



works

Newsletter Kapitalmarktrecht Issue 2|2016

Ad-hoc Pflicht bei gestreckten Sachverhalten – neue Entscheidung, altes Leid

In der druckfrischen [Verbund-Entscheidung](#) vom 20. April 2016 beschäftigt sich der Verwaltungsgerichtshof einmal mehr mit dem Zeitpunkt der Ad-hoc Meldung bei gestreckten Sachverhalten, also mit der Frage, ab wann eine Insiderinformation vorliegt. Bei Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten sind dabei meist zwei Fragen strittig: Ist die Information bereits spezifisch genug, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung auf den Kurs der Finanzinstrumente des betroffenen Unternehmens zuzulassen? Und wenn ja, ist die Information geeignet, den Kurs des fraglichen Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.

Der VwGH meint zunächst, dass dafür „*die Wahrscheinlichkeit des Eintritts des Endereignisses [...] von Bedeutung sein [wird].*“ Das kennt man in ähnlicher Form etwa aus den Raiffeisen-Erkenntnissen (VwGH 2012/01/0554 und 2012/01/0555). Dort hat das Höchstgericht die interne Beschlussfassung, ein Merger-Projekt zu prüfen, noch nicht als spezifisch genug angesehen und das Vorliegen einer Insiderinformation verneinte. Dies deshalb, weil „*noch nicht angenommen werden konnte, dass und in welcher Weise das Projekt tatsächlich ausgeführt werde*“.

Das hier fragliche Memorandum of Understanding über den Tausch einer wesentlichen Beteiligung des Verbunds gegen Kraftwerke eines anderen Stromkonzerns soll dagegen spezifisch genug und daher eine genaue Information sein. Dass zu diesem Zeitpunkt noch nicht einmal die Due Diligence gestartet war, für die Durchführung zwingend erforderliche andere Parteien (Joint-Venture Partner, dutzende finanzierende Banken) noch nicht kontaktiert worden waren, und zahlreiche behördliche Genehmigungen fehlten, stört den VwGH dabei nicht. Ein gewisses Abgrenzungsmerkmal zu „Raiffeisen“ dürfte für das Höchstgericht auch sein, dass es dort nur interne Organbeschlüsse gab, ein Merger-Projekt zu starten (angesichts einer geplanten internen Umstrukturierung des Konzerns allerdings kein Wunder), in der gegenständlichen Entscheidung dagegen ein (unverbindliches) Memorandum of Understanding mit einem Dritten.

Für die Transaktionspraxis bedeutet dies, dass schon recht frühe Zwischenschritte eine „genaue Information“ sind. Für die Frage nach der Ad-hoc Pflicht kommt es dann nur noch darauf an, ob ein Zwischenschritt eigenständige Kursrelevanz hat. Wann dies der Fall ist, erläutert der VwGH nicht



works

ausführlich, sondern verweist zur Klärung an das BVwG zurück. Es lässt sich lediglich der Hinweis entnehmen, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit des Endereignisses dafür nicht ohne Belang sein kann. Rechtsberatung in diesem Bereich bleibt dennoch ein Minenfeld.

Aktuelles zum EU-Prospektrecht

Der europäische Gesetzgeber hat kürzlich weitere Vorgaben für Kapitalmarkttransaktionen beschlossen (Delegierte VO (EU) Nr. 2016/301 der Kommission).

Im Prospektbilligungsverfahren ist künftig nach jedem Verbesserungsauftrag der FMA dem Folgeentwurf eine Erklärung beizufügen, wie die bemängelten Themen behoben wurden. Dass zwischen jedem eingereichten Prospektentwurf alle vorgenommenen Änderungen kenntlich zu machen sind („Versionsvergleich“) ist nicht neu, aber nun explizit vorgegeben. Zudem gilt – auf EuGH-Judikatur beruhend – für Prospektveröffentlichungen in elektronischer Form, dass der Zugang zum Prospekt nicht vom Abschluss eines Registrierungsverfahrens, der Zustimmung zu einer Haftungsbegrenzungsklausel (dazu zählen nicht länderbezogene Disclaimer) oder der Entrichtung einer Gebühr abhängig gemacht werden darf. Die Verordnung ordnet auch an, dass entsprechend geänderte Werbung zu verbreiten ist, wenn bereits verbreitete Werbung infolge eines Prospektnachtrags unrichtig oder irreführend wird.



Information

Mag. Gernot Wilfling

T +43 1 535 8008,

E g.wilfling@mplaw.at

Müller Partner Rechtsanwälte GmbH

Rockgasse 6, 1010 Wien

www.mplaw.at