknüpfungspunkt gemäß § 48e Abs 2 BörseG die Zulassung bzw der Antrag auf Zulassung ist.

Eine Veröffentlichungspflicht kann sich neben § 48d Abs 1 BörseG auch aus § 48d Abs 3 Satz 1 BörseG ergeben. Demnach haben die Emittenten oder die in ihrem Auftrag handelnden Personen, die Insider-Informationen im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben an einen Dritten weitergeben, diese Informationen bei absichtlicher Weitergabe zeitgleich, bei unabsichtlicher Weitergabe unverzüglich, der Öffentlichkeit bekanntzugeben. § 48d Abs 3 Satz 2 BörseG stellt dabei klar, dass das nur für den Fall gilt, dass die Personen, an welche die Insider-Information weitergegeben wurde, keiner Verschwiegenheitsverpflichtung unterliegen. Auslösendes Moment ist dabei die Weitergabe an Personen, die keiner rechtlichen Verschwiegenheitsverpflichtung unterliegen.[553] Der Anwendungsbereich dieser Bestimmung dürfte nicht sehr umfassend sein, da kumulativ sowohl eine befugte Weitergabe als auch keine Verschwiegenheitsverpflichtung des Empfängers vorliegen muss.[554]

2.2. Tatbestand des § 48d Abs 1 BörseG

2.2.1. Begriff der Insider-Information gemäß § 48a Abs 1 Z 1 BörseG

Dreh- und Angelpunkt der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist die Insider-Information, die in § 48a Abs 1 Z 1 BörseG definiert ist. § 48d Abs 1 BörseG bestimmt, dass eine Insider-Information, die den Emittenten unmittelbar betrifft, unverzüglich veröffentlicht werden muss. Der Schwerpunkt der Prüfung liegt daher üblicherweise im Bereich der Insider-Information. In der Praxis ist es oftmals mit Schwierigkeiten und Unsicherheiten verbunden festzustellen, ob bereits eine Insider-Information vorliegt. Nach der

---

[553] Vgl *Rodewald/Tüxen*, Neuregelung des Insiderrechts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) – Neue Organisationsanforderungen an Emittenten und ihre Berater, BB 2004, 2249 (2250). Die Autoren nennen hier als Beispiel die Weitergabe von Insider-Informationen durch den Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer oder Steuerberater des Dritten an Investmentbanken oder Corporate Finance Berater, sofern diese nicht der Verschwiegenheit unterliegen.

[554] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 103. S auch die deutsche Rechtslage betreffend *Simon*, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13 (19), wonach überhaupt kein konkreter Anwendungsbereich für diese Regelung gegeben ist, da eine Weitergabe an einen Empfänger, der nicht der Vertraulichkeit unterliegt, unbefugt iSv § 14 Abs 1 Z 2 WpHG sein wird und damit nicht unter § 15 Abs 1 Satz 4 WpHG fällt.

Legaldefinition des § 48a Abs 1 Z 1 BörseG[555] ist eine Insider-Information eine öffentlich nicht bekannte, genaue Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, weil sie ein verständiger Anleger[556] wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.

2.2.1.1 Öffentlich nicht bekannt

§ 48a Abs 1 Z 1 BörseG bestimmt, dass es sich um eine öffentlich nicht bekannte Information handeln muss. Aus der Gesetzessystematik ergibt sich, dass eine Insider-Information jedenfalls dann öffentlich bekannt ist, wenn sie gemäß § 82 Abs 8 BörseG iVm § 11 VMV europaweit veröffentlicht worden ist. Ziel der Ad-hoc-Publizität ist letztlich, dass eine Information im Markt bekannt wird. Sofern diese Veröffentlichungspflicht erfüllt ist, liegt keine öffentlich nicht bekannte Information mehr vor. Das wird von der FMA ausdrücklich bestätigt.[557] Problematischer sind Fälle, in denen die Information teilweise bekannt geworden ist, beispielsweise über die Medien. An dieser Stelle ist eine genauere Beleuchtung des Begriffs der „öffentlichen Bekanntheit" angezeigt. „Öffentlich nicht bekannt" bedeutet jedenfalls nicht, dass es sich um ein Betriebsgeheimnis oder eine vertrauliche Information handeln muss.[558] Klar ist jedoch auch, dass eine Insider-Information, die entsprechend den gesetzlichen Vorgaben gemäß § 82 Abs 8 BörseG iVm § 11 VMV veröffentlicht worden ist, öffentlich bekannt gemacht worden ist.[559] Problematisch sind Fälle, die zwischen diesen

---

[555] In § 48a Abs 1 Z 1 BörseG wurde Art 1 Z 1 MarktmissbrauchsRL umgesetzt.

[556] Vgl CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures to the Proposed Market Abuse Directive Ref.: CESR/02-089d, Rz 27 FN 1. Stand Dezember 2002, abrufbar unter: http://www.esma.europa.eu/system/files/02_089d.pdf (13.11.2012). CESR bezeichnet einen verständigen Anleger als Person, die rational denkt und sich rational verhält („A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way."). Verständiger Anleger kann daher sowohl ein institutioneller, als auch ein Privatanleger sein.

[557] Vgl Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde vom 06.03.2006 in der Fassung vom 05.04.2007 betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.1.

[558] Vgl *Pawlik* in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 13 Rz 26 mwN.

[559] Vgl zu dieser Frage auch Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.1. Der dort enthaltene Hinweis auf § 82 Abs 1 Z 2 BörseG ist allerdings

beiden Konstellationen angesiedelt sind. Es stellt sich hier die Frage, wie umfassend der Kreis informierter Personen sein muss, damit eine Insider-Information öffentlich bekannt wird. Schwierig zu beurteilen können hier gerade Konstellationen sein, in denen die Insider-Information in regionalen oder lokalen Medien bekannt gegeben worden ist. Auch Fälle der Gerichtsöffentlichkeit können schwierig zu beurteilen sein, da sich hier die Frage stellt, inwieweit der Inhalt einer Entscheidung öffentlich bekannt ist.

Teilweise wird unter Hinweis auf den Wortlaut des § 48d Abs 1 Satz 4 BörseG, wonach die Veröffentlichung der Insider-Information an das Publikum so zeitgleich wie möglich für alle Anlegerkategorien in den Mitgliedstaaten, in denen die Emittenten die Zulassung ihrer Finanzinstrumente an einem geregelten Markt beantragt oder erhalten haben, zu erfolgen hat, vertreten, dass nicht nur die Bereichsöffentlichkeit, sondern auch das breite Anlegerpublikum unterrichtet werden muss.[560] Die Bereichsöffentlichkeit ist hergestellt, sofern „die Zugänglichmachung der Information für die am Börsehandel interessierten Kreise“ erfolgt ist.[561] Ein weiterer interessanter, praktisch jedoch nicht sinnvoller Ansatz hat die

---

unzutreffend, gemeint war hier wohl § 82 Abs 8 Z 2 BörseG idF BGBl I 2006/75, der die elektronische Veröffentlichung vor deren Normierung in § 82 Abs 8 BörseG iVm § 11 VMV regelte.

[560] Vgl *Hausmaninger*, Insider Trading, 196f, 378f, 392; *Hausmaninger* argumentiert dort mit dem Telos der InsiderRL, wonach die „breite Öffentlichkeit“ erreicht werden soll, ohne jedoch zu verschweigen, dass die überwiegende Ansicht auf die Bereichsöffentlichkeit abstellt. S auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 20; die Autoren vertreten aaO § 20 Rz 14 jedoch auch die gegenteilige Ansicht, indem sie unter Berufung auf die Gesetzesmaterialien die Herstellung der „Bereichsöffentlichkeit“ für ausreichend erachten. S auch *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (247), der vertritt, dass über Informationsverbreitungssysteme das Anlegerpublikum nicht ausreichend erreicht wird und wenigstens eine weitere Veröffentlichungsform gewählt werden muss. Das ist mE nicht mit dem Gesetzeswortlaut in Einklang zu bringen, da hiernach eindeutig die Veröffentlichung über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem ausreichend ist. Die FMA verlangt, dass die Insider-Information einem breiten Anlegerpublikum und damit einem unbestimmten Kreis von Personen zugänglich gemacht wurde, vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.1.

[561] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 20 Rz 14. Die Autoren erwähnen hier, entsprechend der Begründung der in FN 563 angeführten Entscheidung des UVS, Finanzintermediäre, die über entsprechende Informationskanäle (Nachrichtenagenturen) verfügen. Allein deren Reaktionsfähigkeit reiche demnach aus, um die Insider-Information öffentlich bekannt zu machen. Damit vertreten die Autoren, wie bereits erwähnt, im selben Werk beide Ansichten.

Prospektausnahme des § 3 Abs 1 Z 14 KMG als Anknüpfungspunkt.[562] Die hA stellt für die Beurteilung, ob eine Insider-Information öffentlich bekannt gemacht worden ist, darauf ab, ob die Bereichsöffentlichkeit informiert worden ist.[563] Im Ergebnis wird in der Praxis kein Unterschied bestehen, ob man auf die Bereichsöffentlichkeit oder aber das breite Anlegerpublikum abstellt. Letztlich wird das breite Anlegerpublikum durch die Finanzintermediäre, welche die Insider-Information über die Nachrichtenagenturen erhalten, ebenfalls erreicht werden.[564] Im Endeffekt wird also die Übermittlung an die

---

[562] Vgl *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 16. *Brandl* bringt § 3 Abs 1 Z 14 KMG, der die Prospektausnahme für Angebote an weniger als 150 natürliche Personen pro EWR-Staat regelt, ins Spiel, lehnt diesen jedoch unter Hinweis darauf, dass dieser für das Insiderrecht nicht sinnvoll und vom Gesetzgeber nicht intendiert ist, ab. Dem ist mE zuzustimmen, da allein schon die Feststellung, welche Personen die Information haben, praktisch nicht möglich ist. Durch Weitergabe und Verbreitung der Insider-Information kann die Zahl von 150 informierten Personen zudem schnell erreicht sein, ohne dass dies zuverlässig feststellbar ist.

[563] Vgl *Brandl* aaO mwN; vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6], § 13 Rz 34ff mwN; vgl *Gall*, Neue Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ecolex 2003, 560; vgl *Schuhmacher*, Zur Auslegung des neu gefassten Tatbestands des Missbrauchs einer Insider-Information, ÖBA 2005, 533 (539); vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 20 Rz 14; vgl *Rothenhöfer* in *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht[4] (2011) Rz 3.489. Ebenso UVS Wien 26.08.2003, 06/42/5011/2003. Der UVS sah in der Entscheidung die Bereichsöffentlichkeit als hergestellt an, wenn „die Information mindestens zwei Nachrichtenagenturen (APA, Reuters, Bloomberg, etc) zugegangen ist, da professionelle Wertpapierhändler (z.B. Banken) und institutionelle Anleger (z.B. Versicherungen und Pensionskassen) in der Regel über Anschlüsse an Nachrichtenagenturen verfügen und von der Information Kenntnis erlangen können." Die Entscheidung des UVS ist durch die Änderung von § 82 Abs 8 BörseG sowie die Festlegung in § 11 Abs 2 VMV, wonach wenigstens eine Verbreitung über Reuters, Bloomberg oder Dow Jones Newswire erfolgen muss, inzwischen insoweit überholt, als es nicht mehr erforderlich ist, mindestens zwei Nachrichtenagenturen zu verwenden und eine Verbreitung über die APA nicht als europaweit iSv § 82 Abs 8 BörseG anzusehen ist. S auch FN 565.

[564] Vgl hierzu auch *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6], § 13 Rz 38, der erst ab dem Zeitpunkt der Verbreitung durch die Nachrichtenagenturen davon ausgeht, dass die Informationen veröffentlicht sind, weil erst dann davon ausgegangen werden kann, dass die Informationen einer unbestimmten Anzahl von Personen zugänglich sind. Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 32. Die Argumentation bei *Assmann* und im Emittentenleitfaden der BaFin zeigt aber auch, dass nicht genau differenziert wird. Während die BaFin vom breiten Anlegerpublikum spricht, allerdings auch den Begriff der Bereichsöffentlichkeit verwendet, also im Ergebnis nicht trennscharf zwischen den beiden Ansichten unterscheidet, spricht *Assmann* von der Bereichsöffentlichkeit, verlangt aber eine tatsächliche Veröffentlichung zur Herstellung der öffentlichen Bekanntheit. Die Argumentation von Assmann spricht eher dafür, dass er die Informierung des breiten Anlegerpublikums für notwendig erachtet. Das zeigt mE, dass es wirklich nur um Nuancen geht und es sich um eine theoretische Diskussion handelt.

Nachrichtenagenturen dazu führen, dass die Information kurz nach der Übermittlung an diese sowohl der Bereichsöffentlichkeit, als auch dem breiten Anlegerpublikum bekannt wird, da es potentiell für die Marktteilnehmer möglich wird, von der Information Kenntnis zu nehmen.[565] Umfassende Breitenwirkung iSe Veröffentlichung über die Medien (Zeitungen, Rundfunk, Fernsehen) ist nicht erforderlich.[566] Auch eine tatsächliche Kenntnisnahme des Anlegerpublikums von der Insider-Information ist nicht erforderlich, die abstrakte Kenntnisnahmemöglichkeit ist ausreichend.[567] Die Übermittlung an die in § 11 Abs 2 VMV genannten Nachrichtenanbieter führt somit dazu, dass die Insider-Information öffentlich bekannt wird. Während die Grundfrage, wann öffentliche Bekanntheit vorliegt, damit geklärt scheint, bleiben Konstellationen übrig, in denen die Insider-Information bereits eine relativ große Verbreitung erfahren hat, nicht jedoch über die oa Nachrichtenagenturen. Hier stellt sich die Frage, wie diese Konstellationen in der Praxis zu behandeln sind.[568]

2.2.1.2 Genaue Information

Das Tatbestandsmerkmal „genaue Information" ist in der Praxis oftmals am schwierigsten festzustellen. Was eine genaue Information ist, wird in § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG legaldefiniert. Demnach gilt eine Information dann als genau, wenn sie eine Reihe[569] von

---

[565] Vgl *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 17, die davon ausgeht, dass dies im Falle einer Übermittlung an ORF oder APA erfolgt ist. Dem ist mE entgegenzuhalten, dass das Gesetz eine europaweite Veröffentlichung vorsieht, die durch den ORF oder die APA nicht gewährleistet ist. Richtigerweise ist daher auf die in § 11 Abs 2 VMV genannten Nachrichtendienste (Reuters, Bloomberg, Dow Jones Newswire) abzustellen.

[566] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 20 Rz 14, unter Hinweis auf die Gesetzesmaterialien. Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 32.

[567] Vgl *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 82.

[568] Vgl dazu Kapitel II.G.2.5.1.

[569] Vgl hierzu Rundschreiben der Finanzmarktaufsichtsbehörde vom 06.03.2006 in der Fassung vom 05.04.2007 betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.5., wonach der Wortlaut von Art 1 Z 1 MarktmissbrauchsRL, auf dem § 48a Abs 1 Z 1 BörseG beruht, von „einer nicht öffentlich bekannten präzisen Information" spricht. Von dieser europarechtlichen Vorgabe ausgehend, kann auch eine einzelne Tatsache oder ein einzelnes Ereignis eine genaue Information sein, es muss sich nicht um eine Reihe von Tatsachen oder Ereignissen handeln. Allerdings ist zu beachten, dass Art 1 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG zur MarktmissbrauchsRL, der in § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG Eingang gefunden hat, auch die Formulierung „eine Reihe von Umständen" enthält, so dass diese Argumentation der FMA mit den europarechtlichen Regelungen nicht zu überzeugen vermag, auch wenn sie im Ergebnis wohl richtig ist. Zum selben Ergebnis kommen auch *Zahradnik/Kapeller* in *Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria*, Handbuch Kapitalmarktrecht III: Informationsverhalten am Kapitalmarkt (2006), 143; *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG

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 ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Tatsachen oder Ereignisse auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt. Problematisch in der Praxis und für den Emittenten oft schwierig zu beurteilen ist der Zeitpunkt, in dem der Eintritt einer Tatsache oder eines Ereignisses hinreichend wahrscheinlich ist, insbesondere bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen.[570] Hier stellt sich die Frage, wie die hinreichende Wahrscheinlichkeit überhaupt bestimmt werden kann. Klar ist, dass es auf formale Kriterien wie Beschlüsse von Organen nicht ankommen kann. Das hätte andernfalls zur Folge, dass diese durch eine Verzögerung der Unterschrift das Entstehen einer Insider-Information eigenmächtig verzögern könnten, beispielsweise um vorher noch Finanzinstrumente zu handeln ohne unter das Insiderhandelsverbot zu fallen. Eine derartige Situation wäre absurd. Auch stellt § 48d Abs 1 Satz 2 BörseG klar, dass es auf eine formelle Feststellung einer Reihe von Umständen oder eines Ereignisses nicht ankommt. Auch Gerüchte, Umstände oder Tatsachen können daher ad-hoc-pflichtig sein.[571] Eine Beurteilung anhand der Angabe von Prozentsätzen ist problematisch, da hier die Einschätzung sehr stark variieren kann, erst recht, da die Detailkenntnis des Emittenten und seiner Strukturen je nach Person unterschiedlich sein wird und damit für jede Person, die eine Einschätzung treffen muss, eine unterschiedliche Entscheidungsgrundlage gegeben sein wird. Der deutsche Bundesgerichtshof („BGH“) hat dennoch diesen Ansatz gewählt und ist in einem Beschluss davon ausgegangen, dass die hinreichende Wahrscheinlichkeit jedenfalls dann gegeben ist, wenn „eine „überwiegende“ Wahrscheinlichkeit – d.h. eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% – besteht“.[572] Die

---

§ 48a Rz 23; *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 29. Das ist mE auch richtig, in der Praxis wird zudem eine genaue Information wohl kaum aus einem einzelnen Umstand oder einem einzelnen Ereignis bestehen, sondern sich vielmehr aus verschiedenen Faktoren zusammensetzen.

[570] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.2.1. Demnach ist bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen stets eine Abwägung im Einzelfall erforderlich, da sich die Emittenten in ihrer Organisationsstruktur und Größe stark unterscheiden und auch die Komplexität einer zu treffenden Entscheidung unterschiedlich ist.

[571] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 29.

[572] BGH, Beschluss vom 25.02.2008, II ZB 9/07. In dieser Entscheidung ging es darum, ob die DaimlerChrysler AG den bevorstehenden Rückzug des damaligen Vorstandsvorsitzenden Schrempp zeitgerecht veröffentlicht hat. Der BGH hat im zweiten Leitsatz dieses Beschlusses entschieden, dass eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über

deutsche Finanzaufsicht BaFin hat auf die Nennung von Prozentsätzen verzichtet, spricht aber davon, dass konkrete Anhaltspunkte vorliegen müssen, „die den Eintritt des Umstands als voraussehbar erscheinen lassen", wobei eine an Sicherheit grenzende Wahrscheinlichkeit nicht erforderlich ist.[573] Die Formulierung suggeriert, dass eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% möglicherweise nicht ausreicht. Allerdings hat die BaFin dezidiert anlässlich der Präsentation des überarbeiteten Emittentenleitfadens das Erfordernis einer Eintrittswahrscheinlichkeit von „50% plus x" genannt, woraus sich klar ergibt, dass auch die BaFin diese Auffassung vertritt.[574] Aufschlussreich und zur genaueren Bestimmung der Voraussetzungen der hinreichenden Wahrscheinlichkeit hilfreich an dieser Stelle ist ein Blick auf anderssprachige Fassungen der DurchführungsRL 2003/124/EG. Die englischsprachige Fassung spricht von "circumstances which […] may reasonably be expected to come into existence", die spanischsprachige Version von „circunstancias que […] pueden darse razonablemente", die französischsprachige Fassung von"circonstances qui […] on peut raisonnablement penser qu'il existera" die italienischsprachige Fassung von „circostanze […] di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere" und die portugiesischsprachige Fassung von „circunstâncias […] razoavelmente previsíveis". Ins Deutsche übersetzt muss es sich also um Umstände handeln, deren Eintritt „vernünftigerweise erwartet werden kann". Einzig die deutsche RLfassung spricht von „hinreichender Wahrscheinlichkeit". Das spricht dafür, dass es sich um eine ungenaue Übersetzung der englischsprachigen Ursprungsfassung der RL handelt. Sofern man davon ausgeht, dass der Eintritt eines Ereignisses oder bestimmter Umstände „vernünftigerweise erwartet werden kann", so ist dies mE nur dann der Fall, wenn der Eintritt wahrscheinlicher ist, als der Nichteintritt, wenn also eine Eintrittswahrscheinlichkeit von mehr als 50% vorliegt. Im Ergebnis wird diese Auffassung

---

50% ausreichend ist. Im ersten Leitsatz entschied der BGH, dass auch zukunftsbezogene Umstände, wie Pläne, Vorhaben und Absichten einer Person Insider-Informationen sein können, sofern sich die Tatsachen, auf die sie sich beziehen, zwar noch nicht endgültig manifestiert haben, jedoch hinreichend präzise sind und die Verwirklichung hinreichend wahrscheinlich ist.

[573] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 32. Die FMA nennt in ihrem Rundschreiben betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen keine Prozentzahlen, was daran liegen wird, dass das Rundschreiben aus der Zeit vor dem Beschluss des BGH stammt. In der Praxis ist eine klare Tendenz zu beobachten, dass auch die FMA die Auffassung vertritt, dass eine Eintrittswahrscheinlichkeit von „50% plus x" ausreichend für die hinreichende Wahrscheinlichkeit ist.

[574] Die Präsentation des Leitfadens vom 4.6.2009 ist unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_Praesentation_Directors_Dealings_und_Ad-hoc-Publizitaet.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (13.11.2012) abrufbar.

auch von weiten Teilen der Literatur vertreten.[575] Auch in Österreich haben sich bereits Gerichte mit der Frage der hinreichenden Wahrscheinlichkeit auseinandergesetzt. Der UVS Wien hat sich in einer Entscheidung detailliert mit den vertretenen Auffassungen auseinandergesetzt.[576] Der UVS vertritt hier die Ansicht, dass keine absoluten Zahlen als Maßstab herangezogen werden können, vielmehr sei auf den Zweck der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität zu achten, nämlich den Schutz der Anlegerinteressen sowie den Funktionsschutz der Kapitalmärkte. Erforderlich sind nach dem UVS eine hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit sowie eine ausreichende Bestimmtheit der Information.[577] Entscheidend sei nach dem UVS, dass aus kaufmännischer Sicht kein vernünftiger Grund besteht, am Abschluss zu zweifeln.[578] Beispielhaft nennt der UVS die Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte, sofern erforderliche Zustimmungen „eher als Formsache zu beurteilen" sind.[579] Teilweise wird in der Literatur daraus der Schluss gezogen, dass sich aus diesem Urteil eine Mindestwahrscheinlichkeit von wenigstens 80% ergibt.[580] Unter Zugrundelegung der ursprünglichen RLfassungen kann dieser Ansicht jedoch nicht gefolgt werden, da diese, wie bereits gesehen, eine andere Sprache sprechen. Auch ist zu beachten, dass der UVS eben gerade keine festen Prozentsätze genannt hat, desweiteren die

---

[575] Vgl *Pawlik* in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 13 Rz 93; vgl *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 24. AA *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 25, der eine „hohe Wahrscheinlichkeit" verlangt, da Anleger bei einer bloß überwiegenden Wahrscheinlichkeit keine spekulativen Entscheidungen treffen werden und das Gesetz beim Kursbeeinflussungspotential auf das Urteil des verständigen Anlegers abstellt. ME kommt es bei der Feststellung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit jedoch nicht auf die Sichtweise eines verständigen Anlegers an, sondern allein darauf, ob mit dem Eintritt einer Tatsache oder eines Ereignisses zu rechnen ist. Ob diese Tatsache oder dieses Ereignis dann wirklich das erforderliche Kursbeeinflussungspotential hat, ist gesondert festzustellen. Daher ist *Assmann* hier nicht zuzustimmen und eine Eintrittswahrscheinlichkeit von mehr als 50% ausreichend.

[576] Vgl UVS Wien 22.02.2010, 06/FM/57/7999/2008.

[577] S auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 20 Rz 15. Demnach ist erforderlich, dass eine „vernünftige Prognose für den zukünftigen Eintritt einer solchen Tatsache bzw eines solchen Ereignisses spricht". Diese Formulierung deutet darauf hin, dass die Autoren mE hier eine Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% für ausreichend erachten. Im Falle einer Eintrittswahrscheinlichkeit von über 50% wird eine vernünftige Prognose zu dem Ergebnis kommen, dass das Ereignis oder die Tatsache eintreten werden.

[578] S auch *Kalss/Zahradnik*, BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, ecolex 2006, 393. Der UVS schließt sich hier der von den Autoren vertretenen Argumentation an.

[579] S auch *Kalss/Zahradnik* aaO.

[580] Vgl *Kalss/Hasenauer*, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2008, 301 (306).

Argumentation des UVS im wesentlichen auf Literaturansichten fußt, die vor der Entscheidung des BGH entstanden sind.[581] Es ist dabei fraglich, ob diese Ansichten im Lichte der Entscheidung des BGH in der vorliegenden Form weiterhin der gelebten Praxis entsprechen. FMA und BaFin folgen in der Praxis der Entscheidung des BGH und auch weite Teile der Literatur vertreten diese Ansicht.[582] Dass es sich bei der Entscheidung des BGH um höchstrichterliche Rechtsprechung handelt, wird wohl zu beachten sein,[583] zumal die Gesetzeslage in Österreich in Bezug auf die hinreichende Wahrscheinlichkeit mit derjenigen in Deutschland identisch ist.

In der Zwischenzeit hat auch der EuGH am 28.06.2012 ein Vorabentscheidungsersuchen gemäß Art 267 AEUV[584] des deutschen BGH[585] im bereits genannten DaimlerChrysler-Verfahren entschieden. In dem Vorabentscheidungsersuchen an den EuGH ging es um zwei konkrete Fragen. Zum einen wollte der BGH wissen, ob auch Zwischenschritte in einem zeitlich gestreckten Vorgang präzise Informationen iSv Art 1 Abs 1 MarktmissbrauchsRL und Art 1 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG sein können. Die zweite Vorlagefrage betraf den Begriff der hinreichenden Wahrscheinlichkeit, insbesondere die Frage, welche Voraussetzungen für diese erfüllt sein müssen. Die erste Vorlagefrage, ob Zwischenschritte in einem zeitlich gestreckten Vorgang präzise Informationen iSv Art 1 Abs 1 MarktmissbrauchsRL und Art 1 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG sein können, hat der EuGH bejaht.[586] Bezüglich der zweiten Vorlagefrage betreffend der hinreichenden Wahrscheinlichkeit hat der EuGH entschieden, dass diese gegeben ist, wenn eine umfassende Würdigung der verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass die in Frage stehenden Umstände oder Ereignisse in Zukunft eintreten

---

[581] Der UVS beruft sich ua auf *Kalss/Zahradnik*, ecolex 2006, 393 sowie *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I (2005), § 20 Rz 15.

[582] Vgl FN 575.

[583] IdS *Assmann* in der Vorauflage seines Kommentars, wonach sich die Praxis auf diese Auslegung einstellen muss, vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[5] § 13 Rz 25.

[584] Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, ABl C 2008/115, 47.

[585] Vgl BGH, Beschluss vom 22.11.2010, II ZB 7/09.

[586] Vgl EuGH C-19/11, Rz 38, 40. Zustimmend *Kocher/Widder*, EuGH: Zwischenschritte einer gestreckten Entscheidung als Insider-Informationen, BB 2012, 1817 (1821). Auch der UVS hat in einer sehr aktuellen Entscheidung zur Ad-hoc-Publizität, in der es um Zwischenschritte eines mehrstufigen Entscheidungsprozesses ging, unter Berufung auf das angesprochene Urteil des EuGH einen Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizität bestätigt, vgl UVS Wien 12.10.2012, 06/FM/29/10227/2011.

werden.[587] Unberücksichtigt bleibt das Ausmaß der Auswirkung auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente.[588] Das bedeutet, dass die Schwelle der erforderlichen Eintrittswahrscheinlichkeit unabhängig von der Natur des Finanzinstruments gleich hoch ist. Es wurde auch klargestellt, dass eine hohe Eintrittswahrscheinlichkeit nicht erforderlich ist.[589] Entgegen den Schlussanträgen des Generalanwalts Paolo Mengozzi[590], die ua vorsahen, dass im Falle hoher Kursrelevanz ausreichend ist, wenn der Eintritt eines zukünftigen Umstands oder Ereignisses weder unmöglich noch unwahrscheinlich, wenn auch offen ist,[591] hat der EuGH entschieden, dass die hinreichende Wahrscheinlichkeit auch in einem solchen Fall nicht niedriger anzusetzen ist, weil die beiden Merkmale der Kursrelevanz und der präzisen Information getrennt voneinander zu beurteilen sind.[592] Im Ergebnis wird man daher weiterhin, auch wenn der EuGH in seiner Entscheidung auf die Nennung von Prozentzahlen verzichtet hat, von einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 50% plus x ausgehen müssen.[593]

Schlussendlich wird man alle Umstände des konkreten Einzelfalls abwägen müssen, um dann eine Einschätzung zu treffen, ob die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses oder einer

---

[587] Vgl EuGH C-19/11, Rz 45.

[588] Vgl EuGH C-19/11, Rz 50.

[589] Vgl EuGH C-19/11, Rz 46.

[590] Vgl Schlussanträge des Generalanwalts Paolo Mengozzi vom 21.3.2012 in der Rs C-19/11.

[591] Vgl Schlussantrag Rs C-19/11 Rz 110, Unterpunkt 2. c.

[592] Vgl EuGH C-19/11, Rz 50-54.

[593] IdS *Kocher/Widder*, BB 2012, 1817 (1821). Ebenso *Bingel*, Die „Insiderinformation" in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen, AG 2012, 685 (699). *Bingel* geht ausführlich auf den Meinungsstand vor der EuGH-Entscheidung und die Konsequenzen, die sich aus der Entscheidung selbst ergeben, ein. Für M&A-Transaktionen kommt *Bingel* zu dem Ergebnis, dass das EuGH-Urteil kaum Auswirkungen auf die Praxis haben wird. S auch *Kalss/Hasenauer*, Update: Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, RdW 2012, 576 (581). Die Autoren stellen, unter Hinweis auf die Judikatur des UVS (hier insbesondere die Entscheidungen UVS Wien 22.2.2010, 06/FM/57/7999/2008, UVS Wien 15.11.2011, 06/FM/47/3338/2011 und UVS Wien 20.03.2012, 06/FM/46/3347/2011), dagegen wiederum darauf ab, dass Einigung über die wesentlichen Vertragsinhalte erzielt worden ist und sehen diese als im Einklang mit der Entscheidung des EuGH stehend. Das ist mE nicht unbedingt der richtige Anknüpfungspunkt, oftmals wird eine Ad-hoc-Veröffentlichung im Zeitpunkt, in dem über alle wesentlichen Vertragspunkte Einigkeit erzielt worden ist, bereits verspätet sein. Richtigerweise wird man sich daran orientieren müssen, ob der Eintritt wahrscheinlicher ist als der Nichteintritt. Dafür stellt die Einigung über wesentliche Vertragsinhalte ein wichtiges und relevantes Kriterium dar, allerdings hängt die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht alleine davon ab und kann auch ohne Einigung über die wesentlichen Vertragsinhalte bereits über 50% liegen.

Tatsache bei mehr als 50% liegt. Sofern die Einschätzung zu diesem Ergebnis kommt, ist der Eintritt eines Ereignisses oder einer Tatsache hinreichend wahrscheinlich. Sofern sich nach einer Veröffentlichung herausstellt, dass ein Ereignis, dessen Eintritt ursprünglich hinreichend wahrscheinlich war, nicht eintreten wird, so kann uU eine weitere Ad-hoc-Veröffentlichung erforderlich sein. Auch das wird im Einzelfall zu prüfen sein.

Zur Frage, ob eine Information bestimmt genug ist, finden sich bei CESR nähere Details.[594] CESR legt sich diesbezüglich nicht wirklich fest und erachtet eine Einzelfallbetrachtung des Gesamtkontextes, in dem sich die Information befindet, als erforderlich.[595] Ausdrücklich erwähnt werden an dieser Stelle mehrstufige Entscheidungsprozesse, die auf jeder einzelnen Stufe, aber auch in ihrer Gesamtheit eine genaue Information darstellen können.[596] Sofern der verständige Anleger verlässliche Rückschlüsse auf die Kursentwicklung des Finanzinstruments ziehen kann und damit Investitionsentscheidungen mit einem geringen finanziellen Risiko tätigen kann bzw wenn es sich um eine Information handelt, die von Marktteilnehmern sofort als Grundlage von Investitionsentscheidungen verwertet werden würde, handelt es sich um eine genaue Information.[597] Im Ergebnis kann man auch hier nur auf Basis einer Einzelfallentscheidung feststellen, ob eine Information bereits bestimmt genug iSv § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG ist. Zusammenfassend ist eine Information dann als genau einzustufen, wenn der Eintritt der in Frage stehenden Ereignisse hinreichend wahrscheinlich ist und die Information außerdem bestimmt genug ist, um Rückschlüsse auf mögliche Kursentwicklungen von Finanzinstrumenten oder derivativen Finanzinstrumenten zu ziehen.[598]

Die Vielzahl von Einzelfallkonstellationen und deren rechtliche Einordnung und Beurteilung wird in einem eigenen Kapital behandelt.[599]

---

[594] S CESR Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Ref.: CESR/06-562b, I 1.4-1.8. Stand: Juli 2007, abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/system/files/06_562b.pdf (13.11.2012).

[595] Vgl CESR/06-562b, I 1.5.

[596] Vgl CESR/06-562b, I 1.6.

[597] Vgl CESR/06-562b, I 1.8.

[598] Vgl *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 26.

[599] Vgl dazu Kapitel II.G.2.5.2.

2.2.1.3 Direkter oder indirekter Emittenten- oder Finanzinstrumentebezug

§ 48a Abs 1 Z 1 BörseG erfordert zudem, dass die Information direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft. Einen solchen Emittentenbezug weisen Informationen auf, „die interne Vorgänge der Unternehmen oder die Beziehungen der Unternehmen zu ihrer Umwelt betreffen, ohne sich auf Umstände zu beziehen, die nur eine bestimmte Klasse oder Art von Insiderpapieren berühren, welche von den fraglichen Unternehmen emittiert wurden".[600] Das Tatbestandsmerkmal ist sehr weit gefasst, da sowohl ein direkter, als auch ein indirekter Bezug zu Emittenten oder Finanzinstrumenten ausreicht, damit sämtliche Informationen mit Auswirkung auf den Kapitalmarkt erfasst werden.[601] Eine direkte Betroffenheit liegt vor, „wenn eine vertrauliche Information aus dem Geschäftsbereich des Emittenten stammt".[602] Indirekte Betroffenheit ist gegeben, sofern es sich um Ereignisse oder Vorgänge handelt, deren Ursprung außerhalb des Unternehmens liegt, die aber dennoch eine Rückwirkung auf die Geschäftstätigkeit des Emittenten entfalten.[603] Ein umfangreicher Beispielkatalog mit

---

[600] *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 48. S auch BaFin, Emittentenleitfaden 32f, wonach preisbeeinflussende Umstände nicht ausschließlich aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten kommen müssen und sich auch nicht nur unmittelbar auf den Emittenten oder das Insiderpapier beziehen müssen. Die BaFin nennt hier Marktdaten oder Marktinformationen, worunter Informationen über die Rahmenbedingungen von Märkten oder über die Märkte selbst fallen, die im Einzelfall auch die Verhältnisse von Emittenten und Insiderpapieren berühren können. Beispielhaft werden hier Zinsbeschlüsse von Notenbanken, Devisenkurse, Rohstoffpreise, Gesetzesvorhaben, branchenspezifische statistische Daten sowie Daten und Informationen, die den Wertpapierhandel im jeweiligen Insiderpapier betreffen, genannt.

[601] Vgl *Schuhmacher*, ÖBA 2005, 533 (541).

[602] *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 20 Rz 17.

[603] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner* aaO. Vgl CESR/02-089d, Rz 31. Leicht abweichend davon FMA, Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.2., wonach im Fall von Informationen mit unternehmensexternem Ursprung erforderlich ist, dass eine direkte Betroffenheit des Emittenten vorliegt. Die FMA leitet aus Erwägungsgrund 17 MarktmissbrauchsRL ab, dass der Passus „indirekt" im Hinblick auf Terroranschläge eingefügt worden ist. Dadurch sollten auch solche Insider-Informationen erfasst werden, die im Zuge der Durchführung von Straftaten erlangt werden, sofern die Vorbereitung oder Ausführung der Straftaten geeignet ist, den Kurs von Finanzinstrumenten erheblich zu beeinflussen. S auch *Ernst Brandl/Hohensinner*, Die neue Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ÖBA 2003, 680 (681). *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 36, sieht darin zu Recht eine Erweiterung auch auf andere die Finanzmärkte destabilisierende Ereignisse. Interessant ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass Terroranschläge in der Auflistung bei CESR/06-562b, I 1.16 nicht erwähnt werden. Da die Auflistung als nicht

Informationen, die einen Emittenten direkt oder indirekt betreffen und daher Emittentenbezug aufweisen, findet sich wiederum bei CESR.[604] CESR weist gleichzeitig darauf hin, dass der Katalog „rein indikativ und nicht abschließend" ist und das Vorhandensein oder Nichtvorhandensein eines Umstands auf der Liste keine abschließende Beurteilung darüber zulässt, ob es sich um eine Insider-Information handelt. Als eine den Emittenten direkt betreffende Information erwähnt CESR die folgenden Fallkonstellationen:[605]

- Änderungen der Unternehmensperformance, der Unternehmensleitung sowie der Unternehmenskontrolle sowie diesbezügliche Verträge. Änderungen in Bezug auf Wirtschafts- und Abschlussprüfer oder dessen Tätigkeit,
- gesellschaftsrechtliche Maßnahmen (zB Fusionen, Spaltungen, Kapitalmaßnahmen), Tätigkeiten betreffend das Kapital oder die Emission von Schuldverschreibungen,
- Transaktionen betreffend Aktien oder wesentliche Vermögenswerte und Teile des Emittenten,
- Restrukturierungen und Reorganisation mit Auswirkung auf die Vermögenslage des Emittenten,
- Prozesshandlungen und Verfügungen im Rahmen eines Insolvenzverfahrens[606],

---

abschließend bezeichnet wird, weshalb sie nur die häufigsten Konstellationen umfasst, und ohnehin stets eine Einzelfallabwägung erfolgen muss, ist das mE jedoch unschädlich.

[604] Vgl CESR/06-562b, I 1.15-1.16.

[605] S auch *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 33, die ebenfalls auf den von CESR veröffentlichten Beispielskatalog referenziert.

[606] Hier ist fraglich, ob in einem laufenden Insolvenzverfahren das Geschäftsführungsorgan des Emittenten die Ad-hoc-Veröffentlichungen durchführt oder der Insolvenzverwalter. Ausgangspunkt der Diskussion ist die Entscheidung des deutschen Bundesverwaltungsgerichts BVerwG 13.04.2005 – 6 C 4/04 – BVerwGE 123, 203. Das BVerwG hatte in dieser Entscheidung, in der es um eine Gesamtstimmrechtsmeldung ging, gegen eine Verpflichtung des Insolvenzverwalters zur Veröffentlichung entschieden. Eine Verantwortlichkeit des Vorstands lehnte das Bundesverwaltungsgericht ebenfalls ab, da dieser über keine finanziellen Mittel verfügte. Auf dieses Urteil hin wurde § 11 WpHG erlassen, um sicherzustellen, dass der Vorstand die zur Erfüllung seiner Pflichten erforderlichen finanziellen Mittel erhält, vgl Begründung zum RegE Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG), BT-Drucksache 579/06, 62, 69f. § 11 Abs 1 WpHG bestimmt dazu, dass der Insolvenzverwalter den Emittenten bei der Erfüllung der Pflichten nach dem WpHG unterstützen muss, insbesondere indem er aus der Insolvenzmasse die erforderlichen Mittel bereitstellt. Nach weit überwiegender Auffassung in Deutschland treffen die Veröffentlichungspflichten auch im Insolvenzfall das Geschäftsführungsorgan des Emittenten, vgl *Schlette/Bouchon* in *Fuchs*, WpHG, § 11 Rz 5 mwN; *Döhmel* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 11 Rz 3, 9ff; BaFin, Emittentenleitfaden 52. S auch *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 49 mwN, der die

- Rechtsstreitigkeiten,
- Änderungen der Gattung der emittierten Wertpapiere,
- Insolvenzen wesentlicher Schuldner, Rücknahme oder Widerruf von Kreditlinien durch eine oder mehrere Banken,
- neue Lizenzen, Patente oder eingetragene Marken, Zerstörung nicht versicherter Güter, neue innovative Produkte oder Prozesse,
- Änderungen der Vermögenslage des Emittenten[607] (Liquidation bzw Verifizierung eines Liquidationsgrundes, Veränderung des Wertes des (Immobilien-)Vermögens bzw von Patenten, Rechten oder Finanzinstrumenten), Veränderungen in erwarteten Einnahmen oder Ausgaben,
- Entscheidungen betreffend Aktienrückkaufprogramme[608] oder andere gelistete Finanzinstrumente,

---

Auffassung in der Vorauflage sogar als „unstreitig" bezeichnet hat, vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[5] § 15 Rz 49 mwN. AA mit ausführlicher Argumentation, jedoch nicht überzeugend *Kocher/Widder*, Ad-hoc-Publizität in Unternehmenskrise und Insolvenz, NZI 2010, 925 (930).

Im Ergebnis ist mE der hM zu folgen, allein schon weil der Insolvenzverwalter in der Regel keine ausreichende Detailkenntnis vom Unternehmen haben wird, um zu beurteilen, ob eine Insider-Information vorliegt oder die Voraussetzungen für einen Aufschub gegeben sind. Im Übrigen lassen Gesetzesbegründung und Wortlaut des § 11 WpHG mE auch keinen Spielraum für eine gegenteilige Auffassung, da nur die Verfügbarkeit finanzieller Mittel zur Erfüllung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten sichergestellt werden soll, nicht jedoch eine komplette Übernahme derselben durch den Insolvenzverwalter.

Im BörseG fehlt eine dem § 11 WpHG entsprechende Regelung. Da die österreichische Rechtslage andererseits aber auch keine vom Regelfall der Zuständigkeit des Vorstands abweichende Regelung trifft, ist davon auszugehen, dass nach dem Rechtsgedanken des § 11 WpHG auch in Österreich der Vorstand im Falle der Insolvenz für die Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht (und der anderen kapitalmarktrechtlichen Pflichten) verantwortlich bleibt, und der Insolvenzverwalter ihm die dafür erforderlichen finanziellen Mittel zur Verfügung stellt.

[607] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 10, wonach eine Auswirkung auf die Vermögens- oder Ertragslage des Emittenten nicht generell erforderlich ist, da dieses Tatbestandsmerkmal in § 48d Abs 1 BörseG nicht mehr enthalten ist. Das ergibt sich mE auch aus der Tatsache, dass diese Fallkonstellation gesondert bei CESR genannt wird. Wäre stets eine Auswirkung auf die Vermögenslage des Emittenten erforderlich, so wäre die Nennung dieser Konstellation überflüssig, da sie in jeder anderen Konstellation enthalten sein müsste.

[608] Bei Aktienrückkaufprogrammen ist idR erst der Beschluss des Vorstands, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung des Aktienrückkaufprogrammes Gebrauch zu machen, ad-hoc-pflichtig, vgl BaFin, Emittentenleitfaden, 57. Zu beachten ist hier, dass andere Veröffentlichungspflichten gemäß § 82 Abs 8, 9 BörseG iVm § 65 Abs 1 Z 4, 6, 8, Abs 1a AktG bereits im Vorfeld bestehen. S auch *Seibt/Bremkamp*, Erwerb eigener Aktien und Ad-hoc-Publizität, AG 2008, 469 (478), die sich mit dem Thema

- Eingang von Übernahmeangeboten für bedeutende Vermögenswerte, Änderungen bei Großaufträgen, Markteintritt/-austritt in neues/aus neuem Kerngeschäft,
- Fälle von Produkthaftung und Umweltschäden,
- Änderungen in der Investitionspolitik des Emittenten,
- Ex-Dividenden-Tag, Veränderungen des Ausschüttungstages oder des Betrags der Dividenden, Veränderungen in der Dividendenpolitik.

Diese Zusammenstellung von CESR zeigt, dass Informationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen, sehr unterschiedlicher Natur sein können. Daher wird der Charakter einer Insider-Information in der Praxis nicht an diesem Tatbestandsmerkmal scheitern, zumal auch eine indirekte Betroffenheit ausreicht. CESR nennt für diese beispielhaft:[609]

- Von öffentlichen Stellen veröffentlichte Daten und Statistiken, Bewertungen von Ratingagenturen,
- Veröffentlichungen von Untersuchungen, Empfehlungen oder Vorschlägen betreffend den Preis von gelisteten Finanzinstrumenten,
- Zinssatzentscheidungen der Zentralbank,
- staatliche Entscheidungen betreffend Steuern, Industrieregulierung, Schuldenmanagement etc.; Entscheidungen betreffend Marktindices, insbesondere hinsichtlich deren Zusammensetzung; Änderung des Reglements über geregelte und ungeregelte Märkte; Entscheidungen von Markt- und Wettbewerbsbehörden in Bezug auf börsennotierte Unternehmen; relevante Aufträge von Regierungseinrichtungen, regionalen oder lokalen Behörden sowie anderen öffentlichen Institutionen,
- Änderungen im Handelsmodus (zB Änderung des Marktsegments), des Market Makers oder der Handelsbedingungen.

Aus dieser nicht abschließenden Auflistung geht hervor, dass auch Umstände, die vermeintlich weit außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten liegen, diesen indirekt betreffen können und daher Emittentenbezug aufweisen können. Da dieses Tatbestandsmerkmal derart weit gefasst ist, wird es teilweise Informationen geben, die manche Emittenten direkt, andere dagegen nur indirekt betreffen. Im Falle der indirekten

---

detailliert auseinandersetzen. Die Autoren sehen die Kurserheblichkeit idR erst mit dem Beschluss des Vorstands über die Ausnutzung der Ermächtigung zum Rückkauf als gegeben an, was auch der gelebten Verwaltungspraxis der BaFin entspricht. Die Autoren sehen bis zur endgültigen Beschlussfassung des Aufsichtsrats die Möglichkeit, die Veröffentlichung aufzuschieben. Das ist mE zutreffend, da es sich um eine mehrstufige Entscheidung iSv § 48d Abs 2 Z 1 lit b BörseG handelt, so dass ein Aufschub grundsätzlich möglich ist.

[609] Vgl CESR/06-562b, I 1.16.

Betroffenheit ist § 48a Abs 1 Z 1 BörseG nach dem Telos der Vorschrift dahingehend auszulegen, dass eine Veröffentlichungspflicht für den Emittenten nur bestehen kann, wenn dieser Kenntnis von der Information hat.[610]

Finanzinstrumentbezogene Informationen müssen „ein höheres Maß an Spezifizität zu einem oder mehreren Wertpapieren haben".[611] Darunter fällt beispielsweise eine Order, welche den Erwerb oder die Veräußerung einer namhaften Menge von Wertpapieren betrifft, die Änderung des Dividendensatzes oder auch ein höchstrichterliches Urteil über die rechtlichen Verhältnisse bestimmter Wertpapiere.[612]

Zur Feststellung, ob das Tatbestandsmerkmal erfüllt ist, ist eine Abwägung aller Umstände des Einzelfalls erforderlich. Das Tatbestandsmerkmal des direkten oder indirekten Emittenten- oder Finanzinstrumentebezugs wird in der Praxis bei der Feststellung, ob eine Insider-Information vorliegt, in der Regel keine Schwierigkeiten aufweisen. Sofern im Falle eines indirekten Emittenten- oder Finanzinstrumentebezugs eine Insider-Information vorliegt, ist die Pflicht zu einer Ad-hoc-Veröffentlichung immer noch davon abhängig, ob die in Frage stehende Insider-Information den Emittenten unmittelbar iSv § 48d Abs 1 BörseG betrifft. Wenn das nicht der Fall ist, besteht keine Veröffentlichungspflicht, so dass bei einem indirekten Emittenten- oder Finanzinstrumentebezug teilweise keine Verpflichtung zur Vornahme einer Ad-hoc-Meldung gegeben sein wird. Nähere Einzelheiten dazu werden in einem eigenen Kapitel behandelt.[613]

Fraglich ist, wie der Fall zu behandeln ist, dass eine Insider-Information für Finanzinstrumente eines Emittenten kursrelevant ist, gleichzeitig aber auch einen anderen Emittenten unmittelbar betrifft, ohne aber für dessen Finanzinstrumente Kursrelevanz

---

[610] Ebenso im Ergebnis *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 37, die eine Veröffentlichungspflicht des Emittenten erst ab dem Zeitpunkt als gegeben ansieht, ab dem der Emittent Kenntnis von der Information hat.

[611] *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 49.

[612] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider* aaO. Weitere Beispiele für Informationen, die Finanzinstrumente betreffen finden sich bei *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG, § 13 Rz 115. Diese umfassen ua die Umwandlung (vinkulierter) Namensaktien in Inhaberaktien bzw von Vorzugs- in Stammaktien oder umgekehrt, Entscheidungen der Börse über die Notierung eines Finanzinstruments oder die Kündigung einer Schuldverschreibungsemission. S zu finanzinstrumentsbezogenen Informationen auch *Hausmaninger*, Insider Trading, 202f sowie *Pawlik* in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 13 Rz 41 mwN.

[613] Siehe hierzu Kapitel II.G.2.2.2.

aufzuweisen.[614] Hier stellt sich die Frage, ob grundsätzlich beide Unternehmen der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegen, ein Emittent also ad-hoc-pflichtig sein kann, obwohl die Insider-Information zwar ihn selbst unmittelbar betrifft, nicht aber für seine eigenen Finanzinstrumente kursrelevant ist.[615] Nach dem Wortlaut der § 48a Abs 1 Z 1 iVm § 48d Abs 1 BörseG wäre dies der Fall, da diese Vorschriften nicht danach unterscheiden, wessen Finanzinstrumente betroffen sind. Nach dem Telos der Bestimmung kann die Veröffentlichungspflicht jedoch nur gelten, wenn eigene Finanzinstrumente betroffen sind.[616] Andernfalls würden sich praktische Probleme ergeben. Zum einen wird dem Emittenten, dessen Finanzinstrumente nicht betroffen sind, die Beurteilung, ob hinsichtlich Finanzinstrumenten eines fremden Emittenten eine Insider-Information vorliegt, ungleich schwerer fallen, da er nicht auf dieselbe Informationsgrundlage bauen kann. Zum anderen könnte es auch passieren, dass für einen Emittenten die Voraussetzungen für einen Aufschub vorliegen, für den anderen dagegen nicht. Im Ergebnis hätte der eine Emittent dann eine Veröffentlichungspflicht, während der andere eine Insider-Information aufschieben darf und möchte. Das würde zu absurden Ergebnissen führen, die für einzelne Emittenten existenzbedrohende Auswirkungen haben könnten.[617]

---

[614] Unternehmen A und Unternehmen B planen eine Fusion. Eine Insider-Information betrifft die Aktien des Unternehmens B, gleichzeitig betrifft diese Insider-Information aber auch das Unternehmen A.

[615] Unklar diesbezüglich die Ausführungen von *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 56, der offen lässt, ob die eigenen Finanzinstrumente des Emittenten betroffen sein müssen.

[616] IdS *Versteegen* in *Hirte/Möllers*, WpHG § 15 Rz 76f, der eine andere Auslegung sogar verfassungsrechtlich für problematisch hält, da gleichheitswidrig ohne sachliche Gründe Emittenten (und nicht generell jedermann), deren Finanzinstrumente an einem geregelten Markt notieren, der Ad-hoc-Pflicht unterworfen würden. Ebenfalls dieser Ansicht folgend *Specht-Jonen/Wuntke* in *Henn/Frodermann/Jannott*, Handbuch des Aktienrechts[8] (2009) Rz 235.

[617] Beispielsweise hat Emittent A die Möglichkeit aufzuschieben, da seine finanzielle Überlebensfähigkeit gefährdet ist, vgl § 48d Abs 2 Z 1 lit a BörseG. Emittent B betrifft dieselbe Insider-Information ebenfalls unmittelbar, allerdings liegen bei diesem keine Aufschubgründe vor. Emittent B wäre daher zur Veröffentlichung verpflichtet, da er andernfalls gegen § 48d Abs 1 BörseG verstoßen würde. Emittent B würde die Verhandlungen von Emittent A zur Sicherstellung dessen finanzieller Überlebensfähigkeit mit der Veröffentlichung möglicherweise zunichtemachen. Dieses Ergebnis wäre absurd und wirtschaftlich nicht wünschenswert.

2.2.1.4 Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung

§ 48a Abs 1 Z 1 BörseG enthält als weiteres Tatbestandsmerkmal die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung. Eine Insider-Information muss demnach im Falle ihrer öffentlichen Bekanntheit geeignet sein, den Kurs der betroffenen Finanzinstrumente bzw den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, weil ein verständiger Anleger die Insider-Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. Durch die Formulierung „wahrscheinlich" werden auch Fälle einbezogen, in denen der Anleger eine Information nicht für seine Anlageentscheidung genutzt hat, die Nutzung jedoch ex ante wahrscheinlich war.[618]

Die Eignung zur Kursbeeinflussung muss erheblich sein, eine geringe Eignung reicht daher nicht aus. Bagatellfälle sind damit nicht erfasst.[619] Hier stellt sich die Frage, was unter einer erheblichen Eignung zur Kursbeeinflussung zu verstehen ist. Entscheidend kommt es dabei auf eine Ex-ante-Betrachtung an. Inwieweit sich der Kurs im Nachhinein wirklich verändert ist nicht relevant, allerdings kann eine erhebliche Veränderung als Indiz gewertet werden, sofern dafür nicht andere Ursachen vorliegen.[620] Auch kann es passieren, dass es auf Grund anderer Faktoren zu keiner Kursbewegung kommt bzw eine an sich eintretende Kursbewegung abgeschwächt wird. Das führt dann ebenfalls nicht dazu, dass die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung entfällt, denn das Ausbleiben einer Kursveränderung hatte hier letztlich andere Ursachen.[621] Auch Faktoren wie die Anzahl der Marktteilnehmer, die zu bestimmten Zeitpunkten geringer sein kann, sind zu berücksichtigen.[622] Das Abstellen auf

---

[618] Vgl FMA, Rundschreiben betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.4.

[619] Vgl *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (246); *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 51, 66; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 124. S auch *Hausmaninger*, Insider Trading, 206ff, der einen guten Überblick über die Umsetzung und Auslegung des Begriffs „Erheblichkeit" in verschiedenen europäischen Ländern gibt.

[620] Vgl *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 130ff mwN; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 55 mwN; *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 39; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 15. S auch EuGH 23.12.2009, C-45/08, *Spector Foto Group*, Slg 2009, I-12073, Rz 69. Ebenso die Praxis der BaFin, vgl BaFin, Emittentenleitfaden 33f. Die FMA hat in ihrem Rundschreiben betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen keine dezidierte Stellungnahme zu dieser Frage abgegeben, allerdings vertritt die FMA in ihrer Aufsichtspraxis ebenfalls diesen Ansatz.

[621] Vgl *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 40.

[622] Vgl *Brandl* aaO. *Brandl* nennt hier beispielhaft Zeitpunkte kurz vor Börseschluss oder die Weihnachtsferien.

eine Ex-ante-Betrachtung ist aus verschiedenen Gründen richtig. Zum einen spricht die Gesetzesformulierung in § 48a Abs 1 Z 1 BörseG nicht von einer eingetretenen Kursbeeinflussung, sondern lediglich von der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung. Würde es auf eine tatsächliche Beeinflussung ankommen, so wäre die bloße Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung ohne deren späteres Eintreten nicht relevant. Auch ist zu berücksichtigen, dass der Emittent nach § 48d Abs 1 BörseG verpflichtet ist, eine Insider-Information unverzüglich zu veröffentlichen. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichungspflicht ist die Insider-Information noch nicht öffentlich bekannt und kann sich daher noch nicht auf den Kurs auswirken, deshalb kann es nur auf die Eignung zur Kursbeeinflussung ankommen. Auch die DurchführungsRL 2003/124/EG zur MarktmissbrauchsRL spricht eine klare Sprache. Dort wird in den Erwägungsgründen 1 und 2 ausdrücklich erwähnt, dass es auf die ex ante verfügbaren Informationen ankommt. Die Formulierung im Erwägungsgrund 2, dass Ex-post-Informationen zur Überprüfung der Annahme verwendet werden, dass eine ex ante verfügbare Information kurserheblich war, bestärkt wiederum die Auffassung, dass tatsächlich eintretenden Kursbewegungen nur Indizwirkung zukommt. Daher kann die Beurteilung, ob eine Insider-Information vorliegt, nur anhand der Eignung zur Kursbeeinflussung nach Veröffentlichung erfolgen. Sofern ein verständiger Anleger es für wahrscheinlich hält, dass eine Information im Falle ihres Bekanntwerdens erhebliche Auswirkungen auf den Kurs des betreffenden Finanzinstruments hat, liegt eine Insider-Information vor.[623] Auch hier sind die Umstände des konkreten Einzelfalls maßgeblich. Vermeintlich ähnliche Fälle können anders zu beurteilen sein, abhängig vom konkreten Umfeld, in welchem diese sich abspielen.[624]

---

[623] Vgl *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 39. Ebenso BaFin, Emittentenleitfaden 33. Die BaFin prüft bei der Kurserheblichkeit zunächst, ob einem Umstand generell ein erhebliches Preisbeeinflussungspotential zukommt und nennt diesbezüglich verschiedene typische Beispielsfälle. Sofern das der Fall ist, wird in einem zweiten Schritt geprüft, ob auch die konkreten Umstände des Einzelfalls diese Bewertung stützen, für Einzelheiten vgl BaFin, Emittentenleitfaden 34.

[624] Vgl *Brandl* aaO, welche die Art und Weise des Geschäftsgebarens eines Emittenten als Beurteilungsmerkmal nennt. Je nachdem wie dieser sich üblicherweise verhält, wird der Einfluss auf den Kurs unterschiedlich stark sein. Auch die allgemeinen Marktverhältnisse sowie generell die Informationspolitik eines Emittenten spielen eine Rolle, vgl BaFin, Emittentenleitfaden 33. Demnach wird die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung geringer sein, je weniger überraschend eine Information ist, zB weil der Markt besonders positive oder besonders negative Geschäftszahlen bereits erwartet hat.

Es stellt sich die Frage, welche Faktoren erfüllt sein müssen, damit die Eignung zur Kursbeeinflussung als erheblich eingestuft werden kann. Möglicherweise kann die Feststellung der Erheblichkeit durch Heranziehung fester Prozentzahlen vereinfacht werden. Teilweise wurde hier vertreten, dass die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung dann gegeben ist, wenn eine Kursveränderung von 5% bei Aktien, 1,5% bei Renten oder 10% bei Optionsscheinen zu erwarten ist.[625] Auf der anderen Seite wurde ein subjektiver Ansatz vertreten, der in Deutschland auf Grund der Einfügung von § 13 Abs 1 Satz 2 WpHG[626] im Jahr 2004 inzwischen als gesetzlich verankert angesehen wird, so dass die Ansicht, die auf feste Prozentzahlen abstellt, als nicht mehr mit dem Gesetz vereinbar angesehen wird.[627] Angesichts der in Österreich ähnlichen Formulierung in § 48a Abs 1 Z 1 BörseG, wonach die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung gegeben ist, wenn ein verständiger Anleger sie wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, ist auch in Österreich ein Abstellen auf starre Prozentzahlen nicht mehr mit dem Gesetzeswortlaut vereinbar, da das Gesetz auch in Österreich den subjektiven Ansatz verfolgt.[628] Der verständige Anleger kann sich in der Praxis auch nicht an starren Prozentsätzen orientieren, da er auch nicht ex ante vorhersehen kann, ob die zu erwartende Kursveränderung beispielsweise 5,1% oder 4,9% betragen wird.[629] Er wird seiner

---

[625] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 63 mit Verweis auf § 13 Rz 69ff der 3. Auflage seines Kommentars; *Assmann* bezeichnet die starren Grenzwerte trotz „von Anfang an von kritischen Stimmen begleitet" als zunächst „herrschende Meinung", auch *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 151, bezeichnen diese frühere Ansicht als „verbreitet", sehen jedoch die gegenteilige Ansicht, die auf qualitative Kriterien abstellt, schon vor der Einfügung von § 13 Abs 1 Satz 2 WpHG als herrschend an. S auch *Altendorfer/Kalss/Oppitz* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts, 109 (140) sowie *Winkler/Vaclavek*, Ad-hoc-Publizität/Beteiligungspublizität/Insiderproblematik bei Beteiligungsveräußerungen, RdW 2004, 258 (259).

[626] § 13 Abs 1 Satz 2 WpHG lautet: „Eine solche Eignung ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei einer Anlageentscheidung berücksichtigen würde."

[627] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 65 mwN; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 151. *Mennicke/Jakovou* sehen feste Grenzwerte als „mit dem Gesetz unvereinbar geworden" an, ebenso *Assmann*, der den subjektiven Ansatz als „Gesetz geworden" bezeichnet und daher für zusätzliche objektive Kriterien neben dem subjektiven Ansatz keinen Platz mehr sieht.

[628] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 20 Rz 18, wonach eine Fixierung an starren Schwellenwerten vom österreichischen Gesetzgeber nicht intendiert ist. In der Tat stammen die wissenschaftlichen Nachweise, die sich in Österreich für starre Prozentsätze aussprechen, aus der Zeit vor der Umsetzung der MarktmissbrauchsRL in das österreichische Recht im Jahr 2005.

[629] Vgl *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 154.

Anlageentscheidung vielmehr subjektive und vielfältige Überlegungen zu Grunde legen. Angesichts der Vielzahl unterschiedlicher Fälle und der Verschiedenheit des jeweiligen Marktumfeldes bieten feste Prozentzahlen auch keine sachgerechte Lösung, da die Auswirkung auf den Kurs von vielen unterschiedlichen Faktoren verschiedener Ausprägung abhängig ist. Ein Abstellen auf feste Prozentzahlen wäre daher wirtschaftsfremd.[630]

Im Rahmen des subjektiven Ansatzes stellt sich die Frage, welche Umstände hier zu berücksichtigen sind und welche Kriterien hierfür heranzuziehen sind. Richtigerweise sind die historische Volatilität eines Wertpapiers sowie die Marktliquidität einzubeziehen.[631] Dementsprechend kann je nach Marktliquidität und Marktumfeld und je nach der Volatilität eines bestimmten Wertpapiers eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung abhängig vom spezifischen Einzelfall gegeben sein oder aber noch nicht. *Assmann* konkretisiert den subjektiven Ansatz dahingehend, dass ein Kauf- oder Verkaufsanreiz aus der zu erwartenden Kursbewegung resultieren muss.[632] Aufschlussreich ist auch ein Vergleich mit der Entwicklung vergleichbarer Wertpapiere oder eines Marktindex.[633] Nach der „Theorie des Handlungsanreizes" ist eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung dann gegeben, wenn ein rational handelnder Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, weil diese einen Anreiz böte, eine Transaktion in dem betroffenen Wertpapier zu tätigen.[634] Fraglich ist, ob eine geringe Kursveränderung ausnahmsweise ausreicht, wenn der Insider einen „sicheren" Gewinn erwartet.[635] Das ist im Ergebnis

---

[630] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 16; ebenso *Valerie Brandl* in *Temmel*, BörseG § 48a Rz 43, wonach starre Prozentsätze zwar eine Vereinfachung mit sich bringen, jedoch nicht der wirtschaftlichen Realität entsprechen. Ebenso die Verwaltungspraxis der FMA, vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.3, wonach feste Prozentsätze auf Grund der unterschiedlichen Schwankungsbreiten der Wertpapiere kein tauglicher Maßstab sind. Die FMA stellt hier eher auf die historische Volatilität und die Liquidität des jeweiligen Wertpapiers ab.

[631] Vgl *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 154.

[632] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6]§ 13 Rz 66.

[633] Vgl *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht[3] (2004) Rz 16.118.

[634] Vgl *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 159ff; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 64ff; BaFin, Emittentenleitfaden 33; *Pawlik* in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 13 Rz 74ff.

[635] Befürwortend *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 164 sowie *Dreyling/Schäfer*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität – Praxis und Entwicklungstendenzen (2001), Rz 81. Ablehnend *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 66. In diesem Sinne auch BaFin, Emittentenleitfaden 33, wonach Erheblichkeit erforderlich ist, welche vorliegt, wenn ein verständiger Anleger eine Information in seiner

abzulehnen. Im Hinblick auf den Wortlaut des § 48a Abs 1 Z 1 BörseG, der eine Eignung zur „erheblichen" Kursbeeinflussung erfordert, reicht eine geringe Kursveränderung nicht aus. Der Schutzzweck des Insiderhandelsverbots würde zwar dafür sprechen, allerdings ist im Falle von verwaltungsstrafrechtlichen Normen die Grenze des Wortlauts zu beachten.[636]

Zum Grad der Wahrscheinlichkeit der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung hat CESR ausgeführt, dass die bloße Möglichkeit der erheblichen Eignung zur Kursbeeinflussung nicht ausreicht, andererseits aber auch keine fast sichere Wahrscheinlichkeit erforderlich ist.[637] Dementsprechend ist mE davon auszugehen, dass eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung dann gegeben ist, wenn ein verständiger Anleger eine solche eher erwartet als deren Nichteintritt.

CESR nennt weitere Kriterien, denen bei der Beurteilung, ob eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung gegeben ist, Indikatorwirkung zukommen kann.[638] Genannt werden hier das Vorhandensein entsprechender Analysen von Finanzexperten, die darauf hindeuten, dass einer bestimmten Information eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommt, historische Vergleiche mit ähnlichen Informationen in der Vergangenheit sowie die Tatsache, dass der betroffene Emittent ähnliche Informationen in der Vergangenheit selbst als Insider-Informationen eingestuft hat. CESR weist hier jedoch auch darauf hin, dass eine Reihe anderer Faktoren in die Beurteilung mit einfließen muss und nennt hier ua die Art des betroffenen Finanzinstruments, das jeweilige Marktumfeld, sektorspezifische Besonderheiten, die Größe des Emittenten sowie Entwicklungen in der Vergangenheit. Bei liquiden Finanzinstrumenten größerer Unternehmen kann auch eine kleine Kursbewegung bereits ein Indiz für eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung sein.[639]

Investitionsentscheidung berücksichtigt. Demnach scheiden Fälle aus, in denen voraussichtlich kein nennenswerter wirtschaftlicher Vorteil erzielt werden wird.

[636] Ebenso *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 66 zur vergleichbaren deutschen Rechtslage. Daraus rührt auch *Assmanns* Ansatz her, dass aus einer zu erwartenden Kursbewegung ein Kauf- oder Verkaufsanreiz resultieren muss, womit der Anreiz, eine Transaktion zu tätigen, also nicht ein zu erwartender „sicherer" Gewinn sein kann.

[637] Vgl CESR/06-562b, I 1.12. „[…] the mere possibility that a piece of information will have a significant price effect is not enough to trigger a disclosure requirement but, on the other hand, it is not necessary that there should be a degree of possibility close to certainty."

[638] Vgl CESR/06-562b, I 1.14.

[639] Vgl CESR/06-562b, I 1.13.

Im Falle von Schuldtiteln wird eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung in der Regel nur gegeben sein, wenn „die Erfüllung der mit dem Finanzinstrument verbundenen Verpflichtungen des Emittenten (z.B. Rückzahlung, Zinszahlung) aufgrund der der Information zu Grunde liegenden Umstände beeinträchtigt wäre.“[640] Bei Genussscheinen muss mit hinreichender Wahrscheinlichkeit ein Bilanzverlust beim Emittenten eintreten. [641]

Ein Versuch, typische Konstellationen, denen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential zukommt, zu kategorisieren, findet sich im Emittentenleitfaden der BaFin.[642] Diese umfassen im Wesentlichen die Informationen, die den Emittenten direkt betreffen.[643]

Im Fall von mehrstufigen Entscheidungsprozessen kommt dem Fortgang des jeweiligen Prozesses entscheidende Bedeutung zu. Je fortgeschrittener dieser ist, desto eher wird eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung gegeben sein.[644]

Zusammenfassend muss festgehalten werden, dass man zur Feststellung der erheblichen Kursbeeinflussungseignung um eine Abwägung aller Umstände des konkreten Einzelfalls nicht herumkommt. Die oben genannten Indikatoren müssen dabei berücksichtigt werden.

2.2.2. „Unmittelbar betreffen“ iSv § 48d Abs 1 BörseG

§ 48d Abs 1 BörseG bestimmt, dass die Insider-Information den Emittenten unmittelbar betreffen muss. Das wird regelmäßig der Fall sein, sofern es sich um Informationen aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten, also unternehmensinterne Umstände, handelt.[645] Allerdings umfasst die Formulierung „unmittelbar betreffen“ nach der MarktmissbrauchsRL nicht nur

---

[640] BaFin, Emittentenleitfaden 57. Diese Ansicht lässt sich auch historisch begründen. Bereits Schema D der 1. BörsenzulassungsRL aus dem Jahr 1979 regelte die Pflichten von Emittenten, deren Schuldverschreibungen zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen waren. Dort bestimmte Ziffer 4 lit a, dass neue erhebliche Tatsachen, welche die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, erheblich beeinträchtigen können, zu veröffentlichen sind.

[641] Vgl, BaFin aaO.

[642] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 56.

[643] S dazu oben die Auflistung in Kapitel II.G.2.2.1.3 sowie FN 604.

[644] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 31. Ebenso FMA, Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors’ Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.2., wonach bei jeder einzelnen Zwischenstufe eines mehrstufigen Entscheidungsprozesses zu prüfen ist, ob einem Umstand eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommt.

[645] Vgl *Simon*, Der Konzern 2005, 13 (15); Tollkühn, ZIP 2004, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2215 (2216).

Umstände aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten, sondern auch unternehmensexterne Umstände. Insoweit hat hier eine Erweiterung des Anwendungsbereichs stattgefunden.[646] Darunter fallen beispielsweise auch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen oder als Insider-Informationen einzuordnende Marktdaten, da diese zwar nicht aus dem Tätigkeitsbereich des Emittenten kommen, diesen aber durchaus unmittelbar betreffen.[647] Weitere unternehmensexterne Umstände, die den Emittenten unmittelbar betreffen, liegen bei Unternehmensübernahmen, Squeeze Outs oder Aktienpaketübertragungen vor.[648]

CESR hat einen umfangreichen Beispielkatalog für Umstände, die einen Emittenten üblicherweise nur mittelbar betreffen und damit nicht ad-hoc-pflichtig sind,[649] herausgegeben, weist allerdings darauf hin, dass dieser Beispielkatalog nur indikativ und nicht abschließend ist.[650] Der Katalog umfasst die folgenden Sachverhaltskonstellationen:

- allgemeine Marktstatistiken,
- zukünftig zu veröffentlichende Ratingergebnisse, Research-Studien, Empfehlungen oder Vorschläge, die den Wert der börsenotierten Finanzinstrumente betreffen,
- Entscheidungen der Zentralbank in Bezug auf den Leitzinssatz,
- Entscheidungen der Regierungen betreffend Besteuerung, Regulierung oder Schuldenmanagement,
- Entscheidungen über die Regeln der Indexzusammensetzung und -berechnung,

---

[646] Vgl *Gall*, ecolex 2003, 560 (565).

[647] Für genaue Details vgl *Hausmaninger*, Insider Trading, 202ff.

[648] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 6. Die Autoren sehen auch die Herabstufung eines externen Ratings, die Zustellung einer Behörden- oder Gerichtsentscheidung und sonstige regulative Eingriffe mE zu Recht als den Emittenten unmittelbar betreffend an.

[649] Missverständlich insoweit *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 22. Die Autoren schreiben dort, dass „derartige Insider-Informationen immer nur dann eine Ad-hoc-Publizität auslösen, wenn auch die in der allgemeinen Definition von Insider-Information enthaltene Kursrelevanz (Eignung zur Kursbeeinflussung) besteht." Hierzu ist erstens festzuhalten, dass eine den Emittenten nur mittelbar betreffende Insider-Information überhaupt keine Ad-hoc-Pflicht auslöst, da der Tatbestand des § 48d Abs 1 BörseG erfordert, dass die Insider-Information den Emittenten unmittelbar betrifft. Außerdem ist die Kursrelevanz ein Tatbestandsmerkmal der Insider-Information nach § 48a Abs 1 Z 1 BörseG, so dass ohne Kursrelevanz überhaupt keine Insider-Information vorliegt.

[650] Vgl CESR/02-089d, Rz 36. Ebenso unter Bezugnahme auf CESR, *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 14 Rz 9; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 66.

- Entscheidungen der Börsen, der Betreiber außerbörslicher Handelsplattformen und von Behörden zur jeweiligen Marktregulierung,
- Entscheidungen der Wettbewerbs- und Martktüberwachungsbehörden bezüglich börsenotierter Unternehmen,
- wesentliche Kauf- oder Verkaufsaufträge der öffentlichen Hand,
- wesentliche Kauf- oder Verkaufsaufträge betreffend Finanzinstrumente des Emittenten,
- Veränderungen in den Handelsbedingungen (ua Wechsel des Zulassungs- oder Handelssegments, Wechsel des Handelsmodells, zB vom fortlaufenden Handel zum Einzelauktionsmodell, Wechsel des Market Makers).

Dieser Beispielkatalog findet sich in leicht modifizierter Form[651] auch im Emittentenleitfaden der BaFin und wird von dieser noch um einige weitere Beispiele ergänzt:[652]

- Informationen über allgemeine Wirtschaftsdaten (zB auch Ölpreisentwicklung), politische Ereignisse, Arbeitslosenzahlen, Naturereignisse,
- Informationen über eine für den Emittenten relevante Veränderung der Situation des Konkurrenten (zB bevorstehende Insolvenz),
- Informationen, die nur das Finanzinstrument selbst betreffen (zB Erwerb oder Veräußerung eines größeren Aktienpakets im Rahmen von außerbörslichen Transaktionen ohne strategische Zielsetzungen,
- Aktiensplits.

In der Praxis wird die Feststellung, ob eine Insider-Information den Emittenten unmittelbar betrifft, in der Regel keine größeren Probleme bereiten. Oft wird es ohnehin bereits am Tatbestand einer Insider-Information fehlen, da entweder die Kursrelevanz nicht gegeben sein wird oder aber keine genaue Information vorliegt.[653]

---

[651] Dieser wird ergänzt um „wichtige Verfügungen durch Behörden oder andere öffentliche Institutionen" (zB Untersuchungen der Aufsicht betreffend einen möglichen Verstoß gegen börsenrechtliche Bestimmungen) sowie „Entscheidungen über Regeln zur Marktaufsicht".

[652] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 54.

[653] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 64. *Assmann* geht davon aus, dass im Falle des Vorliegens der Kurserheblichkeit bereits eine Insider-Information vorliegen wird, die den Emittenten unmittelbar betrifft. Das ist mE konsequent, da eine Information, die Auswirkungen auf den Kurs von Finanzinstrumenten des Emittenten haben kann, wohl nur schwer als Information eingeordnet werden kann, die den Emittenten nur mittelbar betrifft. Unter Zugrundelegung der Ansicht von *Assmann* könnte man daher auch argumentieren, dass in den von CESR beschriebenen Fällen des mittelbaren Emittentenbezugs meistens wohl überhaupt keine

Es stellt sich die Frage, wie Fälle zu behandeln sind, in denen eine Insider-Information nur Finanzinstrumente des Emittenten betrifft, die an einem ungeregelten Markt zum Handel zugelassen sind, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstrumente jedoch nicht. Teilweise wird hier vertreten, dass keine Ad-hoc-Pflicht besteht.[654] Diese Ansicht findet mE keine Stütze im Gesetz, da der Anwendungsbereich des § 48d Abs 1 BörseG nur erfordert, dass die Insider-Information den Emittenten unmittelbar betreffen muss, nicht aber dessen Finanzinstrumente. Auch § 48a Abs 1 Z 1 BörseG, der die Insider-Information definiert, verlangt nicht zwingend einen Finanzinstrumentebezug, es reicht vielmehr aus, dass der Emittent direkt oder indirekt betroffen ist, was in der Praxis mE in aller Regel der Fall sein wird. Auf der anderen Seite wird in der Praxis eine Information, die einen Emittenten unmittelbar betrifft, in aller Regel auch seine Finanzinstrumente betreffen, ansonsten wäre keine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung und damit auch keine Insider-Information gegeben. Eine Differenzierung zwischen den verschiedenen Finanzinstrumenten eines Emittenten insofern, als einige von einer Insider-Information betroffen sind und andere nicht, wäre zudem auch nicht praktikabel, da die Übergänge und das Ausmaß der Betroffenheit fließend sind. Daher bietet sich vorliegend auch keine teleologische Reduktion des Anwendungsbereichs des § 48d Abs 1 BörseG an, da dies eine mE nicht im Interesse des Kapitalmarkts liegende Rechtsunsicherheit mit sich brächte, die Vorteile der Emittenten auf der anderen Seite gering wären und praktische Anwendungsfälle de facto kaum vorkommen würden. Emittenten würden bei einer Fehleinschätzung vielmehr zivilrechtliche Haftungsrisiken in Kauf nehmen und die Einleitung eines Verwaltungsstrafverfahrens riskieren, was in keinem Verhältnis zu möglicherweise ersparten Ad-hoc-Meldungen stehen würde. Auch wird eine Insider-Information, die einen Emittenten, der Finanzinstrumente zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen hat, unmittelbar betrifft, den Kapitalmarkt interessieren, selbst wenn diese Finanzinstrumente nicht von der Insider-Information betroffen sind, da dieser dennoch Signalwirkung zukommen kann. Im seltenen und mE praktisch wohl kaum möglichen Fall einer Insider-Information, die nur ein

---

Insider-Information vorliegen wird, da es entweder an der Kursrelevanz fehlt oder aber keine genaue Information vorliegt.

[654] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 14, allerdings ohne nähere Begründung; ebenfalls nicht überzeugend *Versteegen* in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 15 Rz 78, der als Argument lediglich anbringt, dass die Ad-hoc-Pflicht nur den geregelten Markt betrifft, gleichzeitig aber eingesteht, dass die Voraussetzungen des § 15 Abs 1 Satz 1 iVm § 13 WpHG „ohne weiteres erfüllt" zu sein scheinen. Die Autoren sind allerdings auch der Ansicht, dass es sich in der Praxis um einen seltenen Ausnahmefall handeln dürfte.

Finanzinstrument betrifft, das zum Handel an einem nicht geregelten Markt zugelassen ist, dessen Emittent aber auch Finanzinstrumente zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen hat, besteht daher eine Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht, wenn die Insider-Information auch den Emittenten unmittelbar betrifft. Insoweit findet keine teleologische Reduktion des § 48d Abs 1 BörseG statt, der allgemein erfordert, dass eine Insider-Information, die den Emittenten unmittelbar betrifft, veröffentlicht werden muss. Auch die mit dem neuen MarktmissbrauchsVO-E vorgesehene Einbeziehung von Finanzinstrumenten, die nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, in die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht spricht für die vorliegende Auslegung.[655]

2.2.3. Rechtsfolge: Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung

Sofern eine Insider-Information vorliegt, die den Emittenten unmittelbar betrifft und die Aufschubvoraussetzungen gemäß § 48d Abs 2 BörseG nicht vorliegen, ist der Emittent verpflichtet, diese gemäß § 48d Abs 1 BörseG unverzüglich zu veröffentlichen. Ungeschriebene, aber doch logische Voraussetzung ist außerdem, dass der Emittent Kenntnis von der Insider-Information hat.[656] Das beinhaltet auch die Verpflichtung gemäß § 82 Abs 7 BörseG, die FMA und das Börseunternehmen vorab zu informieren.[657] Eine Ausnahme ist richtigerweise nur ausländischen Emittenten zuzubilligen, sofern sie mit einer Vorabmitteilung gegen die Gesetze ihres Herkunftsmitgliedstaats verstoßen würden. Hier kann die Mitteilung gleichzeitig mit der Veröffentlichung erfolgen.[658] Bei den Emittenten hat

---

[655] Vgl für Einzelheiten Kapitel II.G.2.8.

[656] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 16, der als Beispiel feindliche Übernahmen nennt, von denen der Emittent oftmals nichts weiß. Ebenso *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 77, der offenkundig nur dann von einer Veröffentlichungspflicht ausgeht, wenn die Zielgesellschaft Kenntnis von der geplanten Übernahme erhalten hat. S auch *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG, § 15 Rz 121, wonach der Emittent nur für solche Informationen Verantwortung im Rahmen der Kapitalmarkttransparenz übernehmen muss, die seiner Sphäre zuzurechnen sind.

[657] Nähere Details zur Vorabmitteilung finden sich in § 6 VMV sowie in der Begründung zur VMV, BGBl II 2005/109. Die Vorabmitteilung dient dazu, dass die FMA prüfen kann, ob zu Recht eine Ad-hoc-Veröffentlichung erfolgt bzw ob Korrekturen der beabsichtigten Veröffentlichung erforderlich sind. Das Börseunternehmen soll durch die Vorabmitteilung in die Lage versetzt werden, auf die bevorstehende Ad-hoc-Meldung zu reagieren, beispielsweise durch eine Handelsaussetzung, sofern mit erheblichen Kursausschlägen zu rechnen ist.

[658] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 80. In einigen Mitgliedstaaten ist das Weitergabeverbot von Insider-Informationen so strikt, dass nicht einmal eine Vorabmitteilung an die Aufsichtsbehörde zulässig ist.

sich teilweise eine Tendenz herauskristallisiert, dass Ad-hoc-Veröffentlichungen zeitlich entsprechend platziert werden, ohne das Erfordernis der Unverzüglichkeit ausreichend zu beachten.[659] Daher stellt sich die Frage, was unter Unverzüglichkeit zu verstehen ist. In Anlehnung an das deutsche Recht bedeutet unverzügliche Veröffentlichung, dass dieselbe „ohne schuldhaftes Zögern"[660] vorgenommen werden muss.[661] Das schließt allerdings nicht aus, dass externe Berater hinzugezogen werden, um das Bestehen einer Veröffentlichungspflicht festzustellen. Auf der anderen Seite sind auch entsprechende Vorkehrungen im Vorfeld der Veröffentlichung zu leisten, um eine Verzögerung soweit wie möglich zu verhindern.[662] Auch die Prüfung eventueller Aufschubvoraussetzungen ist dem

---

[659] Diese Problematik eingehend empirisch beleuchtend *Nguyen/Verchow*, Über das richtige Timing von ad-hoc-Meldungen – Is there a Good Time for Bad News, ÖBA 2009, 647. Die Autoren untersuchen in ihrer Abhandlung, inwieweit Emittenten Ad-hoc-Meldungen gezielt zu konkreten Zeitpunkten platzieren, um einen bestimmten Effekt zu erzielen. Inhaltlich wurde untersucht, ob negative oder positive Nachrichten zu bestimmten Zeitpunkten gezielt veröffentlicht werden, ob Kurse zu bestimmten Zeitpunkten weniger stark auf neue Nachrichten reagieren, insbesondere, ob Märkte auf schlechte Nachrichten in bestimmten Zeitperioden weniger stark reagieren. Die Autoren kommen zum Ergebnis, dass Emittenten ein gezieltes Timing ihrer Ad-hoc-Meldungen verfolgen, wobei gute Meldungen zu Zeiten erhöhter Aufmerksamkeit auf den Märkten, schlechte bevorzugt nach Handelsschluss, nachts oder am Wochenende veröffentlicht werden, wenn die Aufmerksamkeit vermeintlich geringer ist. Eine abschließende Beurteilung, ob es für schlechte Meldungen „günstige" Veröffentlichungszeitpunkte gibt, vermeiden die Autoren und weisen gleichzeitig darauf hin, dass einiges dafür spricht, dass schlechte Nachrichten unabhängig vom Veröffentlichungszeitpunkt in jedem Fall beachtet werden.

[660] Der Begriff unverzüglich ist in § 121 Abs 1 BGB (Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl I, 42, 2909; 2003 I, 738), zuletzt geändert durch Artikel 7 des Gesetzes vom 19. Oktober 2012 (BGBl I, 2182)) als „ohne schuldhaftes Zögern" legaldefiniert.

[661] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 25, FN 36, wonach die deutsche Rechtslage für Österreich übernommen wurde. Ebenfalls den Begriff des „schuldhaften Zögerns" verwendend, Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.2.2. Nach zutreffender Ansicht der FMA muss der Emittent auch organisatorische Vorkehrungen treffen, die sicherstellen, dass Insider-Informationen unverzüglich einer entscheidungsberechtigten Person zugeleitet werden.

[662] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 80. Ebenso Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.2.2. Das umfasst bei vorhersehbaren Ad-hoc-Meldungen (zB bei Kapitalmaßnahmen oder Unternehmenskaufverträgen) auch die Erstellung eines Textierungsentwurfes der später zu veröffentlichenden Ad-hoc-Meldung. Der Beginn mit dem Entwurf in diesem Fall erst nach Eintritt des ad-hoc-pflichtigen Ereignisses reicht nicht für eine unverzügliche Veröffentlichung aus, vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 26.

Emittenten zuzugestehen und daher nicht als schuldhafte Verzögerung anzusehen.[663] Nach der deutschen Verwaltungspraxis darf die Übersetzung in andere Sprachen die Veröffentlichung in deutscher Sprache nicht verzögern, auch entsprechende Regelungen in einer Börsenordnung, wonach die Veröffentlichung auch in englischer Sprache erforderlich ist, sind gegenüber den gesetzlichen Regelungen nachrangig.[664] Hier wird allerdings unter Verweis auf § 85 Abs 2 BörseG, wonach bei einer Zulassung zum geregelten Markt sowohl in Österreich, als auch in einem oder mehreren anderen Aufnahmemitgliedstaaten eine Veröffentlichung in mehreren Sprachen erforderlich ist, auch die Auffassung vertreten, dass Übersetzungsarbeiten zeitlich berücksichtigt werden müssen, wobei die dadurch entstehende Verzögerung nicht rechtsmissbräuchlich sein darf.[665] Wenn man für eine unverzügliche Veröffentlichung eine Veröffentlichung ohne schuldhaftes Zögern verlangt, so wird man eine Zeitspanne, die erforderlich ist, um eine vom Gesetz geforderte Übersetzung vorzunehmen, mE nicht als schuldhafte Verzögerung werten können. Daher ist dieser Ansicht zuzustimmen. Die Übersetzung darf deshalb nicht als Vorwand genommen werden, um Zeit zu gewinnen, sondern ist auf das unbedingt notwendige Ausmaß zu begrenzen. Richtigerweise ist jedoch eine Regelung lediglich in einer Börsenordnung, die eine Veröffentlichung in einer weiteren Sprache verlangt, kein Grund für eine spätere Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung.

Die Bezifferung einer konkreten Zeitspanne ist schwierig und wird insbesondere davon abhängen, ob die Ad-hoc-Meldepflicht überraschend ist, Übersetzungen erforderlich sind und wie umfangreich und komplex sich der zu Grunde liegende Sachverhalt darstellt. In der österreichischen Literatur wird ein Zeitraum von 1-3 Stunden genannt, der jedoch auch länger oder kürzer sein kann.[666] ME ist die Nennung fester Grenzen nicht praktikabel, es wird einem Emittenten letztlich auch kaum nachzuweisen sein, dass eine Ad-hoc-Meldung ein paar Stunden zu spät veröffentlicht worden ist. Sicher ist in diesem Zusammenhang jedoch, dass

---

[663] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 27. Das ist mE richtig, da die Feststellung der Veröffentlichungspflicht notwendigerweise auch die Prüfung umfasst, ob die Aufschubvoraussetzungen vorliegen.

[664] Vgl BaFin aaO. Die BaFin verlangt im Fall gesetzlich vorgeschriebener Veröffentlichungspflichten eine Veröffentlichung der Übersetzungen spätestens 24 Stunden nach der Ad-hoc-Meldung.

[665] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 27, FN 40.

[666] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 28; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 18, gehen unter Heranziehung des Erkenntnisses UVS Wien 26.08.2003, 06/42/5011/2003 von einer Veröffentlichungspflicht „binnen weniger Stunden“ aus.

eine Veröffentlichung am nächsten Tag nicht mehr als unverzüglich einzuordnen ist.[667] Auf Börsehandelszeiten kommt es dabei nicht an, die Ad-hoc-Meldepflicht besteht unabhängig von diesen.[668] Auch darf die Ad-hoc-Pflicht nicht mit der Pressearbeit vermischt werden. Das teilweise in der Praxis beobachtete Vorgehen mancher Emittenten, dass zuerst eine Pressemeldung ausgesendet oder eine Pressekonferenz abgehalten, und danach erst eine Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wird, ist jedenfalls unzulässig. Der erste Veröffentlichungsschritt bei Vorliegen einer Insider-Information muss in jedem Fall die Ad-hoc-Meldung sein. Weitere Schritte im Rahmen der Pressearbeit können nur nach Veröffentlichung der Ad-hoc-Meldung erfolgen.

2.3. Aktualisierungspflicht bereits offengelegter Insider-Informationen

Gemäß § 48d Abs 1 Satz 3 BörseG besteht für den Emittenten eine unverzügliche Aktualisierungspflicht, sofern erhebliche Änderungen im Hinblick auf eine bereits veröffentlichte Insider-Information eintreten. Damit soll auch nach Veröffentlichung eine ordnungsgemäße Kursbildung kontinuierlich sichergestellt werden, damit Anleger Geschäfte mit Finanzinstrumenten zu richtig bewerteten Kursen tätigen können.[669] Die Veröffentlichung hat dabei gemäß § 48d Abs 1 Satz 4 BörseG auf demselben Weg, mithin als weitere Ad-hoc-Meldung, zu erfolgen. Die sich hier stellende maßgebliche Frage ist, ab wann von einer erheblichen Veränderung auszugehen ist. Es muss sich dabei nicht um einen komplett neuen Umstand handeln, vielmehr reichen auch erhebliche Modifikationen eines ursprünglich offengelegten Umstands, wie zB Preisänderungen im Rahmen von Beteiligungserwerben oder des Erwerbs sonstiger wichtiger Vermögensgegenstände sowie der Rücktritt mehrerer Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglieder des Emittenten, aus.[670]

---

[667] Vgl *Lechner/Temmel* aaO.

[668] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.2.2. Die bei *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 18 vertretene Auffassung, wonach der Emittent den Veröffentlichungszeitpunkt tunlichst mit den Handelszeiten der Börse abzustimmen hat, um eine Störung des Börsehandels zu vermeiden, entspricht nicht dem Gebot der Unverzüglichkeit und ist daher abzulehnen.

[669] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 47.

[670] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner* aaO. S auch *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 31, die davon ausgehen, dass eine erhebliche Veränderung jedenfalls vorliegt, wenn sich der Wesenskern der Insider-Information diametral ändert. Im Falle einer „Teiländerung" sehen die Autoren den Emittenten in der Pflicht abzuwägen, ob eine erhebliche Änderung vorliegt.

Es stellt sich noch die Frage, wie der Fall einer Ad-hoc-Meldung zu behandeln ist, die unwahre Tatsachen enthält. Nach dem Wortlaut des § 48d Abs 1 Satz 3 BörseG sind erhebliche Veränderungen, die nach der Veröffentlichung der ursprünglichen Insider-Information eingetreten sind, unverzüglich zu veröffentlichen. Darunter fällt jedoch nicht die Korrektur von Ad-hoc-Meldungen, die von Anfang an falsch gewesen sind, da hier keine erheblichen Veränderungen nach der Veröffentlichung eingetreten sind.[671] Auch wenn das Börsegesetz keine explizite Pflicht zur Korrektur von falschen Ad-hoc-Meldungen vorsieht, so ist dem Emittenten mE, allein schon um Haftungsrisiken zu vermeiden, anzuraten, eine korrekte Ad-hoc-Meldung zu veröffentlichen.[672] Dennoch wäre es mE wünschenswert, im Börsegesetz Regelungen betreffend eine verpflichtende Korrekturpflicht mittels Ad-hoc-Meldung ähnlich dem deutschen § 15 Abs 2 Satz 2 WpHG zu erlassen, sofern unwahre Tatsachen ad-hoc veröffentlicht worden sind. Auch ein explizites Verbot Tatsachen, die offensichtlich nicht ad-hoc-pflichtig sind, ad-hoc zu veröffentlichen, wie in Deutschland in § 15 Abs 1 Satz 1 WpHG vorgesehen, wäre aus Gesichtspunkten der Klarheit begrüßenswert. Dadurch könnte mE der Missbrauch von Ad-hoc-Meldungen zu Werbezwecken eingegrenzt werden.

2.4. Aufschub der Bekanntgabe von Insider-Informationen gemäß § 48d Abs 2 BörseG

2.4.1. Allgemeine Fragen zum Aufschub der Veröffentlichung

Gemäß § 48d Abs 2 BörseG[673] kann ein Emittent von Finanzinstrumenten die Bekanntgabe einer Insider-Information gemäß § 48d Abs 1 BörseG aufschieben, wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern die Unterlassung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Diese drei Voraussetzungen müssen kumulativ vorliegen.[674] Es

---

[671] Anders die deutsche Rechtslage, wo § 15 Abs 2 Satz 2 WpHG ausdrücklich vorsieht, dass unwahre Informationen, die ad-hoc veröffentlicht worden sind, unverzüglich mittels Ad-hoc-Meldung zu berichtigen sind.

[672] Die Verbreitung unwahrer Tatsachen mittels Ad-hoc-Veröffentlichung kann einen Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation des § 48c iVm § 48a Abs 1 Z 2 BörseG darstellen. Außerdem kann sich der Emittent in diesem Fall zivilrechtlichen Schadenersatzansprüchen ausgesetzt sehen. Siehe dazu auch Kapitel II.G.2.7.

[673] § 48d Abs 2 BörseG setzt Art 6 Abs 2 MarktmissbrauchsRL um.

[674] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 30. Die Autoren sehen die Bestimmung des § 48d Abs 2 BörseG als „eine der wichtigsten Bestimmungen des gesamten Ad-hoc-Publizitätsrechts". Das ist mE sicherlich zutreffend, da Insider-Informationen häufig im Zuge von mehrstufigen Entscheidungsprozessen wie Übernahmesachverhalten, oder aber bei Emittenten entstehen, die sich in laufenden Verhandlungen im

handelt sich dabei um einen lediglich zeitlich begrenzten Aufschub der Veröffentlichung, solange die oben genannten Voraussetzungen vorliegen. Sofern das nicht mehr der Fall ist, muss eine Veröffentlichung erfolgen.[675] Die Verpflichtung ist daher nur zeitlich aufgeschoben, nicht aber aufgehoben.[676] Dementsprechend hat der Emittent in regelmäßigen Abständen zu prüfen, ob die Voraussetzungen für den Aufschub noch vorliegen.[677] Sollte allerdings die Insider-Information nach dem Aufschub wegfallen, so muss keine Veröffentlichung mehr erfolgen.[678] Im Gegensatz zur Rechtslage vor Umsetzung der MarktmissbrauchsRL liegt die Entscheidung, ob die Veröffentlichung einer Insider-Information aufgeschoben wird, nunmehr beim Emittenten selbst.[679] Aus § 48d Abs 2 letzter Satz BörseG ergibt sich, dass der Emittent die FMA über die Entscheidung, die Veröffentlichung gemäß § 48d Abs 2 BörseG aufzuschieben, unverzüglich und auf Grund von § 7 VMV auch schriftlich zu informieren hat. Die FMA entscheidet damit nicht mehr, wie nach alter Rechtslage, über die Zulässigkeit des Aufschubs.[680] Wenngleich die Entscheidung, die Veröffentlichung aufzuschieben, vom Emittenten getroffen wird, stellt sich dennoch die Frage, ob die FMA eine Prüfungspflicht bezüglich des Vorliegens der Voraussetzungen des Aufschubs hat. Teilweise wird vertreten, dass dies aus dem Prinzip der präventiven Aufsicht heraus der Fall ist, da so Verwaltungsübertretungen hintangehalten

---

Rahmen von Restrukturierungs- bzw Sanierungsprozessen befinden. Diese beiden Fälle sind auch in § 48d Abs 2 Z 1 lit a, b BörseG explizit erwähnt. Gerade in diesen Fällen wird in der Praxis von der Möglichkeit eines Aufschubs der Veröffentlichung Gebrauch gemacht.

[675] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 130.

[676] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner* aaO; *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG, § 15 Rz 342; *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 63 mwN.

[677] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 42.

[678] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 65; zustimmend *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 66. Die BaFin nennt als Beispiel das Wegfallen eines Liquiditätsengpasses. In derartigen Fällen würde die BaFin von einem Aufschub in der Praxis nicht erfahren, da dieser in Deutschland gemäß § 15 Abs 3 letzter Satz WpHG erst mit der Veröffentlichung mitgeteilt werden muss. Das ist mE sinnvoll, da es zum einen den Verwaltungsaufwand der BaFin reduziert und zum anderen auch kein Interesse des Anlegerpublikums an einer Veröffentlichung besteht, da zunächst eine solche in rechtmäßiger Weise aufgeschoben wurde und im Zeitpunkt, in welchem eine Veröffentlichung hätte erfolgen müssen, keine Insider-Information mehr vorlag.

[679] Vgl *Ernst Brandl/Hohensinner*, ÖBA 2003, 680 (682).

[680] Vgl *Kapfer*, Die Marktmissbrauchsverordnungen der FMA, ecolex 2006, 71 (72).

werden können, die FMA mithin auf rechtskonformes Verhalten hinwirken muss.[681] Nach anderer Auffassung, die mE vorzuziehen ist, ist eine Prüfungspflicht abzulehnen. Lediglich in Konstellationen, in denen die Voraussetzungen offensichtlich nicht gegeben sind und ein Aufschub damit offensichtlich ungerechtfertigt ist, bestehe eine Verpflichtung der FMA, auf eine unverzügliche Veröffentlichung hinzuwirken.[682] Beim Blick auf die deutsche Rechtslage fällt auf, dass die Befreiung von der Veröffentlichung nach § 15 Abs 3 WpHG der BaFin erst zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, nicht jedoch wie in § 48d Abs 2 letzter Satz BörseG in Österreich vorgesehen, unverzüglich mitgeteilt werden muss.[683] Somit stellt sich die Frage, ob die Behörde eine Prüfungspflicht hinsichtlich des Vorliegens der Voraussetzungen hat, in Deutschland nicht, da der Behörde im Zeitpunkt des Aufschubs durch den Emittenten derselbe noch nicht bekannt ist. Die deutsche Rechtslage ist in diesem Punkt wesentlich praktikabler als die österreichische, weshalb eine Modifizierung des § 48d Abs 2 Satz 2 BörseG mE insoweit wünschenswert wäre, als eine Mitteilung des

---

[681] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 31. Die Autoren argumentieren aaO § 14 Rz 5 auch, dass der FMA durch die Übermittlung des Aufschubs die gezielte Insiderüberwachung mitsamt der Möglichkeit zur Herstellung des rechtmäßigen Zustands zur Sicherung der Marktintegrität ermöglicht werden soll.

[682] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 64 FN 80. Die Autoren argumentieren, dass im Zeitpunkt der Prüfung, ob die Voraussetzungen für einen Aufschub einschlägig sind, der FMA nicht die Gesamtheit der Informationen vorliegen wird, die der Emittent als Entscheidungsgrundlage nutzen konnte. Eine umfassende Prüfungspflicht der FMA würde auch der ratio des § 48d Abs 2 BörseG widersprechen, der die Entscheidung über die Aufschiebung der Veröffentlichung dem Emittenten zuweist. Beide Argumente sind mE zutreffend. Ob wirklich eine Insider-Information vorliegt, hängt von den ganz konkreten Umständen des Einzelfalls ab, daher wäre es nicht zweckmäßig, wenn die FMA in diese Entscheidung des Emittenten auf Grund einer summarischen Prüfung (eine umfassende Prüfung, geschweige denn ein behördliches Verfahren ist in der Kürze der Zeit de facto nicht möglich) eingreift. Dagegen muss die FMA mE aktiv werden, wenn die Aufschubvoraussetzungen ganz offensichtlich nicht vorliegen, weil zB die Information bereits nach außen gedrungen ist, die Nichtveröffentlichung für die Öffentlichkeit offensichtlich irreführend ist oder es erkennbar an einem berechtigten Interesse fehlt.

[683] Der deutsche Gesetzgeber hat von der in Art 6 Abs 2 Satz 2 MarktmissbrauchsRL vorgesehenen Möglichkeit, den Emittenten zu verpflichten, die Aufsichtsbehörde von einem Aufschub unverzüglich zu unterrichten, keinen Gebrauch gemacht, da durch eine solche gesetzliche Regelung die beabsichtigte Deregulierung und die Reduzierung des Prüfungsaufwands der Aufsichtsbehörde nicht erreicht werden würden, die BaFin vielmehr schon allein wegen ihrer Verpflichtung zur Missstandsaufsicht gemäß § 4 WpHG jede Befreiung von der Veröffentlichung prüfen müsste, was der neuen Rechtslage, nach welcher der Emittent über die Befreiung entscheiden muss, nicht entspräche, vgl Begründung zum RegE AnSVG, BT-Drucksache 15/3174, 35.

Aufschubs erst mit der Veröffentlichung erforderlich sein sollte.[684] Das entspricht auch der in Art 12 Abs 4 MarktmissbrauchsVO-E vorgesehenen Regelung.[685]

Eine weitere Frage, die sich im Zusammenhang mit dem Aufschub stellt, ist, ob ein formaler Beschluss für dessen Wirksamkeit erforderlich ist. Die hM in Deutschland geht davon aus, dass eine bewusste Entscheidung erforderlich ist, und das Vorliegen der objektiven Voraussetzungen für einen Aufschub alleine nicht ausreicht.[686] Eine bestimmte Form ist jedoch nicht erforderlich.[687] Die BaFin sieht einen Beschluss, an dem wenigstens ein ordentliches Vorstandsmitglied mitwirken muss, als erforderlich an.[688] Andere Stimmen sehen in der Befreiungsregelung eine Legalausnahme, die de iure ohne das Erfordernis einer

---

[684] Nimmt man die Rechtslage in den anderen Mitgliedstaaten des EWR genauer unter die Lupe, so fällt auf, dass 16 Mitgliedstaaten, unter diesen Spanien und Italien, eine unverzügliche Unterrichtung, wie nach dem österreichischen Börsegesetz gefordert, verlangen. 11 Mitgliedstaaten, darunter neben Deutschland auch Frankreich und das Vereinigte Königreich, verlangen dies nicht. Norwegen und Schweden verlangen eine unverzügliche Information an die jeweiligen Börseunternehmen, nicht jedoch an die Aufsichtsbehörden. Zu Einzelheiten vgl CESR, Review Panel report MAD Options and Discretions 2009, Ref.: CESR/09-1120, Rz 26-28 (datiert vom 29.03.2010), abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/system/files/09_1120.pdf (13.11.2012).

[685] Für Einzelheiten s Kapitel II.G.2.8.

[686] Vgl *Pfüller* in *Fuchs*, WpHG, § 15 Rz 343-346 mwN.

[687] Vgl *Uwe Schneider/Gilfrich*, Die Entscheidung des Emittenten über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, BB 2007, 53 (56). Allerdings sind die in § 8 Abs 5 WpAIV normierten Dokumentationspflichten einzuhalten, so dass mE zwecks besserer Nachweisbarkeit in jedem Fall eine schriftliche Dokumentation erfolgen sollte.

[688] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 65, wonach die Befreiung unter Hinweis auf die Vorschrift des § 8 Abs 5 WpAIV, welche ua Dokumentationspflichten festlegt, vom Emittenten aktiv in Anspruch genommen werden muss. *Nikoleyczik* sieht für die Auffassung der BaFin insofern, als wenigstens ein Vorstandsmitglied an dem Beschluss mitwirken muss, in *Nikoleyczik*, Der neue Emittentenleitfaden der BaFin, GWR 2009, 264 (265), keine Stütze im Gesetz. *Bedkowski* sieht das Erfordernis des Mitwirkens wenigstens eines Vorstandsmitglieds in *Bedkowski*, BB 2009, 1482 (1485), als konsequent und unter Hinweis auf BaFin, Emittentenleitfaden 107, als „Kehrseite" der Verantwortung des Vorstands auch für eine unverzügliche Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung an. AA *Sven Schneider*, Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897 (900); *Uwe Schneider/Gilfrich*, BB 2007, 53 (55). Die gegenteilige Ansicht sieht die Delegierung auf die Rechts- oder Complianceabteilung als möglich und die Mitwirkung eines Vorstandsmitglieds als nicht erforderlich an. Dem ist mE mangels anderweitiger Anhaltspunkte im Gesetz auch für Österreich zuzustimmen.

Entscheidung des Emittenten eintritt.[689] Auf Grund der äußerst umstrittenen Rechtslage und der von der BaFin vertretenen Auffassung, wonach ein Beschluss über die Selbstbefreiung erforderlich ist, empfiehlt es sich für Emittenten in Deutschland dennoch, einen Beschluss zu fassen und diesen entsprechend zu dokumentieren, um gegenüber der BaFin rechtmäßiges Verhalten nachweisen zu können, sofern dies erforderlich sein sollte.[690]

Es stellt sich die Frage, ob ein Beschluss über die Inanspruchnahme des Aufschubs nach österreichischem Recht erforderlich ist. Hier sind mE zwei wesentliche Aspekte zu berücksichtigen. Einerseits spricht der Wortlaut des § 48d Abs 2 letzter Satz BörseG von der „Entscheidung des Emittenten, die Bekanntgabe der Insider-Information aufzuschieben". Das spricht für die Erforderlichkeit eines Beschlusses. Auch ist zu berücksichtigen, dass nach eben dieser Vorschrift die FMA unverzüglich über die „Entscheidung, die Bekanntgabe der Insider-Information aufzuschieben" zu unterrichten ist. Damit ist nicht die Unterrichtung der FMA über das Vorliegen gesetzlicher Voraussetzungen für einen Aufschub gemeint, vielmehr ist es erforderlich, dass der Emittent prüft, ob die Voraussetzungen des § 48d Abs 2 BörseG vorliegen und einen entsprechenden Beschluss fasst. Der Emittent kann die FMA nur über einen Aufschub informieren, wenn er einen solchen beschlossen hat. Für diesen Beschluss ist jedoch keine bestimmte Form erforderlich, da AktG und GmbHG kein Schriftformerfordernis

---

[689] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 165a-e; *Versteegen* in *Hirte/Möllers*, WpHG § 15 Rz 168. *Assmann* sieht keine Notwendigkeit für eine Entscheidung und sieht in der Selbstbefreiung durch den Emittenten eine Legalausnahme, die automatisch eintritt, wenn deren Voraussetzungen objektiv vorliegen. So auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 22.04.2009, 20 Kap 1/08, wonach die Befreiungswirkung automatisch von Gesetzes wegen eintritt, ohne dass es eines separaten Beschlusses bedarf. Dagegen spricht mE eindeutig die Vorschrift des § 8 Abs 5 Z 2 lit a WpAIV, die regelt, dass in der Mitteilung an die BaFin über den Aufschub auch das Datum der Entscheidung über denselben angeführt werden muss.

[690] Vgl *Lebherz*, Publizitätspflichten bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, WM 2010, 154 (158). Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit dem Diskussionsstand s *Widder*, Befreiung von der Ad-hoc-Publizität ohne Selbstbefreiungsbeschluss?, BB 2009, 967. *Widder* empfiehlt bis zur höchstrichterlichen Klärung der Frage durch den BGH ebenfalls eine Beschlussfassung über die Selbstbefreiung. IdS eine möglichst frühzeitige und uU auch vorsorgliche Selbstbefreiung bis zur Entscheidung des EuGH über die Vorlagefrage des BGH (inzwischen am 28.06.2012 erfolgt, vgl EuGH C-19/11) befürwortend *Kocher/Widder*, Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen – Praktische Auswirkungen des Vorlagebeschlusses des BGH zur insiderrechtlichen Beurteilung unsicherer und gestreckter Sachverhalte, CFL 2011, 88 (96). Die Autoren halten diese Empfehlung auch nach der EuGH-Entscheidung aufrecht, vgl *Kocher/Widder*, BB 2012, 1817 (1821).

vorsehen.[691] Eine Delegierung des Beschlusses auf andere Personen, zB aus der Rechts- oder Complianceabteilung ist mE zulässig, allerdings haftet der Vorstand auf Grund von § 9 Abs 1 VStG[692] naturgemäß für mögliche Fehler dieser Personen. Die Übermittlung eines beschlossenen Aufschubs an die FMA ist keine Wirksamkeitsvoraussetzung für diesen.[693] Das ist mE auch logisch, da der europäische Gesetzgeber es den Mitgliedstaaten überlassen hat, ob sie die Übermittlung eines Aufschubs an die Aufsichtsbehörden verlangen. Daher wäre es zumindest fragwürdig, wenn nicht sogar europarechtswidrig, die Wirksamkeit des Aufschubs von der Übermittlung an die Aufsichtsbehörde abhängig zu machen.

Interessant ist auch die Frage, ob im Fall von gegenläufigen Insider-Informationen ein gestaffelter Aufschub zulässig ist. Hintergrund ist, dass eine Teilveröffentlichung das Anlegerpublikum verwirren könnte.[694] Diese Frage ist in der Literatur und Verwaltungspraxis praktisch kaum behandelt worden.[695] Im Ergebnis sollte die Veröffentlichung zur Vermeidung der Irreführung des Kapitalmarkts dann als Ganzes erfolgen, wenn eine Teilveröffentlichung im konkreten Fall irreführend wäre.[696]

---

[691] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 69. *Lechner/Temmel* gehen somit auch davon aus, dass eine Beschlussfassung erforderlich ist und empfehlen aus Gründen der Dokumentation und Nachvollziehbarkeit auch eine schriftliche Beschlussfassung, wenngleich diese rechtlich nicht vorgeschrieben ist. S zur Formfreiheit der Beschlussfassung auch *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 70 Rz 22; *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, AktG[5] § 70 Rz 45.

[692] Verwaltungsstrafgesetz 1991 (VStG) BGBl 1991/52, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/50.

[693] Vgl UVS Wien 06.05.2010, 06/FM/47/5235/2009. Aus der Begründung der Entscheidung geht hervor, dass der UVS ebenfalls die Ansicht vertritt, dass der Emittent eine Entscheidung über den Aufschub treffen muss, dieser somit nicht schon ex lege vorliegt, wenn die Voraussetzungen gegeben sind.

[694] So zB, wenn eine positive Insider-Information veröffentlicht werden muss, was zu einem Kursanstieg führen würde, gleichzeitig aber eine negative Insider-Information noch aufgeschoben ist, vgl *Krämer/Teigelack*, Gestaffelte Selbstbefreiung bei gegenläufigen Insiderinformationen? Publizitätsanforderungen beim Zusammentreffen von unterjährigen Ergebniszahlen mit Kapitalmaßnahmen, AG 2012, 20 (26).

[695] Lediglich *Krämer/Teigelack*, AG 2012, 20, setzen sich mit der Thematik auseinander.

[696] Vgl *Krämer/Teigelack*, AG 2012, 20 (26). Sofern es sich allerdings nicht um gegenläufige Insider-Informationen handeln würde, sondern vielmehr eine Reihe positiver oder negativer Insider-Informationen nacheinander veröffentlich werden würden, wäre eine Irreführung nicht zu befürchten, vgl *Krämer/Teigelack,* AG 2012, 20 (27f).

2.4.2. Tatbestandsvoraussetzungen des § 48d Abs 2 BörseG

2.4.2.1 Berechtigte Interessen iSv § 48d Abs 2 Z 1 lit a, b BörseG

Wie bereits erwähnt, müssen für die Möglichkeit, die Veröffentlichung einer Insider-Information aufzuschieben, drei Voraussetzungen gegeben sein. Zunächst muss die Bekanntgabe der Insider-Information den berechtigten Interessen des Emittenten schaden können, wofür in § 48d Abs 2 Z 1 lit a, b BörseG[697] beispielhaft zwei Fallkonstellationen genannt werden. Aus der Gesetzesformulierung „Berechtigte Interessen liegen insbesondere vor bei:" ergibt sich, dass das Gesetz nicht abschließend ist, und daher weitere Aufschubgründe denkbar sind. Berechtigte Interessen bedeutet dabei nicht, dass die Interessen des Emittenten an der Geheimhaltung gegenüber den Interessen der Marktteilnehmer überwiegen müssen.[698] Die im Gesetz genannten Fälle betreffen zum einen laufende Verhandlungen, deren Ergebnis oder normaler Ablauf von einer Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würde (vgl § 48d Abs 2 Z 1 lit a BörseG). An dieser Stelle wird insbesondere auf eine Sanierungssituation abgestellt, in der die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten, unabhängig davon, ob dieser bereits unter insolvenzrechtliche Bestimmungen fällt, stark und unmittelbar gefährdet ist.[699] Als weitere

---

[697] § 48d Abs 2 Z 1 lit a, b BörseG setzt Art 3 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG zur MarktmissbrauchsRL um. In der Literatur wird die wörtliche Übernahme der europarechtlichen Vorgaben in das BörseG kritisiert, da dadurch die Übersichtlichkeit und Verständlichkeit des § 48d Abs 2 BörseG leide, vgl *Rüffler*, Probleme der börserechtlichen ad-hoc-Publizität bei personellen Änderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 724 (731). *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 32, befürworten eine Darstellung in den Gesetzesmaterialien bzw in einer konkretisierenden Verordnung der FMA, ähnlich der Regelung des deutschen Gesetzgebers in der WpAIV.

[698] Vgl *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (731). *Rüffler* begründet diese Ansicht mit den europarechtlichen Vorgaben sowie dem Wortlaut des § 48d Abs 2 BörseG, die beide keine Interessenabwägung vorsehen. *Rüffler* ist in diesem Punkt mE zuzustimmen. AA, ohne dies jedoch näher zu begründen, *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 32; *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 65; Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.4. *Kalss/Oppitz/Zollner* orientieren sich augenscheinlich an der deutschen Rechtslage, wo § 6 WpAIV ausdrücklich eine Interessenabwägung vorsieht. Eine solche Regelung fehlt jedoch im österreichischen Recht. Die FMA scheint die Ansicht von Kalss/Oppitz/Zollner bei der Veröffentlichung des Rundschreibens im März 2006 übernommen zu haben. Die differenziertere Betrachtung von *Rüffler* stammt aus dem Jahr 2009 und konnte daher nicht in die Entstehung des Rundschreibens Eingang finden.

[699] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 75, welche diese Konstellation als „Sonderfall laufender Verhandlungen" bezeichnen.

Voraussetzung ist hier erforderlich, dass die Bekanntgabe die Interessen bestehender oder potentieller Anleger ernsthaft gefährden würde, indem sie den Abschluss spezifischer Verhandlungen vereiteln würde, die zur finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind. Sofern der Emittent also in Verhandlungen über die Sicherung seiner finanziellen Zukunft ist, was bei Bekanntwerden zum Scheitern ebendieser Verhandlungen führen würde, wodurch die Interessen bestehender oder potentieller Anleger ernsthaft gefährdet werden würden, liegen jedenfalls berechtigte Interessen vor. Allerdings kann dies auch generell bei anderen Arten von laufenden Verhandlungen der Fall sein, da die Konstellation, in der die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten gefährdet ist, nur als beispielhafter Sonderfall der laufenden Verhandlungen dargestellt ist.[700] Einhellig wird eine von Emittenten in der Praxis teilweise ins Feld geführte Geheimhaltungsvereinbarung zwischen den Vertragsparteien für sich alleine genommen nicht als berechtigtes Interesse anerkannt.[701]

Der zweite im Gesetz genannte Fall bezieht sich auf mehrstufige Entscheidungsprozesse (vgl § 48d Abs 2 Z 1 lit b BörseG). Hier ist charakteristisch, dass ein Organ des Emittenten, bei einer Aktiengesellschaft beispielsweise der Vorstand, eine Entscheidung getroffen hat, die jedoch noch vom Aufsichtsrat bestätigt werden muss. Weitere, kumulative Voraussetzung ist in diesem Fall, dass eine Veröffentlichung unter Erwähnung der Tatsache, dass eine Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde.[702] Im Falle mehrstufiger Entscheidungsprozesse wird ein Aufschub, sofern

---

[700] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 34, wonach „Verhandlungen über verschiedenste Angelegenheiten" umfasst sind. Die Autoren nennen hier den Erwerb von Beteiligungen, sonstige Kooperationen, den Erwerb besonderer Liegenschaften, die Veräußerung besonderer Vermögensgegenstände sowie ein neues Dienstrechtsschema. S auch *Kalss/Zahradnik*, ecolex 2006, 393, wonach auch M&A-Transaktionen (zumindest auf Käuferseite) erfasst sind, da im Falle des Bekanntwerdens Konkurrenten oder andere Dritte den Abschluss vereiteln könnten.

[701] Vgl CESR/06-562b, II 2.8; ebenso *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 34. Die Autoren verlangen eine zusätzliche Beeinträchtigung der Marktposition. Zustimmend *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 76. Eine Geheimhaltungsvereinbarung ebenfalls als berechtigtes Interesse ablehnend *Kalss/Zahradnik*, ecolex 2006, 393.

[702] Vgl *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (732), der aus diesem Grund für die regelmäßige Zulässigkeit des Aufschubs im Falle des Fehlens des Aufsichtsratsbeschlusses plädiert, da das Anlegerpublikum nicht genau wissen kann, wie wahrscheinlich die Zustimmung des Aufsichtsrats und damit das Zustandekommen des Beschlusses ist. Das ist mE korrekt, da gerade in diesem Fall eine Veröffentlichung die korrekte Bewertung der Information durch das Anlegerpublikum gefährden würde, vgl § 48d Abs 2 Z 1 lit b BörseG.

noch keine Aufsichtsratsentscheidung gefasst wurde, regelmäßig zulässig sein.[703] Eine verfrühte Veröffentlichung würde die gesellschaftsrechtliche Funktion des Aufsichtsrats, der gerade schwierige und kritische Entscheidungen des Vorstands genau prüfen soll, schwächen, was weder im Interesse des Emittenten, noch im Interesse der Anleger wäre.[704] Generell sind Emittenten unabhängig von ihrer Gesellschaftsform erfasst, sofern deren Struktur die Trennung zwischen Organen, die zustimmen müssen, vorsieht, weshalb beispielsweise eine monistische Societas Europaea ausscheidet, da deren Struktur keine Trennung zwischen den Organen, sondern vielmehr einen einheitlichen Verwaltungsrat vorsieht.[705] Eine noch ausstehende Entscheidung der Hauptversammlung berechtigt dagegen nicht zum Aufschub, da die Aufschubvoraussetzungen in der Praxis gar nicht eingehalten werden können, weil die Information nicht mehr vertraulich ist, sobald diese durch die Einladung zur Hauptversammlung nach außen dringt.[706]

Weitere Konstellationen, in denen berechtigte Interessen zum Aufschub der Veröffentlichung vorliegen, umfassen die Neuentwicklung von Produkten, Patenten und Erfindungen, sofern deren Realisierung Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommt. Hier kann der Emittent die Veröffentlichung aufschieben, bis er die erforderlichen Maßnahmen, wie zB eine Patentanmeldung, durchgeführt hat.[707] Ebenso liegen berechtigte Interessen im Falle von Umstrukturierungsmaßnahmen des Emittenten, welche die Arbeitnehmer verunsichern könnten, vor sowie bei Bietern, die gleichzeitig Emittenten sind, im Falle der Stellung eines Übernahmeangebots für den Zeitraum der Geheimhaltungsverpflichtung gemäß § 5 ÜbG.[708]

---

[703] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 67. Ebenso *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (732). S auch *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 144 mwN, woraus sich ergibt, dass diese Auffassung der BaFin in der Literatur umstritten ist. Zustimmend, allerdings für eine Prüfung im Einzelfall votierend, *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 80.

[704] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 58.

[705] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 80, FN 110.

[706] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 146.

[707] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 66; Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.4; *Frowein* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Handbuch Kapitalmarktinformation § 10 Rz 102.

[708] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.4.

Personelle Veränderungen im Vorstand können ebenfalls einen Aufschub der Veröffentlichung rechtfertigen.[709]

Letztlich stellt sich noch die Frage, ob und in welchem Umfang der Emittent der FMA die berechtigten Interessen darlegen muss. Weder im BörseG noch in der VMV ist dieser Punkt geregelt. Man könnte daher der Meinung sein, dass der Emittent dazu nicht verpflichtet ist. Auf der anderen Seite muss die FMA genügend Informationen erhalten, um feststellen zu können, ob die Voraussetzungen für den Aufschub vorliegen oder nicht, da, wie bereits festgestellt wurde, die FMA auf eine Veröffentlichung hinwirken muss, sofern die Aufschubvoraussetzungen offensichtlich nicht vorliegen. Dieser Eindruck wird sich zumindest aufdrängen, wenn keine berechtigten Interessen angegeben werden. Auch aus dem Telos des § 48q Abs 1 BörseG, wonach die FMA Unterlagen einsehen und Auskünfte von jedermann anfordern kann, ergibt sich mE, dass auch die berechtigten Interessen ausreichend

---

[709] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 78. Nähere Details zur Problematik finden sich bei *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (732). *Rüffler* beleuchtet die Problematik personeller Veränderungen im Vorstand im Zusammenhang mit möglichen Ad-hoc-Veröffentlichungspflichten in seiner Darstellung ausgehend von den in Deutschland ergangenen Entscheidungen in der Sache DaimlerChrysler AG zum Ausscheiden deren Vorstandsvorsitzenden Schrempp. Die Zulässigkeit eines Aufschubs in diesem Fall ebenfalls befürwortend BaFin, Emittentenleitfaden 67. Die BaFin plädiert aaO generell für eine Abkehr von der restriktiven Auslegung der Zulässigkeit des Aufschubs, da die Veröffentlichungspflicht durch die MarktmissbrauchsRL zB in Fällen mehrstufiger Entscheidungsprozesse erheblich vorverlagert worden ist, weist jedoch auch darauf hin, dass auf Grund der erforderlichen Vertraulichkeit eine Entscheidung so schnell wie möglich gefasst werden sollte. *Rüffler* sieht aaO einen Aufschub auch im Falle der Suspendierung eines Vorstandsmitglieds als zulässig an, bis die Vorwürfe geklärt sind. Dem ist mE zuzustimmen. Wohl ebenfalls für die Zulässigkeit einer Nichtveröffentlichung OGH 7 Ob 58/08t GesRZ 2008, 378 (384) (abl *Kalss/Zollner)*. Die Entscheidung OGH 7 Ob 58/08t ist insoweit etwas unklar. Der OGH geht grundsätzlich von einer Ad-hoc-Pflicht bei personellen Veränderungen im Vorstand aus, allerdings bleibt in der Entscheidung offen, was der OGH mit seiner Aussage, im Falle einer gütlichen Einigung mit den suspendierten Vorstandsmitgliedern sei keine Veröffentlichung mehr notwendig, gemeint hat. *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 78, FN 108, sind der Ansicht, dass der OGH „unentschieden" sei, mit leichter Tendenz zur Zulässigkeit des Aufschubs. *Kalss/Hasenauer*, GesRZ 2008, 301 (305), sehen die Entscheidung des OGH indes als fehlerhaft an, da dieser übersehen habe, dass die Suspendierung bereits das ad-hoc-pflichtige Ereignis ist. Das schließen die Autoren aus den Überlegungen des OGH, dass eine Veröffentlichung nicht mehr erforderlich sei, wenn später eine gütliche Einigung erfolge. Im Ergebnis bringt die Entscheidung des OGH für die Beantwortung der Frage, ob im Falle der Suspendierung eines Vorstandsmitglieds ein Aufschub der Veröffentlichung zulässig ist, mE keine verwertbaren Ansätze, da der OGH sich in der Entscheidung nicht mit einer etwaigen Aufschubmöglichkeit befasst hat.

dargelegt werden müssen. Sollte das nicht erfolgen, könnte sich die FMA die berechtigten Interessen über § 48q Abs 1 BörseG darlegen lassen, was den Prozess allerdings verzögern würde. Der Emittent würde sich im Falle der Nichtangabe von berechtigten Interessen auch dem Risiko aussetzen, dass gegen ihn wegen der Nichtveröffentlichung einer Insider-Information gemäß § 48d Abs 1 BörseG ermittelt wird, da es prima facie so aussieht, als ob die Voraussetzungen eines Aufschubs nicht vorliegen. Daher sind die berechtigten Interessen mE in jedem Fall substantiiert darzustellen. Selbst wenn ein Emittent anderer Auffassung sein sollte, ist diesem daher zu raten, die berechtigten Interessen ausreichend zu begründen, um sich nicht der Gefahr eines gegen ihn gerichteten Verwaltungsstrafverfahrens auszusetzen.

2.4.2.2 Keine Irreführungseignung der Öffentlichkeit

Weitere Tatbestandsvoraussetzung des § 48d Abs 2 BörseG ist, dass die Unterlassung der Veröffentlichung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen. Dabei ist die Irreführungseignung stets in Zusammenhang mit anderen Informationen oder einem konkreten Verhalten des Emittenten zu sehen.[710] Das Informationsungleichgewicht, das naturgemäß gegeben ist, ist für sich genommen noch nicht irreführend.[711] Generell ist von einer Eignung zur Irreführung auszugehen, wenn der Emittent ein Informationsverhalten an den Tag legt, das im Lichte des Inhalts der Insider-Information unzutreffend ist oder das Publikum Informationen hat, die im Widerspruch zu der zu veröffentlichenden Insider-Information stehen.[712] Sofern dem Publikum bereits Informationen vorliegen ist mE

---

[710] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 85 mwN.

[711] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 67; *Frowein* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Handbuch Kapitalmarktinformation § 10 Rz 110; *Geibel/Schäfer* in *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze[2] (Stand: 6/2007), § 15 WpPG Rz 135; IdS auch *Kalss/Zahradnik*, ecolex 2006, 393, die eine „qualifizierte Irreführung" verlangen, da jeder Aufschub grundsätzlich irreführend sei. S auch CESR/06-562b, II 2.12, wonach der Aufschub für sich genommen nicht als irreführend angesehen wird, da die gesetzliche Regelung andernfalls leerliefe.

[712] Vgl *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 15 Rz 160. S in diesem Zusammenhang auch BaFin, Emittentenleitfaden 67, wonach das Verfolgen einer „no comment policy" durch den Emittenten keine Irreführung darstellt. Ähnlich auch Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.4. Demnach darf der Emittent während der Inanspruchnahme des Aufschubs keine aktiven Signale setzen, die zu der noch nicht veröffentlichten Insider-Information im Widerspruch stehen. ME erscheint es fraglich ob im Fall von Gerüchten, die der Insider-Information inhaltlich widersprechen, eine „no comment policy" ausreichend ist, um eine Irreführungseignung zu vermeiden. Gerade hier bewirkt die Nichtveröffentlichung eine Irreführung des Anlegerpublikums, vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG

auch stets genau zu prüfen, ob die Vertraulichkeit der Insider-Information überhaupt noch gewährleistet ist oder aber davon ausgegangen werden muss, dass diese bereits den Weg nach außen gefunden hat. In diesem Fall wäre eine sofortige Veröffentlichung geboten. Es ist also im Einzelfall genau zu prüfen, woher die Gerüchte stammen und inwieweit davon auszugehen ist, dass sie Inhalte der Insider-Information betreffen oder vollkommen aus der Luft gegriffen sind.[713] Davon wird abhängen, ob eine „no comment policy" ausreichend ist, was bei Bekanntwerden konkreter Details wohl nur ausnahmsweise der Fall sein dürfte, da in diesem Fall alles auf ein Leck im Vertraulichkeitsbereich des Emittenten hindeutet, so dass eine unverzügliche Veröffentlichung erfolgen muss.

2.4.2.3 Gewährleistung der Vertraulichkeit der Information

Der Emittent muss gemäß § 48d Abs 2 BörseG als dritte Voraussetzung in der Lage sein, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Diesbezüglich macht § 48d Abs 2 Z 2 BörseG Vorgaben zu Maßnahmen, mittels derer der Emittent diese Vertraulichkeit sicherstellen soll. Diese beinhalten zum einen eine Zugangsbeschränkung in der Form, dass nur Personen, deren Zugang zu Insider-Informationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben innerhalb des Emittenten unerlässlich ist, Zugang zu den Informationen haben (§ 48d Abs 2 Z 2 lit a BörseG). Die Personen sollen nur im unbedingt notwendigen Ausmaß Zugang zu den Insider-Informationen erlangen.[714] Außerdem muss den betroffenen Personen die Tragweite ihrer rechtlichen Pflichten und Sanktionen im Falle von Verstößen gegen das Geheimhaltungsgebot verdeutlicht werden (§ 48d Abs 2 Z 2 lit b BörseG), und letztlich sind entsprechende Maßnahmen zwecks unverzüglicher Veröffentlichung vorzubereiten, sofern die Vertraulichkeit nicht gewahrt werden konnte (§ 48d Abs 2 Z 2 lit c BörseG). Der Beginn des Entwurfs einer Ad-hoc-Meldung erst nach dem Bekanntwerden der Insider-Information ist

---

§ 48d Rz 85. Auf der anderen Seite ist aber auch zu berücksichtigen, dass Dritte durch das Streuen falscher Nachrichten einen Emittenten quasi dazu nötigen könnten, dass er eine Veröffentlichung vornehmen muss. Daher ist der BaFin hier insoweit zuzustimmen, als eine „no comment policy" zumindest nicht ausgeschlossen ist, vorausgesetzt die kolportierten Gerüchte sind sozusagen aus der Luft gegriffen und nicht als Teile der Insider-Information einzustufen. Andernfalls wäre diese nämlich nicht mehr vertraulich, und der Emittent müsste sie unverzüglich veröffentlichen.

[713] Vgl auch CESR Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Ref.: CESR/09-219, Rz 69, abrufbar unter http://www.esma.europa.eu/system/files/09_219.pdf (13.11.2012), wonach entscheidend für die Veröffentlichungspflicht ist, ob der Emittent von einem Leck in seinem Vertraulichkeitsbereich ausgehen muss.

[714] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 39.

nicht rechtzeitig.[715] Treffend formuliert ist die Vertraulichkeit solange gewährleistet, wie der Emittent es über die in den Prozess einbezogenen Mitarbeiter zuverlässig in der Hand hat, an wen die Information gelangt.[716] Eine plötzliche und signifikante Änderung der Börsenpreise oder ein starker Anstieg der Handelsvolumina können ein Indiz für das Bekanntwerden von Umständen sein, die der Insider-Information zu Grunde liegen.[717] Hier ist der Emittent angehalten, genau zu prüfen, ob eine Lücke in seinem Vertraulichkeitsbereich entstanden ist, da er in diesem Fall die aufgeschobene Insider-Information unverzüglich gemäß § 48d Abs 1 BörseG veröffentlichen muss.

2.5. Problematische Fälle im Bereich der Ad-hoc-Publizität

2.5.1. Öffentliche Bekanntheit iSv § 48a Abs 1 Z 1 BörseG

Wie bereits festgestellt, führt die Übermittlung an die in § 11 Abs 2 VMV genannten Nachrichtendienste dazu, dass eine Insider-Information öffentlich bekannt wird. Fraglich ist, wie es sich in Konstellationen verhält, in denen dies nicht geschehen ist, die Insider-Information jedoch über andere Kanäle bereits eine weite Verbreitung erfahren hat.

Nicht öffentlich bekannt sind Insider-Informationen, die im Rahmen einer geschlossenen Veranstaltung, im Rahmen einer Pressekonferenz oder im Rahmen einer ordentlichen Hauptversammlung bekannt gegeben werden, selbst wenn auf dieser zahlreiche Pressevertreter zugegen sind, weil der Kreis der Zutrittsberechtigten erfahrungsgemäß dennoch eingeschränkt ist und eben nur ein kleiner Kreis von Personen im Moment der Bekanntgabe die Möglichkeit hat, die Informationen zur Kenntnis zu nehmen.[718] In der Praxis

---

[715] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 95. Diese Ansicht der Autoren ist mE, vor allem in Anbetracht des § 7 VMV, wonach der wesentliche Inhalt der aufgeschobenen Information der FMA schriftlich übermittelt werden muss, zutreffend. Diese schriftliche Information wird oft, zumindest in den Grundzügen, dem Inhalt der nach Wegfall der Aufschubvoraussetzungen zu veröffentlichenden Ad-hoc-Meldung entsprechen, so dass bereits im Zeitpunkt des Aufschubs der Entwurf einer Ad-hoc-Meldung erstellt werden muss, der gegebenenfalls noch anzupassen ist.

[716] Vgl *Versteegen* in *Hirte/Möllers*, WpHG § 15 Rz 163.

[717] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 68.

[718] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.1., wonach nicht einmal die Übertragung der Hauptversammlung über das Internet, wie gemäß § 102 Abs 3 AktG möglich, die öffentliche Bekanntheit gewährleistet. Ebenso BaFin, Emittenenleitfaden, 32. S auch *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 39f mwN. Demnach führt eine Veröffentlichung im Internet, zB auf der Website des Emittenten, ebenfalls nicht zur öffentlichen Bekanntheit der

sollte ein Emittent eine derartige Situation möglichst vermeiden. Einerseits wird durch die Bekanntgabe gegenüber einem eingeschränkten Personenkreis Insiderhandel ermöglicht, andererseits wird in diesem Zeitpunkt bereits ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht vorliegen, da eine Veröffentlichung, die nach § 48d Abs 1 BörseG unverzüglich erfolgen muss, dann nicht mehr möglich ist. Die Insider-Information wird in den oben genannten Fällen schon im Vorfeld der jeweiligen Veranstaltung und nicht erst zum Zeitpunkt der Bekanntgabe entstanden sein und hätte daher bereits vor dieser veröffentlicht werden müssen.

Nicht mit der öffentlichen Bekanntheit gleichzusetzen ist die Gerichtsöffentlichkeit, da auch hier der Kreis der Zuhörer auf Grund der begrenzten Zuschauerkapazitäten der Gerichtssäle eingeschränkt ist. [719]

In allen diesen Konstellationen stellt sich freilich die Frage, wie eine Insider-Information zu behandeln ist, die sich in der Öffentlichkeit weiter verbreitet. Ab einem gewissen Zeitpunkt ist davon auszugehen, dass diese öffentlich bekannt ist, auch wenn sie nicht über den gesetzlich vorgeschriebenen Weg nach § 82 Abs 8 BörseG iVm § 11 VMV veröffentlicht worden ist. Es stellt sich die Frage, ob danach zu differenzieren ist, ob die Finanzinstrumente nur in einem Mitgliedstaat zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. In diesem Fall könnte man zB, sofern nur in Österreich eine Zulassung besteht, vertreten, dass eine Verbreitung in Österreich über die APA oder den ORF dazu führen würde, dass die Information öffentlich bekannt ist. Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass das Börsegesetz in § 82 Abs 8 BörseG die europaweite Veröffentlichung vorsieht. Auch bedeutet eine Zulassung lediglich in Österreich nicht, dass nur Anleger in Österreich das Finanzinstrument handeln können.

Von der TransparenzRL und damit vom Börsegesetz nicht berücksichtigt werden Anleger in Drittstaaten, die das Finanzinstrument ebenfalls handeln könnten, so dass es keine Rolle

---

Insider-Information. Dafür spricht auch Sinn und Zweck des § 5 VMV. Gemäß § 5 Abs 2 VMV ist eine Veröffentlichung auf der Website des Emittenten ohnehin erforderlich, darf aber gemäß § 5 Abs 3 VMV nicht vor der Veröffentlichung nach § 82 Abs 8 BörseG erfolgen. Daraus ergibt sich, dass eine Internetveröffentlichung die Veröffentlichung nach § 82 Abs 8 BörseG nicht ersetzen kann, sondern lediglich ein zeitlich nachgelagerter Zusatz ist.

[719] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 62. Etwas anderes gilt demnach nur, wenn die Entscheidung des Gerichts „allgemein öffentlich bekannt geworden ist". Vgl auch *Rothenhöfer* in *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht[4] Rz 3.492; *Pawlik* in *Hirte/Möllers*, WpHG, § 13 Rz 36.

spielt, ob eine Insider-Information über den EWR hinaus öffentlich bekannt ist. Eine europaweite Veröffentlichung der Insider-Information gemäß § 82 Abs 8 BörseG reicht in jedem Fall aus, um diese öffentlich bekannt zu machen. Allerdings ist hier auch davon auszugehen, dass über die in § 11 Abs 2 VMV genannten Nachrichtenanbieter, Reuters, Bloomberg und Dow Jones Newswire, eine Verbreitung auch außerhalb des EWR erfolgen wird, so dass es im Endeffekt nicht relevant ist, dass keine weitreichendere Verbreitung gesetzlich vorgesehen ist. Letztlich sollte für die Frage der öffentlichen Bekanntheit mE darauf abgestellt werden, ob die Insider-Information derart in die Öffentlichkeit gelangt ist, dass mit einer schnellen Weiterverbreitung auch im EWR zu rechnen ist. Davon ist dann auszugehen, wenn damit gerechnet werden kann, dass auch ausländische Medien im EWR die durch die APA oder den ORF verbreitete Information aufgreifen und weiterverbreiten werden, so dass diese EWR-weit bekannt wird. Ebenso verhält es sich mit der Gerichtsöffentlichkeit. Sofern es sich um eine Entscheidung handelt, die in der europäischen Medienlandschaft Beachtung findet, ist davon auszugehen, dass die darin enthaltenen Informationen öffentlich bekannt sind. Unproblematisch ist dies dann der Fall, wenn auch einer der in § 11 Abs 2 VMV genannten Nachrichtendienste die Information aufgreift und verbreitet.

Im Falle von in den Medien zirkulierenden Gerüchten kann keine generelle Pflicht des Emittenten zur Veröffentlichung der Insider-Information abgeleitet werden.[720] Wie bereits dargestellt, kann jedoch eine Pflicht zur Veröffentlichung bestehen, wenn der Emittent im Falle eines Aufschubs davon ausgehen muss, dass die in den Medien zirkulierenden Gerüchte auf Grund eines Lecks in seinem Vertraulichkeitsbereich entstanden sind.[721]

Zu welchem Zeitpunkt öffentliche Bekanntheit vorliegt, ist jedenfalls eine Abwägungsfrage, die stets anhand der Umstände des konkreten Einzelfalls zu beurteilen ist. Zu beachten ist an dieser Stelle, dass ab dem Entstehen der Insider-Information ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht vorliegt, sofern nicht eine unverzügliche Veröffentlichung oder in den Fällen des § 48d Abs 2 BörseG ein Aufschub der Veröffentlichung erfolgt.

Hinsichtlich Bewertungen ist danach zu differenzieren, ob diese anhand von bereits veröffentlichten Informationen erstellt worden sind oder nicht. Sofern sie anhand von

---

[720] Vgl CESR/09-219, Rz 65.

[721] Vgl Kapitel II.G.2.4.2.2.

nicht-öffentlichen Informationen erstellt worden sind, können die Bewertungen, sofern alle anderen Tatbestandsmerkmale einer Insider-Information vorliegen, eine solche darstellen.[722]

2.5.2. Genaue Information und hinreichende Wahrscheinlichkeit iSv § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG

2.5.2.1 Konstellationen bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen[723]

Wie bereits erwähnt, ist bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen stets eine Abwägung im Einzelfall erforderlich.[724] Dabei ist auf jeder einzelnen Stufe des Prozesses zu prüfen, ob bereits eine genaue Information vorliegt und ob bereits Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung vorliegt.[725] Auch aus der Gesetzessystematik des § 48d Abs 2 Z 1 lit b BörseG, der bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen die Aufschiebung der Veröffentlichung zulässt, ergibt sich, dass eine Veröffentlichung erst mit der endgültigen Entscheidung in jedem Fall zu spät ist.[726] Sofern erst mit der endgültigen Entscheidung eine Pflicht zur Vornahme einer Ad-hoc-Veröffentlichung bestünde, wäre die gesetzliche Regelung des § 48d Abs 2 Z 1 lit b BörseG überflüssig, im Umkehrschluss ergibt sich also aus dieser Bestimmung, dass spätestens mit dem Beschluss des Geschäftsführungsorgans eine Insider-Information vorliegt.

---

[722] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.1.1. Das entspricht auch Erwägungsgrund 31 der MarktmissbrauchsRL, wonach Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlicher Angaben erstellt wurden, nicht als Insider-Informationen angesehen werden sollten. Die FMA nennt in ihrem oa Rundschreiben beispielhaft Informationen aus bereits veröffentlichten Quartals- und Jahresberichten. Im Falle von Ratings differenziert die FMA ebenfalls danach, ob diese anhand von öffentlichen oder nicht-öffentlichen Informationen erstellt worden sind.

[723] Vgl zu diesem Thema auch *Kalss/Zahradnik*, ecolex 2006, 393, die sich detailliert mit Fragen des Insiderrechts und der Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen auseinandersetzen. Eine gute Übersicht über anwendbare Publizitätspflichten bei der Übernahme börsenotierter Unternehmen nach deutschem Recht mit praktischen Empfehlungen findet sich bei *Lebherz*, WM 2010, 154.

[724] Vgl FN 570.

[725] Vgl FN 596, 644. Ebenso *Kalss/Zahradnik*, ecolex 2006, 393, wonach im Rahmen einer Transaktion jeder Einzelschritt darauf zu prüfen ist, ob die Durchführung hinreichend wahrscheinlich ist und damit bereits eine genaue Information vorliegt. Dass auch Zwischenschritte präzise Informationen sein können und damit eine Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht auslösen können hat der EuGH bestätigt, vgl EuGH C-19/11, Rz 38, 40.

[726] Vgl auch BaFin, Emittentenleitfaden 58.

Unabhängig von der stets erforderlichen Einzelfallprüfung können bestimmte Sachverhalte determiniert werden, in denen in der Regel vom Vorliegen einer genauen Information ausgegangen werden kann oder eben in der Regel noch nicht. Nicht ausreichend für das Vorliegen einer genauen Information gemäß § 48a Abs 1 Z 1 lit a BörseG ist in der Regel ein Letter of Intent zum Zwecke der Sicherstellung der Vertraulichkeit im Rahmen von Akquisitionsverhandlungen, selbst wenn eine exklusive Verhandlungsführung darin vorgesehen ist.[727] Im Falle der Teilnahme an einer Due-Diligence-Prüfung, die zu einem zufriedenstellenden Ergebnis führt, kann jedoch bereits eine genaue Information vorliegen, der die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommt. Zu einer gegenteiligen Bewertung wird man jedoch teilweise kommen, wenn der Ausgang des Bieterverfahrens auf Grund der Teilnahme mehrerer Bieter ungewiss ist.[728] Ein danach folgender Letter of Intent, in welchem der Rahmen für weitere Verhandlungen, zB über den Übernahmepreis, festgelegt werden, wird in der Regel eine genaue Information sein, der Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommt.[729] Generell ist in derartigen Konstellationen an die Möglichkeit eines Aufschubs zu denken. Berechtigte Interessen iSv § 48d Abs 2 Z 1 BörseG werden in der Regel vorliegen, wenn die Veröffentlichung zu einer für den Bieter nicht akzeptablen Kursveränderung oder zum Scheitern der Transaktion führen würde.[730] Im Falle der Veräußerung des Unternehmens, einer Beteiligung, eines Teils des Betriebes oder Ähnlichem kann im Falle des Vorliegens einer festen Absicht dazu, auch wenn möglicherweise noch kein konkreter Käufer feststeht, eine Insider-Information vorliegen.[731]

2.5.2.2 Behandlung von Kapitalerhöhungen

Bei einer Kapitalerhöhung mittels genehmigten Kapitals kommt es maßgeblich darauf an, ob deren Eintritt hinreichend wahrscheinlich ist. Auch die Tatsache, dass beispielsweise nur ein

---

[727] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.3.2.1; BaFin aaO 31.

[728] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen aaO. Nach Ansicht der FMA muss diese Due-Diligence-Prüfung eine systematische Stärken-/Schwächen-Analyse des Kaufobjekts, der mit dem Kauf verbundenen Risiken sowie eine fundierte Bewertung des Objekts beinhalten. Gegenstand der Prüfung sind ua Bilanzen, personelle und sachliche Ressourcen, strategische Positionierung, rechtliche und finanzielle Risiken und Umweltlasten.

[729] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 31.

[730] Vgl BaFin aaO, 64.

[731] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen aaO.

Grundsatzbeschluss ohne Festlegung eines Maximalpreises des Vorstands, oder nur eine Rahmengenehmigung des Aufsichtsrats zur Ausnutzung des genehmigten Kapitals innerhalb eines gewissen Zeitraums und in Höhe eines Maximalpreises besteht, nicht aber ein endgültiger Beschluss, ändert nichts an der Entstehung der Insider-Information, sofern die Kapitalerhöhung hinreichend wahrscheinlich ist.[732] Die FMA hat für die Kurserheblichkeit einer hinreichend wahrscheinlichen Kapitalerhöhung Kriterien aufgestellt.[733] Diese Kriterien der FMA umfassen wofür die Mittel aufgewendet werden, ob der Markt das weiß, ob im Vorfeld der Kapitalerhöhung bereits eine Ad-hoc-Meldung über einen Unternehmenskauf oder eine Unternehmensbeteiligung voraus ging, und ob die Kapitalerhöhung eine höhere Liquidität der Aktie mit sich bringt.

2.5.2.3 Prognosen

Sofern im Falle von Prognosen der Eintritt des prognostizierten Ereignisses hinreichend wahrscheinlich ist, kann eine Prognose gemäß § 48d Abs 1 BörseG veröffentlichungspflichtig sein, es sei denn, es handelt sich um allgemein formulierte Erwartungen oder langfristige Planungen des Emittenten.[734] Das setzt zusätzlich voraus, dass der Prognose Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung zukommt, was dann der Fall sein wird, wenn sie von zurückliegenden Geschäftsergebnissen oder Markterwartungen erheblich abweicht.[735]

2.5.3. Primärmarktpublizität und Ad-hoc-Publizität

Eine weitere praktisch relevante Frage stellt sich im Spannungsfeld zwischen der Primärmarktpublizität, wenn Emittenten also einen Prospekt nach dem KMG veröffentlichen, und der Ad-hoc-Publizität. Überschneidungen gibt es, sofern einerseits wenigstens ein Antrag auf Zulassung der Finanzinstrumente zum Handel an einem geregelten Markt gestellt ist und gleichzeitig entweder noch kein Prospekt veröffentlicht worden ist bzw ein Prospekt

---

[732] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen aaO.

[733] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen aaO.

[734] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 60. Die BaFin nennt hier Planungen mit einem Zeithorizont von wenigstens 3 Jahren sowie interne Planungen iSv Zielvorgaben. Diese sind mangels ausreichender Konkretisierung nicht veröffentlichungspflichtig. S auch UVS Wien 11.08.2011, 06/FM/47/8666/2010; UVS Wien 25.04.2008 06/FM/47/7473/2007; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 7; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG[6] § 13 Rz 27; *Mennicke/Jakovou* in *Fuchs*, WpHG § 13 Rz 29.

[735] Vgl BaFin aaO.

veröffentlicht worden ist, und das öffentliche Angebot noch nicht vorüber ist.[736] Die Verwaltungspraxis in Österreich unterscheidet danach, ob es sich um ein Initial Public Offering („IPO“) oder um ein Secondary Public Offering („SPO“) handelt. Sofern im Falle eines IPO noch kein von der FMA gebilligter Prospekt veröffentlicht worden ist, und die Wertpapiere des Emittenten nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ist die FMA der Ansicht, das keine ad-hoc-pflichtige Information möglich ist, da eine solche nur angenommen werden kann, wenn sie die Anlageentscheidung des Anlegers beeinflussen könnte. Das ist ohne veröffentlichte Informationen über den Emittenten nicht möglich.[737] Wenn noch kein Antrag auf Zulassung der Finanzinstrumente zum geregelten Markt gestellt ist, ist zudem der Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität noch gar nicht eröffnet. Sofern bereits ein Prospekt veröffentlicht ist, wird eine gemäß § 48d Abs 1 BörseG ad-hoc-pflichtige Information auch eine Nachtragspflicht nach § 6 Abs 1 KMG auslösen. Dasselbe gilt auch im Falle eines SPO. Sofern bei einem SPO noch kein Prospekt für dieses veröffentlicht worden ist, Finanzinstrumente des Emittenten aber naturgemäß bereits zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ist die Veröffentlichung gemäß § 48d Abs 1 BörseG vorrangig, es sei denn, die Voraussetzungen für einen Aufschub nach § 48d Abs 2 BörseG liegen vor. Die (dann bereits veröffentlichte) ad-hoc-pflichtige Information ist jedoch auch in den Prospekt aufzunehmen.[738] Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass nur dann eine ad-hoc-pflichtige Information in Betracht kommt, wenn die Finanzinstrumente bereits zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind bzw ein entsprechender Antrag gestellt ist. In der Regel löst eine Ad-hoc-Pflicht auch eine Nachtragspflicht aus, nicht aber unbedingt umgekehrt, da nicht alle nachtragspflichtigen Informationen auch Insider-Informationen sind.[739] Eine Insider-Information wird auf der anderen Seite aber regelmäßig ein „wichtiger neuer Umstand“ iSv § 6 KMG sein.

---

[736] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.5.

[737] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen aaO.

[738] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen aaO.

[739] IdS auch *Russ* in *Zib/Russ/Lorenz* § 6 Rz 20, wonach wesentliche Nachtragsumstände den Tatbestand der Insider-Information erfüllen können. Aus der Formulierung geht hervor, dass dies aber nicht immer der Fall sein muss.

2.5.4. Konzernsachverhalte

In Konstellationen, in denen Vorgänge in Mutter- oder Schwestergesellschaften einen Emittenten unmittelbar betreffen, stellt sich die Frage, ob eine Ad-hoc-Pflicht ausgelöst wird.[740] Es sind dabei Konstellationen denkbar, in denen die Ad-hoc-Pflicht den Emittenten treffen würde, sofern diese Umstände Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage bzw den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten haben oder den Wert seiner Finanzinstrumente beeinflussen und den Emittenten damit unmittelbar betreffen.[741] Im Falle der Börsenotierung der Mutter- oder Schwestergesellschaft wäre diese ebenfalls ad-hoc-pflichtig, allerdings sind Fälle denkbar, in denen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential nur für die Tochter besteht oder aber die Mutter- bzw die Schwestergesellschaft der Ad-hoc-Pflicht schlichtweg nicht ordnungsgemäß nachkommt. In diesen Fällen hat der Emittent als Tochtergesellschaft eine Ad-hoc-Meldung vorzunehmen.[742] Auch umgekehrt kann ein Vorgang in einer Konzerngesellschaft die Muttergesellschaft unmittelbar betreffen, wenngleich das weniger wahrscheinlich ist.[743] In Konzernsachverhalten sollte mE generell eine enge Abstimmung innerhalb des Konzerns unbedingt erfolgen, um ordnungsgemäße Ad-hoc-Veröffentlichungen sicherzustellen. Andernfalls könnte schnell der Eindruck einer unprofessionellen Kapitalmarktkommunikation entstehen, wenn divergierende Ad-hoc-Meldungen oder mehrere inhaltlich gleiche Ad-hoc-Meldungen veröffentlicht werden.

2.5.5. Verhältnis Ad-hoc-Pflicht und Übernahmerecht

Eine praktisch relevante Frage betrifft das Verhältnis zwischen der Pflicht zur Vornahme einer Ad-hoc-Veröffentlichung und den übernahmerechtlichen Geheimhaltungs- und Veröffentlichungspflichten in den §§ 5, 6 ÜbG. Teilweise wird vertreten, dass die übernahmerechtlichen Geheimhaltungs- und Veröffentlichungspflichten anderen

---

[740] Vgl dazu *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 8.

[741] Vgl *Simon*, Der Konzern, 13 (16f). Als Beispiele werden ua existenzielle wirtschaftliche Schwierigkeiten von Konzerngesellschaften oder ein Insolvenzverfahren, das zur Nichterfüllung von Lieferungs- oder Leistungsbeziehungen im Konzern führt, genannt.

[742] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 8.

[743] Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner* aaO. Demnach muss die Angelegenheit „umso gravierender sein, um auf den Kursverlauf der börsenotierten Mutter durchzuschlagen". Beispielhaft werden hier besonders massive Marktanteilsverluste, eine Zahlungseinstellung und die Veräußerung von Kernbereichen genannt.

Publizitätspflichten, wie der Ad-hoc-Publizität, als leges speciales vorgehen.[744] Im ÜbG fehlt eine ausdrückliche Regelung wie in § 10 Abs 6 WpÜG[745], welche die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht hinsichtlich der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots ausschließt. Die FMA vertritt zum Verhältnis der beiden Regelungswerke die Auffassung, dass die börsegesetzlichen Vorschriften durch die übernahmerechtlichen nicht verdrängt werden.[746]

Auffällig bei der Auffassung, wonach die übernahmerechtlichen Vorschriften als speziellere Regelungen die Ad-hoc-Publizität verdrängen, ist, dass jeweils auf die Ursprungsquelle von *Kalss* aus dem Jahr 1999[747] Bezug genommen wird. Seitdem hat der Bereich des Kapitalmarktrechts jedoch zahlreiche Entwicklungen erfahren, die es zu berücksichtigen gilt. So wurde erstmals mit der Umsetzung der MarktmissbrauchsRL in nationales Recht in Österreich[748] detaillierte Regelungen zum Verfahren im Falle eines Aufschubs geschaffen. Zuvor bestand zwar in § 82 Abs 6 Satz 2 BörseG idF BGBl I 2004/70 ebenfalls die Möglichkeit des Aufschubs, allerdings war dieser einerseits von der Genehmigung der FMA abhängig, auf der anderen Seite gab es auch keine konkreten Vorgaben im Gesetz, wann ein solcher zulässig war. ME ist das Verhältnis zwischen den übernahmerechtlichen Geheimhaltungsvorschriften zur Ad-hoc-Publizität keine Frage der Spezialität, sondern, wie von der FMA ausgelegt, vielmehr eine Frage des Ad-hoc-Aufschubs. Geheimhaltungspflichten nach § 5 ÜbG berechtigen daher in der Regel zum Aufschub einer Ad-hoc-Meldung. Der Streit, welche Vorschriften vorrangig sind, kann damit im Wege einer systematischen Auslegung gelöst werden, übernahmerechtliche Geheimhaltungspflichten und

---

[744] Vgl *Kalss*, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, NZG 1999, 421 (428); *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 23 Rz 60, 76. Zustimmend *Zollner* in *Huber*, Übernahmegesetz § 5 Rz 10. Ebenso unter Berufung auf die zitierten Literaturquellen und diese als hM bezeichnend, UVS Wien 27.03.2012, 06/FM/47/170/2011, wonach die übernahmerechtlichen Vorschriften leges speciales gegenüber der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht sind. Der Entscheidung des UVS zustimmend *Leuthner*, Zum Verhältnis Ad-hoc-Publizität und Übernahmerecht, ecolex 2012, 620.

[745] Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG in der Fassung vom 20. Dezember 2001 (BGBl I, 3822), zuletzt geändert durch Artikel 2 Absatz 46 des Gesetzes vom 22. Dezember 2011 (BGBl I, 3044)).

[746] Vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.4, wonach die Geheimhaltungspflicht gemäß § 5 ÜbG als berechtigtes Interesse für einen Aufschub gilt.

[747] Vgl *Kalss*, NZG 1999, 421.

[748] Durch BGBl I 2004/127.

die börserechtliche Ad-hoc-Publizitätspflicht stehen damit nebeneinander und nicht in einem Spezialitätsverhältnis.

2.6. Formale Anforderungen an Ad-hoc-Meldungen

2.6.1. Veröffentlichungs- und Meldeverordnung

Die formalen Voraussetzungen von Ad-hoc-Meldungen sind in der VMV[749] geregelt.[750] Die Ad-hoc-Meldung muss als solche klar erkennbar sein. Aus § 1 Abs 1 Z 1 lit a, b VMV ergibt sich, dass die Meldung mittels deutlich hervorgehobener Überschrift als „Ad-hoc-Meldung" bezeichnet werden muss und als Betreff aussagekräftige Schlagwörter, die den Inhalt der Meldung kurz zusammenfassen, enthalten muss. In § 1 Abs 1 Z 2 VMV sind weitere Details geregelt, wie die Angabe der Kontaktdaten des Emittenten, der internationalen Wertpapier-kennnummern[751] der betroffenen Finanzinstrumente, der Börsen und Handelssegmente für die eine Zulassung besteht oder beantragt wurde sowie die Angabe der Insider-Information mitsamt den derselben zu Grunde liegenden Umständen[752] und Datum. § 3 VMV bestimmt, dass die zu veröffentlichende Insider-Information kurz und prägnant formuliert sein muss. Aus § 3 VMV lässt sich ableiten, dass Ad-hoc-Meldungen nicht für Zwecke der Werbung eingesetzt werden dürfen.[753] Sofern es sich um eine Veröffentlichung auf Grund einer

---

[749] Die Verordnungsermächtigung findet sich in § 48d Abs 11 BörseG, wonach die FMA ermächtigt ist, Form, Inhalt und die Art der Übermittlung der gemäß § 48d Abs 1-5, 9 BörseG vorgesehenen Meldungen festzusetzen. Danach ebenfalls zulässig ist die Vorschreibung bestimmter Kommunikationstechniken unter Berücksichtigung des jeweiligen Stands der Technik.

[750] Für nähere Details zu den formalen Anforderungen s *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 34 ff.

[751] International Securities Identification Number („ISIN").

[752] Vgl dazu *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 38. Die Autoren ziehen einen Vergleich zu einem zivilrechtlichen Vertrag, wonach zumindest die essentialia negotii enthalten sein müssen. Im Falle von Preisangaben akzeptiert die FMA Abweichungen von maximal 20%, sofern die Ermittlung des Kaufpreises auf Grund der Vertragsgestaltung schwierig ist, vgl Rundschreiben der FMA betreffend Ad-hoc-Publizität und Directors' Dealings-Meldungen, Unterpunkt 2.2.3. Demnach sind auch Geheimhaltungsvereinbarungen hinsichtlich des Preises nach Ansicht der FMA gegenüber den Ad-hoc-Publizitätsvorschriften nachrangig.

[753] Vgl Begründung zur VMV, BGBl II 2005/109. Das ergibt sich in Deutschland direkt aus der Vorschrift des § 15 Abs 2 Satz 1 WpHG, wonach Angaben, welche offensichtlich nicht ad-hoc-pflichtig sind, auch in Verbindung mit ad-hoc-pflichtigen Angaben nicht veröffentlicht werden dürfen. Vgl auch BaFin, Emittentenleitfaden 70, wonach die Ad-hoc-Publizität nicht für Zwecke der Öffentlichkeitsarbeit vorgesehen ist. IdS auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 19. Bei einigen Emittenten ist in der Praxis dennoch eine Tendenz zu erkennen, Ad-hoc-Meldungen gezielt werbewirksam einzusetzen, zB durch ausführliche

erheblichen Veränderung einer Insider-Information handelt, ist diese gemäß § 4 Abs 1 Z 1 VMV deutlich als „Veränderung einer bereits offengelegten Ad-hoc-Meldung“ zu bezeichnen und mit einem Betreff zu versehen, der den Inhalt der Veröffentlichung kurz zusammenfasst. Auch sind gemäß § 4 Abs 1 Z 2 VMV das Datum der ursprünglichen Veröffentlichung mitsamt den genutzten Informationsverbreitungssystemen anzugeben sowie die veränderten Umstände mit deren Eintrittsdatum darzustellen. Das Erfordernis einer kurzen und prägnanten Formulierung ergibt sich für die Änderungsmeldung aus § 4 Abs 2 VMV. § 5 Abs 1 VMV nimmt Bezug auf die Sprachregelungen des § 85 Abs 1-4 BörseG[754] sowie auf das 3. Hauptstück der VMV, in welchem weitere Details zur Veröffentlichung von vorgeschriebenen Informationen geregelt sind. § 11 Abs 1 VMV verweist auf § 86 Abs 3 BörseG, wonach vorgeschriebene Informationen in einer Art und Weise zu verbreiten sind, die den größtmöglichen öffentlichen Zugang des Anlegerpublikums zu ihnen ermöglicht. § 11 Abs 2 VMV regelt, dass dafür eine Veröffentlichung über zumindest einen der Nachrichtenanbieter Reuters, Bloomberg oder Dow Jones Newswire erfolgen muss. Auch eine breite Veröffentlichung über eine große Anzahl anderer Nachrichtenagenturen genügt daher den Anforderungen des § 82 Abs 8 BörseG nicht, wenn keiner der 3 oben genannten Nachrichtenanbieter verwendet wird. § 11 Abs 3 VMV stellt diesbezüglich klar, dass diese 3 Anbieter über eine Verbreitung innerhalb der Europäischen Gemeinschaft[755] iSv § 82 Abs 8 BörseG verfügen. Wie bereits erwähnt, bedienen sich Emittenten in der Praxis eines sogenannten Service Providers.[756] Für Emittenten, deren Finanzinstrumente im Prime Market der Wiener Börse notieren, ist die Verwendung eines Service Providers zwingend vorgeschrieben.[757] § 5 Abs 2 VMV bestimmt, dass ein Emittent, sofern er ihm zurechenbare Internet-Seiten hat, eine Ad-hoc-Veröffentlichung wenigstens 6 Monate lang auf diesen

---

Informationen zum Emittenten oder dessen Produkten in der Meldung. Diese Vorgangsweise widerspricht § 3 VMV. Die FMA hat in der Begründung zur VMV in den Anmerkungen zu § 3 VMV zudem festgelegt, dass eine kurze und prägnante Veröffentlichung üblicherweise einen Text mit maximal 500 Wörtern enthält. Ähnlich BaFin, Emittentenleitfaden 70, wonach die Information möglichst nicht mehr als 10-20 Zeilen umfassen soll.

[754] Für genaue Einzelheiten zum Sprachenregime des BörseG siehe Kapitel II.D.

[755] Zu lesen iSv Verbreitung im gesamten EWR, s die Argumentation in FN 119.

[756] Vgl hierzu FN 125.

[757] Das bestimmt Punkt 7 des Regelwerks Prime Market der Wiener Börse AG. Demnach muss ein Service Provider sogar auf 2 der 3 in § 11 Abs 2 VMV erwähnten Nachrichtenanbieter direkten Zugriff haben.

allgemein zugänglich halten muss.[758] Die Hauptseite (Homepage) der Internet-Seiten des Emittenten muss dabei auf die Seite mit den Veröffentlichungen deutlich verweisen.[759] Aus § 5 Abs 3 VMV ergibt sich, dass die Veröffentlichung auf der Internet-Seite nicht vor der Veröffentlichung nach § 82 Abs 8 BörseG erfolgen darf. § 11a VMV regelt weitere Details hinsichtlich der Übertragung an die Medien. § 11a Abs 3 VMV betrifft die Sicherheit der Kommunikation, auf die der Emittent bei der Übermittlung achten muss, § 11a Abs 4 VMV entlastet den Emittenten insoweit, als er für Systemfehler oder -mängel in den Medien, an welche die vorgeschriebenen Informationen übermittelt wurden, nicht verantwortlich ist. Diese Vorschrift hat mE insbesondere vor dem Hintergrund möglicher zivilrechtlicher Ansprüche von Anlegern eine hohe Relevanz. Diese wären im konkreten Fall dann wohl an die Medien zu richten, wenn dort der Fehler passiert ist, während der Emittent auf Grund dieser Vorschrift des § 11a Abs 4 VMV nicht haftbar gemacht werden kann. Liegt jedoch ein Übermittlungs- oder Sendefehler beim Emittenten vor, so ist dieser dafür verantwortlich.[760] § 11a Abs 5, 6 VMV betrifft weitere technische Details und Mindestinformationen, welche die Übermittlung enthalten muss, sowie der FMA auf Anfrage mitzuteilende Informationen. In der Praxis sind die verfügbaren Service Provider auf die Anforderungen der VMV eingestellt, so dass die Veröffentlichung über Service Provider, vorausgesetzt, die vorgeschriebenen Informationen sind korrekt übermittelt worden,[761] eine formal rechtskonforme Veröffentlichung sicherstellt.

2.6.2. Vorabmitteilung gemäß § 82 Abs 7 BörseG

§ 82 Abs 7 BörseG sieht vor, dass der Emittent die nach § 48d BörseG zu veröffentlichenden Tatsachen vor der Veröffentlichung der FMA und dem Börseunternehmen mitzuteilen hat. Auch wenn § 82 Abs 7 BörseG etwas unscharf pauschal auf § 48d BörseG verweist, der nicht nur die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht, sondern wie gesehen[762] auch andere

---

[758] Die Vorschrift konkretisiert § 48d Abs 1 letzter Satz BörseG, der lediglich davon spricht, dass die Insider-Informationen während eines „angemessenen Zeitraums" auf der Website des Emittenten anzuzeigen sind.

[759] Ausreichend ist nach der Begründung zur VMV, BGBl II 2005/109, ein Link, der als „Ad-hoc-Meldungen", „Investor Relations" oder „Veröffentlichungen" gekennzeichnet ist und zu den veröffentlichten Ad-hoc-Meldungen des Emittenten führt.

[760] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 44.

[761] Dh, die Eingabemaske des Service Providers ist vom Emittenten vollständig und korrekt ausgefüllt worden.

[762] Vgl FN 539.

Verpflichtungen regelt, so ergibt sich aus einer historischen Auslegung[763], dass nur auf die Ad-hoc-Meldepflicht Bezug genommen werden soll. Eine Präzisierung der Vorschrift iS eines Verweises nur auf § 48d Abs 1 BörseG wäre dennoch wünschenswert.[764] Sinn und Zweck der Regelung besteht darin, dass das Börseunternehmen in die Lage versetzt wird, den Handel auszusetzen. Die FMA kann mit dem Emittenten Kontakt aufnehmen und gegebenenfalls Änderungen oder die Nichtveröffentlichung der Ad-hoc-Meldung anregen, sofern die Ad-hoc-Meldung fehlerhaft sein sollte oder ganz offensichtlich keine Insider-Information vorliegt. Einzelheiten zur Vorabmitteilung sind in § 6 VMV geregelt. § 6 VMV, der auf Grund der Verordnungsermächtigung in § 82 Abs 7 Satz 2 BörseG die Art der Übermittlung regelt, bestimmt, dass die Vorabmitteilung schriftlich zu erfolgen hat, den Wortlaut der Veröffentlichung gemäß den §§ 1, 2, 4 VMV mitsamt Veröffentlichungszeitpunkt bereits enthalten sowie die Angabe des Namens und der Telefonnummer einer Kontaktperson des Emittenten beinhalten muss. Die Frage, wie lange vor der Veröffentlichung die Vorabmitteilung der FMA und dem Börseunternehmen mitgeteilt werden muss, ist gesetzlich nicht geregelt. Die Praxis der Aufsichtsbehörden in Österreich und Deutschland sieht eine Vorlaufzeit von 30 Minuten vor.[765] In der Praxis haben die Service Provider die Vorlaufzeit von 30 Minuten bereits automatisiert eingestellt, so dass die Vorabübermittlung der Ad-hoc-Meldung an den Service Provider ohne weiteres Zutun des Emittenten deren

---

[763] Der Verweis in § 82 Abs 7 BörseG bezog sich ursprünglich auf § 82 Abs 6 BörseG idF BGBl I 2001/97, wo bis zur Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in das BörseG mit der Börsegesetz-Novelle 2004, BGBl I 2004/127, die Ad-hoc-Publizität geregelt war. Die Änderung des Verweises ist dabei leider etwas unglücklich erfolgt, da übersehen wurde, dass § 48d BörseG, im Gegensatz zu § 82 Abs 6 BörseG aF, nicht ausschließlich die Ad-hoc-Publizität regelt. Auch der Wortlaut der Vorschrift wurde nicht angepasst, § 82 Abs 7 BörseG enthält, wie § 82 Abs 6 BörseG aF, die Formulierung „die […] zu veröffentlichenden Tatsachen", während § 48d Abs 1 BörseG den Begriff „Insider-Information" verwendet. S hierzu auch *Temmel* in *Temmel*, BörseG § 82 Rz 58f.

[764] Alternativ wäre es auch sinnvoll, die Vorabmitteilungspflicht überhaupt in § 48d BörseG zu behandeln, wo diese systematisch gesehen besser hinpassen würde, da sie sich nur auf die Ad-hoc-Publizität bezieht. Vgl hierzu auch *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 48, die das ebenfalls unter Hinweis auf eine verbesserte Lesbarkeit des ohnehin komplex aufgebauten Börsegesetzes vorschlagen. Dies entspricht auch der deutschen Gesetzeslage. Die Vorabmitteilungspflicht ist dort in § 15 WpHG, der die Ad-hoc-Publizitätsvorschriften enthält, in Abs 4 geregelt.

[765] Vgl BaFin, Emittentenleitfaden 73. Demnach ist eine Verkürzung nur in Ausnahmefällen und nur nach Abstimmung mit den betroffenen Börseunternehmen zulässig, da diese andernfalls nicht in der Lage sind, eine mögliche Kursaussetzung eingehend zu prüfen. Daraus ergibt sich auch, dass eine eigenmächtige Verkürzung des Zeitraums durch den Veröffentlichungspflichtigen nicht zulässig ist.

Veröffentlichung 30 Minuten später nach sich zieht. In diesem 30-minütigen Zeitraum muss die angegebene Kontaktperson unter der genannten Telefonnummer unbedingt erreichbar sein, andernfalls ist die Vorabmitteilungspflicht sinnlos.[766]

2.7. Sanktionen im Fall von Verstößen

Die Sanktionen und Rechtsfolgen im Fall von Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht sind vielfältig und können verwaltungs-, straf- und zivilrechtlicher Natur sein.

Verwaltungsstrafrechtlich sind gemäß § 9 Abs 1 VStG die Personen verantwortlich, die zur Vertretung nach außen berufen sind bzw die gemäß § 9 Abs 2 VStG bestellten verantwortlichen Beauftragten[767]. Diesen Personen droht gemäß § 48 Abs 1 Z 2 BörseG eine Geldstrafe bis zu 60.000 Euro.[768] Für das Unternehmen erheblich ist der in § 64 Abs 5 Satz 1 BörseG vorgesehene Widerruf der Zulassung durch das Börseunternehmen, dessen Zulässigkeit allerdings auf Grund der Nichtanpassung des Verweises auf die neuen Ad-hoc-Publizitätsvorschriften in § 64 Abs 5 Satz 1 BörseG sehr fraglich ist.[769] ME ist ein

---

[766] Die in der Praxis zT beobachteten Fälle, in denen weder die angegebene Person, noch irgendein anderer verantwortlicher Mitarbeiter des Emittenten erreichbar waren, sind tunlichst zu vermeiden. Der Emittent hat daher alle Vorkehrungen zu treffen, um sicherzustellen, dass die genannte Person in jedem Fall erreichbar ist.

[767] Vgl zum verantwortlichen Beauftragten im Bereich des Finanzmarktrechts, *Ernst Brandl/Nicolas Raschauer*, Verantwortliche Beauftragte im Finanzmarktrecht – Anmerkungen zum Spannungsverhältnis zweier heterogener Rechtskreise, ecolex 2011, 1157. Die Autoren gehen neben der Darstellung verschiedener praktischer Fallkonstellationen auch explizit auf die inhaltlichen und formellen Anforderungen an die Bestellung selbst, an die Funktion sowie an die zu bestellende Person ein. Die essentiellen Eckpunkte einer Bestellung wurden in einer Checkliste festgehalten, vgl *Ernst Brandl/Nicolas Raschauer*, Bestellung eines verantwortlichen Beauftragten, ecolex 2011, 1160.

[768] Die FMA verhängt einzelne Strafen für die einzelnen Tatbestände, so dass sich insgesamt eine Gesamtstrafe von mehr als 60.000 Euro ergeben kann. So werden im Fall einer unterlassenen oder verspäteten Ad-hoc-Mitteilung uU bis zu 6 Einzelstrafen für die Nichtveröffentlichung bzw verspätete Veröffentlichung gemäß § 48 Abs 1 Z 2 iVm § 48d Abs 1, § 82 Abs 8 BörseG, die Nichtübermittlung an die FMA, die Wiener Börse und die OeKB gemäß § 48 Abs 1 Z 2 iVm § 86 Abs 1 BörseG sowie die Nichtvornahme bzw nicht zeitgemäße Vornahme einer Vorabmitteilung gegenüber FMA und Wiener Börse gemäß § 48 Abs 1 Z 2 iVm § 82 Abs 7 BörseG festgesetzt. IdS auch UVS Wien 22.02.2010, 06/FM/57/7999/2008, wonach die kumulative Sanktionierung zulässig ist, sofern jedem Tatbestand ein eigener Unrechtsgehalt zukommt, und dieser nicht bereits automatisch mit einem anderen Tatbestand verwirklicht ist. Für weitere Einzelheiten s auch *Wilfing/Schramm* in *Temmel*, BörseG § 48 Rz 60ff.

[769] Der Verweis in § 64 Abs 5 BörseG bezieht sich noch auf § 82 Abs 6 aF. ME ist sehr fraglich, ob der Widerruf der Zulassung möglich ist. Die Nichtanpassung des Verweises ist zwar ein Versehen des Gesetzgebers und nicht

Widerruf der Zulassung nicht möglich. Unabhängig von der Frage, ob der Widerruf der Zulassung möglich ist, käme als milderes Mittel gemäß § 64 Abs 5 Satz 2 BörseG anstatt eines Widerrufs auch eine Aufforderung an den Emittenten zur Herstellung des rechtmäßigen Zustands unter Setzung einer angemessenen Frist in Frage. Das jedoch nur insoweit, als der Anlegerschutz dadurch nicht verletzt wird. Allerdings muss im Falle eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Pflicht davon ausgegangen werden, dass der Anlegerschutz verletzt wird, da Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität gerade im Schutz der Anlegerinteressen durch unverzügliche Informationsbekanntgabe besteht.[770] Nach den Buchstaben des Gesetzes ist ein kompletter Ausschluss von der Börse gemäß § 14 Abs 1 Z 4 iVm § 19 Abs 1 Z 1 BörseG möglich, sofern eine rechtskräftige Verurteilung eines Geschäftsleiters gemäß den §§ 48, 48c BörseG erfolgt ist, und diese weder geringfügig noch getilgt ist.[771] Die Verfassungsmäßigkeit der Regelung wurde auf Grund der automatischen Rechtsfolge des Börseausschlusses als problematisch beurteilt.[772] Der VfGH hat § 14 Abs 1 Z 4 BörseG in der

---

beabsichtigt. Dafür spricht neben der historischen Auslegung des § 64 Abs 5 BörseG, dass zB Verstöße gegen die Beteiligungspublizität der §§ 91-94 BörseG, die in der Regel als weniger gravierend als Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität einzuordnen sind, mit dem Widerruf der Zulassung bestraft werden können. *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 52, sind der Ansicht, dass das Börseunternehmen bei einem Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizitätsvorschriften unzweifelhaft zum Widerruf der Zulassung berechtigt ist und argumentieren ua damit, dass § 82 BörseG „etliche konkretisierende Bestimmungen der Ad-hoc-Publizitätsmeldung" enthält und bewerten die Unterwerfung der Ad-hoc-Publizitätsvorschriften unter weniger strenge Sanktionen als sonstige Offenlegungspflichten als systematischen Bruch. ME genügt § 64 Abs 5 BörseG in der vorliegenden Fassung nicht dem Bestimmtheitsgebot und dem Grundsatz vom Vorbehalt des Gesetzes. Eine derart schwere Sanktion wie den Widerruf der Börsenzulassung ohne präzise gesetzliche Grundlage zu verhängen ist mE somit nicht möglich, daher wäre es wünschenswert, den Verweis anzupassen. Vgl dazu auch *Wenzl/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 64 Rz 15, die davon ausgehen, dass die Verletzung der Ad-hoc-Meldepflicht nach dem Gesetzestext per se kein Widerrufsgrund mehr ist, allerdings über § 48 Abs 1 Z 2 BörseG von der FMA zu ahnden ist. Die Autoren gehen augenscheinlich eher davon aus, dass nur die Verhängung einer Verwaltungsstrafe, nicht aber ein Widerruf möglich ist.

[770] Vgl *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (248). Demnach würde durch eine angemessene Fristsetzung zur Herstellung des rechtmäßigen Zustands auch zu viel Zeit verstreichen, so dass die Gefahr des Insiderhandels bestünde, und auch der Informationsschutz der Anleger nicht schnell genug bewerkstelligt werden könnte.

[771] Die Geringfügigkeitsregelung hinsichtlich § 48c BörseG wurde erst mit BGBl I 2011/145 eingefügt.

[772] Vgl hierzu *Bernhard Raschauer*, Börseausschluss als automatische Straffolge?, ÖZW 2010, 75. *Raschauer* hielt die frühere Regelung mE zu Recht für verfassungswidrig, da sie in die Erwerbsfreiheit eingreife, indem ein automatischer Marktausschluss erfolge, und sie einem relativen Berufsverbot für den Betroffenen gleichkomme.

Tat in der Zwischenzeit für verfassungswidrig erklärt und aufgehoben.[773] Ob die Neuregelung des Gesetzgebers, in der lediglich auch der Tatbestand der Marktmanipulation gemäß § 48c BörseG in die Geringfügigkeitsprüfung mit einbezogen wurde, auch vor dem Hintergrund, dass die Rechtsschutzmöglichkeiten des Betroffenen nicht verbessert wurden, die Verfassungskonformität herstellen konnte, ist fraglich. Wo hinkünftig die Geringfügigkeitsgrenze zu ziehen ist, wird vor allem vor dem Hintergrund der kürzlich ergangenen Entscheidung des UVS interessant sein.[774]

Gemäß § 48d Abs 7 kann die FMA zwecks Einhaltung der Abs 1-5 auch behördliche Zwangsmaßnahmen setzen, um sicherzustellen, dass die Öffentlichkeit ordnungsgemäß informiert wird. So ist beispielsweise die Vornahme einer Veröffentlichung im Wege einer Ersatzvornahme möglich. Hier sind allerdings verschiedene Aspekte zu beachten. Zum einen handelt es sich um eine Bestimmung, die der FMA ein Ermessen einräumt, zum anderen ist die Vornahme der Veröffentlichung durch die FMA ein erheblicher Eingriff in die Rechte des Betroffenen.[775] In der Praxis hat die FMA von dieser Möglichkeit bisher keinen Gebrauch gemacht, was mE auf Grund der geltenden Gesetzeslage und der erheblichen Auswirkungen auf den Betroffenen die richtige Vorgehensweise ist, zumal in dem meisten Fällen die FMA im Zeitpunkt der Veröffentlichungspflicht nicht über eine entsprechende Informationsbasis verfügt, um alle relevanten Aspekte in ihrer Entscheidung zu berücksichtigen. Die Sanktionierung im Wege eines nachträglich einzuleitenden Verwaltungsstrafverfahrens ist mE daher eher sachgerecht und angemessen, sofern gegen § 48d Abs 1 BörseG verstoßen worden ist.

Auch das Fehlen eines effektiven Rechtsschutzes gegen die Maßnahme stuft *Raschauer* als mit dem Rechtsstaatsprinzip unvereinbar ein.

[773] Vgl VfGH 04.03.2011, G 105/10.

[774] Vgl UVS Wien 12.10.2012, 06/FM/29/10227/2011. Es bleibt abzuwarten, ob hier auf Grund der Strafhöhen von 15.000 bis 30.000 Euro pro Vorstand wegen Verstoßes gegen § 48d Abs 1 iVm § 48 Abs 1 Z 2 BörseG ein Ausschluss des Unternehmens von der Börse erfolgen wird, da Verwaltungsstrafen in dieser Höhe wohl kaum mehr als geringfügig eingestuft werden dürften.

[775] Vgl *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 82. Demnach ist auf Grund der hohen Grundrechtsinvasivität eine Ersatzvornahme der Veröffentlichung allenfalls bei eindeutigen Verstößen gegen die Veröffentlichungsverpflichtung vorzunehmen, da der betroffene Emittent keine Rechtsschutzinstrumente gegen die Maßnahme hat, und auch die gesetzliche Regelung nicht ausreichend determiniert ist. Dem ist im Ergebnis zuzustimmen.

In strafrechtlicher Hinsicht sind § 255 Abs 1 Z 1 AktG und § 122 Abs 1 Z 1 GmbHG[776] zu beachten. Nach diesen Vorschriften ist mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen zu bestrafen, wer als Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats, Beauftragter oder Abwickler in Berichten, Darstellungen und Übersichten betreffend die Gesellschaft oder mit ihr verbundene Unternehmen, die an die Öffentlichkeit oder an die Gesellschafter gerichtet sind, die Verhältnisse der Gesellschaft oder mit ihr verbundener Unternehmen oder erhebliche Umstände, auch wenn sie nur einzelne Geschäftsfälle betreffen, unrichtig wiedergibt, verschleiert oder verschweigt. Ad-hoc-Meldungen fallen dabei unter § 255 Abs 1 Z 1 AktG.[777] Mangels konkreter anderweitiger Bestimmung ist wegen § 7 Abs 1 StGB[778] nur vorsätzliches Handeln strafbar. Tatbestandsmäßig ist dabei die unrichtige Wiedergabe, das Verschleiern, also auch eine unklare, unübersichtliche oder undeutliche Darstellung, aus der heraus die wahren Tatsachen nur schwer erkennbar sind und auch das Verschweigen von Informationen, deren Bekanntgabe für ein vollständiges Bild des Sachverhalts erforderlich wäre.[779] Problematisch ist der Fall, in dem eine Ad-hoc-Meldung gänzlich unterbleibt. Der Wortlaut von § 255 Abs 1 Z 1 AktG und § 122 Abs 1 Z 1 GmbHG setzt voraus, dass eine Veröffentlichung in der Form eines Berichts, einer Darstellung oder einer Übersicht vorliegt. Eine Ansicht vertritt dennoch die Auffassung, dass auch die komplette Nichtveröffentlichung tatbestandsmäßig ist.[780] Die überwiegende Ansicht lehnt eine Anwendung des § 255 Abs 1 Z 1 AktG auf nicht veröffentlichte Ad-hoc-Meldungen mE zu Recht ab.[781]

---

[776] Gesetz vom 6. März 1906, über Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH-Gesetz – GmbHG) RGBl 1906/58, zuletzt geändert durch BGBl I 2011/53.

[777] Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG^2 § 255 Rz 26; *Rüffler*, ÖBA 2009, 724 (726); *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (248); *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 51; *Gelbmann*, Strafrechtliche Absicherung der Corporate Governance, GesRZ 2003, 20 (24).

[778] Bundesgesetz vom 23. Jänner 1974 über die mit gerichtlicher Strafe bedrohten Handlungen (Strafgesetzbuch – StGB) BGBl 1974/60, zuletzt geändert durch BGBl I 2012/61.

[779] Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG^2 § 255 Rz 12 ff.

[780] Vgl *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (248). Dieser vertritt diese Ansicht ohne Begründung und unter Verweis auf *Ernst Brandl/Hohensinner*, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der Ad-hoc-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, ecolex 2002, 92 (96). ME liegt hier seitens *Gruber* ein Missverständnis vor. *Ernst Brandl/Hohensinner* sprechen lediglich davon, dass § 255 AktG bei „bewusster Falschinformation der Öffentlichkeit bzw bewusster Unterlassung der gebotenen Information durch den Vorstand“ greift. Mit der Formulierung „Unterlassung der gebotenen Information durch den Vorstand“ ist jedoch wohl eher die

Der Vollständigkeit halber sei auch erwähnt, dass sich der Emittent bzw dessen Organe, im Falle unterlassener oder fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen möglicherweise auch zivilrechtlichen Schadenersatzansprüchen aussetzen.[782] Die börserechtlichen Bestimmungen sind dabei als Schutzgesetze gemäß § 1311 ABGB einzuordnen, so dass der Emittent im Falle der Verletzung derselben dem Anleger gegenüber schadenersatzpflichtig sein kann.[783] Die Schutzgesetzeigenschaft ist höchstrichterlich bestätigt worden.[784] Ebenso ist eine Haftung der Organmitglieder des Emittenten auf Grund des zwischen Anleger und diesen bestehenden kapitalmarktrechtlichen Sonderverhältnisses, das der Culpa-in-contrahendo-Haftung ähnelt, möglich.[785] Im Falle vorsätzlichen Handelns der Organe kommen Ansprüche gegen diese aus § 1295 Abs 2, § 1300 Satz 2 ABGB und § 874 ABGB in Betracht.[786] Interessant ist auch die Frage, ob der Emittent im Falle einer gänzlich unterlassenen Ad-hoc-Veröffentlichung schadenersatzpflichtig ist, wenn die Voraussetzungen für einen Aufschub der Veröffentlichung vorlagen. Das OLG Stuttgart hat in der Sache DaimlerChrysler AG gegen

---

Tatbestandsvariante des Verschweigens gemeint, jedenfalls gehen die Autoren in ihrer Abhandlung nicht auf den Unterschied zwischen veröffentlichter und nicht veröffentlichter Ad-hoc-Meldung ein. Für ein Missverständnis spricht auch die von den Autoren benutzte Formulierung „Danach haften Mitglieder des Vorstands für Darstellungen, Übersichten über den Vermögensstand der Gesellschaft etc, in denen die Verhältnisse der Gesellschaft unrichtig wiedergegeben oder erhebliche Umstände verschwiegen werden." Eine Nichtveröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung ist aber weder Darstellung, Übersicht noch Bericht.

[781] Vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG[2] § 255 Rz 22; *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 59. *Lechner/Temmel* verweisen zwar auf den höheren Unrechtsgehalt einer Nichtveröffentlichung im Vergleich zu einer fehlerhaften Veröffentlichung, lehnen aber zu Recht unter Verweis auf das strafrechtliche Analogieverbot eine Anwendbarkeit der Norm auf den Fall der Nichtveröffentlichung ab. Für die Nichtanwendbarkeit auf unterlassene Ad-hoc-Meldungen sprechen auch die Gesetzesmaterialien, vgl ErläutRV 641 BlgNR 21. GP 98, die den Fall gänzlich unterlassener Berichte, Darstellungen oder Übersichten nicht erwähnen. IdS auch *Jabornegg/Geist* in *Jabornegg/Strasser*, AktG[5] § 255 Rz 8f, 12.

[782] Zu Einzelheiten der zivilrechtlichen Haftung s *Lechner/Temmel* in *Temmel*, BörseG § 48d Rz 62 mwN; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktecht I § 14 Rz 53f mwN; § 19 Rz 1-31; *Wilhelm*, Zur Haftungsbegründung nach falschen Ad hoc-Meldungen, ecolex, 2010, 534; *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (249-251). Zur Haftung des Emittenten nach deutscher Rechtslage s *Longino*, Haftung des Emittenten für fehlerhafte Informationen, DStR 2008, 2068 mwN.

[783] Vgl *Kalss* aaO, mwN.

[784] Vgl OGH 15.03.2012, 6 Ob 28/12d. Demnach ist § 48d Abs 1 BörseG als Schutzgesetz zu qualifizieren.

[785] Vgl *Kalss*, Anlegerinteressen, 333; *Gruber*, ÖBA 2003, 239 (250f).

[786] Vgl *Kalss* aaO. S zur Haftung des Vorstands auch *Ernst Brandl/Hohensinner*, ecolex 2002, 92.

eine Schadenersatzpflicht des Emittenten entschieden.[787] ME ist das zumindest diskussionswürdig, da für einen Aufschub ein Beschluss des Emittenten erforderlich ist und die Wirkung desselben nicht bereits de iure bei Vorliegen der Voraussetzungen eintritt.[788] Allerdings ist die Einschätzung des OLG Stuttgart insoweit zutreffend, als der entstandene Schaden auch im Falle eines ordnungsgemäßen Aufschubs eingetreten wäre, so dass es hier an der Kausalität des unterlassenen Aufschubs für den entstandenen Schaden fehlen dürfte.

2.8. Entwicklungen europäischer Ebene

Auf europäischer Ebene hat die Europäische Kommission am 20.10.2011 einen Vorschlag für eine Verordnung über Insiderhandel und Marktmanipulation sowie eine Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation veröffentlicht.[789] Die Tatsache, dass hier eine neue Verordnung[790] erlassen werden soll, anstatt lediglich die MarktmissbrauchsRL zu reformieren, zeigt, dass der europäische Gesetzgeber zu einer Vollharmonisierung im Bereich der Bekämpfung von Insiderhandel und Marktmissbrauch gelangen möchte. Die nationalen Vorschriften würden mit dem Inkrafttreten entbehrlich werden.[791]

Inhaltlich sieht der Vorschlag der Europäischen Kommission eine erhebliche Erweiterung des Anwendungsbereichs vor. Aus Art 2 Abs 1 lit b, d MarktmissbrauchsVO-E ergibt sich, dass

---

[787] Das OLG Stuttgart hat dies mit der Rechtsfigur des „rechtmäßigen Alternativverhaltens“ begründet. Vgl dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 22.04.2009, 20 Kap 1/08. Eine Auseinandersetzung mit der Problematik des Zeitpunktes des Vorliegens einer Insider-Information und damit zusammenhängender Aspekte in diesem sogenannten DaimlerChrysler-Verfahren findet sich bei *Nikoleyczik*, Ad-hoc-Publizitätspflicht bei zukunftsbezogenen Sachverhalten – der Fall „Schrempp“, GWR 2009, 82; S zur DaimlerChrysler Entscheidung auch *Rüffler*, ÖBA 2009, 724.

[788] Das OLG Stuttgart geht in seiner Entscheidung jedoch davon aus, dass die Wirkung bereits de iure eintritt. Richtigerweise ist das nicht der Fall, vgl dazu Kapitel II.G.2.4.1.

[789] Einzelheiten zum Verfahren und die beiden Entwürfe der Rechtsakte finden sich unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_de.htm (13.11.2012). S dazu auch *Veil/Koch*, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, WM 2011, 2297 sowie *Gruber*, Von der Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD) zur Marktmissbrauchsverordnung (MAR), ZFR 2012, 50.

[790] Diese ist in den Mitgliedstaaten, im Gegensatz zu einer RL, die für die Mitgliedstaaten nur hinsichtlich des zu erreichenden Ziels verbindlich ist, unmittelbar anwendbares Recht, vgl Art 288 Abs 2, 3 AEUV.

[791] Vgl *Veil/Koch*, WM 2011, 2297 hinsichtlich der deutschen nationalen Vorschriften des WpHG sowie auf diesen basierenden Rechtsverordnungen.

auch Finanzinstrumente, die auf einem MTF oder OTF[792] notieren, erfasst sind, ebenso wie Treibhausgasemissionszertifikate. Auch der Begriff der Insider-Information wird gemäß Art 6 Abs 1 lit b, c MarktmissbrauchsVO-E auf Warenderivate bzw mit diesen verbundenen Waren-Spot-Kontrakte und Emissionszertifikate erweitert. Diese Erweiterungen entsprechen durchaus der Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten. ME ist vor allem die Erstreckung auf zusätzliche Märkte zu begrüßen, da so ein level playing field hinsichtlich der verschiedenen Märkte erreicht wird, und der Anlegerschutz ebenfalls verbessert wird. Auch die Erstreckung auf weitere Finanzinstrumente entspricht der Entwicklung der Finanzmärkte und stellt, wie der Blick auf die Novellierung der Beteiligungspublizität in der TransparenzRL zeigt,[793] auch keinen Einzelfall dar.

Mit der Erweiterung des Anwendungsbereiches verbunden ist eine Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflicht, die sich in Art 12 Abs 1 MarktmissbrauchsVO-E findet. Aus Art 12 Abs 8 MarktmissbrauchsVO-E ergibt sich, dass die Ad-hoc-Publizitätspflicht auch für Finanzinstrumente gelten wird, die zum Handel an einem OTF oder MTF zugelassen sind bzw für die ein Antrag auf Zulassung gestellt worden ist. Art 12 Abs 3 MarktmissbrauchsVO-E sieht vor, dass Insider-Informationen iSv Art 6 Abs 1 lit e MarktmissbrauchsVO-E nicht der Veröffentlichungspflicht unterliegen. Art 6 Abs 1 lit e MarktmissbrauchsVO-E stellt eine Ausnahme dar und ist als Auffangtatbestand konzipiert.[794] Im Unterschied zur bisherigen Definition der Insider-Information umfasst Art 6 Abs 1 lit e MarktmissbrauchsVO-E solche Insider-Informationen, die noch nicht hinreichend präzise Informationen darstellen.[795] Damit soll offenbar vermieden werden, dass in Konstellationen, in denen zwar eine Insider-Information vorliegt, der jeweilige Emittent jedoch ein gesteigertes Interesse daran hat, diese noch nicht zu veröffentlichen, wie das zB in laufenden Vertragsverhandlungen der

---

[792] Organised Trading Facility (Organisiertes Handelssystem).

[793] Vgl dazu Kapitel II.F.2.6.2.

[794] Das ergibt sich aus der Formulierung „nicht unter Buchstaben a, b, c, d fallende Informationen“ in Art 6 Abs 1 lit e MarktmissbrauchsVO-E.

[795] Das verdeutlicht Erwägungsgrund 14 MarktmissbrauchsVO-E, wonach die Information hier mitunter nicht ausreichend präzise sein kann, um für den Emittenten eine Pflicht zu deren Offenlegung zu begründen, und daher in solchen Fällen lediglich das Insiderhandelsverbot gelte. Als konkrete Beispiele werden ua der Stand von Vertragsverhandlungen, in diesen vereinbarte vorläufige Bedingungen sowie bestimmte Konstellationen rund um die Platzierung von Finanzinstrumenten genannt.

Fall sein kann,[796] eine Veröffentlichung zwingend erforderlich ist. Der dahinterstehende Gedanke ist nachvollziehbar, allerdings sollte der ohnehin bereits praktisch schwierig auslegbare Begriff der Insider-Information nicht durch zusätzliche Ausnahmen weiter verkompliziert werden. Das Instrument des Aufschubs bietet mE genügend Möglichkeiten, eine Veröffentlichung zeitlich zu verschieben. Diese Systematik der Ad-hoc-Publizität sollte beibehalten werden, da die praktische Auslegung sich ohnehin schon jetzt oftmals äußerst schwierig gestaltet. In diesem Zusammenhang ausdrücklich zu begrüßen und den praktischen Gegebenheiten Rechnung tragend ist die Bestimmung in Art 12 Abs 4 MarktmissbrauchsVO-E, wonach im Falle eines Aufschubs dieser erst mit der Veröffentlichung der Insider-Information der zuständigen Behörde mitgeteilt werden muss.[797] Dadurch müsste ein Unternehmen nicht befürchten, dass die Insider-Information durch externe Quellen an die Öffentlichkeit gelangt. Außerdem erleichtert eine solche Regelung auch der Aufsichtsbehörde die Arbeit, da im Falle eines Aufschubs in der Regel auf Grund der nur unvollständig vorhandenen Informationslage eine abschließende Bewertung über die Zulässigkeit durch die Aufsichtsbehörde nicht möglich ist und so vermieden wird, dass potentiell folgenreiche Entscheidungen auf Grund einer unvollständigen Informationsbasis getroffen werden. Diese Vorschrift wird sowohl den schutzwürdigen Interessen der Emittenten als auch der Sicherstellung einer effizienten und sorgfältig abwägenden Aufsichtspraxis gerecht. Neu ist auch der in Art 12 Abs 5 MarktmissbrauchsVO-E enthaltene Begriff der systemrelevanten Insider-Information.[798] In diesen Fällen kann ein Aufschub von der zuständigen Behörde schriftlich genehmigt werden, womit in einem solchen Fall eine Verschiebung des Risikos einer Fehlbeurteilung, welches für gewöhnlich der Emittent zu tragen hat, auf die Aufsichtsbehörde erfolgt.

Hinsichtlich möglicher Strafen ist in Art 26 Abs 1 lit k, l MarktmissbrauchsVO-E eine empfindliche Erhöhung derselben vorgesehen.[799] Demnach muss der Mindeststrafrahmen im

---

[796] S nur Erwägungsgrund 14 MarktmissbrauchsVO-E.

[797] Für Einzelheiten zur derzeit geltenden Rechtslage in Österreich s Kapitel II.G.2.4.1.

[798] Eine solche kann vor allem in Fällen gegeben sein, in denen ein Finanzinstitut Krisen-Liquiditätshilfe erhält, vgl Erwägungsgrund 25 MarktmissbrauchsVO-E. Ebenso kann das Ergebnis eines Bankenstresstests eine systemrelevante Insider-Information darstellen, vgl *Veil/Koch*, WM 2011, 2297 (2203).

[799] S hierzu auch *Hellgardt*, Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformationshaftung – de lege lata und nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2012, 154. *Hellgardt* geht ausführlich auf mögliche Auswirkungen der MarktmissbrauchsVO auf die Kapitalmarkthaftung in Deutschland und hier

Fall von Geldbußen gegen natürliche Personen eine Höhe von 5.000.000 Euro bzw das Zweifache der erzielten Gewinne oder vermiedenen Verluste umfassen. Das wäre in Bezug auf die derzeit in Österreich geltenden Strafrahmen von maximal 60.000 Euro[800] eine deutliche Steigerung. Auch für juristische Personen sollen die Strafen gemäß Art 26 Abs 1 lit m MarktmissbrauchsVO-E auf wenigstens 10% des jährlichen Gesamtumsatzes erhöht werden.

Im Bereich der Regelungen über den Marktmissbrauch ist auf Grund der Komplexität der Materie und auf Grund des Umfangs der verschiedenen Themen mit zeitintensiven Diskussionen und auch mit zahlreichen Abänderungen zu rechnen. Spannend wird hier mE sein, ob der Begriff der Insider-Information tatsächlich eine Aufspaltung in veröffentlichungspflichtige und nicht veröffentlichungspflichtige Insider-Informationen erfahren wird. Aus den oben genannten Argumenten wäre eine solche abzulehnen. Auch die exakte Ausgestaltung des Aufschubs wird wohl noch kontrovers diskutiert werden.[801] Die aktuelle Regelung im MarktmissbrauchsVO-E ist allerdings sinnvoll und würde auch die aus den oben genannten Gründen nicht optimale Regelung in Österreich[802] iSe besseren praktischen Handhabung modifizieren. Auch die genaue Ausgestaltung der systemrelevanten Insider-Information wird abzuwarten sein. Hier wird vor allem interessant sein, ob die im aktuellen Entwurf erforderliche Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde Bestand haben wird. Der Zeitpunkt des Inkrafttretens der neuen MarktmissbrauchsVO ist gegenwärtig noch nicht exakt absehbar, allerdings muss davon ausgegangen werden, dass mit diesem nicht vor

---

insbesondere auf zivilrechtliche Aspekte ein und ist der Ansicht, dass der europäische Gesetzgeber im Bereich des Kapitalmarktrechts ebenfalls zu einer supranationalen Rechtsdurchsetzung gelangen möchte wie es im Wettbewerbsrecht von Beginn an der Fall war. Die deutliche Verschärfung des öffentlich-rechtlichen Sanktionsregimes sieht der Autor als Indiz dafür an, dass der europäische Gesetzgeber an der effektiven Implementierung durch die Mitgliedstaaten zweifelt, vgl *Hellgardt*, aaO 163.

[800] S § 48 Abs 1 Z 5 BörseG.

[801] Davon ist schon auf Grund der Tatsache, dass 16 Mitgliedstaaten gegenwärtig eine unverzügliche Übermittlung an die Aufsichtsbehörde verlangen, auszugehen, vgl zur gesetzlichen Ausgestaltung in Europa FN 684.

[802] Vgl zu den Kritikpunkten an der aktuellen gesetzlichen Regelung in § 48d Abs 2 BörseG Kapitel II.G.2.4.1 sowie FN 683.

Sommer 2013 und somit mit der rechtsverbindlichen Geltung der in der MarktmissbrauchsVO enthaltenen Regelungen frühestens im Sommer 2015[803] gerechnet werden kann.[804]

[803] S dazu auch *Gruber*, ZFR 2012, 50, der von einem Inkrafttreten bereits Ende 2014 ausgeht. Dieser Zeitplan ist mE allerdings nicht einzuhalten.

[804] Vgl Art 36 Abs 2 MarktmissbrauchsVO-E. Demnach treten die meisten Vorschriften 24 Monate nach dem Inkrafttreten der MarktmissbrauchsVO in Kraft.

III. Zusammenfassung und wichtigste Ergebnisse sowie rechtspolitische Vorschläge

A. Wichtigste Ergebnisse der Untersuchung

1. Regelpublizität

- Die Finanzberichterstattungspflichten sind durch die Umsetzung der TransparenzRL in nationales Recht im Jahr 2007 erheblich ausgeweitet worden. Hinsichtlich der verschiedenen Berichte ist feststellbar, dass die Anforderungen an den Jahresfinanzbericht über denjenigen des Halbjahresfinanzberichts und diese wiederum über den Anforderungen der Zwischenmitteilungen liegen. Insoweit besteht eine Abstufung mit abnehmender Dauer des Berichtszeitraumes. Eine weitere Verschärfung durch die Novellierung der TransparenzRL ist nicht zu erwarten, vielmehr ist die Abschaffung der Quartalsberichte und Zwischenmitteilungen in Diskussion. Gesichtspunkte des Anlegerschutzes stehen dem nicht entgegen, und auch die Reduzierung des Verwaltungsaufwands, vor allem für mittelständische Unternehmen, spricht für die Abschaffung.
- Im Bereich der Finanzberichterstattung sollten sich Emittenten hinsichtlich der börserechtlichen Veröffentlichungspflichten an der AFRAC-Stellungnahme zum Bilanzeid und an dem Informationsschreiben der FMA zur Regelpublizität orientieren, da dort wesentliche praktische Fragen konkretisiert werden, und somit eine rechtskonforme Finanzberichterstattung nach dem Börsegesetz sichergestellt werden kann.
- Ad-hoc-Publizität und Regelpublizität stehen nebeneinander und können sich nicht gegenseitig ersetzen. Finanzberichte sind daher auf Insider-Informationen zu prüfen. Gegebenenfalls sind die Insider-Informationen vor der Veröffentlichung des Finanzberichts ad-hoc zu veröffentlichen.
- Die Ausnahme von der Veröffentlichungspflicht für hohe Stückelungen von wenigstens 100.000 Euro gemäß § 90 Abs 1 Z 2 BörseG ist praktisch kaum relevant, da gemäß § 74 BörseG ein Listingprospekt erstellt werden muss, sofern die Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden sollen, da § 75 BörseG keine diesbezügliche Ausnahme vorsieht. Emittenten werden es diesfalls vorziehen, auch Wertpapiere mit geringerer Stückelung als 100.000 Euro auszugeben, anstatt auf die Veröffentlichung eines Finanzberichts zu verzichten, den sie ohnehin erstellen müssen. Die Anforderungen an den

Listingprospekt und die Anforderungen der Regelpublizität sind daher nicht optimal aufeinander abgestimmt. Die in § 90 BörseG enthaltenen Ausnahmen von der Veröffentlichungspflicht können nach dem Telos der Norm auch kombiniert genutzt werden, selbst wenn diese jeweils die Formulierung „ausschließlich" enthalten.

- Nach Beendigung der Börsenzulassung müssen keine Finanzberichte mehr veröffentlicht werden, unabhängig davon, ob der Veröffentlichungszeitraum bereits abgelaufen ist. Sofern eine Zulassung zum geregelten Markt erfolgt, muss ein Finanzbericht veröffentlicht werden, selbst wenn die Zulassung am Ende des Veröffentlichungszeitraumes erfolgt und dieser dadurch verkürzt ist. Diese Auslegungen gebietet der Anlegerschutz.
- Die Dauer des Geschäftsjahres ist gesellschaftsrechtlich auf 12 Monate begrenzt, da andernfalls eine Vergleichbarkeit mit Vorjahresabschlüssen nicht gewährleistet werden kann. Eine Änderung des Geschäftsjahres führt daher dazu, dass ein Finanzbericht für das Rumpfgeschäftsjahr veröffentlicht werden muss. Im Sonderfall, dass dieses mit dem Berichtszeitraum des Halbjahresfinanzberichts zusammenfällt, ersetzt der Finanzbericht über das Rumpfgeschäftsjahr den Halbjahresfinanzbericht. Der Stichtag des IFRS-Konzernabschlusses muss mit jenem des UGB-Jahresabschlusses ident sein.
- Sofern ein Finanzbericht verspätet veröffentlicht wird, ist das nach der Auslegung der FMA mittels einer Ad-hoc-Meldung bekanntzugeben, auch wenn der Umstand der Verspätung in der Regel keine Insider-Information darstellen wird. Diese Auslegung ist historisch bedingt und soll sicherstellen, dass die Information den Kapitalmarkt in geeigneter Weise erreicht. Verwaltungsstrafrechtliche Rechtsfolgen sind dennoch nicht ausgeschlossen, da die Veröffentlichung des Finanzberichts nicht mehr rechtzeitig ist.
- Nachträgliche Veränderungen von Finanzberichten erfordern eine Korrektur-veröffentlichung in derselben Weise mitsamt Hinweis auf die nachträgliche Änderung.
- § 11a Abs 2 Satz 2 VMV ist so zu verstehen, dass in einer Hinweisbekanntmachung, mittels derer ein Finanzbericht veröffentlicht wird, der Finanzbericht nach Aufruf des Links mit einem weiteren „Klick" verfügbar sein muss. Andernfalls liegt keine ordnungsgemäße Veröffentlichung gemäß § 82 Abs 8 BörseG iVm § 11a Abs 2 VMV vor.

2. Beteiligungspublizität

- Die Meldepflichten von Aktionären, sonstigen Stimmausübungsberechtigten und Inhabern von Finanzinstrumenten gemäß der §§ 91 ff BörseG sind nur anwendbar, sofern Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist. Das ergibt sich zum einen aus dem Rechtsgedanken des Herkunftsmitgliedstaatsprinzip der TransparenzRL, auch wenn dieses

nicht direkt anwendbar ist, da die Meldepflichten in den §§ 91 ff BörseG keine vorgeschriebenen Informationen sind. Eine Ausdehnung der Meldepflichten auf Fälle, in denen Österreich für den Emittenten Aufnahmemitgliedstaat ist, würde zu verwirrenden Mehrfachmeldungen führen, da die Meldepflichten in den verschiedenen EWR-Mitgliedstaaten unterschiedlichen Inhalt haben und auch die Meldeschwellen unterschiedlich sind. Ebenso dürfte Österreich als Aufnahmemitgliedstaat auf Grund von Art 3 Abs 2 lit b TransparenzRL keine strengeren Regelungen für Meldepflichtige gemäß den §§ 91-92 BörseG erlassen. Da in der TransparenzRL zT Ermessensspielräume hinsichtlich der Umsetzung der Vorschriften in nationales Recht vorgesehen sind, würden Meldepflichten, die sich direkt nach der TransparenzRL bestimmen, gegen das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot verstoßen.

- Maßgeblicher Zeitpunkt für das Entstehen der Meldepflicht ist im Rahmen von § 91 Abs 1 BörseG der Abschluss des Verfügungsgeschäfts. Das ergibt sich neben dem Wortlaut und dem Telos der Bestimmung auch aus historischen und systematischen Gründen. Der Gesetzgeber hat hier erkannt, dass das Verpflichtungsgeschäft nicht der Meldepflicht gemäß § 91 Abs 1 BörseG unterliegt, und wird dieses daher ab dem 01.01.2013 als „sonstiges vergleichbares Instrument“ gemäß § 91a Abs 1 Z 1 BörseG ebenfalls der Meldepflicht unterwerfen.
- Im Fall von Personenmehrheiten, die keine eigenständigen juristischen Personen sind, sind die einzelnen Mitglieder in der Regel alle selbständig meldepflichtig. Die Meldepflicht ist nur ausnahmsweise als kollektive Verpflichtung ausgestaltet. § 5 Abs 1 TransV bezeichnet nur die Meldepflichten aus § 92 Z 1, 7 BörseG als kollektive Meldepflichten. § 5 Abs 3 TransV erlaubt bei mehreren Personen allerdings die Abgabe einer gemeinsamen Meldung für den gesamten Bestand. Im Fall von Bruchteilseigentum ist der einzelne Bruchteilseigentümer nur hinsichtlich seines eigenen Bruchteils meldepflichtig, da er nur über diesen selbständig verfügen kann.
- In Fällen der Insolvenzverwaltung oder Testamentsvollstreckung verbleibt die Meldepflicht beim ursprünglich Meldepflichtigen. Insolvenzverwalter und Testamentsvollstrecker haben gegenüber dem Meldepflichtigen allerdings eine Informationspflicht, damit dieser seiner Meldepflicht ordnungsgemäß nachkommen kann.
- Im Falle einer mittelbaren Beteiligung ist § 92 Z 4 BörseG lex specialis gegenüber der allgemeinen Regelung in § 91 Abs 1 BörseG. Im Fall eines mittelbaren Erwerbs müssen daher die Voraussetzungen des § 92 Z 4 BörseG, somit eine mittelbare, kontrollierende Beteiligung, gegeben sein. Ist das nicht der Fall, scheidet auch eine generelle Meldepflicht

gemäß § 91 Abs 1 BörseG aus. Das ergibt sich außerdem aus dem Telos der Beteiligungspublizität, da unterhalb einer kontrollierenden Beteiligung kein Einfluss auf die Stimmrechtsausübung genommen werden kann.

- Im Rahmen der Beteiligungspublizität ergeben sich zahlreiche formale Fragen. Der prozentuale Stimmrechtsanteil ist auf Grund des Wortlauts von § 91 Abs 1, § 92a Abs 1 Z 1 BörseG und der Verwaltungspraxis der FMA, im Gegensatz zur Anzahl der Stimmrechte, in einer Meldung nicht anzugeben. Ein überschrittener Schwellenwert, der in der Folge genau erreicht wird, löst keine weitere Meldepflicht aus. Insoweit ist § 91 Abs 1 BörseG teleologisch zu reduzieren, da eine erneute Meldung keine zusätzliche Information für den Markt bringen würde. Mehrere Schwellenberührungen innerhalb der 2-tägigen Meldefrist erfordern im Wege einer teleologischen Reduktion der §§ 91 ff BörseG nur eine einzelne Meldung am Ende der 2-Tagesfrist. Sofern zu diesem Zeitpunkt gegenüber früher erstatteten Meldungen keine neue Schwelle mehr betroffen ist, kann die Meldung unterbleiben, da keine zusätzliche Information für den Kapitalmarkt gegeben ist und unnötige Kosten für die Meldepflichtigen vermieden werden. Nach der Judikatur des UVS kann eine Meldung auch per E-Mail erfolgen, da das Gesetz keine Formvorschriften vorsieht. Sollten Meldungen unterlassen worden oder fehlerhaft sein, reicht es aus, wenn die letzte Meldung nachgeholt wird, gegebenenfalls ergänzt um wichtige Informationen aus davor unterlassenen oder fehlerhaften Meldungen, sofern diesen noch Relevanz für den Kapitalmarkt zukommt. Auch das ab 01.01.2013 neu ins Gesetz eingefügte Ruhen der Stimmrechte bei Meldeverstößen erfordert zur Beseitigung der Sanktion nicht die Nachholung aller unterlassenen oder fehlerhaften Meldungen. Mitteilungen aus Vorsichtsgründen sind auf Grund der komplexen Materie im Gegensatz zu alternativen Meldungen, die verwirrend sein können, zulässig.
- Ein Wechsel des Meldetatbestands von § 91 Abs 1 BörseG zu § 92 BörseG sowie ein Wechsel zwischen den einzelnen Tatbeständen des § 92 BörseG löst ohne Schwellenberührung keine weitere Meldepflicht aus. Systematisch handelt es sich bei den §§ 91, 92 BörseG um eine einheitliche Meldesäule, die Meldepflicht für Optionen gemäß § 91a BörseG stellt eine weitere Meldesäule dar. Sofern Optionen, die über § 91a BörseG meldepflichtig sind, ausgeübt werden, kann dies somit, sofern Schwellen betroffen sind, zu einer Meldepflicht nach § 91 Abs 1 BörseG führen, da durch die Ausübung Stimmrechte erworben werden. Eine Meldepflicht gemäß § 91 Abs 1 BörseG besteht auch, wenn die Aktien gleichzeitig einer anderen Person gemäß § 92 BörseG zugerechnet werden. Eine Absorption findet insoweit nicht statt.

- Eine Meldepflicht für den Aktionär bzw die meldepflichtige Person, im Falle von Veränderungen der Gesamtzahl der Stimmrechte gemäß § 93 Abs 1 BörseG besteht auf Grund des Gesetzeswortlauts erst ab der Veröffentlichung der neuen Stimmrechtsgesamtzahl. Allerdings sind bei Kenntnis der tatsächlichen Stimmrechtsgesamtzahl materiell richtige Meldungen vorzugswürdig. Nachforschungspflichten der meldepflichtigen Person bestehen jedoch nicht. Der Meldeverpflichtung ist sowohl mit einer materiell, als auch mit einer formell richtigen Meldung Genüge getan. Sofern nur formell, nicht aber materiell eine Meldepflicht besteht, zB weil eine wirksame Änderung der Stimmrechtsgesamtzahl noch nicht veröffentlicht ist, kann im Wege einer teleologischen Reduktion eine Meldung unterbleiben.
- Vorübergehend oder dauerhaft ausgesetzte Stimmrechte iSv § 91 Abs 1a BörseG, wie zB individuelle Stimmverbote oder Höchststimmrechtsregelungen, sind in der Gesamtzahl der Stimmrechte weiterhin zu berücksichtigen. Stimmrechtslose Vorzugsaktien sind, sofern ihr Stimmrecht auflebt, auf Grund des Sinn und Zwecks der Beteiligungspublizität und der leichten Feststellbarkeit durch den Emittenten, der eine entsprechende Gesamtstimmrechtsmeldung gemäß § 93 Abs 1 BörseG erstatten kann, in der Gesamtzahl der Stimmrechte zu berücksichtigen. Der Erwerb eigener Aktien hat keinen Einfluss auf die Gesamtzahl der Stimmrechte, da die Stimmrechte lediglich ausgesetzt iSv § 91 Abs 1a BörseG sind. Nur eine Einziehung der Aktien würde zu einer Kapitalherabsetzung und damit zu einer Änderung der Gesamtstimmrechtszahl führen.
- Die Einbeziehung von OGAW in die Meldepflicht über § 81a Abs 4 BörseG ist europarechtlich zulässig. Im Falle eines echten Publikumsfonds ist die KAG nach § 91 Abs 1 iVm § 92 Z 5 BörseG meldepflichtig. Bei Spezial- und Großanlegerfonds kommt es auf die konkreten Vereinbarungen mit den Anlegern im Einzelfall an. Denkbar sind sowohl Meldepflichten für die Anteilinhaber gemäß § 91 Abs 1 BörseG, als auch für die KAG gemäß § 91 Abs 1 iVm § 92 Z 5 BörseG. Die Meldepflicht bei ausländischen Fondskonstruktionen hängt maßgeblich von deren rechtlicher Ausgestaltung ab.
- Im Fall von Syndikaten gemäß § 92 Z 1 BörseG führen Verschiebungen in diesen ohne dass die Syndikatspartner wechseln und ohne Schwellenberührungen zu keiner Meldepflicht. Auf Grund der sich aus § 5 Abs 1 Satz 2 TransV ergebenden kollektiven Natur der Meldepflicht ist eine personelle Änderung im Syndikat oder dessen komplette Auflösung jedoch auch ohne Schwellenberührung meldepflichtig.
- Pfandnehmer sind, sofern sie trotz ihrer fehlenden Eigentümerstellung Stimmrechte ausüben können, gemäß § 92 Z 5 BörseG meldepflichtig. Eine Analogie zu anderen

Vorschriften, insbesondere § 92 Z 2 BörseG, ist mangels Gesetzeslücke nicht angezeigt. Bei dieser Auslegung ist auch eine verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierung möglich. Im Fall einer Sicherungsübereignung vermeidet § 92 Z 2 BörseG sozusagen als negativer Anwendungsbereich, dass der das Eigentum an den Aktien verlierende Sicherungsgeber, der noch Einfluss auf die Stimmrechtsausübung nehmen kann, entgegen der tatsächlichen wirtschaftlichen Situation eine Veräußerung gemäß § 91 Abs 1 BörseG melden muss. Der positive Anwendungsbereich sichert, dass zeitlich nachfolgende Zu- oder Verkäufe im Falle einer Schwellenberührung der Meldepflicht unterliegen. Auch eine verwaltungsstrafrechtliche Sanktionierbarkeit in Fällen der Einflussnahme auf die Stimmrechte ist durch § 92 Z 2 BörseG gesichert, da der Auffangtatbestand des § 92 Z 5 BörseG nur analog, nicht aber direkt auf Fälle der Einflussnahme anwendbar ist.

- Für die Zwecke des § 92 Z 7 BörseG ist auf einen materiellen Kontrollbegriff abzustellen. Die Absprache muss nicht rechtsverbindlich sein, schlüssige Kommunikation mit dem Ziel der Kontrollerlangung am Emittenten reicht aus.
- In Konstellationen, in denen es um den Erwerb von Finanzinstrumenten geht, ist § 91a BörseG gegenüber § 92 Z 5 BörseG lex specialis, sofern bereits Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte genommen werden kann. Erst wenn die Stimmrechte ausgeübt werden können, gehen die Vorschriften der §§ 91, 92 BörseG vor. Meldepflichtig sind nur Call-Optionen, Put-Optionen sind keine Finanzinstrumente iSd TransparenzRL.
- Eine Gesamtstimmrechtsmeldung gemäß § 93 Abs 1 BörseG muss am letzten Handelstag des Kalendermonats erfolgen. Eine frühere Veröffentlichung ist zulässig, muss jedoch am letzten Handelstag des Kalendermonats wiederholt werden, da sich Marktteilnehmer darauf verlassen, dass die Meldung am letzten Handelstag des Kalendermonats erfolgt. Sofern eine Änderung der Gesamtstimmrechtszahl nach dem letzten Handelstag des Kalendermonats wirksam wird, ist ausnahmsweise eine Gesamtstimmrechtsmeldung am ersten Handelstag des Folgemonats zulässig.
- Fehlerhafte Meldungen dürfen vom Emittenten, auch wenn dieser keine explizite Prüfungspflicht hat, nicht gemäß § 93 Abs 2 BörseG veröffentlicht werden, sofern dem Emittenten Fehler in der Meldung auffallen. Vielmehr ist auf eine Korrektur hinzuwirken und der Sachverhalt auch mit der FMA abzustimmen. Sofern die Meldung vom Emittenten bereits veröffentlicht worden ist, hat eine Korrekturveröffentlichung zu erfolgen, wenn der Meldepflichtige eine weitere, korrekte Meldung erstattet. Sofern er das nicht macht, besteht keine Veröffentlichungspflicht, eine Veröffentlichung ist jedoch aus

Transparenzgründen zu empfehlen. Eine englischsprachige Mitteilung muss der Emittent auf eigene Kosten übersetzen und veröffentlichen.

- Die ab 01.01.2013 geltenden Neuerungen im Bereich der Beteiligungspublizität sind ein Schritt in die richtige Richtung und daher zu begrüßen. Die Erstreckung der Meldepflichten auf Finanzinstrumente mit Barausgleich und sonstige Instrumente wird zu einer Ausweitung der Meldepflicht führen. Auch die Zusammenrechnungsverpflichtung aller nach den §§ 91, 91a und 92 BörseG gehaltenen Bestände gemäß § 91a Abs 7 BörseG wird zu mehr Transparenz und einer zeitlichen Vorverlagerung der Meldepflicht führen. Gleichzeitig werden durch sie auch problematische Konstellationen, in denen bislang nicht klar war, ob und nach welcher Vorschrift eine Meldepflicht besteht, reduziert. Die Zusammenrechnung entspricht der im überwiegenden Teil des EWR gelebten Rechtspraxis. Entgegen den Materialien ergibt sie sich nicht aus europarechtlichen Grundlagen, da die TransparenzRL diese Entscheidung den Mitgliedstaaten überlassen hat. Die Auswirkungen der Einführung einer neuen Eingangsmeldeschwelle von 4% sowie die satzungsmäßige Möglichkeit nach § 91 Abs 6 BörseG, eine zusätzliche 3%-Meldeschwelle einzuführen, sind noch nicht absehbar. Hier ist allerdings denkbar, dass es auf Grund der 1%-Schritte zu häufigen Über- und Unterschreitungen der Schwellen kommt und der durch zusätzliche Meldungen verursachte erhöhte Aufwand nicht durch eine entsprechende Steigerung der Transparenz gerechtfertigt ist. Das Ruhen der Stimmrechte gemäß § 94a BörseG ist eine spürbare und wirkungsvolle Sanktion, die ebenso wie die Erhöhung der möglichen Verwaltungsstrafen auf 150.000 Euro gemäß § 48 Abs 1 Z 9 BörseG zu befürworten ist, da sich das bisherige Sanktionsregime als unzureichend erwiesen hat. Die getroffenen Maßnahmen werden die Durchführung feindlicher Übernahmen deutlich erschweren. Die Bestandsmeldepflicht in § 96 Z 22 BörseG ist nicht strafbewehrt. Es ist unklar, ob das beabsichtigt war oder schlicht übersehen wurde. Die Nichteinführung einer Veröffentlichungsverpflichtung hinsichtlich der erhaltenen Bestandsmeldungen durch den Emittenten ist dagegen als Redaktionsversehen einzustufen. Aus Transparenzgründen sollte dennoch eine freiwillige Veröffentlichung erfolgen.
- Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Reform der TransparenzRL hat eine weitergehende Harmonisierung der Rechtsvorschriften sowie eine deutliche Verschärfung der Sanktionen zum Ziel. Das ist erforderlich, weil sowohl die einzelnen Meldetatbestände als auch die Höhe der Strafen im EWR sehr heterogen sind. Die flächendeckende Einführung einer Meldepflicht für Instrumente mit Barausgleich, eine verpflichtende Zusammenrechnung aller gehaltenen Bestände, die Einführung der Sanktion des Ruhens

der Stimmrechte und die Vorgabe eines Mindeststrafrahmens sind daher zu begrüßen. Die beabsichtigte Harmonisierung, wonach als strengere Regelungen lediglich zusätzliche niedrigere Meldeschwellen eingeführt werden dürfen, wird auf Grund der vielen abweichenden nationalen Regelungen in den Konsultationen kaum erreichbar sein. Eine Umsetzung der neuen Regelungen in den Mitgliedstaaten ist nicht vor 2015 zu erwarten.

3. Ad-hoc-Publizität

- Durch die MarktmissbrauchsRL ist der Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität erweitert worden, da generell Finanzinstrumente und nicht mehr nur noch Wertpapiere und Schuldverschreibungen einbezogen sind. Zudem sind auch unternehmensexterne Umstände erfasst, sofern diese den Emittenten unmittelbar betreffen.
- Die derzeitige Ausgestaltung der Ad-hoc-Publizität in Österreich kann bei Zulassungen in mehreren EWR-Mitgliedstaaten zu unerwünschten behördlichen Mehrfachzuständigkeiten führen, welche die TransparenzRL durch die Einführung des Herkunfts-mitgliedstaatsprinzips vermeiden wollte. Die Einführung der aus Deutschland bekannten Rechtsfigur des Inlandsemittenten gemäß § 2 Abs 7 WpHG könnte dieses Problem lösen.
- Die Feststellung des Vorliegens einer Insider-Information ist stets eine Einzelfallabwägung. Zwar gibt es Konstellationen, die typischerweise Insider-Informationen sind. Allerdings ersetzt ein derartiger Beispielkatalog nicht die Abwägung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit und der Kurserheblichkeit im konkreten Einzelfall.
- Die Übermittlung einer Insider-Information an Nachrichtenagenturen führt in der Folge dazu, dass sowohl die Bereichsöffentlichkeit als auch das breite Anlegerpublikum die abstrakte Möglichkeit zur Kenntnisnahme erhält und die Insider-Information somit öffentlich bekannt wird. Pressekonferenzen, Gerichtsentscheidungen oder Übertragungen der Hauptversammlung im Internet führen nicht zur öffentlichen Bekanntheit. Insider-Informationen, die sich über derartige Kanäle weiterverbreiten, sind dann als öffentlich bekannt anzusehen, wenn mit einer schnellen Weiterverbreitung im EWR zu rechnen ist.
- Hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit liegt vor, wenn der Eintritt einer Tatsache oder eines Ereignisses wahrscheinlicher ist als der Nichteintritt, wenn also die Eintrittswahrscheinlichkeit über 50% liegt. Das ergibt sich aus der Rechtsprechung des BGH sowie des EuGH, aus der Verwaltungspraxis der FMA und der BaFin sowie der Auffassung weiter Teile der Literatur. Auch der UVS scheint das Urteil des EuGH in

seiner jüngsten Rechtsprechung zu berücksichtigen. Eine Einigung über die wesentlichen Vertragsbestandteile stellt lediglich ein Indiz dar, ist jedoch nicht unbedingt erforderlich, da auch Zwischenschritte in mehrstufigen Entscheidungsprozessen bereits Insider-Informationen sein können. Nach dem EuGH ist eine hohe Wahrscheinlichkeit nicht erforderlich, jedoch reicht ein geringerer Wahrscheinlichkeitsgrad selbst bei hoher Kursrelevanz nicht aus. Es ist daher stets eine überwiegende Wahrscheinlichkeit erforderlich.

- Bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen ist eine Veröffentlichung mit der endgültigen Entscheidung in jedem Fall zu spät. Das ergibt sich aus § 48d Abs 2 Z 1 lit b BörseG, wonach die Entscheidung eines Geschäftsführungsorgans einen Aufschub erlaubt, sofern noch ein weiteres Organ zustimmen muss, womit das Gesetz klar davon ausgeht, dass in diesem Zeitpunkt, auch wenn keine endgültige Entscheidung vorliegt, eine Insider-Information gegeben ist. Generell ist bei mehrstufigen Entscheidungsprozessen stets an die Möglichkeit eines Aufschubs zu denken.
- Die Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung ist, wie aus dem Wortlaut des § 48a Abs 1 Z 1 BörseG sowie den Erwägungsgründen 1 und 2 der DurchführungsRL 2003/124/EG zur MarktmissbrauchsRL ersichtlich, ex ante zu beurteilen. Eine tatsächliche Kursveränderung kann ex post lediglich als Indiz für die Kurserheblichkeit herangezogen werden. Eine Heranziehung fester Prozentzahlen ist nicht möglich, denn das Gesetz verfolgt mit dem Maßstab des verständigen Anlegers in § 48a Abs 1 Z 1 BörseG einen subjektiven Ansatz. Bei Schuldtiteln ist eine Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung nur gegeben, wenn die Rückzahlungs- oder Zinszahlungsverpflichtungen gefährdet sind.
- Die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung erfordert, dass bei vorhersehbaren Insider-Informationen Vorarbeiten erfolgen, um nach dem Entstehen der Insider-Information eine unverzügliche Veröffentlichung zu gewährleisten. Die Hinzuziehung externer Berater, die Durchführung von rechtlich vorgeschriebenen Übersetzungsarbeiten sowie die Prüfung der Aufschubvoraussetzungen stellen im erforderlichen Rahmen keine schuldhafte Verzögerung dar. Eine feste Grenze ist schwer zu ziehen, die Veröffentlichung am nächsten Tag ist jedoch keinesfalls mehr unverzüglich. Auch die Abstimmung mit Börsehandelszeiten und jegliche gezielte zeitliche Platzierung ist unzulässig. Pressemeldungen dürfen der Ad-hoc-Meldung keinesfalls zeitlich vorgehen.
- Vorgänge in anderen Konzerngesellschaften können auch den Emittenten unmittelbar betreffen. In der Praxis sollte in solchen Fällen die Koordination im Konzern so erfolgen, dass eine gemeinsame Ad-hoc-Meldung erstattet wird.

- Im Insolvenzfall bleibt das Geschäftsführungsorgan des Emittenten für die Erfüllung der Ad-hoc-Pflicht verantwortlich. Nach dem Rechtsgedanken des § 11 WpHG muss der Insolvenzverwalter dafür die erforderlichen finanziellen Mittel bereitstellen.
- Die in § 48d Abs 2 BörseG aufgezählten Aufschubskonstellationen sind lediglich beispielhafte Sonderfälle, andere Konstellationen können ebenfalls erfasst sein. Der Aufschub einer Insider-Information gemäß § 48d Abs 2 BörseG liegt allein im Verantwortungsbereich des Emittenten, da nur dieser alle Details des konkreten Einzelfalls im Zeitpunkt der Entscheidung über den Aufschub kennt. Aus dem Wortlaut des § 48d Abs 2 BörseG ergibt sich, dass der Aufschub nicht ipso iure, sondern kraft Beschlusses erfolgt. Der Beschluss kann formlos erfolgen, sollte jedoch aus Dokumentationszwecken und, weil der Aufschub der FMA gemäß § 48d Abs 2 letzter Satz BörseG iVm § 7 VMV schriftlich übermittelt werden muss, schriftlich erfolgen. Die Übermittlung an die FMA ist nach der Judikatur des UVS kein Wirksamkeitserfordernis. Die Mitwirkung des Vorstands am Beschluss ist nicht erforderlich, eine Delegierung auf andere Mitarbeiter, zB aus der Complianceabteilung, ist zulässig. Das Vorliegen der Voraussetzungen ist nach dem Aufschub in regelmäßigen Abständen zu überprüfen. Nur in Fällen, in denen die Voraussetzungen des Aufschubs ganz offensichtlich nicht vorliegen, hat die FMA auf eine Veröffentlichung hinzuwirken. Das Gesetz schreibt zwar nicht vor, dass die berechtigten Interessen gegenüber der FMA dargelegt werden müssen. Der Emittent sollte im eigenen Interesse diese jedoch substantiiert darlegen, da andernfalls eine Veröffentlichung oder die Verhängung einer Verwaltungsstrafe drohen könnte. Im Falle eines Aufschubs ist eine „no comment policy“ nur zulässig, solange der Emittent sicher sein kann, dass im Markt befindliche Gerüchte nicht auf ein Leck in seinem Vertraulichkeitsbereich zurückzuführen sind. Andernfalls ist eine unverzügliche Veröffentlichung geboten. Zum Zeitpunkt des Aufschubs ist bereits eine Ad-hoc-Meldung vorzubereiten (der wesentliche Inhalt derselben muss der FMA ohnehin gemäß § 7 VMV mitgeteilt werden), die bei Bedarf immer wieder zu adaptieren ist. Privatrechtliche Geheimhaltungsvereinbarungen sind kein berechtigtes Interesse iSv § 48d Abs 2 Z 1 BörseG für einen Aufschub. Das gilt auch hinsichtlich Geheimhaltungsvereinbarungen bezüglich des Kaufpreises bei Unternehmensakquisitionen, denn dieser ist zwingend offenzulegen. Im Falle einer ausstehenden Aufsichtsratsentscheidung oder personeller Veränderungen im Vorstand ist ein Aufschub in der Regel zulässig.
- Das Verhältnis zwischen Ad-hoc-Publizität und Übernahmerecht ist keine Frage der Spezialität, sondern vielmehr im Wege einer systematischen Auslegung zu lösen.

Geheimhaltungspflichten gemäß § 5 ÜbG berechtigen den Emittenten daher in der Regel zur Vornahme eines Ad-hoc-Aufschubs gemäß § 48d Abs 2 BörseG. Eine Bestimmung wie in Deutschland § 10 Abs 6 WpÜG, welche die Anwendbarkeit der Ad-hoc-Publizität in derartigen Fällen ausschließt, fehlt in Österreich, ist aber bei systematischer Auslegung der Vorschriften auch nicht erforderlich.

- § 48d Abs 3 BörseG hat kaum einen praktischen Anwendungsbereich, da der Tatbestand die befugte Weitergabe an Personen, die keiner rechtlichen Verschwiegenheit unterliegen, erfordert. Eine befugte Weitergabe an nicht der Verschwiegenheit unterliegende Personen ist praktisch kaum denkbar.
- Der europäische Gesetzgeber will im Bereich des Marktmissbrauchs durch Erlass der MarktmissbrauchsVO zu einer Vollharmonisierung gelangen. Nationale Vorschriften in diesem Bereich werden dadurch überflüssig. Inhaltlich erfolgt eine deutliche Ausweitung der Ad-hoc-Publizität, einerseits auf Finanzinstrumente, die an einem OTF oder MTF zugelassen sind, außerdem auf zusätzliche Finanzinstrumente wie Emissionszertifikate oder Warenderivate. Vor allem die Erweiterung auf zusätzliche Märkte sichert ein level playing field. Die Ausgestaltung der Insider-Information wird Gegenstand kontroverser Diskussionen sein. Vor diesem Hintergrund erscheint es fraglich, ob eine neue Kategorie der Insider-Information gemäß Art 6 Abs 1 lit e MarktmissbrauchsVO-E, die nicht veröffentlicht werden muss, eingeführt werden wird. Hier sollte die Systematik eher beibehalten, und auf das Instrument des Ad-hoc-Aufschubs zurückgegriffen werden. Die Übermittlung des Ad-hoc-Aufschubs gemäß Art 12 Abs 4 MarktmissbrachsVO-E erst mit der Veröffentlichung der Insider-Information bringt praktische Erleichterungen für Emittenten und Aufsichtsbehörden mit sich und ist daher eine sinnvolle legistische Maßnahme. Ob sich diese in den Konsultationen halten lässt, ist allerdings auf Grund der sehr unterschiedlichen Handhabung in den EWR-Mitgliedstaaten, die mehrheitlich eine unverzügliche Übermittlung an die Aufsichtsbehörde vorsehen, mehr als fraglich. Die Einführung einer systemrelevanten Insider-Information gemäß Art 12 Abs 5 MarktmissbrauchsVO-E, die von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen ist, ist im Lichte der aktuellen Finanzkrise und als Antwort auf die Bankenstresstests zu sehen. Die Wahrung der Stabilität des Finanzsystems soll so augenscheinlich durch eine Beurteilung der Mitgliedstaaten sichergestellt werden und nicht der Beurteilung durch den Emittenten überlassen bleiben. Die spürbare Erhöhung der Strafrahmen auf bis zu 5.000.000 Euro für natürliche und 10% des Jahresumsatzes für juristische Personen gemäß Art 26 Abs 1 lit k, l MarktmissbrauchsVO-E stellt einen Schritt in die richtige Richtung

dar. Der nationale Strafrahmen in Österreich von aktuell maximal 60.000 Euro gemäß § 48 Abs 1 Z 2 BörseG für Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität konnte nicht die erforderliche generalpräventive Wirkung entfalten. Generell ist mit zeitintensiven Diskussionen zu rechnen, so dass das Inkrafttreten der Vorschriften wohl frühestens im Sommer 2015 erfolgen wird. Auch die Ausgestaltung von Detailfragen bleibt abzuwarten. Die Aufspaltung in veröffentlichungspflichtige und nicht veröffentlichungspflichtige Insider-Informationen sollte unterbleiben, da sie die ohnehin schon komplexe Materie unnötig verkomplizieren würde.

B. Rechtspolitsche Erwägungen, Empfehlungen und Vorschläge

1. Regelpublizität

- Eine Übermittlung an das Börseunternehmen, an dessen geregelten Markt die Wertpapiere zugelassen sind, gilt gemäß § 86 Abs 1 BörseG nur, wenn Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist. Der Gesetzgeber hat, sofern Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist, auf eine Übermittlungsverpflichtung an das Börseunternehmen verzichtet, da er diese als strengere Regelung gemäß Art 3 Abs 2 TransparenzRL eingestuft hat. Allerdings sind nur strengere Veröffentlichungspflichten unzulässig, daher wäre es de lege ferenda zu begrüßen, wenn auch im Falle der Aufnahmemitgliedstaatseigenschaft Österreichs eine Übermittlungsverpflichtung an das Börseunternehmen eingeführt werden würde, sofern an diesem Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind.
- Art 24 Abs 4 lit h TransparenzRL ist immer noch nicht in das österreichische Recht umgesetzt worden. Daher gibt es keine zuständige Stelle, die Finanzberichte auf inhaltliche Richtigkeit überprüft und gegebenenfalls entsprechende Maßnahmen setzen kann. Für einen funktionsfähigen Kapitalmarkt wäre die Etablierung einer solchen Enforcementstelle, welche die Gesetzeskonformität der Finanzberichterstattung prüfen und widrigenfalls sanktionieren kann, von herausragender Bedeutung. Die Vorschrift sollte daher schnellstens in nationales Recht umgesetzt werden. Auf Grund der in Frage stehenden Materie sollte eine solche Enforcementstelle bei der FMA angesiedelt werden.[805]

[805] Ganz aktuell scheint es so, als ob die Umsetzung dieser Bestimmung in nationales Recht endlich erfolgen wird, und die FMA als zuständige Behörde für die Überprüfung der inhaltlichen Richtigkeit der Finanzberichterstattung etabliert werden wird, vgl hierzu die Pressemitteilung der FMA vom 09.11.2012,

2. Beteiligungspublizität

- Die Übermittlungsverpflichtung an das Börseunternehmen besteht gemäß § 91 Abs 1 Satz 3 BörseG nur, wenn sowohl eine Zulassung an einem geregelten Markt des jeweiligen Börseunternehmens besteht und Österreich für den Emittenten Herkunftsmitgliedstaat ist. Hier sollte de lege ferenda die Übermittlungsverpflichtung an das Börseunternehmen auch dann erfolgen müssen, wenn Österreich Aufnahmemitgliedstaat ist. Der Gesetzgeber sollte sich in dieser Konstellation nicht darauf verlassen, dass die Rechtsordnung des Herkunftsmitgliedstaats eine Regelung enthält, die den Meldepflichtigen verpflichtet, Meldungen auch an Börseunternehmen in Aufnahmemitgliedstaaten zu übermitteln. In Österreich besteht eine solche Verpflichtung wie gesehen nicht und sollte daher eingeführt werden.
- § 92a BörseG sollte die Angabe des prozentualen Stimmrechtsanteils verpflichtend als Inhalt der Meldung anführen.
- Bei Änderungen der Stimmrechtsgesamtzahl gemäß § 93 Abs 1 BörseG wäre de lege ferenda eine unverzügliche Veröffentlichung, anstatt einer Veröffentlichung zum Ende des Kalendermonats, sinnvoll, um materiell oder formell falsche Meldungen zu vermeiden, die den Kapitalmarkt verwirren könnten. Eine solche strengere Regelung wäre europarechtlich zulässig.
- § 92 Z 1 BörseG umfasst nur rechtlich verbindliche Vereinbarungen. Umgehungen sind daher leicht möglich, zB durch formlose, unverbindliche Absprachen zwischen Familienmitgliedern. Daher sollte § 92 Z 1 BörseG auch auf unverbindliche Absprachen erweitert werden, so wie das bei § 92 Z 7 BörseG der Fall ist. So können die Konstellationen in die Meldepflicht einbezogen werden, die mangels des Ziels der Kontrollerlangung auch nach § 92 Z 7 BörseG nicht meldepflichtig sind.
- Die Bezugnahme auf die Vorschriften des ÜbG in § 92 Z 4 BörseG ist einerseits unter verwaltungsstrafrechtlichen Gesichtspunkten problematisch, da teilweise Fälle materieller Kontrolle, in denen gegen die Meldepflicht verstoßen wird, nicht sanktionierbar sind, weil das ÜbG teilweise auf einen formellen Kontrollbegriff abstellt. Die TransparenzRL enthält einen materiellen Kontrollbegriff, der in § 81a Abs 1 Z 6 BörseG Eingang gefunden hat. De lege ferenda sollte zwecks ordnungsgemäßer Umsetzung der europarechtlichen

---

abrufbar unter http://www.fma.gv.at/de/ueber-die-fma/presse/pressemitteilungen/pressemitteilungen-detail/article/oesterreichs-finanzmarktaufsichtsbehoerde-fma-begruesst-die-einigung-der-beiden-regierungsparteien-a.html (13.11.2012).

Vorgaben und Sicherung einer sachgerechten Auslegung in Einzelfällen der Verweis auf das ÜbG, das teilweise einen formellen und teilweise einen materiellen Kontrollbegriff enthält, gestrichen und im Bereich des BörseG einheitlich auf den europarechtlich vorgegebenen materiellen Kontrollbegriff abgestellt werden.

- § 92 Z 5 BörseG ist als eine Art Generalklausel bzw Auffangtatbestand konzipiert und sollte daher auch systematisch als solcher abgebildet sein. De lege ferenda wäre daher die Erfassung in einem eigenen Absatz als § 92 Abs 2 BörseG zu empfehlen. Die Möglichkeit der Einflussnahme auf die Stimmrechte, ohne diese auszuüben, sollte als weitere Alternative neben der Stimmrechtsausübung eingefügt werden, damit auch in diesem Fall die Nichtmeldung verwaltungsstrafrechtlich sanktionierbar ist.
- § 93 Abs 2 BörseG enthält keine Verpflichtung Meldungen, die nach ausländischen Rechtsvorschriften erstattet worden sind, zu veröffentlichen. Der Gesetzgeber hat diesen in der Praxis möglichen Fall übersehen. De lege ferenda sollten daher Mitteilungen nach ausländischen Rechtsvorschriften in die Veröffentlichungspflicht gemäß § 93 Abs 2 BörseG miteinbezogen werden.

3. Ad-hoc-Publizität

- § 48d BörseG ist als Sammelnorm für die Ad-hoc-Publizitätspflicht (Abs 1, 2, 3 Satz 1, 2), die Führung von Insiderverzeichnissen (Abs 3), die Meldeverpflichtung für Geschäfte von Führungspersonen (Abs 4) sowie weiterer Verpflichtungen hinsichtlich Finanzanalysen, der Meldung verdächtiger Transaktionen sowie zweier Verordnungsermächtigungen unübersichtlich gestaltet. De lege ferenda wäre eine Aufteilung der Vorschrift in mehrere thematisch homogene Normen, ähnlich wie in Deutschland, vorzugswürdig.
- § 82 Abs 7 BörseG verweist pauschal auf § 48d BörseG, der jedoch nicht nur die Ad-hoc-Publizität regelt. Auch enthält er noch die Formulierung „die […] zu veröffentlichenden Tatsachen“, was der Terminologie in § 82 Abs 6 BörseG aF, der vor Umsetzung der MarktmissbrauchsRL die Ad-hoc-Publizität regelte, entsprach. Hier sollte eine Präzisierung des Verweises auf § 48d Abs 1 BörseG sowie eine sprachliche Umformulierung erfolgen, da § 48d Abs 1 BörseG nicht mehr den Begriff „Tatsachen“, sondern den Terminus „Insider-Information“ enthält. Auch eine eigene Norm mit allen Vorschriften, welche die Ad-hoc-Publizität regeln, wäre eine gute legistische Lösung, da aktuell die Vorschriften in § 48d Abs 1-3, § 82 Abs 7, 8 BörseG etwas zersplittert sind.
- Der Widerruf der Börsenzulassung der Wertpapiere des Emittenten gemäß § 64 Abs 5 BörseG im Fall von Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität ist nicht möglich,

da der Verweis nur pauschal auf die §§ 81-87 und §§ 91-94 BörseG gerichtet ist, nicht aber auf die materielle Bestimmung des § 48d Abs 1-3 BörseG verweist. Offensichtlich wurde bei der Umsetzung der MarktmissbrauchsRL nicht beachtet, dass die Ad-hoc-Publizität von § 82 Abs 6 BörseG aF in § 48d Abs 1-3 BörseG verschoben wurde. Eine historische oder systematische Auslegung mit dem Argument, dass auch weniger strenge Offenlegungsvorschriften mit dem Widerruf der Zulassung sanktioniert sind, verbietet sich, da § 64 Abs 5 BörseG als Sanktionsbestimmung dem Bestimmtheitsgebot und dem Grundsatz des Vorbehalts des Gesetzes nicht mehr genügt. De lege ferenda sollte hier eine Präzisierung des Verweises erfolgen.

- Die Einführung einer börsegesetzlichen Pflicht zur Korrektur falscher Ad-hoc-Meldungen sowie ein Verbot, nicht ad-hoc-pflichtige Tatsachen zu veröffentlichen, wäre wünschenswert, da dies die Kapitalmarkttransparenz steigern und verhindern würde, dass Ad-hoc-Meldungen von Emittenten gezielt zu Werbezwecken eingesetzt werden.
- De lege ferenda wäre eine Übermittlung des Aufschubs an die Aufsichtsbehörde erst mit der Veröffentlichung der Insider-Information vorzugswürdig. Eine solche Regelung entspricht, wie bereits gesehen, sowohl der geplanten Neuerung im MarktmissbrauchsVO-E, als auch der Gesetzeslage in Deutschland. Eine Differenzierung nach Insider-Informationen, die veröffentlicht werden müssen und solchen, die nicht der Veröffentlichungspflicht unterliegen, wie im MarktmissbrauchsVO-E vorgesehen, ist aus systematischen Gründen und aus Gründen der praktischen Anwendbarkeit der Bestimmungen über die Ad-hoc-Publizität abzulehnen.

4. Themenübergreifende Vorschläge

- Die TransparenzRL wollte mit der Einführung des Herkunftsmitgliedstaatsprinzips mehrfache Behördenzuständigkeiten verhindern. Dieses Herkunftsmitgliedstaatsprinzip wurde im Börsegesetz nicht entsprechend umgesetzt, so dass zB im Bereich der Ad-hoc-Publizität mehrere Aufsichtsbehörden zuständig sein können, sofern eine Zulassung in mehreren EWR-Mitgliedstaaten besteht. Der deutsche Gesetzgeber hat die Rechtsfigur des Inlandsemittenten gemäß § 2 Abs 7 WpHG eingeführt, durch die das Herkunftsmitgliedstaatsprinzip für die Praxis sinnvoll umgesetzt wurde. Dadurch sind mehrfache Behördenzuständigkeiten ausgeschlossen. Es empfiehlt sich, auch im Börsegesetz die Rechtsfigur des Inlandsemittenten zur vollständigen Umsetzung des Herkunftsmitgliedstaatsprinzips einzuführen.

- § 86 Abs 1 BörseG sieht eine Übermittlungsverpflichtung vorgeschriebener Informationen an die Behörde des Herkunftsmitgliedstaats, nicht aber an die Behörde des Aufnahmemitgliedstaats vor. In der Sonderkonstellation, dass die Wertpapiere eines Emittenten ausschließlich in einem Aufnahmemitgliedstaat, nicht aber im Herkunftsmitgliedstaat, zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ist dieser Aufnahmemitgliedstaat für die Überwachung der Veröffentlichung vorgeschriebener Informationen gemäß § 86 Abs 3 Satz 4 BörseG zuständig. Daher sollte de lege ferenda eine Übermittlungspflicht an diesen Aufnahmemitgliedstaat eingeführt werden. Eine solche Regelung wäre europarechtlich zulässig, da Art 3 Abs 2 TransparenzRL nur strengere Veröffentlichungsverpflichtungen, nicht aber strengere Übermittlungsverpflichtungen verbietet. Wie aus Art 19 Abs 1, Art 21 Abs 1 TransparenzRL ersichtlich, war eine geteilte Zuständigkeit für Übermittlungs- und Veröffentlichungspflichten vom europäischen Gesetzgeber nicht intendiert. Über die Rechtsfigur des Inlandsemittenten könnte die Übermittlungspflicht am elegantesten eingeführt werden. Die Regelungen des deutschen WpHG könnten insoweit als Vorlage dienen.

Literaturverzeichnis

Altendorfer/Kalss/Oppitz, Börsenrechtliche Publizität in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts (1998) 109.

Apathy/Iro/Koziol, Österreichisches Bankvertragsrecht, Band VI: Kapitalmarkt, 2. Auflage (2007).

Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 5. Auflage (2009).

Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz, 6. Auflage (2012).

Bedkowski, Der neue Emittentenleitfaden der BaFin – nunmehr veröffentlicht, BB 2009, 1482.

Bingel, Die „Insiderinformation" in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen. AG 2012, 685.

Bitzyk/Oelkers, Die neue Regelpublizität nach BörseG 2007 und URÄG 2008, ÖBA 2009, 508.

Ernst Brandl/Hohensinner, Die Haftung des Vorstands für Verletzungen der Ad-hoc-Publizität nach § 82 Abs 6 BörseG, ecolex 2002, 92.

Ernst Brandl/Hohensinner, Die neue Richtlinie über Insider-Geschäfte und Markt-manipulation, ÖBA 2003, 680.

Brandl/Kalss/Lucius/Oppitz/Saria, Handbuch Kapitalmarktrecht Band III: Informations-verhalten am Kapitalmarkt (2006).

Ernst Brandl/Nicolas Raschauer, Verantwortliche Beauftragte im Finanzmarktrecht – Anmerkungen zum Spannungsverhältnis zweier heterogener Rechtskreise, ecolex 2011, 1157.

Ernst Brandl/Nicolas Raschauer, Bestellung eines verantwortlichen Beauftragten, ecolex 2011, 1160.

Butzlaff/Gehrer/Meyer, Zwischenberichterstattung von Kreditinstituten nach IFRS-Rechtliche Anforderungen und praktische Umsetzung, IRZ 2009, 257.

Casey, Geänderte Regelpublizität nach dem Börsegesetz 2007. Aktiengesellschaften und Emittenten von Schuldtiteln aufgepasst! Novellierung des Börsegesetzes, SWK 2007, W 81.

Diregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht, 2. Auflage (2007).

Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage (2012).

Dreibus/Schäfer, Mitteilungspflichten über Stimmrechte gem. §§ 21, 22 WpHG bei inländischen Investmentfonds, NZG 2009, 1289.

Dreyling/Schäfer, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität – Praxis und Entwicklungstendenzen (2001).

Fleischer/Schmolke, Das Anschleichen an eine börsennotierte Aktiengesellschaft – Überlegungen zur Beteiligungspublizität de lege lata und de lege ferenda, NZG 2009, 401.

Fleischer/Schmolke, Zum beabsichtigten Ausbau der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz bei modernen Finanzinstrumenten (§§ 25, 25a DiskE-WpHG), NZG 2010, 846.

Fleischer/Schmolke, Die Reform der Transparenzrichtlinie: Mindest- oder Vollharmonisierung der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungspublizität?, NZG 2010, 1241.

Fletzberger, Offenlegung von Großgeschäften mit nahestehenden Personen nach dem BörseG, ZFR 2009, 45.

Fuchs, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar (2009).

Gall, Neue Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ecolex 2003, 560.

Gall, Acting in concert und Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz, GesRZ 2008, 139.

Gelbmann, Strafrechtliche Absicherung der Corporate Governance, GesRZ 2003, 20.

Gruber, Publizität des Emissionsgeschäfts in *Koppensteiner*, Österreichisches und europäisches Wirtschaftsprivatrecht Teil 4: Börsen- und Kapitalmarktrecht (1996).

Gruber, Ad-hoc-Publizität, ÖBA 2003, 239.

Gruber, Von der Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD) zur Marktmissbrauchsverordnung (MAR), ZFR 2012, 50.

Grünberger, IFRS 2012, 10. Auflage (2011).

Habersack/Mülbert/Schlitt, Handbuch der Kapitalmarktinformation (2008).

Hasenauer, Zum Kontrollbegriff beim mittelbaren Beteiligungserwerb nach dem ÜbG, RdW 2007, 391.

Hasenauer, Beteiligungspublizität und Stake Building, RdW 2009, 3.

Hausmaninger, Insider Trading – Eine systemvergleichende Untersuchung amerikanischer, europäischer und österreichischer Regelungen (1997).

Heidinger/Paul/Schmidt/Spranz/Urtz/Wachter, Kommentar zum Immobilien-Investmentfondsgesetz (2004).

Heidinger/Paul, Kommentar zum Investmentfondsgesetz (2005).

Heindl/Christian Szücs/Stefan Szücs, Prüfung und prüferische Durchsicht von Halbjahresfinanzberichten, ÖBA 2010, 739.

Hellgardt, Europarechtliche Vorgaben für die Kapitalmarktinformationshaftung – de lege lata und nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung, AG 2012, 154.

Henn/Frodermann/Jannott, Handbuch des Aktienrechts, 8. Auflage (2009).

Heusel, Der neue § 25a WpHG im System der Beteiligungstransparenz, WM 2012, 291.

Hirte/Möllers, Kölner Kommentar zum WpHG (2007).

Hödl, Eingeschränkte Markttransparenz bei Einräumung einer Option, ecolex 2003, 343.

Hofmann, Der mittelbare Beteiligungserwerb durch eine beherrschte Privatstiftung im Übernahmegesetz (ÜbG) nach dem Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006 (ÜbRÄG), GesRZ 2007, 182.

Hofmann, Kontrollierte Privatstiftung und BörseG-Novelle 2007, NZ 2008, 161.

Hopt/Wiedemann, Aktiengesetz – Großkommentar, 4. Auflage (2004).

Huber, Übernahmegesetz – Kommentar (2007).

Jabornegg/Strasser, Kommentar zum Aktiengesetz, 5. Auflage (2010).

Kaindl/Rieder, Neuerungen für das Pflichtangebot und Gesellschafterausschluss, GesRZ 2006, 247.

Kalss, Die Offenlegung von Beteiligungen, ÖBA 1993, 615.

Kalss, Kapitalmarktrecht als Schnittmenge mehrerer Regelungsfelder, in Festschrift 100 Jahre Wirtschaftsuniversität Wien (1998), 183.

Kalss, Das neue Übernahmegesetz als Teil des Kapitalmarktrechts in Österreich, NZG 1999, 421.

Kalss, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2001).

Kalss, Das Aktien vertretende Zertifikat, ÖBA 2009, 339.

Kalss/Hasenauer, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GesRZ 2008, 301.

Kalss/Hasenauer, Update: Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmens-transaktionen, RdW 2012, 576.

Kalss/Linder, Kapitalmarktrechtliche Fragen zu Mezzaninkapital, insbesondere zu Schuldverschreibungen und Genussrechten, in *Bischof/Eberhartinger*, Hybride Finanzierungsinstrumente – Alternativen zur traditionellen Kreditfinanzierung (2005).

Kalss/Nowotny/Schauer, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008).

Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht, Band I – System (2005).

Kalss/Zahradnik, BörseGNov 2004: Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, ecolex 2006, 393.

Kalss/Zollner, Markttransparenz bei Put- und Call-Optionen, ecolex 2002, 22.

Kalss /Zollner, Directors' Dealings – Der neue § 48d Abs 4 BörseG, GeS 2005, 106.

Kalss/Zollner, Die Offenlegung von Beteiligungen nach der Börsegesetznovelle 2007, ÖBA 2007, 884.

Kapfer, Die Marktmissbrauchsverordnungen der FMA, ecolex 2006, 71.

Karpf, Der Lamfalussy-Prozess – Bestandsaufnahme und Aussicht, ÖBA 2005, 573.

Kastner/Doralt/Nowotny, Grundriß des österreichischen Gesellschaftsrechts, 5. Auflage (1990).

Kocher/Widder, Ad-hoc-Publizität in Unternehmenskrise und Insolvenz, NZI 2010, 925.

Kocher/Widder, Ad-hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen – Praktische Auswirkungen des Vorlagebeschlusses des BGH zur insiderrechtlichen Beurteilung unsicherer und gestreckter Sachverhalte, CFL 2011, 88.

Kocher/Widder, EuGH: Zwischenschritte einer gestreckten Entscheidung als Insider-Informationen, BB 2012, 1817.

Koppensteiner, Zurechnung von Beteiligungen im Wirtschaftsrecht, wbl 2005, 293.

Krämer/Teigelack, Gestaffelte Selbstbefreiung bei gegenläufigen Insiderinformationen? Publizitätsanforderungen beim Zusammentreffen von unterjährigen Ergebniszahlen mit Kapitalmaßnahmen, AG 2012, 20.

Krejci, Unternehmensrecht, 4. Auflage (2008).

Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage (2004).

Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage (2011).

Kumm, Praxisfragen bei der Regelpublizität nach Inkrafttreten des TUG, BB 2009, 1118.

Lebherz, Publizitätspflichten bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, WM 2010, 154.

Leser, Acting in Concert im Übernahmerecht (2009).

Leuering, Zurechnung von Stimmrechten minderjähriger Aktionäre bei den gesetzlichen Vertretern, NZG 2010, 1285.

Leuthner, Zum Verhältnis Ad-hoc-Publizität und Übernahmerecht, ecolex 2012, 620.

Lindner/Zollner, Die Privatstiftung als Baustein der Corporate Governance, ZFR 2006, 90.

Longino, Haftung des Emittenten für fehlerhafte Informationen, DStR 2008, 2068.

Macher/Buchberger/Kalss/Oppitz, Kommentar zum InvFG (2008).

Matyschok, Finanzberichterstattung bei Aufnahme und Beendigung der Börsennotierung, BB 2009, 1494.

Merkner, Das Damoklesschwert des Rechtsverlusts – Vorschlag für eine Neufassung von § 28 WpHG, AG 2012, 199.

Merkner/Sustmann, Die Neuauflage des Emittentenleitfadens der BaFin – Rechtssicherheit bei der Abgabe von Stimmrechtsmitteilungen?, NZG 2009, 813.

Merkner/Sustmann, Wertpapierleihe und Empty Voting – Weitergehender Transparenzbedarf im WpHG?, NZG 2010, 1170.

Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt – Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutz-recht, 2. Auflage (1996).

Nguyen/Verchow, Über das richtige Timing von ad-hoc-Meldungen – Is there a Good Time for Bad News, ÖBA 2009, 647.

Nikoleyczik, Ad-hoc-Publizitätspflicht bei zukunftsbezogenen Sachverhalten – der Fall „Schrempp", GWR 2009, 82.

Nikoleyczik, Der neue Emittentenleitfaden der BaFin, GWR 2009, 264.

Oberhofer/Prechtl/Schuster, Professionelle Stimmrechtsvertretung und Werben um Stimmrechte bei börsenotierten Aktiengesellschaften, GeS 2008, 392.

Perner/Spitzer/Kodek, Bürgerliches Recht. Lernen – Üben – Wissen, 2. Auflage (2008).

Philipps, Halbjahresfinanzberichterstattung nach dem WpHG – Umsetzung der neuen Anforderungen für den Zwischenbericht von Unternehmen des Prime Standards, DB 2007, 2326.

Prechtl, Kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität (2010).

Bernhard Raschauer, Börseausschluss als automatische Straffolge?, ÖZW 2010, 75.

Rebhan, Die Erklärung der gesetzlichen Vertreter nach dem Börsegesetz – eine Folgeuntersuchung, RWZ 2009, 270.

Rebhan/Rohatschek, Die Erklärung der gesetzlichen Vertreter nach dem Börsegesetz – eine Bestandsaufnahme, RWZ 2008, 214.

Renz/Rippel, Die Unterschiede zwischen Theorie und Praxis – Vergleich der gesetzlichen Lage der Informationspflichten gem. §§ 21 ff. WpHG und der Umsetzung durch den Emittentenleitfaden der BaFin, BKR 2009, 265.

Renz/Rippel, Änderungen der Transparenzvorschriften gem. §§ 21 ff. WpHG (Mitteilungspflichten von Stimmrechten) durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, BKR 2011, 235.

Rodewald/Tüxen, Neuregelung des Insiderrechts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) – Neue Organisationsanforderungen an Emittenten und ihre Berater, BB 2004, 2249.

Roth, Grundriss des österreichischen Wertpapierrechts, 2. Auflage (1999).

Rüffler, Probleme der börserechtlichen ad-hoc-Publizität bei personellen Änderungen im Vorstand, ÖBA 2009, 724.

Rummel, Kommentar zum Allgemeinen bürgerlichen Gesetzbuch, 3. Auflage (jeweiliger Stand).

Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, 2. Auflage (jeweiliger Stand).

Sven Schneider, Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897.

Uwe Schneider, § 25a WpHG – die neue dritte Säule im Offenlegungsrecht, AG 2011, 645.

Uwe Schneider/Gilfrich, Die Entscheidung des Emittenten über die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht, BB 2007, 53.

Schuhmacher, Zur Auslegung des neu gefassten Tatbestands des Missbrauchs einer Insider-Information, ÖBA 2005, 533.

Schulenburg, Ausnahme und Ende des sechsmonatigen Rechtsverlusts nach § 28 S. 3 WpHG – zu den Grenzen der erlaubten Falschmeldung nach § 28 S. 4 WpHG, NZG 2009, 1246.

Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Auflage (2010).

Schwenk/Glander, Kapitalmarktrechtliche Meldepflichten im Fall Continental AG/Schaeffler KG, juris PraxisReport Bank- und Kapitalmarktrecht 5/2008, Anm. 6.

Seibt/Bremkamp, Erwerb eigener Aktien und Ad-hoc-Publizität, AG 2008, 469.

Simon, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13.

Szücs, Zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie, ZFR 2007, 133.

Teichmann/Epe, Neuer Regelungsansatz in der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz: Generalklausel statt Fallgruppen-Lösung, WM 2010, 1477.

Temmel, Börsegesetz – Praxiskommentar (2011).

Tollkühn, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 2215.

Uhl, Anlegerschutz durch Transparenz – Auswirkungen der Marktmissbrauchsrichtlinie auf das deutsche Insiderrecht und die daraus resultierenden Folgeprobleme für M&A-Transaktionen (2008).

Veil, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung der Transparenzregime, WM 2012, 53.

Veil/Koch, Auf dem Weg zu einem Europäischen Kapitalmarktrecht: die Vorschläge der Kommission zur Neuregelung des Marktmissbrauchs, WM 2011, 2297.

Weber, Kapitalmarktrecht – eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts (1999).

Widder, Befreiung von der Ad-hoc-Publizität ohne Selbstbefreiungsbeschluss?, BB 2009, 967.

Wilhelm, Zur Haftungsbegründung nach falschen Ad hoc-Meldungen, ecolex, 2010, 534.

Winkler/Vaclavek, Ad-hoc-Publizität/Beteiligungspublizität/Insiderproblematik bei Beteiligungsveräußerungen, RdW 2004, 258.

Winner, Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht, ÖJZ 2006, 659.

Winner, Rechtspolitisches zum Pflichtangebot – eine Würdigung des ÜbRÄG 2006, GesRZ 2007, 391.

Winner, Änderungsbedarf aus Sicht der Übernahmekommission, in *Jarolim*, Das neue Aktienrecht – Dialog im Parlament, Band 1 (2009), 20.

Zib/Russ/Lorenz, Kapitalmarktgesetz – Kommentar (2008).

Zollner, Zusammenspiel von Börse- und Übernahmerecht, RdW 2001, 457.

Zollner, Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmegesetz (2002).

Zollner, Stimmrechtsverlust bei Verstoß gegen die Beteiligungspublizität – der neue § 124 AktG, GesRZ 2010, 146.

Zwissler, Beteiligungspublizität im Vorfeld der Hauptversammlung, Going Public „Kapitalmarktrecht 2009“, 94.

Abstract

Die börserechtlichen Transparenzpflichten sind in der Vergangenheit immer weiter ausgebaut worden und sind dadurch auch stärker in den Fokus der Aufsichtsbehörden gelangt. Auf europäischer Ebene wurden mit der MarktmissbrauchsRL im Jahr 2003 und der TransparenzRL im Jahr 2004 umfangreiche Neuerungen eingeführt, die in den EWR-Mitgliedstaaten umzusetzen waren.

Das dynamische Gebiet des Kapitalmarktrechts ist auch gegenwärtig sowohl national als auch international im Fluss. Auf europäischer Ebene wird derzeit an einer neuen MarktmissbrauchsVO gearbeitet, die auf eine stärkere Vollharmonisierung abzielt. Ebenso wird die TransparenzRL derzeit novelliert, wobei der Schwerpunkt der Änderungen eindeutig im Bereich der Beteiligungspublizität liegt. Die europäischen Regelungen werden daher in den nächsten Jahren zu einer Ausweitung des Anwendungsbereichs der börserechtlichen Transparenzpflichten führen. Auch auf nationaler Ebene wird die Beteiligungspublizität ab 01.01.2013 erheblich ausgeweitet. Die Änderungen sind vor allem auf verschiedene prominente Übernahmefälle zurückzuführen, in denen feindliche Übernahmen mittels nicht meldepflichtiger Finanzinstrumente vorbereitet wurden. Neben der Schließung dieser Gesetzeslücken werden auch zusätzliche und strengere Sanktionen eingeführt sowie bestehende Reglungen auf Basis bisheriger praktischer Erfahrungen präzisiert.

Die Aufsichtspraxis zeigt, dass die Auslegung der börserechtlichen Transparenzpflichten den Akteuren teilweise erhebliche Schwierigkeiten bereitet. Das liegt neben der hohen Komplexität der Regelungen oft auch an Auslegungsspielräumen oder Regelungslücken im Bereich des Börsegesetzes und den darauf basierenden Verordnungen. Teilweise sind auch die Umsetzungsspielräume europarechtlicher Grundlagen nicht richtig eingeschätzt und als Konsequenz nicht ausreichend umgesetzt worden. Die vorliegende Arbeit soll neben einem Beitrag zur Beseitigung von Unsicherheiten durch Klärung der wichtigsten praktischen Auslegungsfragen auch Anregungen und Vorschläge liefern, wie die praktische Handhabung der Rechtsgrundlagen besser gelebt werden kann. Das beinhaltet auch Anpassungsvorschläge der gesetzlichen Grundlagen. Behandelt werden neben Fragen der Behördenzuständigkeit und der anwendbaren Sprachregelungen die materiellen Bestimmungen betreffend die Beteiligungspublizität, die Ad-hoc-Meldepflichten und die Regelpublizität. Dabei wird der Meinungsstand in der österreichischen und teilweise auch deutschen Literatur, die Praxis der Aufsichtsbehörden in Österreich und Deutschland sowie die einschlägige Judikatur, auch auf

europäischer Ebene, berücksichtigt. Sofern passend wird ein Vergleich zur Rechtslage in Deutschland gezogen und im Rahmen der Auslegungen des Börsegesetzes bzw für Anpassungsvorschläge berücksichtigt.

Die wichtigsten auf diese Weise gewonnenen Erkenntnisse und Legistikvorschläge werden am Ende der Arbeit, zusammen mit einem Ausblick auf die Auswirkungen der bevorstehenden Änderungen auf europäischer und nationaler Ebene und einer Einschätzung möglicher Auswirkungen, zusammengefasst.

Lebenslauf

Thomas Maximilian Schöps, geboren 1981 in Bonn, Schulbesuch in Bonn, Managua (Nicaragua) und Rom. Abitur an der Deutschen Schule Rom im Jahr 2000. Anschließend Studium der Rechtswissenschaften an der Universität Passau mit fachspezifischer Fremdsprachenausbildung in Spanisch, Italienisch und Englisch. 1. juristisches Staatsexamen 2005 in Passau. Während des Studiums Leitung von Tutorien für jüngere Studenten im Strafrecht. Referendariat in Düsseldorf mit Stationen an der Ständigen Vertretung der Bundesrepublik Deutschland bei der OSZE in Wien und der deutschen Botschaft in Santiago de Chile. 2. juristisches Staatsexamen 2007 in Düsseldorf. Von April 2008 bis November 2009 Tätigkeit als niedergelassener europäischer Rechtsanwalt bei Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati Rechtsanwälte im Bereich Bank- und Kapitalmarktrecht in Wien. Seit Januar 2010 Tätigkeit als Referent in der Abteilung Markt- und Börseaufsicht (Emittentenaufsicht) bei der Finanzmarktaufsicht in Wien. Diverse Vorträge zu kapitalmarktrechtlichen Themen, ua auf der 6. Jahrestagung Kapitalmarktrecht 2011 des Business Circle zum Thema „Beteiligungspublizität bei Derivaten/Transparenzrichtlinie“ (zusammen mit Dr. Clemens Hasenauer).